



## Comunicato stampa

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

8 dicembre 2008

---

### Rassegna trimestrale BRI Dicembre 2008

#### **Interventi senza precedenti per contrastare la crisi finanziaria mondiale<sup>1</sup>**

Il Quadro generale degli sviluppi nella *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna illustra gli aspetti più recenti della crisi finanziaria mondiale e gli interventi senza precedenti messi in atto dalle autorità per contrastarla.

Le preoccupazioni per la stabilità finanziaria sono ancora una volta tornate alla ribalta nel periodo tra fine agosto e fine novembre quando, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, i mercati finanziari mondiali si sono praticamente bloccati, inaugurando una nuova e più acuta fase della crisi. Allorché i fondi del mercato monetario e altri investitori si sono trovati costretti a stralciare dai propri portafogli gli investimenti collegati alla banca d'affari statunitense, i timori per il rischio di controparte si sono intensificati e le richieste di riscatto dai fondi di investimento hanno raggiunto proporzioni ingenti.

L'ondata di vendite che ne è risultata ha risparmiato soltanto le attività più sicure, pregiudicando il funzionamento di parti essenziali del sistema finanziario internazionale. Di fronte al congelamento di fatto dei mercati creditizi e monetari e al crollo dei corsi azionari, le banche e le altre società finanziarie hanno visto deteriorarsi il loro accesso alle fonti di finanziamento e restringersi la loro base patrimoniale per l'accumulo di perdite da svalutazione. Gli spread creditizi sono saliti a livelli record, le quotazioni azionarie sono precipitate e la volatilità ha subito un'impennata in tutti i mercati, segnalando una situazione di estrema tensione finanziaria. I timori di recessione e gli investimenti rifugio hanno prevalso in misura crescente sull'impatto del previsto aumento dei disavanzi pubblici, facendo diminuire i rendimenti dei titoli di Stato. Al tempo stesso si è accentuata l'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti, di riflesso ai ripetuti aggiustamenti al ribasso dei tassi ufficiali.

---

<sup>1</sup> Il Quadro generale degli sviluppi copre il periodo da fine agosto al 28 novembre 2008.



La forte avversione al rischio e le pressioni che ne sono scaturite nei paesi industrializzati si sono propagate anche ai mercati finanziari delle economie emergenti, dove le attività hanno subito perdite di valore generalizzate. Di fronte al crollo di fiducia nella capacità di sopravvivenza di parti importanti del sistema bancario internazionale, le autorità di vari paesi hanno intrapreso una serie senza precedenti di iniziative volte ad arrestare il collasso dei prezzi delle attività e a contenere i rischi sistemici.

L'evoluzione dei mercati nel periodo in rassegna ha attraversato quattro fasi abbastanza distinte. La prima, culminata con il fallimento di Lehman Brothers a metà settembre, è stata marcata dall'acquisizione da parte delle autorità statunitensi delle due agenzie federali di credito immobiliare Fannie Mae e Freddie Mac. Le implicazioni immediate del dissesto della banca d'affari, e la crisi generalizzata di fiducia che ne è conseguita, si sono avvertite nella seconda fase. La terza fase, iniziata verso la fine di settembre, si è caratterizzata per un'azione ufficiale a ritmi serrati e di portata sempre più vasta man mano che, in risposta alla crisi, gli interventi di sostegno individuali hanno fatto posto a un approccio più internazionale e sistemico. Nella quarta fase, iniziata a metà ottobre, l'andamento dei prezzi delle attività è stato influenzato in misura sempre più preponderante dalle paure di recessione, mentre i mercati hanno continuato a dibattersi nell'incertezza associata alle numerose nuove iniziative annunciate sul piano delle politiche.

### **Aspetti salienti dell'attività nei mercati bancari e finanziari internazionali**

Gli scambi di derivati sulle borse internazionali hanno subito una contrazione nel *terzo trimestre 2008*. Il turnover totale in termini di importi nozionali è sceso a \$542 trilioni, dai \$600 trilioni del trimestre precedente. Gran parte del calo è ascrivibile agli strumenti su tassi di interesse a breve termine, mentre le contrattazioni su tassi a lunga sono diminuite solo in misura modesta. All'opposto, ha segnato un incremento il turnover in strumenti su indici azionari e tassi di cambio. L'attività in derivati su materie prime, misurata unicamente in termini di numero di contratti, si è ridotta, benché in ragione annua il tasso di crescita sia rimasto piuttosto elevato (37%).

Nei mercati internazionali degli strumenti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) gli importi nozionali in essere hanno continuato a crescere nella *prima metà del 2008*. In aggregato, per l'insieme delle tipologie di contratti, essi si collocavano a fine giugno a \$863,0 trilioni, in aumento del 21% rispetto a sei mesi prima. I *credit default swap* (CDS) hanno subito in termini di volumi il primo calo in assoluto (pari all'1%), dopo aver registrato negli ultimi tre anni un tasso di crescita medio semestrale del 45%. Il calo è in larga misura riconducibile al significativo aumento delle cessazioni multilaterali di contratti CDS per effetto della turbolenza finanziaria. Nel contempo, i mercati dei derivati su tassi di interesse, tassi di cambio, titoli azionari e materie prime hanno tutti segnato un'espansione significativa.

La raccolta nei mercati internazionali dei titoli di debito è bruscamente diminuita nel *terzo trimestre 2008*, nel protratto contesto di turbolenza dei mercati finanziari. Le emissioni nette di obbligazioni e *note* sono scese a soli \$247 miliardi, rispetto ai \$1 086 miliardi del secondo trimestre. La flessione, ben maggiore di quanto giustificato dal normale profilo stagionale, ha portato i collocamenti netti ai livelli più bassi dal terzo trimestre 2005. Anche le emissioni di strumenti del mercato monetario hanno ristagnato, e su base netta sono entrate in territorio negativo. In



termini di valuta di denominazione il calo più pronunciato delle emissioni di obbligazioni e *note* è avvenuto nel segmento in euro, seguito da quello del dollaro USA, mentre in base alla nazionalità degli emittenti la contrazione maggiore risulta quella dei collocamenti netti di mutuatari statunitensi, passati da \$308 a 46 miliardi fra il secondo e il terzo trimestre.

Le attività in essere nel mercato bancario internazionale sono fortemente diminuite nel *secondo trimestre 2008*. I crediti internazionali delle banche dichiaranti alla BRI hanno infatti subito la contrazione record di \$1,1 trilioni, con cali considerevoli in gran parte dei segmenti valutari. Benché la flessione sia perlopiù imputabile alla minore attività interbancaria (-\$812 miliardi), anche le posizioni verso i soggetti non bancari hanno registrato un decremento, il primo dal 1998, soprattutto nei confronti di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. Nel contempo, i residenti dei mercati emergenti e numerose banche centrali in varie parti del mondo hanno ridotto l'ammontare di fondi collocati presso le banche dichiaranti.

## Saggi monografici

Questo numero della Rassegna trimestrale presenta quattro articoli monografici sui seguenti argomenti: l'evoluzione dei mercati dei contratti pronti contro termine durante la recente turbolenza finanziaria; i prezzi delle materie prime e le dinamiche dell'inflazione; lo stato di salute delle banche e il credito ai mercati emergenti; le caratteristiche contrattuali dei mutui ipotecari e l'incidenza delle situazioni di ricchezza negativa dei mutuatari.

### I mercati pronti contro termine durante la turbolenza finanziaria

I mercati pronti contro termine (PcT) sono una fonte essenziale di finanziamenti garantiti per le banche e le società finanziarie, nonché uno strumento fondamentale per l'attuazione della politica monetaria. In questo studio degli andamenti dei mercati PcT durante la turbolenza finanziaria, Peter Hördahl e Michael King della BRI riscontrano che l'attività pronti contro termine si è progressivamente concentrata sulle scadenze a brevissimo termine e le garanzie di qualità più elevata. I tassi PcT sui titoli del Tesoro USA sono diminuiti rispetto a quelli degli *overnight index swap*, mentre sono aumentati gli analoghi tassi sui titoli di Stato dell'area dell'euro e del Regno Unito. Queste dinamiche divergenti riflettono, fra l'altro, la diversa entità delle turbative nei rispettivi mercati e la scarsità relativa dei titoli pubblici da fornire in garanzia.

### Prezzi delle materie prime e dinamiche inflattive

Negli anni recenti e fino a metà 2008 i prezzi delle materie prime sono fortemente aumentati, sospingendo verso l'alto l'inflazione a livello mondiale. Sulla scorta di un insieme di statistiche relative all'inflazione al consumo e alle componenti alimentari ed energetiche nelle principali economie avanzate ed emergenti, Stephen Cecchetti e Richhild Moessner della BRI esaminano alcuni aspetti dell'impatto esercitato dall'aumento di tali componenti sull'inflazione complessiva e le sue dinamiche. Gli autori mostrano che negli ultimi anni l'inflazione di fondo non ha avuto tendenza a convergere verso quella complessiva, a indicare che i rincari delle materie prime non hanno generalmente prodotto rilevanti effetti di secondo impatto sull'inflazione.



### **Stato di salute delle banche e credito ai mercati emergenti**

Nell'arco dell'ultimo decennio molti mercati emergenti hanno accresciuto la loro dipendenza dal credito bancario estero. L'attuale crisi finanziaria, tuttavia, potrebbe indurre le banche a riconsiderare le esposizioni assunte verso tali economie. In questo articolo, Patrick McGuire e Nikola Tarashev della BRI riscontrano la presenza di un chiaro nesso di lungo periodo fra gli indicatori dello stato di salute delle banche e la crescita del credito bancario estero ai mercati emergenti. Sulla scorta di un'analisi econometrica dei dati disponibili a partire dai primi anni novanta, gli autori mostrano che gli episodi di deterioramento dello stato di salute delle banche si associano a un calo della crescita del credito erogato ai mercati emergenti.

### **Mutui ipotecari: ricchezza negativa e caratteristiche contrattuali**

Un importante fattore di insolvenza del debitore ipotecario è la situazione di ricchezza negativa che si determina allorché l'ammontare in essere del prestito supera il valore di mercato dell'immobile sottostante. In questa monografia dedicata al ruolo delle caratteristiche contrattuali dei mutui, Luci Ellis della Reserve Bank of Australia esamina in quale misura la percentuale di famiglie in situazione di ricchezza negativa è influenzata da taluni aspetti del contratto di mutuo. L'autrice conclude che il recente forte aumento dei casi di morosità e di insolvenza ipotecaria negli Stati Uniti rispetto ad altri paesi è in parte ascrivibile al fatto che i mutui statunitensi presentano caratteristiche potenzialmente più atte ad accrescere l'incidenza delle situazioni di ricchezza negativa.