



## Rassegna trimestrale BRI marzo 2020 – 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.**

### Capo del Dipartimento monetario ed economico, Claudio Borio

I mercati hanno avuto un brusco risveglio la scorsa settimana. Dopo un primo shock di breve durata a gennaio, gli operatori di mercato sembravano nel complesso aver adottato una visione piuttosto benigna dell'impatto del coronavirus, trovando sollievo anche in un orientamento accomodante della politica monetaria a livello mondiale. Tutto è cambiato all'inizio della settimana con la notizia che il virus si stava diffondendo più velocemente del previsto. Preoccupazioni acute e incertezza hanno attanagliato gli operatori del mercato, e l'aspettativa di una rapida ripresa a V è apparsa alquanto irrealistica. I mercati delle attività a rischio sono crollati come se non ci fosse un limite: nessuno desidera esporsi troppo al pericolo. Eppure, nonostante tutte le turbolenze e i timori, sia il funzionamento del mercato sia, più in generale, l'intermediazione finanziaria si sono dimostrati resilienti. Le riforme normative post-crisi, volte a rafforzare le istituzioni finanziarie, stanno dando i loro frutti.

Le turbative hanno scosso i mercati in ondate successive, a mano a mano che le notizie si diffondevano e che gli operatori cercavano in vano terreno solido. Il calo di oltre il 10% dei mercati azionari mondiali alla chiusura delle borse di giovedì negli Stati Uniti è stato il peggiore dai tempi della crisi dell'area dell'euro del 2011. L'indice VIX è salito, toccando uno dei livelli più alti degli ultimi anni. I rendimenti sovrani dei titoli sicuri sono scesi ai minimi storici in diversi Paesi. Gli spread societari ad alto rendimento si sono ampliati di circa 100 punti base, tornando ai livelli che avevano prevalso durante l'acuirsi delle tensioni commerciali all'inizio del 2019. Anche le attività a reddito fisso nelle economie emergenti (EME) hanno subito un sell-off, sebbene la correzione sia stata finora relativamente più contenuta. Il dollaro USA si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute, ma non rispetto all'euro, allo yen o al renminbi, che hanno preso valore. I mercati hanno puntato su un ulteriore accomodamento monetario: senza dubbio, il maggiore margine di manovra della Federal Reserve spiega in parte la relativa debolezza del dollaro nei confronti delle altre principali valute.

L'emergere delle prime preoccupazioni per l'epidemia del virus alla fine di gennaio aveva invertito una prolungata fase di assunzione di rischio innescata dall'allentamento delle tensioni commerciali, che aveva portato diversi mercati a



valori elevati. Il mercato azionario statunitense aveva raggiunto il massimo storico. E se da un lato la fase di avversione al rischio aveva depresso in modo sostanziale i rendimenti obbligazionari, dall'altro, nel complesso, era rimasta moderata.

Ciò era evidente dal comportamento delle attività a rischio. Prima del sell-off della scorsa settimana, i mercati azionari delle economie avanzate avevano ampiamente recuperato le perdite e alcuni avevano nuovamente raggiunto nuovi picchi, anche se quelli delle EME erano ancora ben al di sotto dei precedenti massimi, soprattutto in Asia. In particolare, i titoli rischiosi a reddito fisso in quanto classe di attività si sono dimostrati sorprendentemente resilienti nel complesso, mostrando tutti i tratti distintivi di una ricerca del rendimento. Oltre a un'emissione sostenuta, gli spread societari negli Stati Uniti sono scesi a livelli relativamente bassi e quelli dell'area dell'euro si sono ridotti ancora di più rispetto agli standard storici. In effetti, gli spread sovrani sui titoli ad alto rendimento nella periferia dell'area dell'euro, in particolare in Italia e in Grecia, si erano di fatto ristretti. Lo stesso vale per gli spread societari e sovrani delle EME, che avevano raggiunto minimi pluriennali grazie ai continui afflussi nei fondi obbligazionari delle EME.

Segni dell'assunzione di rischio erano evidenti anche in segmenti più ampi del credito societario. Ciò è vero non solo nei ben noti mercati dei prestiti leveraged e delle collateralised loan obligation (CLO), ma anche nel meno noto mercato del credito privato (Riquadro A), che prevede prestiti a imprese più piccole, spesso a rischio, erogati per lo più da istituti finanziari non bancari, in particolare società di private equity. Questo segmento di circa 800 miliardi di dollari, che è cresciuto rapidamente negli ultimi anni, ha anche registrato un deterioramento degli standard di credito e la diffusione di strutture di finanziamento illiquide e a leva finanziaria. Un pricing opaco e poco frequente, riducendo artificialmente la volatilità misurata dei rendimenti sottostanti, ha ulteriormente aumentato l'attrattiva dei prestiti per gli investitori e abbellito i valori di recupero. Senza dubbio, lo sviluppo del mercato del credito privato ha fornito un gradito canale di finanziamento aggiuntivo per quelle imprese che possono avere più difficoltà a contrarre prestiti dalle banche o che possono ottenerli soltanto ad un costo maggiore. Ciò nonostante, questo è solo un altro segnale di come i rischi siano migrati al di fuori del settore bancario, a volte verso aree meno trasparenti del sistema finanziario.

Ora l'incertezza regna a livello mondiale. La situazione rimane fluida. Le istituzioni stanno monitorando attentamente gli sviluppi. Verso dove ci dirigiamo ora? Una cosa è certa: i mercati finanziari continueranno a ballare al ritmo delle notizie sul virus e delle risposte delle autorità.

## Consigliere Economico e Capo della Ricerca, Hyun Song Shin

Questo numero speciale della *Rassegna trimestrale BRI* esamina la rapida evoluzione dell'universo dei pagamenti. I pagamenti sono la contropartita delle transazioni che sostengono l'economia; sistemi di pagamento sicuri ed efficienti sono pertanto di vitale importanza. Le innovazioni tecnologiche stanno stravolgendo questi sistemi, perturbando gli strumenti (ad esempio il contante), le istituzioni (ad esempio le banche) e i processi coinvolti.

La velocità dei cambiamenti e il loro potenziale rivoluzionario hanno fatto sì che i sistemi di pagamento diventassero una delle priorità dei responsabili delle politiche.



In effetti, il G20 ha fatto del miglioramento dei pagamenti transfrontalieri una delle sue priorità per il 2020. Gli articoli di questa rassegna forniscono una panoramica dei punti di forza e dei punti deboli dei sistemi esistenti, descrivono come il rapido ritmo del cambiamento tecnologico li stia influenzando e valutano le soluzioni emergenti.

Nella sua introduzione "**Definire il futuro dei pagamenti**", il Direttore Generale della BRI **Agustín Carstens** sottolinea che le banche centrali svolgono un ruolo cruciale nei sistemi di pagamento, e che i cambiamenti in corso richiedono che esse prendano parte attiva e assumano una funzione di maggior rilievo nel miglioramento della sicurezza e dell'efficienza di questi sistemi. Il Comitato BRI per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (CPMI) sta collaborando con altri organismi internazionali competenti per elaborare una tabella di marcia volta a migliorare i pagamenti transfrontalieri. Inoltre, la BRI ha istituito un Innovation Hub per promuovere la collaborazione internazionale in materia di tecnologie finanziarie innovative all'interno della comunità delle banche centrali. L'Hub mira a catalizzare gli sforzi di collaborazione tra le banche centrali e a cooperare, se del caso, con il mondo accademico, i fornitori di servizi finanziari e l'intero settore privato per sviluppare beni pubblici a beneficio del sistema finanziario mondiale.

I sistemi di pagamento all'ingrosso - per i trasferimenti di grande valore, principalmente tra banche - hanno conosciuto negli ultimi decenni ripetute ondate di innovazione. I sistemi di pagamento al dettaglio - per i pagamenti di minore valore ma di volume ingente tra consumatori e imprese - sono stati inizialmente caratterizzati da un'innovazione più lenta, ma stanno ora registrando rapidi cambiamenti. In "**Fast retail payment systems**", **Morten Bech**, **Jenny Hancock** e **Wei Zhang** ripercorrono le tappe dell'adozione di nuovi sistemi per pagamenti al dettaglio quasi istantanei. Inizialmente, ad adottare questi sistemi sono state soprattutto le economie emergenti piuttosto che quelle avanzate.

Nonostante il rapido ritmo dei cambiamenti, i sistemi di pagamento soffrono ancora di carenze in almeno due aree: l'accesso e i pagamenti transfrontalieri. Come evidenziato in "**Innovations in payments**" di **Morten Bech** e **Jenny Hancock**, un gran numero di persone ha accesso limitato o inesistente a un conto bancario o di altro genere per effettuare pagamenti, soprattutto nelle economie emergenti e in via di sviluppo (EMDE). Inoltre, i pagamenti transfrontalieri rimangono lenti, costosi e complessi. Nelle EMDE, dove le rimesse rappresentano a volte una parte sostanziale del PIL, queste due carenze si alimentano a vicenda, aumentando le inefficienze.

Un'elevata quota di pagamenti transfrontalieri viene convogliata attraverso banche corrispondenti. Con correspondent banking si intende un accordo in cui una banca detiene depositi di proprietà di altre banche, comprese quelle in un altro Paese, e svolge il ruolo di intermediaria dei pagamenti, oltre a fornire altri servizi. Il numero di banche corrispondenti è diminuito di circa il 20% tra il 2011 e il 2018. In "**On the global retreat of correspondent banks**", **Tara Rice**, **Goetz von Peter** e **Codruta Boar** esaminano le cause di questo declino e ne valutano le potenziali conseguenze per l'accesso dei Paesi al sistema finanziario mondiale, i costi dei pagamenti transfrontalieri e l'uso di reti di pagamento meno regolamentate.

Sono in corso iniziative per migliorare l'infrastruttura che collega le banche e altri fornitori di servizi di pagamento in diversi Paesi. In "**Payments without borders**", **Morten Bech**, **Umar Faruqui** e **Takeshi Shirakami** passano in rassegna le iniziative volte a costruire sistemi di pagamento progettati per operare a livello transfrontaliero, collegare i sistemi nazionali o stabilire procedure che consentano ai fornitori di servizi di pagamento di accedere ai sistemi a distanza. Attualmente esistono pochi esempi



concreti, tra cui in Messico, Sudafrica e Svizzera, tuttavia altre iniziative transfrontaliere o multivalutarie di questo tipo sono in fase di attuazione o di progettazione.

La soluzione di più ampia portata per il miglioramento del sistema dei pagamenti è un accordo peer-to-peer che colleghi direttamente i pagatori e i beneficiari e riduca al minimo il numero di intermediari. In "**On the future of securities settlement**", **Morten Bech, Jenny Hancock, Tara Rice e Amber Wadsworth** analizzano come la tokenizzazione - il processo di conversione delle attività in rappresentazioni digitali non registrate nei conti - potrebbe trasformare la compensazione e il regolamento dei titoli. Gli autori concludono che la tokenizzazione potrebbe ridurre i costi e la complessità, ma che essa non elimina i rischi associati al mancato regolamento delle transazioni da parte di una delle parti.

Le valute digitali delle banche centrali (CBDC) hanno assunto negli ultimi anni un ruolo di primo piano nel più ampio dibattito sulle valute digitali. Se una banca centrale decidesse di emettere una propria CBDC per utenti generici, si troverebbe di fronte a diverse scelte tecnologiche cruciali. In "**The technology of retail central bank digital currency**", **Raphael Auer e Rainer Böhme** identificano una serie di queste opzioni, e in particolare: emissione diretta o tramite delega delle valute digitali da parte della banca centrale; pagamento tramite consenso decentralizzato o su un libro mastro centralizzato; CBDC basata su un conto o su un token. La sfida consiste nel progettare una moneta digitale che permetta di raggiungere un equilibrio tra l'affidabilità dei crediti diretti verso la banca centrale e la comodità di utilizzare intermediari di pagamento.