



Comunicato stampa

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

14 settembre 2009

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2009

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima presenta una panoramica degli sviluppi recenti 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 quattro articoli monografici sui seguenti argomenti: il futuro della cartolarizzazione, l'impiego di controparti centrali nella negoziazione degli strumenti derivati *over-the-counter*, il costo del capitale proprio per le banche internazionali dal 1990 al 2009, e infine la rilevanza sistemica degli intermediari finanziari.

Quadro generale degli sviluppi: cauto ottimismo per una ripresa graduale

Nonostante l'incertezza riguardo ai tempi della ripresa economica, gli investitori hanno conservato un atteggiamento di cauto ottimismo nel periodo tra fine maggio e gli inizi di settembre 2009. Le notizie macroeconomiche positive, unitamente agli annunci di utili vigorosi, hanno instillato negli operatori la speranza di una svolta. Di conseguenza, i corsi azionari sono saliti e gli spread creditizi si sono ristretti. Alcuni dati deludenti, tuttavia, hanno a tratti fatto dubitare gli investitori, provocando episodi di volatilità. Nei mercati obbligazionari, inoltre, gli investitori sono parsi generalmente meno convinti della possibilità di un rapido recupero dell'economia.

Il settore finanziario ha segnalato utili sorprendentemente vigorosi anche per il secondo trimestre. Sebbene permangano dubbi riguardo alla qualità e alla sostenibilità dei profitti bancari, la performance del settore è stata migliore di quella di altri comparti sia nei mercati creditizi che in quelli azionari. Gli spread applicati al debito bancario si sono marcatamente ridotti, avvicinandosi ai livelli prevalenti prima del fallimento di Lehman Brothers, mentre i prezzi delle azioni del settore finanziario hanno recuperato il 15-20%.

In genere, i mercati hanno dato nuovi segnali di normalizzazione: la tolleranza al rischio ha continuato ad aumentare leggermente e i premi al rischio sono diminuiti.



Nei mercati monetari interbancari i principali spread si sono ristretti, raggiungendo valori non più osservati dall'inizio del 2008, e in alcuni casi persino inferiori. Anche nei mercati creditizi si sono riscontrati miglioramenti, sebbene alcuni importanti segmenti abbiano continuato a fare affidamento sul sostegno delle banche centrali.

In tale contesto, i rendimenti dei titoli di Stato sono risultati volatili, in linea con il mutare delle percezioni di mercato riguardo sia alle prospettive economiche, sia all'evoluzione futura della politica monetaria. Col tempo gli investitori obbligazionari sono parsi sempre più dell'opinione che il peggio della contrazione economica fosse passato, ma che la ripresa sarebbe stata probabilmente graduale ed esposta a ricadute. Insieme al basso livello dell'inflazione attesa, ciò ha indotto un ridimensionamento delle aspettative di un imminente ritorno alla normalità delle politiche monetarie.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, ha attirato l'attenzione la forte crescita registrata in alcune parti dell'Asia. I timori sull'entità dell'espansione creditizia in Cina, tuttavia, hanno dato adito ad aspettative di un imminente inasprimento della politica monetaria e a una rivalutazione delle prospettive di crescita del paese. La conseguente brusca correzione dei mercati azionari cinesi in agosto ha depresso altre borse della regione e, a tratti, persino i mercati azionari principali.

Aspetti salienti delle statistiche BRI

Nel primo trimestre 2009, allorché le tensioni dei mercati finanziari hanno cominciato a venire meno, la contrazione dei bilanci delle banche internazionali è rallentata. Di riflesso al permanere di difficoltà di provvista, le posizioni interbancarie hanno registrato un nuovo calo, di \$812 miliardi, comparabile a quello del quarto trimestre 2008. La flessione del credito internazionale al settore non bancario, di \$258 miliardi, è stata tuttavia equivalente ad appena un quarto di quella del trimestre precedente. Le banche hanno inoltre ridimensionato il credito internazionale ai mercati emergenti, ma i prestiti erogati localmente dalle loro dipendenze in tali mercati sono rimasti stabili. Per gran parte dei principali sistemi bancari il credito locale in valuta locale risultava almeno pari alle attività internazionali.

Il protratto sostegno fornito dai governi ai mercati finanziari ha portato a un aumento delle emissioni di titoli di debito internazionali nel secondo trimestre 2009. I collocamenti netti sono cresciuti del 25%, a \$837 miliardi, pur rimanendo al di sotto dei livelli del secondo trimestre 2007. L'incremento è ascrivibile in gran parte alle obbligazioni e *note* emesse dalle istituzioni finanziarie, specie nell'area dell'euro, e dai mutuatari del settore pubblico. Per contro, la raccolta nei mercati monetari ha continuato a ristagnare.

Le contrattazioni di strumenti derivati nelle borse internazionali hanno segnato un recupero nel secondo trimestre, pur rimanendo ben al di sotto dei massimi toccati precedentemente. Il turnover totale in termini di valori nozionali è salito del 16%, a \$426 trilioni, principalmente per effetto dell'accresciuta attività in futures e opzioni sui tassi di interesse a breve termine. Il rialzo dei corsi azionari ha inoltre sostenuto gli scambi di derivati su indici azionari in termini di valori nozionali, sebbene il numero di contratti sia aumentato in misura soltanto lieve.



Monografie

Il futuro della cartolarizzazione: come allineare gli incentivi?

Ingo Fender (BRI) e Janet Mitchell (Banque nationale de Belgique) analizzano il recente crollo dei mercati internazionali della cartolarizzazione e presentano alcune misure potenzialmente in grado di rilanciare le emissioni. Gli autori notano che i provvedimenti finalizzati a eliminare l'eccesso di "legacy asset" stanno mettendo i primi successi, ma che per attrarre nuovi investitori occorreranno in definitiva modifiche nella struttura stessa del processo di cartolarizzazione. Fender e Mitchell passano in rassegna le iniziative che si stanno adottando in vari ambiti ed esaminano quindi i meccanismi atti ad allineare gli incentivi degli *originator* e degli investitori mediante la ritenzione da parte degli *originator* di una quota delle rispettive cartolarizzazioni. Gli autori concludono che l'applicazione di requisiti indifferenziati ed eccessivamente prescrittivi difficilmente permetterà di raggiungere i risultati sperati; essi propongono in alternativa di mantenere flessibili i requisiti in materia di ritenzione, assicurando allo stesso tempo che gli investitori siano al corrente di tutti i dettagli rilevanti al riguardo, sia al momento dell'emissione, sia durante la vita dell'operazione.

Le controparti centrali nella negoziazione dei derivati *over-the-counter*

La diffusione delle controparti centrali (CC) nella negoziazione dei derivati *over-the-counter* (OTC), notano Stephen G. Cecchetti, Jacob Gyntelberg e Marc Hollanders (BRI), è potenzialmente in grado di accrescere la capacità di tenuta dei mercati. Innanzitutto, la concentrazione delle posizioni in essere in capo a un numero limitato di CC dovrebbe ridurre il rischio di controparte, rendendo più sicuro l'intero sistema finanziario. Le CC possono inoltre contribuire al conseguimento di guadagni significativi in termini di efficienza operativa attraverso la standardizzazione della gestione del rischio e una migliorata gestione delle garanzie. Grazie ai dati tempestivamente forniti dalle CC aumenterebbe la trasparenza dei mercati. In aggiunta, ipotizzando una gestione altamente qualitativa del rischio, le CC accrescerebbero l'ammontare di garanzie e di capitale disponibile per assorbire eventuali perdite. Infine, le CC possono ridurre il contributo dei derivati alla prociclicità del sistema finanziario. Da sole, tuttavia, le CC non bastano a garantire che i mercati derivati OTC operino in maniera efficiente e si mantengano resilienti. È importante che all'introduzione delle CC vengano affiancati miglioramenti nell'infrastruttura di negoziazione e di regolamento, nonché nella regolamentazione patrimoniale.

Il costo del capitale proprio per le banche internazionali: applicazione del CAPM al periodo 1990-2009

Le stime di Michael King (BRI) indicano che il costo del capitale proprio al netto dell'inflazione per le banche di sei paesi è andato costantemente calando dal 1990 al 2005, per poi cominciare a salire nel 2006. Per il calcolo l'autore si avvale del modello monofattoriale Capital Asset Pricing Model (CAPM), in base al quale i rendimenti azionari attesi sono funzione dei tassi privi di rischio e di un premio al rischio specifico alle singole banche. Il calo riscontrato nel costo del capitale proprio è ascrivibile a: 1) la diminuzione dei tassi privi di rischio nel periodo in esame e 2) la ridotta sensibilità dei rendimenti delle azioni bancarie al rischio di mercato (ossia il calo del coefficiente beta del modello) in tutti i paesi, eccettuato il



Giappone. Le stime evidenziano forti disparità fra le banche, a sottolineare la difficoltà di stimare i rendimenti attesi mediante il CAPM.

La rilevanza sistemica degli intermediari finanziari

Gli strumenti prudenziali per la stabilità finanziaria vanno calibrati a livello di sistema, ma applicati ai singoli intermediari vigilati. Le autorità di regolamentazione necessitano pertanto di strumenti che consentano loro di ripartire il rischio sistemico fra i singoli intermediari che ne sono all'origine. In questa monografia, Nikola Tarashev, Claudio Borio e Kostas Tsatsaronis (BRI) propongono a tale scopo una metodologia generale e flessibile, basata sull'osservazione che la rilevanza sistemica di un intermediario cresce in misura più che proporzionale rispetto alle sue dimensioni. Tuttavia, presa singolarmente, nessuna delle determinanti della rilevanza sistemica di un intermediario (dimensioni, probabilità di insolvenza ed esposizione a fattori di rischio comuni) fornisce un quadro soddisfacente del contributo dell'intermediario stesso al rischio complessivo del sistema finanziario. Tali determinanti vanno al contrario considerate congiuntamente. Nell'ultima parte dell'articolo, sulla base di un campione di grandi intermediari con operatività internazionale, gli autori forniscono un esempio di applicazione pratica della metodologia.