

## Quali sfide attendono i banchieri centrali? *di Carlo Milani*

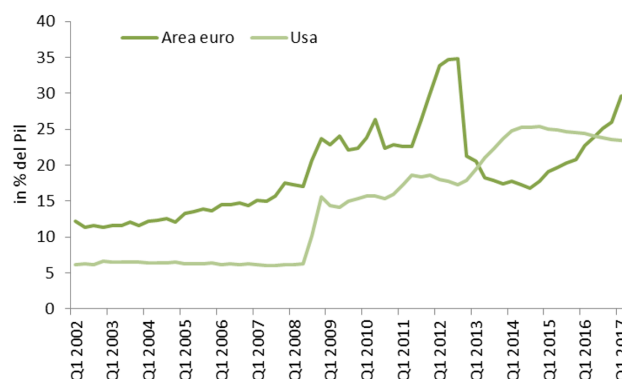
13/10/2017 08:46

Dopo una fase di espansione durata quasi dieci anni, la Federal Reserve ha deciso di avviare la riduzione del proprio bilancio a partire da ottobre 2017. Il processo di "sgonfiamento" degli attivi della Banca Centrale sarà comunque molto graduale, con appena 10 miliardi di dollari al mese di mancati reinvestimenti dei titoli in portafoglio che andranno in scadenza.

Con questo ritmo di dismissione ci vorranno più di 20 anni per riportare il bilancio della FED sul livello, rispetto al Pil, osservato nel periodo precedente la crisi finanziaria internazionale. Se infatti la FED decidesse di riportare il suo bilancio al 6% del Pil registrato prima della crisi, sarebbe necessario dismettere quasi 3300 miliardi di dollari di titoli. Nel caso dell'Eurosistema (il gruppo che include BCE e le singole Banche Centrali dei paesi membri dell'Area euro) per tornare al 17% del periodo pre-crisi occorrerebbe dismettere circa 1700 miliardi di dollari di attività.

Negli ultimi anni i bilanci di FED e dell'Eurosistema, nonché quelli di Bank of Japan e Bank of England, sono infatti cresciuti a ritmi mai osservati in passato. Tra Eurozona e Usa si riscontrano però evidenti differenze nelle dinamiche (grafico 1). Negli Stati Uniti la reazione è stata più rapida e la crescita degli attivi è stata costante fino al 2014, quando il quantitative easing è stato interrotto (Corsaro, 2014), proseguendo però il reinvestimento della liquidità derivante dai titoli in scadenza. Nell'Area euro, invece, c'è stato un picco di immissione di liquidità nel 2012, soprattutto per effetto delle LTRO (Barucci, Corsaro e Milani, 2014). Il bilancio dell'Eurosistema si è poi ridotto drasticamente, per tornare a crescere solo con l'avvio del quantitative easing nel 2015 (Milani, 2015), programma che è ancora in corso e che negli ultimi mesi ha subito solo un rallentamento nel ritmo degli acquisti.

**Grafico 1. Totale attivo delle Banche Centrali**

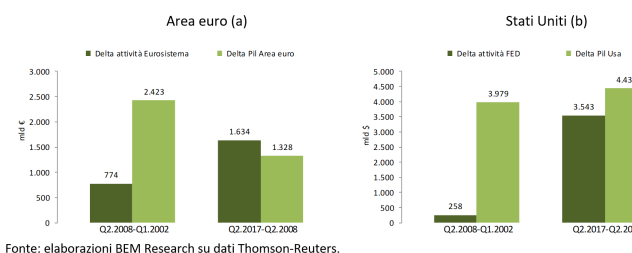


Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Thomson-Reuters.

Per valutare meglio le dinamiche del rapporto tra attivo delle Banche Centrali e Pil nominale, è utile considerare la variazione del numeratore e del denominatore. Nel periodo pre-crisi (dal primo trimestre del 2002 al primo semestre del 2008, periodo precedente il default di Lehman Brothers) l'attivo dell'Eurosistema è cresciuto di circa 780 miliardi di euro, a fronte di una crescita del Pil nominale di oltre 2400 miliardi (grafico 2a). Nel post-crisi (dal secondo trimestre 2008 fino all'ultimo dato disponibile, relativo al secondo trimestre del 2017) l'attivo dell'Eurosistema è aumentato di oltre 1600 miliardi di euro, mentre il Pil nominale è cresciuto di 1300 miliardi. Ciò implica che nel pre-crisi da ogni euro di liquidità immesso dall'Eurosistema derivavano circa 3 euro di prodotto in termini nominali. Nel post-crisi, invece, ogni euro di liquidità ha generato appena 80 centesimi di prodotto.

Ancor più evidente è la relazione tra la variazione della liquidità e il Pil nominale negli Usa. Nel periodo pre-crisi l'attivo della FED è aumentato di circa 260 miliardi di dollari, a fronte di una crescita del prodotto di quasi 4000 miliardi (grafico 2b). Nel post-crisi la liquidità immessa dalla Banca Centrale è stata pari a 3500 miliardi di dollari con un aumento del Pil di 4400 miliardi. Se ad ogni dollari di liquidità corrispondevano 15 dollari di prodotto prima dello scoppio della crisi, successivamente il rapporto è sceso a un dollaro di liquidità per 1,3 dollari di prodotto.

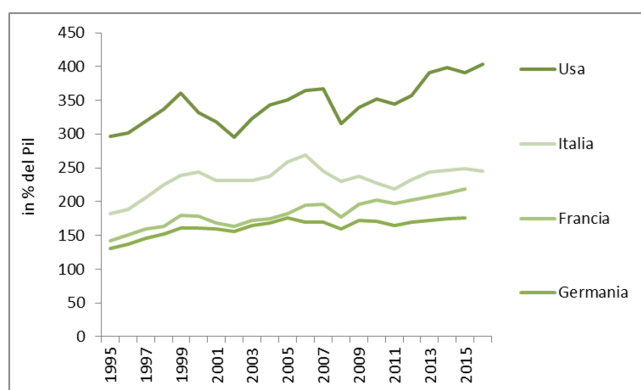
**Grafico 2. Bilancio delle banche centrali e Pil nominale nel pre e post-crisi**



Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Thomson-Reuters.

In definitiva, sia nel caso dell'Eurosistema che della FED, l'ingente liquidità immessa nel mercato è andata solo parzialmente a sostenere l'economia reale. Gran parte di questa liquidità ha invece alimentato i mercati finanziari. Lo stock di attività finanziarie possedute dalle famiglie statunitensi ha superato, secondo le ultime statistiche relative al 2016, il 400% del Pil (grafico 3). Rispetto al picco del 2007, che ha preceduto proprio lo scoppio della crisi finanziaria, l'aumento è stato pari a 25 punti di Pil. Rispetto al picco del 1999, precedente lo scoppio della bolla azionaria della New Economy, l'aumento è stato pari a oltre 40 punti. Guardando ai principali paesi dell'Area euro qualche evidenza di surriscaldamento si trova anche in Francia, in cui il rapporto tra attività finanziarie delle famiglie e Pil è aumentato di 23 punti di Pil rispetto al 2007. Minore è stato invece l'incremento in Germania e Italia (rispettivamente 6 e 3 punti di Pil in più). Alla luce della forte accelerazione della liquidità osservata nella zona euro negli ultimi due anni, c'è da attendersi, in futuro, un'ulteriore crescita dello stock di attività finanziarie rispetto al prodotto.

**Grafico 3. Attività finanziarie delle famiglie**



Fonte: elaborazioni BEM Research su dati Thomson-Reuters.

## Conclusioni

Lo scenario descritto evidenzia chiaramente l'immensa sfida che i banchieri centrali dovranno affrontare nei prossimi anni. Un aggiustamento dei bilanci delle Banche Centrali effettuato con eccessiva lentezza potrebbe infatti alimentare ulteriormente il crearsi di bolle speculative. La Fed al riguardo dovrebbe aver imparato la lezione della prima metà degli anni 2000, in cui una gestione troppo accomodante della politica monetaria da parte dell'ex-governatore Greenspan contribuì ad ampliare la portata della crisi finanziaria internazionale (Milani, 2015). Un aggiustamento più veloce avrebbe il vantaggio di ricostruire rapidamente quell'arsenale di risorse necessario per fronteggiare la prossima crisi finanziaria che (inevitabilmente) ci attende. Il rischio è però quello di compromettere una crescita economica globale ancora troppo legata al debito. Inoltre, ridurre i titoli in portafoglio delle Banche Centrali vuol dire immettere sui mercati finanziari enormi quantitativi di titoli di Stato con il rischio di non trovare abbastanza investitori e spingere i rendimenti verso l'alto. Con la prospettiva di dover ampliare il ricorso al debito da parte del governo statunitense, per effetto della volontà espressa da Donald Trump di ridurre le imposte sulle imprese, questa prospettiva non è probabilmente sostenibile da un punto di vista politico.

## Riferimenti

- Barucci E., Corsaro S., Milani C., 2014, Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali, FinRiskAlert.
- Corsaro S., 2014, Un bilancio del quantitative easing della Fed, FinRiskAlert.
- Milani C., 2015, Prime valutazioni sul quantitative easing europeo, FinRiskAlert.
- Milani C., 2015, Alle radici della crisi finanziaria. Origine, cause e risposte, Egea Editore.

## ESMA: convergenza delle politiche di vigilanza e valutazione dei rischi le priorità per il 2018

13/10/2017 08:53

L'ESMA ha presentato il suo Work Programme per il 2018 che definisce le priorità e le aree di intervento a sostegno della missione per il miglioramento della protezione degli investitori e la promozione della stabilità dei mercati finanziari.

Il programma, stilato in accordo al piano strategico 2016-2020 ESMA, riflette lo spostamento delle priorità di lavoro dell'Autorità Europea dalla costruzione del Single Rulebook verso due attività chiave: i) convergenza delle politiche di vigilanza e ii) valutazione dei rischi.

Per il 2018, le aree chiave di intervento ESMA saranno:

- sostenere l'applicazione coerente di MiFID II e MiFIR da parte dei partecipanti al mercato e delle autorità nazionali competenti (NCA);
- garantire la qualità, l'integrazione, l'usabilità e la trasparenza dei dati raccolti dall'ESMA;
- contribuire allo sviluppo di misure di secondo livello in relazione alla nuova disciplina sui prospetti;
- migliorare l'efficacia e l'impatto delle attività di vigilanza individuale sulle agenzie di rating di credito (CRA) e trade repositories (TR).

Comunicato stampa ESMA Work Programme 2018

## Nuovo Report FSB sull'attuazione delle riforme dei tassi IBOR

13/10/2017 08:50

Il Financial Stability Board (FSB) ha pubblicato un report sullo stato di applicazione delle raccomandazioni formulate dal Board nel 2014 per la riforma dei principali benchmark per i tassi di interesse, tra i quali i cosiddetti tassi IBOR (Interbank Offered Rate). Le raccomandazioni del 2014 comprendono misure per rafforzare la struttura dei benchmark attuali e sviluppare tassi di riferimento alternativi privi di rischio (RFR).

L'analisi FSB evidenzia che gli amministratori IBOR hanno continuato ad introdurre importanti misure per l'applicazione delle raccomandazioni, incluse le misure per adeguare le metodologie utilizzate per il calcolo dei tassi di riferimento. Tuttavia, nel caso di alcuni IBOR, come LIBOR e EURIBOR, permangono delle criticità riguardanti la robustezza e l'integrità dei benchmark dovute principalmente alla scarsità di operazioni di riferimento per alcune combinazioni di valute e scadenze.

I regolatori di alcune giurisdizioni hanno compiuto buoni progressi nel sostenere i flussi di lavoro incentrati sull'identificazione di nuovi RFR o a sostegno di RFR già esistenti da utilizzare in alternativa ai tassi IBOR (in particolare per alcune tipologie di contratti derivati). Ad oggi, però, sono stati fatti progressi limitati in materia di migrazione da tassi IBOR a RFR.

Il FSB pubblicherà un aggiornamento sullo stato di avanzamento dei lavori nel 2018.

Comunicato stampa Report su applicazione raccomandazioni IBOR 2017

---

## Pubblicato programma di lavoro EBA per il 2018

13/10/2017 08:49

L'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato il suo programma di lavoro per il 2018 che descrive le attività e le attività specifiche dell'Autorità per il prossimo anno. In concomitanza, l'Autorità ha diffuso un programma di lavoro pluriennale, evidenziando le principali aree strategiche di lavoro dal 2018 al 2021.

Di seguito le principali aree di attività EBA per il 2018:

- sviluppo della normativa CRR/CRD e BRRD e analisi delle conseguenze della revisione della disciplina del trading book introdotta dal Comitato di Basilea;
- miglioramento delle capacità di data hub per i dati delle banche nell'UE attraverso l'espansione delle infrastrutture digitali e delle capacità analitiche;
- monitoraggio dell'impatto dell'uscita del Regno Unito dall'UE;
- supporto all'attività di regolazione del settore Fintech;
- contribuire al piano d'azione del Consiglio europeo in materia di NPL.

Comunicato stampa Programma EBA per il 2018

---

## NSFR: il Comitato di Basilea introduce discrezionalità a livello nazionale per il trattamento delle esposizioni da derivati

13/10/2017 08:47

Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria ha introdotto un meccanismo di discrezionalità su base nazionale per il trattamento delle esposizioni su derivati per il calcolo del Net stable funding ratio (NSFR). Ciò dovrebbe facilitare la piena attuazione del NSFR, programmata per il 1 gennaio 2018.

La disciplina generale in tema di NSFR assegna un fattore del 20% alle passività da operazioni in derivate. Il Comitato ha convenuto che, a livello nazionale, le singole giurisdizioni possono ridurre il valore di questo fattore, sino ad un minimo del 5%.

Il Comitato sta valutando ulteriori revisioni al trattamento delle passività derivate e avvierà una consultazione pubblica su eventuali modifiche proposte.

Comunicato stampa

---

## Cyber security e finanza

12/10/2017 17:21

Riprendono i Polimi Fintech Journey

Cyber security e finanza

25 ottobre, ore 16.00, presso la Sala Consiglio del Dipartimento di Matematica, settimo piano, via Bonardi, 9, Politecnico di Milano **Relatori:**

- **Cosimo Comella (Autorità Garante per la protezione dei dati personali)** Protezione dei dati personali nell'attività bancaria

- **Paolo Colombini (UBI sistemi e servizi)** Cyber Security in Banca: Sfide, servizi, competenze

- **Antonio Perrotti (Chief Information Officer Aviva)** Cyber Security nel mondo assicurativo: Sfide, servizi, competenze

- **Stefano Zanero (Politecnico di Milano)** Machine learning per l'identificazione automatica di frodi

Per iscrizioni: [www.mate.polimi.it/fintech](http://www.mate.polimi.it/fintech)

---

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Marco Bianchetti, Michele Bonollo, Stefano Caselli, Andrea Consiglio, Silvia Dell'Acqua, Giancarlo Giudici, Gaetano La Bua, Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani, Aldo Nassigh, Nino Savelli.  
© 2017 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza. Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---