



Comunicato stampa

Informazioni: +41 61 280 8188
press.service@bis.org
www.bis.org

3 marzo 2008

Rassegna trimestrale BRI Marzo 2008

La Rassegna trimestrale BRI pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima presenta una panoramica dei recenti sviluppi nei mercati finanziari e analizza quindi in maggiore dettaglio gli aspetti salienti emersi dalle ultime statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. La seconda si compone di cinque articoli monografici, tutti su argomenti collegati alle recenti turbolenze finanziarie, e in particolare: le operazioni compiute dalle banche centrali nell'attuazione della politica monetaria; le determinanti dei tassi interbancari internazionali; i *fixing* dei tassi interbancari; la trasmissione delle turbolenze dal mercato monetario ai mercati dei riporti in cambi e degli swap su valute; i nessi fra i fondamentali creditizi, i rating e le misure del valore a rischio, in un confronto fra le *collateralised debt obligation* (CDO) e le obbligazioni societarie più tradizionali.

Correzioni di prezzo in reazione ai rischi per la crescita

Dopo un mese di dicembre relativamente calmo, caratterizzato da una sostanziale invarianza dei mercati, in gennaio i crescenti indizi di un rallentamento dell'economia reale hanno indotto una generale rivalutazione del rischio congiunturale e un connesso mutamento nelle aspettative riguardo alla politica monetaria. Sebbene durante il periodo in rassegna le tensioni sui mercati monetari si siano in parte attenuate, i deludenti dati macroeconomici statunitensi, unitamente alle ulteriori massicce svalutazioni operate da varie banche e ai timori concernenti i garanti finanziari, hanno fatto apparire sempre più probabile la trasmissione delle difficoltà finanziarie internazionali all'economia reale.

Allorché gli investitori hanno compreso che le ricadute economiche della crisi creditizia avrebbero potuto non limitarsi agli Stati Uniti, nei mercati delle attività hanno preso il via vendite generalizzate. Gli spread creditizi, che di fatto già da qualche tempo riflettevano le inquietudini circa la debolezza economica più in generale, hanno toccato nuovi massimi sotto l'influsso delle crescenti tensioni nel settore finanziario. Sempre in gennaio, i corsi azionari mondiali hanno subito forti



cali di fronte alla correzione al ribasso delle aspettative degli investitori sulla redditività futura. Nel mese seguente, tuttavia, essi hanno segnato un recupero, evidenziando una performance migliore dei mercati del credito, grazie anche alla reiterata azione di sostegno delle autorità monetarie americane. Gli investitori, a loro volta, hanno prontamente integrato nei prezzi i tagli addizionali dei tassi ufficiali decisi dalla Federal Reserve e da altre banche centrali, prevedendo nuovi indizi di un rallentamento della crescita. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati all'inflazione sono calati ancor più di quelli nominali, facendo così salire i tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti.

Sebbene le reazioni di prezzo alle tensioni del mercato creditizio siano state inizialmente più pronunciate nelle economie industrializzate, i timori di una diffusa contrazione dell'attività economica hanno cominciato a pesare anche su molti mercati finanziari emergenti. Le perdite più importate hanno riguardato i mercati azionari, compresi quelli che in passato avevano dato prova di buona tenuta.

Aspetti salienti dell'attività nei mercati bancari e finanziari internazionali

Nel comparto dei titoli di debito internazionali l'attività di emissione è rimasta modesta durante il *quarto trimestre 2007*, nel contesto di turbolenza dei mercati finanziari. Sebbene i collocamenti netti di obbligazioni siano saliti a \$487 miliardi, rispetto ai \$399 miliardi del trimestre precedente, il tasso di crescita sull'anno precedente è crollato a -45%, al disotto del già considerevole -23% registrato nel terzo trimestre. Particolarmente debole è risultata l'emissione netta di obbligazioni e *note* di istituzioni finanziarie, passata da \$363 a 351 miliardi, pressoché dimezzandosi rispetto a un anno prima. Per contro, i collocamenti netti delle imprese non finanziarie sono stati relativamente sostenuti, a \$30 miliardi, con un incremento del 21% sull'anno precedente.

Anche le più recenti statistiche BRI sulle negoziazioni in strumenti derivati quotati, relative al *quarto trimestre 2007*, evidenziano un consistente calo dell'attività. Ciò contrasta peraltro con il trimestre precedente, quando le turbolenze sui mercati finanziari avevano dato luogo a un volume record di contrattazioni. La flessione maggiore si è avuta nel comparto dei prodotti su tassi di interesse a breve termine, dove il volume degli scambi sulla base degli importi nozionali è sceso dai \$535 trilioni del terzo trimestre a soli \$405 trilioni, ma anche i derivati su tassi di interesse a lungo termine, indici azionari e valute hanno fatto registrare cali. Il turnover totale in futures e opzioni di borsa sull'insieme degli strumenti finanziari è diminuito da \$681 a 539 trilioni, ma il saggio di crescita sull'anno precedente è rimasto elevato, al 25%.

L'attività bancaria internazionale ha continuato a espandersi nel *terzo trimestre 2007*, in un contesto di crescenti tensioni in vari segmenti dei mercati interbancari. I crediti transfrontalieri delle banche dichiaranti sono saliti a \$32 trilioni, portando a oltre il 20% il tasso di incremento sull'anno precedente. L'evoluzione dei fabbisogni di finanziamento in dollari USA delle banche internazionali fa ritenere che gli istituti europei hanno raccolto un volume sempre maggiore di fondi dalle altre banche per finanziare le loro crescenti posizioni lunghe nette verso soggetti non bancari, il che potrebbe aver contribuito a generare tensioni sul mercato interbancario nel momento in cui il rifinanziamento è divenuto più difficile. Da un'analisi delle posizioni interbancarie bilaterali dei vari sistemi bancari emerge che l'entità dell'esposizione internazionale (in rapporto al patrimonio di vigilanza di base) differisce sensibilmente da un sistema all'altro. Ad esempio, le banche europee mostrano in genere rapporti più elevati rispetto a quelle statunitensi. In



termini di crediti esteri classificati in base al rischio ultimo sono emersi alcuni segnali di contrazione delle esposizioni interbancarie nel corso del terzo trimestre 2007.

Saggi monografici

Le operazioni di politica monetaria e le recenti turbolenze finanziarie

Le gravi turbative dei mercati interbancari a partire dall'agosto 2007 hanno portato in primissimo piano le operazioni di attuazione della politica monetaria delle banche centrali. I quadri operativi delle banche centrali non solo costituiscono l'aspetto meno conosciuto della politica monetaria, ma differiscono anche notevolmente a seconda dei paesi. Dopo aver definito uno schema concettuale che permetta di comprendere meglio le sfide cui le banche centrali sono confrontate nella conduzione della politica monetaria in periodi di tensione, Claudio Borio e William Nelson della BRI analizzano in quale misura la risposta delle banche centrali di fronte alle recenti turbolenze finanziarie sia stata condizionata dai quadri operativi in essere. Gli autori mostrano come questi ultimi possano avere un influsso determinante sulla portata e sulla tipologia delle iniezioni di liquidità, nonché sulla necessità di adottare misure eccezionali.

Determinanti dei tassi interbancari: indicazioni tratte dal Libor

Il premio al rischio incorporato nei tassi di interessi sui depositi interbancari a tre mesi presso le grandi banche con operatività internazionale è fortemente aumentato nell'agosto 2007 e da allora è rimasto su livelli elevati. L'analisi condotta da François-Louis Michaud e Christian Upper della BRI sui tassi interbancari quotati dal campione di banche di riferimento per il calcolo del Libor mira a individuare le determinanti di tale aumento, e in particolare l'influsso dei fattori credito e liquidità. Gli autori trovano riscontri del ruolo svolto dal rischio creditizio, quanto meno alle frequenze più basse. Al tempo stesso, l'assenza di una stretta correlazione fra il rischio di insolvenza e i premi al rischio nel mercato monetario, così come la reazione dei mercati interbancari agli apporti di liquidità delle banche centrali, evidenzia l'importanza del fattore liquidità nell'andamento delle quotazioni giornaliere dei tassi.

I *fixing* dei tassi interbancari durante la recente fase di turbolenza

Il prosciugarsi della liquidità nel segmento a termine dei principali mercati interbancari nella seconda parte del 2007 solleva interrogativi sull'affidabilità dei *fixing*, i quali dovrebbero rispecchiare le condizioni presenti su tali mercati. Ponendo a raffronto vari *fixing* disponibili per una stessa valuta, Jacob Gyntelberg e Philip Wooldridge della BRI riscontrano che nel periodo suddetto i tassi interbancari hanno differito in misura insolita. Gli autori concludono che tale divergenza è attribuibile più alle turbative nei sottostanti mercati interbancari che non a carenze nella concezione dei meccanismi di *fixing*. In effetti, questi ultimi si sono rivelati efficaci nell'attenuare l'impatto di comportamenti strategici e delle mutevoli percezioni della qualità creditizia.



Trasmissione delle turbolenze del mercato monetario ai mercati dei riporti in cambi e degli swap su valute

Verso la fine degli anni novanta le difficoltà incontrate dalle banche giapponesi nel rifinanziarsi in dollari USA sui principali mercati interbancari causarono forti distorsioni nei mercati dei riporti in cambi e degli swap valutari yen/dollaro. In quest'articolo, che copre la fase di turbolenza finanziaria del secondo semestre 2007, Naohiko Baba e Frank Packer della BRI, assieme a Teppei Nagano della Bank of Japan, documentano come, anche in quest'ultima occasione, i problemi di rifinanziamento interbancario abbiano avuto ripercussioni significative sui mercati dei riporti in cambi e degli swap su valute. Le indicazioni mostrano che il ricorso a tali mercati da parte delle istituzioni finanziarie per superare le carenze di fondi in dollari ha provocato notevoli scostamenti dalla parità coperta dei tassi di interesse e una stretta di liquidità su detti mercati. Sebbene la variazione del prezzo degli swap di basi euro/dollaro sia stata di entità senza precedenti, secondo gli autori la distorsione non ha raggiunto il livello osservato per la coppia yen/dollaro negli ultimi anni novanta.

Fondamentali creditizi, rating e valore a rischio: un confronto fra CDO e obbligazioni societarie

I recenti declassamenti su ampia scala delle CDO confermano come, nel caso dei prodotti della finanza strutturata, i cambiamenti di rating possano essere assai più pronunciati che in quello degli strumenti debitori più tradizionali. Nella loro analisi delle relazioni fra fondamentali creditizi, rating e misure del valore a rischio per le tranche di CDO e le obbligazioni societarie convenzionali, Ingo Fender, Nikola Tarashev e Haibin Zhu della BRI avanzano almeno due spiegazioni del fenomeno. In primo luogo, la suddivisione in tranche comporta una relazione non lineare fra la qualità creditizia delle attività sottostanti e quella dei prodotti così ottenuti. In secondo luogo, i rating di questi ultimi sono più sensibili al rischio sistematico. Gli autori concludono che un affidamento eccessivo sui rating può portare a errori nella valutazione di prezzo e nella gestione delle esposizioni al rischio, nonché a dinamiche di mercato sfavorevoli qualora tali posizioni debbano essere mobilizzate.