



Rassegna trimestrale BRI dicembre 2019 – briefing stampa

Gli articoli monografici rispecchiano le opinioni degli autori e non necessariamente il punto di vista della BRI. Si prega pertanto di attribuire agli autori, e non alla BRI, eventuali riferimenti a tali articoli.

Claudio Borio

Il trimestre precedente aveva visto i mercati finanziari divisi tra due forze: le tensioni commerciali li avevano spinti verso il basso e l'allentamento della politica monetaria verso l'alto. Durante l'ultimo trimestre è stato il flusso e il riflusso delle tensioni commerciali a dominare. Certo, l'ulteriore allentamento monetario ha continuato a sostenere le attività rischiose, e lo stesso hanno fatto i segnali, a fine periodo, indicanti che i timori di una recessione erano eccessivi. Ma è stato l'affievolirsi delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina a metà ottobre a determinare un cambiamento di regime nei mercati.

Fino a quel momento, i prezzi delle attività rischiose si erano mossi all'interno di un intervallo limitato; in seguito, si è generalizzata una fase di propensione al rischio. I corsi azionari sono aumentati, il VIX – una misura dell'avversione al rischio – è sceso a nuovi minimi, gli spread societari si sono ridotti, i rendimenti delle obbligazioni sovrane sicure sono cresciuti e il dollaro USA si è deprezzato, sostenendo in particolare i rialzi delle quotazioni nelle economie emergenti.

Ciò ha fatto sì che le condizioni finanziarie aggregate negli Stati Uniti e nell'area dell'euro si allentassero fino ad un livello accomodante rispetto agli standard storici. Un livello di fatto analogo a quello osservato nell'ottobre 2018: il mese in cui la BCE ha avviato il processo di inasprimento, a fronte della preoccupazione da parte degli operatori di mercato nei confronti di un peggioramento delle prospettive macroeconomiche e della possibilità che la Federal Reserve non procedesse a un allentamento.

La nuova fase di risk-on, associata a condizioni finanziarie accomodanti e durature, ha sollevato interrogativi sulla sostenibilità delle valutazioni delle attività rischiose. È molto difficile esprimere un giudizio su tali questioni. Tuttavia, un esame attento suggerisce che la risposta dipende dall'analisi dei fattori alla base dei rendimenti storicamente bassi dei titoli di Stato e, in particolare, del ruolo del premio a termine - la compensazione per il rischio di detenere un titolo a lunga scadenza rispetto a una sequenza di titoli a più breve scadenza.

Consideriamo innanzitutto le azioni. Il quadro varia da un paese all'altro, e, in particolare, le valutazioni statunitensi sono notevolmente superiori a quelle della maggior parte degli altri paesi. Se misurate su base a sé stante, come ad esempio attraverso un parametro diffuso come il rendimento degli utili corretto per il ciclo, le azioni degli Stati Uniti appaiono elevate rispetto agli standard storici. Al contrario, esse appaiono approssimativamente in linea se paragonate ai rendimenti obbligazionari insolitamente bassi. Ma risultano di nuovo alte se si correggono i rendimenti obbligazionari escludendo una stima del premio a termine, che è addirittura negativo, una situazione che caratterizza soltanto il periodo post-crisi.



Segnali di un'alta assunzione di rischio, come il livello molto basso del VIX e le posizioni ai massimi storici che scommettono su un suo ulteriore declino, suggeriscono anch'essi valutazioni generose. Un quadro simile vale anche per gli immobili commerciali statunitensi, dove i prezzi sono stati piuttosto alti.

L'analisi è più semplice nel caso del debito societario. Nelle economie avanzate, gli spread in relazione ai rendimenti dei titoli di Stato sono rimasti bassi rispetto agli standard storici. Lo stretto legame tra attività manifatturiera e spread è venuto meno quest'anno: malgrado il rallentamento dell'attività, gli spread si sono ulteriormente ridotti. Tutto ciò ha coinciso con chiari segnali di assunzione di rischio, come la marcata emissione di obbligazioni ad alto rendimento e i maggiori afflussi in fondi specializzati in mercati obbligazionari di frontiera. Allo stesso tempo, i tassi di inadempienza e i declassamenti sono aumentati per gli emittenti ad alto rendimento.

Mentre i segnali di assunzione di rischio erano evidenti nei segmenti più importanti del mercato finanziario, qualcosa di inaspettato si è verificato in un segmento forse meno noto ma comunque essenziale. Il 17 settembre, i tassi overnight delle operazioni pronti contro termine con garanzie collaterali negli Stati Uniti sono saliti al 6%, e alcune operazioni sarebbero state effettuate fino al 10% in un mercato disordinato. Questo, a sua volta, ha spinto nella stessa direzione, ma in misura minore, il secured overnight financing rate (SOFR), il nuovo tasso di riferimento e, in modo più moderato, il tasso effettivo sui fondi federali - il tasso overnight sui prestiti non garantiti al quale le banche e alcune altre istituzioni negoziano tra di loro negli Stati Uniti. Le tensioni hanno avuto anche un certo impatto su segmenti di mercato strettamente correlati, in particolare quello degli swap su valute, aumentando il divario tra il costo dell'assunzione e dell'erogazione di prestiti tra le valute nei mercati della liquidità e dei derivati - la cosiddetta cross-currency basis. Perché ciò è avvenuto? E qual è il significato più profondo di tutto ciò?

Le ragioni di queste distorsioni non sono ancora del tutto chiare. Accanto ad alcuni fattori temporanei, quelli strutturali sembrano aver avuto un ruolo importante. Un elemento chiave sembra essere stata la combinazione di due fattori: da un lato, l'elevata domanda di finanziamenti garantiti (pronti contro termine) da parte di istituzioni finanziarie non bancarie, come gli hedge fund fortemente impegnati a far leva finanziaria sulle operazioni di valore relativo; e, dall'altro, la riluttanza delle quattro grandi banche a fornire i finanziamenti, in quanto le loro riserve di liquidità erano scarse, in particolare sotto forma di riserve in eccesso presso la Fed.

Il comportamento delle quattro grandi banche è cruciale, in quanto di recente esse sono diventate i prestatori marginali del mercato delle operazioni pronti contro termine, sostituendo i fondi del mercato monetario. La loro riluttanza, a sua volta, sembra riflettere i cambiamenti intervenuti dopo la crisi nelle pratiche interne di gestione del rischio e, forse, la mancanza di flessibilità per sfruttare opportunità di arbitraggio di breve durata. La ridotta flessibilità riflette un lungo periodo di abbondanti riserve in eccesso nel sistema, che riducono la necessità di concedere e ottenere liquidità a breve termine. Le tensioni sono finite solo quando la Fed ha iniettato ulteriori riserve nel sistema.

Il significato di questo evento va ben oltre le distorsioni di breve durata.

In primo luogo, le distorsioni suggeriscono che le operazioni non convenzionali post-crisi delle banche centrali hanno lasciato una profonda impronta sul funzionamento del mercato. Come osservato in un [recente rapporto del Comitato sui mercati delle banche centrali](#), quando le banche si abituano a un periodo prolungato



di abbondanti riserve in eccesso, il loro ritiro può comportare aggiustamenti di mercato imprevedibili e improvvisi – è come se un muscolo si fosse atrofizzato. Un articolo monografico di questa rassegna documenta come gli acquisti su larga scala della BCE abbiano trasformato il mercato delle operazioni pronti contro termine nell'area dell'euro da un mercato guidato da esigenze di finanziamento ad un mercato guidato dalla domanda dei titoli sottostanti, incidendo sul comportamento dei tassi di interesse¹.

In secondo luogo, le distorsioni evidenziano come il crescente coinvolgimento di soggetti non bancari in mercati strettamente legati alle operazioni interbancarie, a loro volta sempre più spesso sotto forma di finanziamenti garantiti, possa tradursi in dinamiche di mercato poco familiari. Questa evoluzione è particolarmente rilevante in un momento in cui molte banche centrali si preparano a ricorrere a tassi garantiti come principale tasso di riferimento.

Infine, le distorsioni suggeriscono che i mercati pronti contro termine, insieme al più ampio mercato degli swap su valuta per la raccolta in dollari USA, geograficamente molto più esteso e strettamente correlato, potrebbero ritrovarsi di nuovo nell'occhio del ciclone se a un certo punto dovessero insorgere tensioni finanziarie. L'impennata del trading degli swap su valuta a breve termine, a cui è ascrivibile gran parte dell'incremento del volume del mercato dei cambi negli ultimi tre anni, sottolinea questo rischio. In questo contesto, l'espansione post-crisi degli istituti finanziari non bancari in generale, e del settore della gestione patrimoniale in particolare, può intensificare l'imprevedibilità delle dinamiche di mercato.

Valutazioni delle attività piuttosto generose, un'elevata assunzione di rischi e cambiamenti di difficile lettura nel sistema finanziario: la combinazione di questi elementi evidenzia alcune vulnerabilità dei mercati finanziari che meritano un'attenzione particolare da parte degli operatori di mercato e delle banche centrali.

Hyun Song Shin

Questa Rassegna trimestrale si concentra sui mercati valutari e dei derivati. Contiene cinque articoli monografici che presentano i risultati dell'ultima indagine triennale BRI delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati OTC (Over-the-counter). Gli articoli utilizzano questa fonte unica di dati per esplorare i fattori che hanno trainato la recente crescita di questi mercati e capire ciò che questi fattori ci dicono sull'evoluzione della struttura dei mercati. Un sesto articolo, su "**FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey**" di **Philip Wooldridge**, riassume i loro principali risultati.

L'indagine del 2019 ha rivelato che i mercati OTC sono più espansi che mai. Dopo un calo nel 2016, il trading sui cambi ha ripreso la tendenza al rialzo di lungo periodo, salendo a 6 600 miliardi di dollari al giorno nell'aprile 2019. Il trading di derivati sui tassi di interesse si è discostato nettamente dalla tendenza precedente, salendo a 6 500 miliardi di dollari. Per darvi un'idea di quanto questo volume sia ingente, le esportazioni globali di beni e servizi sono state inferiori a 100 miliardi di dollari al giorno nel 2018.

¹ Cfr. "Euro repo market functioning: collateral is king" di Angelo Ranaldo, Patrick Schaffner e Kostas Tsatsaronis.



Nei mercati dei cambi, il dollaro USA è rimasto la valuta dominante. Era presente nell'88% di tutte le operazioni. Come discusso in "**Sizing up global foreign exchange markets**" di **Andreas Schrimpf** e **Vladyslav Sushko**, la predominanza del dollaro riflette la sua importanza come veicolo e valuta di finanziamento. Infatti, la quota del dollaro negli swap su valute – che sono una forma di prestito garantito – era addirittura superiore alla sua quota nelle negoziazioni a pronti. Più della metà dell'aumento del volume complessivo delle negoziazioni in cambi tra il 2016 e il 2019 è principalmente riconducibile agli swap su valuta.

Detto questo, il trading delle valute dei mercati emergenti è cresciuto più velocemente di quello delle principali valute. La quota delle valute dei mercati emergenti nel turnover dei mercati dei cambi a livello mondiale è salita al 23% nell'aprile 2019, rispetto al 19% del 2016 e al 15% del 2013. Il renminbi cinese è stata la valuta dei mercati emergenti più attivamente scambiata e l'ottava valuta più scambiata a livello internazionale.

C'è stato un marcato aumento del trading offshore, cioè il trading che si svolge al di fuori del paese in cui la valuta viene emessa. In "**Offshore markets drive trading of emerging market currencies**", **Nikhil Patel** e **Dora Xia** mostrano che le valute per cui è aumentata l'importanza relativa del trading offshore hanno mostrato una maggiore crescita nel trading complessivo.

La maggiore attività di trading offshore ha portato ad una maggiore concentrazione geografica in pochi centri finanziari. Nei mercati valutari, Londra, New York, Singapore e Hong Kong SAR hanno aumentato la loro quota collettiva di trading mondiale al 75% nell'aprile 2019, rispetto al 71% del 2016 e al 65% del 2010. Anche nei mercati dei derivati su tassi d'interesse OTC, il trading si è concentrato sempre di più in pochi centri finanziari, in particolare Londra.

L'innovazione tecnologica, in particolare l'aumento del trading elettronico e automatizzato, è stato uno dei principali fattori alla base dell'espansione del trading offshore. In "**FX trade execution: complex and highly fragmented**", **Andreas Schrimpf** e **Vladyslav Sushko** spiegano come la cosiddetta "elettronificazione" del trading stia rimodellando i mercati valutari. Essa facilita il trading automatico, in particolare il trading ad alta frequenza. Questo, a sua volta, rende i mercati OTC più attraenti per chi adotta questo tipo di strategie, soprattutto gli hedge fund e le principali società di trading. Alcune di queste società si sono espanse nel settore del market-making, il che rende meno netta la distinzione tra i segmenti inter-dealer e dealer-cliente.

Il mercato dei forward valutari non-deliverable è un altro esempio dell'impatto dell'elettronificazione. I forward non-deliverable sono regolati in dollari e altre valute liberamente negoziate, quindi sono usati per regolare contratti a termine su valute che non sono liberamente convertibili. Essi hanno registrato una delle crescite più rapide nel turnover dei mercati valutari tra il 2016 e il 2019, anche per la rupia indiana, la rupia indonesiana e il peso filippino. In "**NDF markets thrive on the back of electronification**", **Andreas Schrimpf** e **Vladyslav Sushko** attribuiscono gran parte di questa crescita all'elettronificazione.

Anche i mercati dei derivati su tassi d'interesse OTC si stanno spostando dalle contrattazioni a voce alle piattaforme elettroniche. In "**The evolution of OTC interest rate derivatives markets**", **Torsten Ehlers** e **Bryan Hardy** identificano l'elettronificazione come una delle ragioni principali per cui il trading OTC dei derivati sui tassi di interesse stia crescendo più velocemente del trading valutario. Nel 2010,



gli scambi valutari rappresentavano circa l'80% delle negoziazioni di derivati sui tassi di interesse. La loro quota è ora scesa a circa il 50%.

In particolare, la forte ripresa del trading valutario e di derivati OTC tra il 2016 e il 2019 non ha comportato un aumento delle esposizioni in essere. Certo, dal 2015 il capitale nozionale dei derivati OTC in essere ha registrato una tendenza al rialzo e nel 2019 ha raggiunto il livello più alto dal 2014. Tuttavia, il loro valore lordo di mercato – che è una misura più significativa degli importi a rischio rispetto al capitale nozionale – ha registrato una tendenza al ribasso dal 2012 e nel 2019 si è avvicinato ai minimi registrati prima della Grande crisi finanziaria (GFC). Una delle ragioni è che molte delle negoziazioni aggiuntive sono state effettuate in strumenti a breve termine, come gli swap su valute a breve termine e gli swap su indici overnight, che aumentano il trading in modo meccanico perché devono essere sostituiti più spesso, ma non aumentano necessariamente le esposizioni in essere. Un'altra ragione è legata alle riforme quali la compressione e la compensazione.

I tassi di compensazione per i credit default swap e i derivati su tassi di interesse OTC sono aumentati costantemente dopo la GFC e i derivati soggetti a compensazione obbligatoria sono ora quasi completamente compensati. In "**OTC derivatives: euro exposures rise and central clearing advances**", **Sirio Aramonte** e **Wenqian Huang** analizzano gli incentivi per i derivati non soggetti a compensazione obbligatoria a passare alla compensazione centrale.

Un elemento di preoccupazione è il regolamento delle transazioni valutarie. Nel 2019, l'indagine triennale è stata ampliata per raccogliere per la prima volta informazioni sui pagamenti multivalutari. All'inizio degli anni 2000, l'istituzione di CLS, dove gli obblighi di pagamento sono regolati simultaneamente, e altre iniziative simili hanno portato a una forte riduzione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi. Tuttavia, in "**X settlement risk remains significant**", **Morten Bech** e **Henry Holden** concludono dai nuovi dati che, negli ultimi anni, il rischio di regolamento delle operazioni in cambi è effettivamente aumentato.