



Comunicato stampa

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

7 dicembre 2009

Rassegna trimestrale BRI Dicembre 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 cinque articoli monografici sui seguenti argomenti: le prove di stress a livello di sistema e i loro limiti; il legame fra politica monetaria e assunzione di rischio da parte delle banche; il nesso fra le dimensioni del settore pubblico e la stabilità macroeconomica; gli insegnamenti tratti dai sistemi di accantonamento per perdite su crediti adottati in Asia dopo la crisi degli ultimi anni novanta; i fattori all'origine dell'apprezzamento del dollaro USA verso la fine del 2008.

Quadro generale degli sviluppi: mercati spronati dai tassi di interesse ancora ai minimi storici

Fra gli inizi di settembre e l'ultima parte di novembre un flusso costante di notizie macroeconomiche prevalentemente positive ha rassicurato i mercati, convincendoli di un cambiamento di rotta dell'economia mondiale. Ciò nonostante, il clima di fiducia degli investitori è rimasto fragile, come è emerso chiaramente verso la fine del periodo in rassegna, quando i prezzi delle attività rischiose sono bruscamente diminuiti di fronte al nervosismo suscitato dalla notizia che la società pubblica Dubai World aveva richiesto una dilazione di pagamento su parte del suo debito.

Pur aspettandosi un proseguimento della ripresa, a tratti gli operatori hanno mostrato preoccupazione circa i tempi e la configurazione che questa avrebbe assunto, a causa dell'incertezza riguardo alla tempistica e al ritmo di rimozione dello stimolo monetario e fiscale, nonché dei rischi che ciò avrebbe comportato per l'attività economica futura. Tale sentimento è stato alimentato anche dalla disomogeneità della ripresa nelle varie regioni del mondo, che si temeva potesse accrescere il rischio di accumulo di squilibri perniciosi, e quindi comportare ulteriori difficoltà per i responsabili delle politiche.



In tale contesto, gli andamenti dei mercati hanno continuato a essere determinati in misura significativa dalle politiche di stimolo effettive o attese, e in particolare dall'orientamento espansivo della politica monetaria. Gli investitori hanno scontato l'aspettativa che i tassi di interesse nelle principali economie avanzate sarebbero rimasti su livelli contenuti, e i prezzi delle attività rischiose hanno continuato a crescere. Le quotazioni azionarie sono in genere aumentate, specie nei mercati emergenti. Gli spread creditizi nel comparto *investment grade* non hanno subito variazioni di rilievo, mentre quelli sul debito di qualità inferiore si sono ulteriormente ristretti. Le attese di un periodo prolungato di bassi tassi ufficiali, insieme ai bassi premi al rischio, hanno contribuito a comprimere i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine. Alcuni osservatori hanno rilevato il rischio di un aumento futuro dell'inflazione, ma gli indicatori ricavati sia dal mercato sia dalle indagini continuavano a segnalare che le aspettative di inflazione nelle principali economie avanzate rimanevano ben ancorate.

I bassi tassi di interesse nelle economie avanzate e la ripresa precoce e relativamente vigorosa di varie economie emergenti hanno continuato ad alimentare un afflusso significativo di capitali verso i mercati emergenti, specie nella regione Asia-Pacifico. Benché di difficile quantificazione, uno sviluppo collegato è stato l'aumento delle operazioni di *carry trade* finanziate in dollari USA e in altre valute a basso rendimento. Esso ha dato luogo in varie economie emergenti a un rapido aumento dei corsi delle attività e a un apprezzamento valutario considerevole nei confronti della moneta statunitense.

Aspetti salienti delle statistiche BRI

I bilanci delle banche internazionali hanno continuato a contrarsi durante il *secondo trimestre 2009*, sebbene a un ritmo molto più blando che nei sei mesi precedenti. Il calo delle attività internazionali lorde totali delle banche dichiaranti alla BRI, pari a \$477 miliardi, è stato considerevolmente inferiore a quelli dei due trimestri precedenti, pur risultando il quarto in ordine di grandezza nell'arco dell'ultimo decennio. Il ridimensionamento dei bilanci bancari è interamente ascrivibile alla flessione degli impieghi interbancari, scesi di \$481 miliardi, mentre le attività verso soggetti non bancari hanno registrato un lieve aumento (di \$4 miliardi). Le attività transfrontaliere nei confronti di mutuatari dei mercati emergenti hanno inoltre mostrato segni di stabilizzazione. Le posizioni locali in valuta locale sono invece lievemente calate in molti paesi per la prima volta dall'inizio della crisi.

Nella *prima metà del 2009* i valori nozionali dell'insieme dei contratti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) hanno segnato una certa ripresa, portandosi a fine giugno a \$605 trilioni, in rialzo del 10% rispetto a sei mesi prima. Per contro, rispetto al picco di fine 2008 le posizioni creditorie lorde sono diminuite del 18%, a \$3,7 trilioni. Tali posizioni tengono conto degli accordi bilaterali di compensazione, ma non delle garanzie collaterali, e costituiscono pertanto una misura delle esposizioni reciproche. L'aumento dei valori nozionali in essere è imputabile in larga misura al comparto dei prodotti su tassi di interesse. Nel segmento dei CDS, invece, è proseguita la tendenza in atto dalla prima metà del 2008, e a fine giugno 2009 i valori nozionali dei contratti in essere risultavano calati a \$36 trilioni.

L'attività nelle borse internazionali dei derivati si è stabilizzata *nel terzo trimestre 2009* su livelli prossimi al 60% di quelli pre-crisi. Il turnover complessivo in termini



di valori nozionali è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente, a \$425 trilioni.

L'andamento del mercato primario dei titoli di debito internazionali nel *terzo trimestre 2009* ha risentito di fattori stagionali. Le emissioni nette si sono pressoché dimezzate, a \$475 miliardi, il livello più basso dal terzo trimestre 2008. A seconda della metodologia adottata, i dati destagionalizzati risultavano stabili su valori elevati o leggermente cresciuti. Il calo dell'attività è riconducibile soprattutto ai minori collocamenti netti dei mutuatari residenti nelle economie sviluppate (-45%), che rappresentano la principale categoria di mutuatari in termini di volume della raccolta. I prenditori delle economie emergenti hanno approfittato delle migliorate condizioni di finanziamento per collocare \$34 miliardi di emissioni internazionali, un volume superiore del 52% a quello del secondo trimestre, e ben più elevato della media trimestrale per il 2006 e gli inizi del 2007, prima dello scoppio della crisi.

Monografie

Le prove di stress a livello di sistema e le crisi: quali gli insegnamenti?

Prima dello scoppio della recente crisi pressoché nessuna prova di stress a livello di sistema aveva rilevato la presenza di vulnerabilità significative. Rodrigo Alfaro (Banco Central de Chile) e Mathias Drehmann (BRI) esaminano i motivi di questa scarsa capacità previsiva ponendo a confronto, per un ampio numero di crisi bancarie, i risultati di semplici prove di stress e gli eventi effettivamente verificatisi. La ricerca mette in luce che per molte crisi passate le ipotesi strutturali alla base dei modelli utilizzati nelle prove di stress non rispecchiano correttamente l'evoluzione del prodotto. Inoltre, a meno che le condizioni macroeconomiche risultino già deteriorate prima dello scoppio della crisi, nella stragrande maggioranza dei casi gli scenari utilizzati basati sui dati storici non sono sufficientemente severi. Infine, gli autori sottolineano che i modelli impiegati non risultano affidabili, dal momento che in tempi di crisi i nessi statistici tendono a perdere validità. Questi risultati presentano importanti implicazioni per la progettazione e la conduzione delle prove di stress in futuro.

La politica monetaria e il canale dell'assunzione di rischio

In questo lavoro Leonardo Gambacorta (BRI) sostiene che un contesto di bassi tassi di interesse può incoraggiare le banche ad assumere un rischio maggiore. L'autore fa rilevare come la politica monetaria sia in grado di influire sulla percezione e l'atteggiamento delle banche nei confronti del rischio in almeno due modi: 1) tramite un processo di ricerca di rendimenti più alti, specie laddove esistano obiettivi fissati in termini nominali, e 2) mediante l'impatto esercitato dai tassi di interesse sulle valutazioni, i redditi e i flussi di cassa, che può a sua volta modificare il modo in cui le banche misurano e valutano il rischio. Con riferimento a un ampio campione di intermediari creditizi quotati in borsa, Gambacorta indica che un periodo prolungato di bassi tassi di interesse induce un aumento dell'assunzione di rischio da parte delle banche.



Dimensioni del settore pubblico e stabilità macroeconomica

M.S. Mohanty e Fabrizio Zampolli (entrambi della BRI) analizzano il ruolo che le dimensioni del settore pubblico potrebbero avere nello stabilizzare l'economia. Essi riscontrano che nelle economie dell'OCSE una dimensione maggiore dell'operatore pubblico, misurata dal rapporto fra spesa pubblica e PIL, si era associata a partire dal 1970 a una modesta flessione della volatilità del prodotto, ma tale legame, già tenue, sembra essersi ulteriormente indebolito a partire dalla metà degli anni ottanta. Al contrario, la volatilità del prodotto è influenzata da fattori quali l'apertura al commercio con l'estero e l'esposizione a shock delle ragioni di scambio, nonché dalla volatilità dell'inflazione. È degno di nota che questi stessi fattori contribuiscono a spiegare la diversa gravità della recessione.

Criticità e sviluppi nelle prassi di accantonamento per perdite su crediti: il caso dell'Asia

All'indomani della crisi finanziaria asiatica degli ultimi anni novanta molte giurisdizioni del continente hanno provveduto a rafforzare i sistemi di accantonamento per perdite su crediti, anche mediante l'adozione di misure discrezionali. In questa monografia, Sarawan Angklomkiew (Bank of Thailand), Jason George e Frank Packer (BRI) esaminano le varie modifiche apportate dalle autorità asiatiche ai rispettivi sistemi di accantonamento e la loro efficacia nel rafforzare i sistemi bancari della regione.

L'apprezzamento del dollaro nel 2008: "approdo sicuro", *carry trade*, carenza di dollari e *overhedging*

Molti osservatori si sono mostrati sorpresi di fronte all'apprezzamento segnato dal dollaro USA verso la fine del 2008, il maggiore dall'inizio del sistema di libera fluttuazione dei cambi nel 1973. Robert McCauley e Patrick McGuire (BRI) sostengono in questo lavoro che tale apprezzamento è il frutto di una combinazione di fattori. La moneta statunitense ha beneficiato in primo luogo della "fuga verso la sicurezza" offerta dai titoli del Tesoro USA e, secondariamente, della liquidazione delle posizioni di *carry trade*. Inoltre, la carenza di dollari nel sistema bancario internazionale ha sospinto verso l'alto i tassi di interesse in dollari nei mercati privati, sostenendo la valuta americana. Infine, la svalutazione di attività in dollari ha provocato una situazione di *overhedging* nei portafogli delle banche europee e degli investitori istituzionali al di fuori degli Stati Uniti; le operazioni di aggiustamento delle posizioni messe in atto da questi operatori potrebbero anch'esse aver alimentato l'ascesa del dollaro.