



**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.**

## **Rassegna trimestrale BRI, marzo 2018 – briefing stampa**

**Dichiarazioni on-the-record rilasciate da Claudio Borio, Capo del Dipartimento monetario ed economico, e Hyun Song Shin, Consigliere economico e Capo della Ricerca, venerdì 9 marzo 2018.**

### **Claudio Borio**

La volatilità è di ritorno. Non in tutte le classi di attività, dato che è rimasta confinata alle azioni, con qualche breve incursione nelle obbligazioni sovrane e nei tassi di cambio. Non sappiamo per quanto tempo durerà. Ma è di ritorno. E un po' di volatilità è salutare. Ci sono poche cose più ingannevoli per i mercati che l'illusione di una calma permanente. Come mostrano le esperienze passate, quell'illusione può porre le basi per alcune delle perdite più ingenti e dannose.

Il periodo in esame ha esordito sulla stessa lunghezza d'onda di quello precedente, che a sua volta seguiva un andamento in atto da qualche tempo. Si è consolidata una fase di propensione al rischio, con i prezzi delle azioni vicini a massimi da prima pagina, la volatilità ai minimi pluridecennali – o quasi – in molte classi di attività, spread creditizi insolitamente ristretti e forti afflussi di portafoglio verso le economie emergenti (EME). Inoltre, un deprezzamento del dollaro USA ha portato a un ulteriore allentamento delle condizioni per i molti prenditori in dollari nei settori pubblico e privato di tutto il mondo e in particolare delle EME. Sullo sfondo, vi sono stati segnali che la crescita mondiale si stava rafforzando ed espandendo ulteriormente, nonostante pressioni inflazionistiche ancora esili: un contesto che gli operatori di mercato avevano definito “alla Riccioli d'Oro”, ossia all'insegna della giusta via di mezzo.

Improvvisamente, come un fulmine a ciel sereno, dopo una lieve tendenza al ribasso, il 2 febbraio il mercato azionario degli Stati Uniti è crollato e, parallelamente, la volatilità è aumentata, cancellando abbondantemente i considerevoli guadagni accumulati dall'inizio dell'anno. Come succede spesso in questi episodi, nei giorni seguenti il mercato ha recuperato parte delle perdite. Di conseguenza, non vi sono stati cambiamenti sostanziali per il mercato, che si è mantenuto su livelli prossimi a quelli di dicembre fino all'inizio di marzo, quando le tensioni commerciali hanno provocato ulteriori scosse (con la Rassegna trimestrale già in stampa). Altri mercati azionari hanno avuto sviluppi simili, sebbene le perdite in Giappone siano state in qualche modo più marcate e più durature.

Cosa spiega un crollo così improvviso e disordinato del mercato azionario statunitense? I rendimenti obbligazionari avevano continuato a salire per qualche tempo prima del crollo – uno sviluppo importante nel periodo in rassegna in cui persisteva la lenta tendenza al rialzo dopo i minimi di settembre dello scorso anno. E nella settimana precedente, i rendimenti obbligazionari si erano mostrati alquanto sensibili all'annuncio da parte del Tesoro USA di cospicue emissioni lungo l'intero spettro delle scadenze, che è sembrato cogliere di sorpresa gli operatori di mercato. Ma ciò aveva interessato ben poco i mercati azionari. Il fattore scatenante del crollo è sembrata essere la pubblicazione di dati su un notevole aumento dei salari negli Stati Uniti, che è stato preso come rivelatore del rischio di un incremento imprevisto delle pressioni inflazionistiche. I rendimenti dei titoli del Tesoro sono saliti e le azioni hanno cominciato a cedere.



Poco dopo, il 5 febbraio, sono subentrate dinamiche interne al mercato, che hanno ricordato il crollo del mercato azionario del 1987. All'epoca, a giocare un ruolo di spicco furono alcune strategie di trading automatizzate chiamate "programme trading" e "portfolio insurance". In questo caso, come illustrato più nel dettaglio nel capitolo intitolato "[Il ritorno della volatilità](#)" di questa rassegna, è stata la volta dei prodotti negoziati in borsa (exchange-traded product, ETP), dei commodity trading advisor (CTA) e, in misura apparentemente minore, delle strategie basate sulla parità del rischio (risk parity). Ciò che questi veicoli di investimento, operatori e algoritmi di contrattazione hanno in comune è che o assumono posizioni dirette sulla volatilità oppure, come i CTA, sono stati presi in contropiede e obbligati a vendere per coprire delle perdite. Come in precedenti occasioni, la leva finanziaria, manifesta o incorporata nei diversi strumenti, ha amplificato i movimenti. A differenza di altre occasioni, i prodotti di volatilità hanno permesso agli operatori di negoziare la volatilità direttamente. Da qui l'impennata esagerata dell'indice VIX: se è noto che la volatilità aumenta quando crollano i mercati, questa volta il suo incremento è stato sproporzionato rispetto alla flessione del mercato azionario.

Cosa ci mostra tutto ciò? È possibile fare diverse osservazioni.

In primo luogo, le oscillazioni dei mercati non hanno cambiato in modo sostanziale il quadro economico e finanziario complessivo. Le condizioni finanziarie sono rimaste insolitamente accomodanti. I mercati creditizi hanno registrato minimi cambiamenti: gli spread creditizi hanno continuato a restringersi verso minimi mai registrati da molti decenni, e vi sono stati segnali che altre condizioni di credito, come covenant e simili, hanno ignorato la scossa che ha colpito i mercati. E inoltre, sullo sfondo, il dollaro USA, dopo un deprezzamento persistente, ha continuato a essere debole – un segnale rivelatore dell'allentamento delle condizioni finanziarie, specie per le EME.

Il deprezzamento del dollaro è stato una sorpresa, data la combinazione dell'inasprimento della politica monetaria e dell'espansione fiscale, che per alcuni ricorda la costellazione avuta all'inizio degli anni ottanta quando il dollaro si era fortemente apprezzato. Ciò detto, come documentato nel capitolo sopra menzionato, non è la prima volta che si verifica questa situazione. Il dollaro si è di fatto svalutato negli anni novanta e duemila, quando la Federal Reserve era intenta a portare avanti il suo ciclo di inasprimento, e negli anni duemila ciò era accaduto di pari passo con un'espansione fiscale. Tra le possibili spiegazioni dell'attuale deprezzamento vi sono la gradualità dell'inasprimento e la segnalazione preventiva dei rialzi, il rafforzamento della ripresa mondiale al di fuori degli Stati Uniti, i timori riguardo all'insostenibilità della posizione fiscale e le dichiarazioni fatte in gennaio da alcuni alti funzionari, viste come un tentativo di indebolire il dollaro. Tuttavia, la verità è che è molto difficile trovare una spiegazione. Come ha detto l'autore satirico e critico culturale americano H. L. Mencken, "Le spiegazioni esistono; sono sempre esistite; c'è sempre una soluzione ben nota a qualsiasi problema umano – chiara, plausibile e sbagliata". Ciò potrebbe valere anche per la razionalizzazione ex post di questi movimenti valutari così sorprendenti.

In secondo luogo, le tensioni nei mercati potrebbero benissimo ripresentarsi. I mercati finanziari e l'economia mondiale navigano in acque ancora inesplorate. E dopo un periodo insolitamente lungo di tassi di interesse eccezionalmente bassi e di condizioni monetarie altrettanto accomodanti, sarebbe irrealistico non mettere in conto ulteriori turbolenze nei mercati. Ciò che abbiamo visto in questo trimestre è semplicemente l'ennesimo promemoria di come una fase di questo tipo complichino la via d'uscita, in quanto induce l'assunzione di rischio e di posizioni da parte degli operatori di mercato. In aggiunta, ha evidenziato quanto le tendenze di mercato prevalenti dipendano da prospettive inflazionistiche benigne. Non c'è dubbio, le tensioni hanno eliminato alcune posizioni e assunzioni di rischio, agendo un po' come un "reset". Ma il quadro complessivo non è cambiato in modo sostanziale.

Infine, tutto ciò sottolinea quanto sia delicato il compito delle banche centrali. Esse devono trovare un equilibrio tra, da un lato, le politiche volte alla normalizzazione, anche per avere maggiore spazio di manovra per gestire le flessioni successive e, dall'altro, evitare di sviare



indebitamente l'espansione. E devono fare tutto questo in un mondo che, dopo la crisi, ha vissuto un ulteriore incremento del debito complessivo in rapporto ai redditi e alla produzione. La strada è stretta. E necessita del sostegno attivo delle altre politiche. I recenti discorsi protezionistici complicano ulteriormente le cose. Ci vorranno abilità e capacità di giudizio non da poco e, perché no, anche un po' di fortuna. Ma i responsabili delle politiche non devono avere paura della volatilità. Lungo il cammino verso la normalizzazione delle politiche monetarie, un certo livello di volatilità può essere anzi di aiuto.

## Hyun Song Shin

Le criptovalute e l'acceso dibattito di cui esse sono oggetto rientrano in una discussione più ampia sulla natura del denaro nell'era digitale. Alcune frettolose osservazioni danno l'impressione che i contanti, sotto forma delle banconote tradizionali e delle monete, stiano passando rapidamente di moda. Nell'articolo **"Nonostante le evoluzioni in corso, il denaro contante continua a dominare i sistemi di pagamento"**, **Morten Bech, Umar Faruqi, Frederik Ougaard e Cristina Picillo** mostrano che il denaro contante è ancora ampiamente diffuso e gode di ottima salute nella maggior parte delle giurisdizioni. Nonostante tutti i miglioramenti tecnologici degli ultimi anni in materia di pagamenti, l'uso dei buoni, vecchi contanti è ancora in crescita nella maggior parte delle economie avanzate ed emergenti (seppure non in tutte). I contanti in circolazione sono passati dal 7 al 9% del PIL, sebbene siano calati in Svezia e in alcuni altri paesi. La loro capacità di tenuta in quanto istituzione sociale ci ricorda come sia importante comprendere la funzione economica del denaro, al di là delle sole innovazioni tecnologiche. D'altronde, i pagamenti tramite carta (di credito o di debito) sono anch'essi in crescita, dal 13% del PIL nel 2000 al 25% nel 2016. Le persone hanno più carte e le usano per più transazioni e per importi più piccoli.

Se la resilienza dei contanti è un esempio della capacità di tenuta di ciò che ci è familiare, la misurazione della bilancia commerciale e di quella delle partite correnti è invece un esempio di qualcosa che ha fatto fatica a seguire il passo delle recenti tendenze, specialmente per quanto riguarda il peso crescente delle multinazionali. In **"Monitoraggio della presenza mondiale delle società internazionali"**, **Stefan Avdjiev, Mary Everett, Philip Lane e Hyun Song Shin** illustrano come le attività delle società internazionali incidano sulle misurazioni tradizionali della bilancia commerciale, delle partite correnti e del PIL, e a volte le distorcano. I conti nazionali si basano sulla nozione di *residenza*, ma "residenza" è un concetto giuridico che non coincide sempre con la localizzazione fisica dell'attività di produzione di una società e con il luogo dove i suoi dipendenti lavorano. Una società che delocalizza la produzione in centri offshore e che vende ai consumatori di tutto il mondo è spesso considerata come esportatrice di beni dal paese di origine, specie quando sono usati apporti di proprietà intellettuale. La rilocalizzazione del domicilio legale può provocare una serie di cambiamenti nella bilancia dei pagamenti di quei paesi che fanno parte della catena di approvvigionamento. Nelle economie aperte di piccole dimensioni, le partite correnti e il PIL sono sensibili alla rilocalizzazione delle multinazionali. Nel 2015 l'Irlanda ha registrato una crescita del 26% del PIL, sebbene l'attività economica interna sottostante fosse rimasta invariata.

Gli altri articoli monografici si concentrano su temi più familiari alla BRI, inerenti a questioni finanziarie. Nelle sue dichiarazioni, Claudio si è soffermato sui recenti eventi che hanno interessato i mercati finanziari. I rapidi movimenti dei mercati finanziari fanno notizia ma quelli lenti, sullo sfondo, possono avere un ruolo più importante per l'economia. Il loro impatto diventa visibile solo dopo qualche tempo.

Nell'articolo **"Indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie: la famiglia si allarga"** di **Iñaki Aldasoro, Claudio Borio e Mathias Drehmann**, gli autori mettono a confronto la performance di vari indicatori segnalanti future tensioni bancarie. Rilevano che le misurazioni relative al debito delle famiglie e al credito internazionale possono fornire utili segnali, in aggiunta a quelli



più comunemente usati che si basano sul credito aggregato. Gli autori confermano che associare i movimenti dei prezzi degli immobili agli indicatori migliora la performance di questi ultimi. Nello scenario attuale, diversi indicatori rivelano l'emergere di rischi in vari paesi. Allo stesso tempo, gli autori spiegano che interpretare correttamente le informazioni date dagli indicatori richiede un'attenzione particolare, anche considerando i progressi in materia di regolamentazione bancaria avvenuti negli ultimi anni. E gli alti valori degli indicatori dovrebbero invece servire come utile punto di partenza per analizzare più da vicino le vulnerabilità.

In **“Prestatori comuni nell'Asia emergente: l'evoluzione dei loro ruoli in tre crisi”**, **Cathérine Koch** ed **Eli Remolona** esaminano la lunga serie di sviluppi avvenuti nel sistema bancario internazionale dalla prospettiva dei paesi dell'Asia emergente. Gli autori osservano gli eventi basandosi sulle statistiche bancarie BRI, risalendo ai loro inizi negli anni ottanta. A quell'epoca, le banche statunitensi, allora predominanti, hanno lasciato spazio a quelle giapponesi, che a loro volta hanno ceduto il loro ruolo a quelle europee negli anni novanta e duemila. Questi andamenti altalenanti sono stati intervallati da fasi di crisi e di ripresa, in particolare la crisi finanziaria asiatica del 1997-98, la Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-09 e la crisi del debito sovrano europeo del 2010-11, durante le quali le banche sono diventate un veicolo di diffusione delle tensioni finanziarie tra i diversi paesi. Il cerchio si è chiuso e ora le banche giapponesi sono tornate a essere i creditori più importanti verso la regione, con il 26% delle attività. Ma la presenza delle banche cinesi si fa sempre più forte.

Possiamo anche osservare i flussi di credito soffermandoci su quale istituto li fornisce. I prestiti da parte delle società di sviluppo immobiliare asiatiche sono oggetto di studio dell'articolo **“Mutui ipotecari, società di sviluppo immobiliare e prezzi degli immobili”**, di **Michael Chui, Anamaria Illes e Christian Upper**. Gli autori monitorano l'attività di queste società immobiliari e in particolare i loro crescenti debiti. Evidenziano come un'alta leva finanziaria, associata a condizioni di finanziamento più rigide, potrebbe incidere negativamente sui prezzi degli immobili; la bassa redditività di molte società di sviluppo immobiliare è anch'essa fonte di preoccupazioni. Alcune di queste società sono inoltre soggette a disallineamenti valutari. Il rafforzamento del ruolo delle società di sviluppo immobiliare ha implicazioni anche per l'efficacia delle misure macroprudenziali. A differenza delle banche, per le autorità è spesso difficile porre limiti di rischio al credito, ad esempio tramite l'applicazione di soglie ai rapporti fra valore dei prestiti e valore delle garanzie (loan-to-value).

Il peso crescente degli investitori passivi nei mercati finanziari è analizzato nell'articolo **“Le implicazioni degli investimenti passivi per i mercati mobiliari”** di **Vladyslav Sushko e Grant Turner**. Gli investimenti passivi (ovvero l'investire in attività monitorando il rendimento di un benchmark) sono cresciuti rapidamente. I fondi passivi costituiscono oggi il 20% delle attività dei fondi di investimento e il 43% delle attività dei fondi azionari statunitensi. Gli exchange-traded fund (ETF) rappresentano il 40% delle attività dei fondi passivi. Queste percentuali non includono i fondi che replicano implicitamente un indice. Uno dei fattori trainanti di questa crescita è stata la scarsa performance dei fondi gestiti attivamente. Gli investimenti passivi potrebbero incidere sul funzionamento dei mercati aumentando la correlazione dei rendimenti e riducendo le ricerche di base. C'è chi sostiene che i fondi passivi potrebbero intensificare i movimenti dei prezzi comprando o vendendo in maniera automatica per reagire agli afflussi e ai deflussi degli investitori. Tuttavia, osservando gli episodi di stress passati, gli autori rilevano che i flussi dei fondi comuni passivi sono stati relativamente più stabili rispetto a quelli dei fondi attivi, e tra questi i flussi ETF sono stati i più volatili.

In **“L'ABC dei rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto”**, **Bilyana Bogdanova, Ingo Fender ed Előd Takáts** analizzano i fattori determinanti delle quotazioni delle banche in relazione alle loro quantità di bilancio tradizionali. I rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto sono stati bassi per molte banche negli ultimi anni, malgrado l'aumento dei ricavi e dei margini di intermediazione. Gli autori elaborano un modello di valutazione che incorpora le misurazioni tradizionali (qualità delle attività, utili attesi, costo del capitale proprio), il potenziale contributo delle attività immateriali (come la forza delle relazioni



tra prenditori e depositanti) e altri fattori, come le dimensioni e la leva finanziaria. È interessante notare che queste medesime variabili determinano i rapporti tra capitalizzazione di borsa e patrimonio netto sia prima sia dopo la GCF, il che suggerisce che non ci sono state discontinuità di rilievo malgrado i cambiamenti della regolamentazione dopo la crisi. I fattori chiave non sono cambiati nemmeno per le banche di rilevanza sistemica globale rispetto ad altre banche. Fa eccezione il capitale: prima della crisi, l'aumento di capitale aveva un impatto negativo debole (e non significativo) sui valori di mercato, mentre dalla crisi in poi esso incide in modo più marcato. Sembrerebbe che il mercato abbia iniziato a ricompensare le banche che presentano migliori dotazioni patrimoniali. Di conseguenza, le banche che soffrono di valutazioni basse farebbero bene a ridurre i prestiti in sofferenza e le spese non da interessi.