



**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 settembre 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 21 settembre 2018.**

### **Claudio Borio**

La parola chiave è divergenza. Nel periodo in esame, mentre i mercati finanziari degli Stati Uniti crescevano, le economie emergenti hanno dovuto affrontare crescenti pressioni. Si potrebbe dire che, in media, l'andamento dei mercati finanziari mondiali è rimasto positivo, proseguendo gli ottimi risultati dell'anno scorso. Ma in questo caso la media non significa molto. Per riprendere una famosa citazione, una persona con la testa nel forno acceso e i piedi nel congelatore continua ad avere una temperatura media.

Perché c'è questa divergenza? Per quanto strana possa sembrare, è facile individuarne le ragioni. Nonostante l'espansione fosse già in una fase avanzata, l'economia degli Stati Uniti ha accelerato. E l'inflazione, che ha teso a convergere verso l'obiettivo, non ha rappresentato una minaccia. In queste condizioni, la Fed ha potuto permettersi di proseguire il cammino, molto prevedibile e graduale, verso la normalizzazione. Per il meglio o per il peggio, nulla ha turbato i mercati statunitensi. In questo contesto favorevole, il dollaro USA, che aveva infine cambiato rotta in febbraio e aveva acquistato maggiore slancio in aprile, ha continuato a salire. Inevitabilmente, le economie emergenti (EME) ne hanno subito le conseguenze. Dopo tutto, come notato in precedenza e illustrato più nel dettaglio in [questa pubblicazione](#), i prestiti in dollari USA ai residenti non bancari delle EME sono più che raddoppiati dalla Grande Crisi Finanziaria (GCF), fino a \$3 700 miliardi. E queste cifre non includono l'[indebitamento in dollari tramite swap su valute](#), che potrebbe facilmente essere analogo in termini di dimensioni. Come documenta il capitolo "[Liquidità globale: strumenti e valute evidenziano nuove tendenze](#)", questa impennata si è inserita in un'espansione più generale del credito internazionale al settore non bancario, un indicatore chiave della liquidità globale, che è passato dal 33% del PIL mondiale del primo trimestre del 2015 al 38% del primo trimestre del 2018. In questo totale, i prestiti bancari hanno perso terreno rispetto ai titoli, detenuti principalmente da investitori non bancari.

Osservando più da vicino, notiamo che, in particolare, le condizioni finanziarie degli Stati Uniti hanno continuato a essere molto accomodanti in una prospettiva di lungo termine, allentandosi ulteriormente. I corsi azionari hanno raggiunto nuovi massimi storici, trainati soprattutto dal settore finanziario e dai riacquisti di azioni. La volatilità si è mantenuta a livelli contenuti. I premi a termine sono rimasti notevolmente compressi. In particolare, pur risalendo leggermente, gli spread creditizi delle imprese sono stati insolitamente compressi – e quelli ad alto rendimento sono oscillati persino intorno ai livelli del periodo appena antecedente la GCF. Come spiegato nel [Riquadro A](#) del capitolo "Le divergenze tra i mercati si ampliano" di questa pubblicazione, e in linea con gli spread ridotti, il mercato dei prestiti leveraged è stato rovente. I volumi sono balzati in avanti, dato che le banche hanno riversato i loro prestiti su una base di investitori desiderosi di acquistarli, in alcuni casi tramite collateralised loan obligations (CLO), cugine delle famigerate collateralised debt obligations basate su ipoteche (CDO) della GCF. I covenant si sono indeboliti ulteriormente e i prezzi hanno dovuto essere spesso rivisti al rialzo per la vendita sul mercato a un prezzo di equilibrio in seguito ad aste preliminari. L'attrazione



per i prestiti a tasso variabile si è rivelata irresistibile anche perché gli investitori si aspettavano ulteriori incrementi dei rendimenti obbligazionari e hanno voluto evitare potenziali perdite di capitale – una prospettiva senza dubbio rafforzata dal forte stimolo fiscale in una fase così avanzata dell'espansione. La ricerca di rendimento è proseguita senza sosta. L'unico segnale di timori o dubbi da parte degli investitori è stato un prezzo relativamente elevato, e in crescita, dell'assicurazione contro un crollo del mercato azionario.

Per quanto preoccupanti possano essere questi andamenti, sono state le EME a suscitare le maggiori inquietudini. Le prime avvisaglie, avute quando il dollaro USA aveva iniziato ad apprezzarsi nei primi mesi dell'anno, si sono tradotte in tensioni considerevoli. In Argentina e in Turchia, indebolite entrambe da persistenti vulnerabilità interne, sono scoppiate crisi. Altre economie, principalmente quelle con maggiori disavanzi di conto corrente, minori riserve valutarie e un'inflazione più elevata, hanno subito un notevole deprezzamento delle loro valute, specie quando il contesto politico era sfavorevole. Dopo un periodo senza precedenti di 16 mesi consecutivi di afflussi nei fondi di investimento delle EME, la tendenza si è improvvisamente invertita in maggio. Da fine marzo, le perdite di valore cumulate sulle classi di attività ed esposizioni valutarie di molte EME sono state sostanziali. Per alcuni aspetti, hanno superato quelle avute durante il taper tantrum nel 2013 e si sono avvicinate a quelle causate dal deprezzamento del renminbi in agosto 2015. Ciò detto, gli spread sovrani non hanno raggiunto i loro precedenti massimi sulle obbligazioni, sia in valuta locale sia in dollari.

Le turbolenze delle EME hanno riflettuto il confluire di tre forze. La prima, come già detto, è stata la combinazione dell'inasprimento della politica monetaria degli Stati Uniti e dell'apprezzamento del dollaro USA. La seconda è stata l'escalation delle tensioni commerciali. Se nelle economie avanzate i prezzi delle attività sono risaliti in fretta dopo la pubblicazione di notizie negative, quelli delle EME non sono riusciti a recuperare. La terza, in qualche modo collegata alle precedenti, è stata il riemergere di segnali di un possibile rallentamento dell'economia cinese. La Cina è ormai di un'importanza cruciale per i produttori di materie prime e per le EME – di fatto, per tutto il mondo. Se si aggiungono le vulnerabilità specifiche dei paesi, non è difficile capire l'andamento risultante.

Fortunatamente, le turbolenze delle EME non si sono diffuse su larga scala. Il contagio è rimasto limitato, gli investitori hanno continuato a fare distinzioni tra le economie e non ci sono state fughe precipitose tra i gestori di portafogli. Ciò nonostante, non tutte le economie avanzate ne sono uscite indenni. Le ripercussioni hanno raggiunto l'area dell'euro, in particolare le regioni periferiche, più deboli (cfr. [Riquadro B](#) del capitolo "Liquidità globale: strumenti e valute evidenziano nuove tendenze"). In seguito alle tensioni in Turchia, all'intensificarsi dell'avversione al rischio e al ritirarsi degli investitori mondiali, i corsi azionari delle [banche più esposte](#) al paese hanno subito un contraccolpo. In aggiunta, alcuni spread sovrani si sono ampliati. L'Italia è stata il paese più colpito: le incertezze politiche avevano già scosso i mercati in maggio e i prestiti in sofferenza continuano a gravare sulle banche. Inoltre, il legame tra il settore sovrano e quello bancario, così evidente durante la crisi del debito dell'area dell'euro, si è da allora rafforzato.

Se facciamo un altro passo indietro, l'episodio di volatilità che ha travolto le EME non dovrebbe sorprendere nessuno. Come osservato nella [Relazione Economica Annuale BRI](#), questi andamenti sono il sintomo di un malessere più generale. I grandi squilibri della ripresa post-GCF hanno gravato sulle banche centrali. La potente medicina di tassi di interesse insolitamente e persistentemente bassi è servita per sostenere l'attività economica ma alcuni effetti collaterali erano inevitabili. Le vulnerabilità finanziarie a cui ci troviamo ora di fronte ne sono in parte un esempio. Le reazioni dei mercati sono simili ai sintomi di astinenza di un paziente al quale viene sottratta la medicina.

Cosa succederà in futuro è, come sempre, difficile da prevedere. Il paziente continuerà a guarire, come sembrava plausibile nel primo trimestre di quest'anno, o avrà un'ulteriore



ricaduta? Ciò che si può dire è che il recupero totale non sarà facile. Sul lato finanziario, si osserva una certa fragilità. I mercati delle economie avanzate sono ancora sotto pressione e le condizioni finanziarie ancora eccessivamente allentate. Soprattutto, l'indebitamento è troppo alto: in rapporto al PIL mondiale, il debito (privato e pubblico) complessivo è ora considerevolmente più elevato rispetto al periodo pre-crisi. Ironicamente, un livello esagerato di debito è stato una delle cause principali della crisi e il livello attuale è superiore – tuttavia, fortunatamente, le banche hanno ridotto la loro leva finanziaria grazie alla riforma finanziaria. Con tassi d'interesse insolitamente bassi e i bilanci delle banche centrali ancora eccezionalmente gonfi, rimangono poche medicine disponibili per rimettere in salute il paziente o curarlo in caso di ricaduta. Inoltre, la contestazione politica e sociale della globalizzazione e del multilateralismo attualmente in corso non è di aiuto.

Le autorità e gli operatori del mercato dovrebbero prepararsi per affrontare una lunga e movimentata convalescenza.

### Hyun Song Shin

Le criptovalute non svolgono la medesima funzione del denaro e sollevano preoccupazioni relativamente alla possibilità di frodi, di una manipolazione del mercato nonché del riciclaggio di denaro e di attività illecite. Ma quale dovrebbe essere la risposta delle politiche?

Si pensa spesso che le criptovalute operino al di fuori dell'ambito delle singole autorità nazionali, ma vi sono riscontri che suggeriscono che i prezzi, i volumi delle transazioni e i bacini di utenza a livello mondiale reagiscono in modo marcato alle notizie relative a possibili interventi da parte di queste autorità. In [“Regolamentazione delle criptovalute: valutazione delle reazioni dei mercati”](#), **Raphael Auer** e **Stijn Claessens** esaminano questi riscontri.

Gli autori classificano le notizie riguardanti possibili interventi in diverse categorie. Le notizie riguardanti interventi che incidono sullo status giuridico delle criptovalute (dai divieti assoluti alle dichiarazioni riguardo ad un loro inserimento nell'ambito delle leggi sui valori mobiliari) hanno l'impatto più sfavorevole sui loro prezzi. L'effetto negativo è marcato e persiste nel tempo.

Un secondo tipo di notizie si riferisce alle linee guida sul trattamento delle criptovalute nell'ambito delle regolamentazioni contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. Questo tipo di notizie ha anch'esso un impatto negativo significativo e persistente sui prezzi, sebbene meno forte di quello della prima categoria.

Al contrario, gli avvertimenti generali sulle criptovalute, inclusi quelli relativi al rischio di perdite, hanno un effetto lieve sui prezzi. In questo senso, la moral suasion non sembra essere uno strumento efficace per frenare i mercati speculativi.

Questi riscontri suggeriscono che, lungi dall'essere fuori dalla portata delle singole autorità nazionali a causa del loro carattere transfrontaliero, le criptovalute possono essere soggette a interventi efficaci da parte delle singole giurisdizioni. I risultati dell'analisi potrebbero riflettere il modo in cui le criptovalute si appoggiano al sistema finanziario convenzionale, e in modo particolare il modo in cui esse sono interconnesse al sistema di pagamento basato sulle banche. “Non c'è dubbio che una risposta coordinata a livello mondiale da parte delle politiche sarebbe più efficace, ma l'assenza di questo tipo di coordinazione non deve rappresentare un ostacolo alla realizzazione di interventi adeguati”. Le autorità nazionali hanno comunque un potere di azione qualora decidessero di intervenire.

L'articolo monografico [“I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche”](#) di **Stijn Claessens**, **Jon Frost**, **Grant Turner** e **Feng Zhu** rende conto dello sviluppo del credito non bancario intermediato tramite piattaforme finanziarie tecnologiche online. Questo “credito fintech” è cresciuto rapidamente, in particolare



in Cina, negli Stati Uniti e nel Regno Unito (che sono i primi tre paesi per il credito fintech, nell'ordine) sebbene la Cina abbia registrato un forte rallentamento nelle ultime settimane.

Le piattaforme e i modelli di business sono diversi uno dall'altro ma la maggior parte di essi operano tramite una verifica dei prenditori per poi abbinarli agli investitori – i creditori. L'entità del credito fintech di un'economia è positivamente correlata al suo livello di reddito, e negativamente correlata alla competitività del suo settore bancario e alla rigidità della regolamentazione relativa. La correlazione negativa al rigore della regolamentazione potrebbe riflettere elementi in comune con la severità delle regolamentazioni applicate alle banche e alle società fintech. Tuttavia il sussistere di questa correlazione non conferma l'idea, comunemente diffusa, secondo cui le società fintech emergerebbero in risposta a una regolamentazione bancaria più stringente.

L'espansione del fintech potrebbe generare benefici in termini di una maggiore inclusione finanziaria. Ma vi sono dei rischi associati che riguardano l'erosione dei criteri di concessione dei prestiti e una maggiore prociclicità del credito, come evidenziano le recenti lacune a livello operativo e i problemi di condotta in alcune giurisdizioni. Dato che il credito fintech non è ancora stato testato durante un intero ciclo economico, è necessario osservarne ancora gli andamenti, in particolare per capire quali siano i migliori modi per affrontare le sfide in materia di regolamentazione al fine di garantire una protezione adeguata a consumatori e investitori e una stabilità finanziaria complessiva.

In [“Ascesa delle società zombie: cause e conseguenze”](#), **Ryan Banerjee** e **Boris Hofmann** esaminano la predominanza, le cause e le conseguenze delle imprese che, pur non essendo redditizie, riescono comunque a sopravvivere. Il termine “zombie” è diventato alla moda per indicare questo tipo di società ma gli autori rielaborano la definizione per focalizzarsi meglio sulla questione. Esaminano quelle imprese i cui pagamenti per interessi superano il profitto e che allo stesso tempo presentano corsi azionari che sono inferiori al loro settore mediano, come misurato dal rapporto tra il valore di mercato e il costo di rimpiazzo del capitale (q di Tobin).

Per il 2016, sulle 32 000 società di 14 economie avanzate del campione, circa il 6% rientra nella categoria zombie secondo questa definizione. Gli autori rilevano che la prevalenza delle società zombie si è rafforzata dalla fine degli anni ottanta, tendendo ad intensificarsi nelle fasi di recessione, senza poi ritornare ai livelli precedenti nelle successive fasi di ripresa. Cercando di individuare le possibili cause di questa ascesa, gli autori sottolineano l'importanza del ruolo della riduzione della pressione finanziaria per i pagamenti del debito derivante dall'estendersi del periodo di bassi tassi di interesse. Mostrano inoltre che la prevalenza delle società zombie è associata a un generale calo della produttività delle imprese.

In [“Premi a termine: modelli e alcuni fatti stilizzati”](#), **Benjamin Cohen**, **Peter Hördahl** e **Dora Xia** passano in rassegna i cosiddetti “modelli della struttura a termine” del mercato obbligazionario volti a separare la componente di aspettative e quella costituita dal premio a termine dei rendimenti obbligazionari. Applicati ai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro degli ultimi anni, i modelli producono stime diverse dei livelli di premi a termine ma convergono per quanto riguarda le tendenze e le dinamiche. I premi a termine degli Stati Uniti sono scesi dalla GCF, probabilmente a causa di una minore incertezza a breve termine (grazie alle indicazioni prospettiche e al vincolo della soglia zero) e del programma di acquisto di attività della banca centrale.

È interessante notare che l'aumento dei rendimenti statunitensi da fine 2016 sembra essere legato soprattutto ai tassi reali attesi anziché alle variazioni dei premi a termine o all'inflazione attesa. I premi di rischio reali sono persino calati nel periodo 2016-18. I rendimenti dell'area dell'euro si sono anch'essi contratti dalla GCF, probabilmente per motivi analoghi.