

Swap di liquidità tra banche centrali: come funziona la rete di salvaguardia dell'economia globale

Marcello Minenna
17 marzo 2019

Nelle scorse settimane, mentre nel Regno Unito gli sviluppi convulsi della situazione politica stavano portando il processo di Brexit verso l'attuale situazione di stallo, la Bank of England (BoE) ha discretamente siglato un accordo con la Banca Centrale Europea (BCE) per il potenziamento della linea di liquidità di emergenza (swap line). In questa maniera, uno scenario eventuale di no deal caratterizzato da panico generalizzato degli investitori in fuga da attività finanziarie denominate in Sterline potrebbe essere gestito senza troppi drammi. Infatti la BoE avrebbe accesso ad una riserva potenzialmente illimitata di Euro e potrebbe soddisfare il picco di domanda di valuta da parte delle banche nazionali per conto dei propri clienti, riducendo allo stesso tempo la pressione al ribasso sulla Sterlina.

Questo genere di accordi bilaterali, molto raro prima della crisi finanziaria internazionale, è diventato oggi piuttosto comune. Dal 2008 in poi si è sviluppata una rete di oltre 120 interconnessioni tra banche centrali che permettono l'accesso a risorse in valuta estera direttamente dai Paesi "produttori". Le economie asiatiche sono state le prime a costruire una rete regionale di linee di liquidità di emergenza (l'iniziativa Chiang Mai) dopo la devastante crisi di bilancia dei pagamenti del 1997-1998, dettata dall'esaurimento delle riserve valutarie con le conseguenti ripercussioni sulla stabilità dei tassi di cambio.

Infatti la fuga improvvisa di capitali nazionali e l'interruzione dei flussi in ingresso dall'estero imposero, in assenza di meccanismi di difesa come le riserve o le linee swap, un riequilibrio automatico dei conti attraverso misure drastiche che bloccarono la libertà di movimenti dei capitali e richiesero la riduzione forzata delle importazioni attraverso la distruzione della domanda interna: in sostanza maggiori tasse, minore spesa pubblica, meno PIL ed occupazione.

Inoltre, in risposta allo stop improvviso dei flussi di capitale, i tassi di cambio si svalutarono in tempi brevissimi ed aumentarono il peso del servizio del debito in valuta estera per le imprese nazionali, rendendo molto più frequenti default a catena, con ripercussioni negative su tutta l'economia globale.

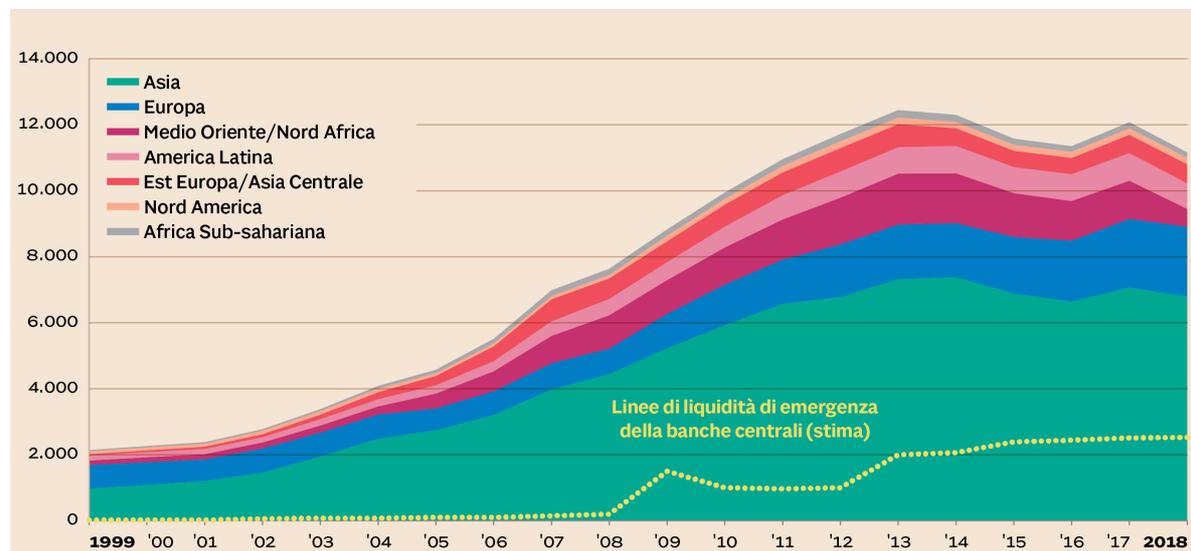
I paesi occidentali invece sono stati costretti a muoversi in questa direzione - anch'essi ob torto collo - nell'immediato periodo post-Lehman, quando la Federal Reserve (FED) ha dovuto accendere una linea swap per oltre 600

miliardi di \$, di cui 300 erogati proprio alla BCE in risposta alla fuga in massa degli investitori verso l'ancora di salvezza del Dollaro.

Recenti stime della BoE stimano la liquidità massima erogabile dal totale delle linee swap in circa 2.500 miliardi di \$, un ammontare giudicato sufficiente per gestire nel breve periodo crisi valutarie anche di ampio impatto. Si ritiene invece meno certa la tenuta della rete nel caso di crisi che possano riguardare il debito sovrano di grandi economie. In passato, le classiche misure difensive messe in atto dalle banche centrali in caso di scarsità di capitali in entrata o di fuga precipitosa verso l'estero erano la vendita di riserve valutarie sul mercato secondario e la richiesta di prestiti di emergenza al Fondo Monetario Internazionale o a Fondi regionali di salvataggio (nell'area Euro questo ruolo è svolto dall'ESM).

SWAP DI LIQUIDITÀ TRA BANCHE CENTRALI: COME FUNZIONA LA RETE DI SALVAGUARDIA DELL'ECONOMIA GLOBALE

Riserve valutarie globali - Decomposizione per area geografica. Miliardi di \$



Si tratta in tutti i casi di misure limitate e temporanee: le riserve tendono ad esaurirsi velocemente e sono inefficaci nel caso di attacchi speculativi di ampia portata dove gli speculatori conoscono ad origine le capacità di difesa della banca centrale e puntano proprio a sopraffarle (casi celebri: le speculazioni di Soros sulla svalutazione di Sterlina e Lira nel 1992). Non sono inoltre de facto tutte mobilizzabili; il dato storico mostra come le banche centrali siano fortemente restie a sperimentare riduzioni delle riserve superiori al 50%, anche per via dello stigma in termini di stabilità finanziaria percepita dal mercato.

I prestiti sovranazionali hanno invece dei costi pesanti in termini di reputazione e sono associati sempre a forti condizionalità (i Piani di "aggiustamento" dei conti) che circoscrivono l'esercizio della sovranità fiscale/monetaria da parte delle autorità nazionali, motivo per cui se ne evita l'utilizzo se non in casi estremi. In ogni caso il FMI potrebbe mobilitare in caso di grave terremoto finanziario fino alla soglia teorica di 1.200 miliardi di \$, mentre l'ESM potrebbe arrivare ad 800.

La presenza delle linee swap permette di coniugare la rapidità di impiego delle riserve valutarie con l'assicurazione di una potenziale disponibilità illimitata; questa caratteristica dovrebbe migliorare in partenza lo standing del Paese sottoscrittore dell'accordo (a differenza dei prestiti FMI, che lo peggiorano) e scoraggiare attacchi speculativi alla divisa nazionale.

Le limitazioni di questi nuovi strumenti sono altrettanto chiare: allo stato attuale, nonostante l'assenza di tetti massimi di utilizzo, le linee swap sono disegnate per affrontare situazioni di emergenza temporanee e non per finanziare disequilibri persistenti nei flussi della bilancia dei pagamenti. C'è infatti sia un rischio di controparte sia un rischio di cambio che si accumulano in capo alla banca centrale prestatrice di valuta via swap e che diverrebbero presto insostenibili in caso di utilizzo prolungato e sbilanciato unilateralmente ed in assenza di ulteriori garanzie. In altri termini un utilizzo più intensivo, ad esempio per il finanziamento di deficit/surplus commerciale, dovrebbe comunque prevedere un riallineamento periodico della linea di credito per il tramite delle riserve valutarie.

Un uso di linee di credito tra banche centrali che va oltre la gestione delle emergenze è previsto nel caso del sistema di pagamenti interbancario Target2 utilizzato nell'Area Euro, come di recente notato da Rainer Masera. In quel caso tuttavia il credito/debito illimitato (esigibile a vista) è espresso nella stessa valuta e tra banche centrali che sono de facto succursali della BCE. Ciò rende le poste a credito/debito assimilabili a semplici scritture contabili tra controllante e succursale, se il rischio di rottura dell'Unione monetaria è trascurabile. Tuttavia i rischi di controparte e di cambio impliciti nell'apertura di una linea di credito illimitata non sono spariti; nel caso estremo di dissoluzione dell'Euro, essi si materializzerebbero istantaneamente, comportando debiti/crediti enormi e difficili da onorare tra banche centrali.

Non sorprende pertanto che il peso complessivo delle riserve valutarie internazionali rimanga (escludendo l'oro) 5 volte superiore alla capacità massima erogabile dalle linee swap. La crescita dello stock di riserve ha seguito lo sviluppo del commercio mondiale e le sue particolari asimmetrie. L'accumulo del 70% delle riserve nei Paesi asiatici dipende infatti dall'ascesa del ruolo della Cina come "fabbrica del mondo".

Ma non si tratta dell'unico fattore esplicativo: il boom del credito interbancario ha poi consentito di accrescere a leva i movimenti dei flussi finanziari ben oltre la capacità di finanziare crescenti deficit commerciali da parte dei Paesi sviluppati nei confronti dei giganti esportatori dell'Asia. Il rapporto tra liabilities finanziarie verso l'estero ed esportazioni che era di 2:1 nei primi anni '80 è cresciuto di 5 volte rendendo il sistema finanziario globale sempre più esposto all'impatto negativo di rapidi mutamenti della direzione e dell'intensità dei flussi di capitale.

La presenza di riserve valutarie sempre più cospicue è diventata dunque necessaria al fine di costituire un cuscinetto minimo a difesa della stabilità dei tassi di cambio. Un fenomeno che ha riguardato tutte le principali economie globali con la notevole eccezione degli USA, dove la FED ha il non trascurabile

privilegio di poter controllare la prima valuta di riserva in maniera autonoma.

Una rete di sicurezza per l'economia globale dunque c'è, e si va rafforzando. Le nuove linee di swap tra banche centrali possono rendere le conseguenze di una prossima crisi meno onerose, ma non sono esenti da rischi. Meglio ricordare qualche lezione del recente passato.

* Economista

@MarcelloMinenna

<https://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2019-03-17/swap-liquidita-banche-centrali-come-funziona-rete-salvaguardia-economia-globale-105009.shtml>