



Comunicato stampa

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

3 settembre 2007

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2007

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima presenta una panoramica degli ultimi sviluppi nei mercati finanziari e analizza quindi in maggior dettaglio gli aspetti salienti emersi dalle più recenti statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. La seconda parte si compone di cinque articoli monografici concernenti le evidenze statistiche dell'attività di *carry trade*, il mercato dei *covered bond*, l'integrazione finanziaria globale e regionale dei mercati emergenti, la cartolarizzazione in America latina e la ristrutturazione dei bilanci societari in Asia.

Quadro generale degli sviluppi: il disimpegno degli investitori dai mercati del credito provoca una contrazione della liquidità

I timori per le esposizioni ai prestiti ipotecari statunitensi hanno gravemente perturbato i mercati finanziari mondiali nel periodo da fine maggio agli ultimi di agosto 2007¹, quando le perdite sempre più rilevanti su prodotti collegati ai mutui si sono propagate ai mercati di altre attività rischiose. Al diffondersi dell'incertezza sull'entità e la distribuzione delle perdite all'interno del sistema finanziario, gli investitori sono corsi ai ripari e la domanda di liquidità ha subito un'impennata. Ciò ha provocato un'accentuata stretta creditizia nei principali mercati finanziari, inducendo le banche centrali di tutto il mondo a effettuare cospicue iniezioni di liquidità.

Sospinti dal calo di fiducia riguardo alla valutazione degli strumenti collegati a mutui e dei prodotti strutturati, i differenziali di rendimento sono fortemente aumentati per tutte le tipologie creditizie, coinvolgendo in misura sempre maggiore i prodotti con rating più elevato e le attività di altra natura. Il prezzo del rischio di credito, una misura della propensione degli investitori ad assumere esposizioni al mercato creditizio, ha segnato un balzo, a indicare che un'ampia parte della

¹ Il Quadro generale degli sviluppi copre il periodo fino al 24 agosto 2007 compreso.



rivalutazione in atto era dovuta al mutato atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio.

I rendimenti delle obbligazioni di Stato hanno subito un drastico calo allorché gli investitori si sono disfatti delle attività rischiose, puntando sulla relativa sicurezza offerta dai titoli pubblici. Le pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari paiono aver rispecchiato anche una riconsiderazione dei rischi per le prospettive di crescita alla luce del deterioramento del mercato immobiliare USA, nonché l'intensificarsi dei timori di una stretta creditizia sulla scia delle turbolenze nei mercati del credito. Oltre all'impatto esercitato sui rendimenti obbligazionari, l'effetto combinato prodotto dalla fuga verso approdi sicuri e dalla crescente domanda di liquidità si è manifestato in un sensibile calo dei tassi sui buoni del Tesoro, intervenuto in concomitanza con un considerevole incremento di quelli interbancari del mercato monetario.

Sotto il peso delle crescenti perdite dovute alla rivalutazione del rischio di credito, i mercati azionari sono stati investiti da un'ondata di vendite, che ha colpito in particolare i titoli collegati al mercato immobiliare e al settore finanziario. In linea con il considerevole calo della propensione al rischio, le stime della tolleranza al rischio implicite nei mercati azionari sono crollate. I mercati dei cambi hanno parimenti registrato un forte aumento della volatilità, dovuta alla rapida liquidazione delle operazioni di *carry trade*. I titoli azionari e obbligazionari dei mercati emergenti, nondimeno, hanno dato prova di discreta tenuta durante gran parte del periodo, grazie a condizioni economiche sostanzialmente favorevoli.

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale

Le più recenti statistiche BRI sugli scambi di strumenti derivati presso i mercati organizzati nel *secondo trimestre 2007* (antecedenti l'ultimo episodio di turbolenze di mercato) indicano che il turnover aggregato dei contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è aumentato solo marginalmente rispetto al primo trimestre. Benché l'incremento delle quotazioni abbia accresciuto il valore degli scambi di prodotti su indici azionari, ciò è appena bastato a compensare il calo, seppur lieve, dell'attività nel ben più ampio comparto dei derivati su tassi di interesse. Il modesto aumento degli scambi di contratti su valute non rende conto della forte progressione che ha interessato i segmenti del real brasiliano (34%) e del dollaro canadese (26%).

Nei mercati internazionali dei titoli di debito l'attività di emissione ha segnato un notevole incremento nel *secondo trimestre 2007*, alimentato dai maggiori collocamenti di titoli denominati in dollari e in yen. Quasi la metà delle emissioni nette mondiali del periodo è attribuibile alle istituzioni finanziarie non bancarie private. L'attività su base netta è risultata sostenuta nelle economie emergenti di America latina, Asia ed Europa; tuttavia, in linea con la tendenza di lungo periodo verso una riduzione della quota relativa del debito pubblico in tali economie, la raccolta dei soggetti sovrani è rimasta contenuta. In tutti i mercati emergenti si è osservata un'espansione delle emissioni nelle valute diverse da dollaro USA, euro, sterlina e yen.

Nel mercato bancario internazionale le attività transfrontaliere totali sono cresciute di \$2,2 trilioni nel *primo trimestre 2007*, portando il tasso annuo di crescita a oltre il 20% per la prima volta dal 1987. I flussi *netti* intermediati dal sistema bancario internazionale hanno raggiunto volumi straordinari: il trasferimento netto più ingente del trimestre, effettuato dai residenti del Regno Unito verso quelli statunitensi, è stato in ampia misura compensato per gli Stati Uniti da deflussi netti



in direzione dei centri offshore dei Caraibi, della Svizzera e dell'area dell'euro. Per la prima volta in quattro anni, i mercati emergenti sono stati destinatari di rilevanti afflussi netti.

Il forte aumento delle attività nel *primo trimestre 2007* emerge anche dalle statistiche bancarie consolidate della BRI, che rilevano l'attività bancaria internazionale dal punto di vista dei creditori. In base al rischio ultimo, gli impieghi totali sull'estero delle banche dichiaranti hanno raggiunto \$25 trilioni nel primo trimestre, rispetto ai \$17 trilioni di due anni prima. Unitamente ai maggiori crediti, le banche hanno continuato a fornire garanzie e impegni ai mutuatari dell'Europa emergente; per contro, la loro esposizione relativa verso l'America latina è calata ulteriormente.

Saggi monografici

Evidenze statistiche dell'attività di *carry trade*

I mercati dedicano sempre maggiore attenzione alle operazioni di *carry trade* su valute quale determinante dell'andamento dei tassi di cambio e alla possibilità che una loro improvvisa liquidazione influisca negativamente sulla stabilità finanziaria. Tuttavia, l'individuazione delle operazioni di *carry trade* all'interno dei dati pubblicamente disponibili si è rivelata difficile. Dopo aver esaminato la base di investitori e le strategie di negoziazione utilizzate in tali operazioni, Gabriele Galati, Alexandra Heath e Patrick McGuire della BRI passano in rassegna varie fonti statistiche al fine di valutare l'entità delle posizioni di *carry trade*. In base all'analisi delle statistiche bancarie internazionali della BRI e dei dati sul turnover nei mercati dei derivati e dei cambi, gli autori giungono alla conclusione che l'aumento dei *carry trade* finanziati in yen e franchi svizzeri ha probabilmente contribuito all'espansione dell'attività bancaria internazionale in queste monete. Inoltre, l'andamento del turnover per le monete sia di finanziamento sia di investimento appare sostanzialmente correlato con gli indicatori dell'attrattiva di queste operazioni.

Il mercato dei *covered bond*

Nell'ultimo decennio i *covered bond*, titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie e garantiti da appositi portafogli di crediti, sono divenuti una delle principali classi di attività del mercato obbligazionario europeo. Rifacendosi alle statistiche BRI sui titoli di debito internazionali e ad altre fonti di dati, Frank Packer, Ryan Stever e Christian Upper della BRI esaminano la recente evoluzione del mercato dei *covered bond* e il *pricing* di tali strumenti. Essi riscontrano alcune differenze di prezzo a seconda della nazionalità dell'emittente, che appaiono tuttavia solo debolmente correlate con le differenze esistenti fra i rispettivi assetti regolamentari. Al tempo stesso, sulla scorta di studi di evento realizzati su alcuni casi specifici, gli autori rilevano che i prezzi dei *covered bond* sono alquanto resistenti a shock relativi sia al merito di credito dell'emittente sia al valore dei portafogli di attività costituite in garanzia.



Integrazione finanziaria mondiale e regionale: stato di avanzamento nei mercati emergenti

Negli ultimi anni i sistemi finanziari delle economie emergenti si sono sempre più integrati con i mercati finanziari mondiali, nonché con altri mercati all'interno delle singole regioni. Alicia García-Herrero e Philip Wooldridge della BRI considerano vari indicatori dell'integrazione finanziaria e i progressi compiuti in questo ambito dai mercati emergenti, in un'ottica sia mondiale sia regionale. Gli autori rilevano che i nuovi paesi membri dell'Unione europea hanno conseguito livelli elevati di integrazione regionale in virtù dei loro stretti legami con i principali centri finanziari della UE, ma presentano un'integrazione relativamente modesta con i mercati esterni alla regione. Per quanto concerne l'America latina, benché la portata geografica dell'integrazione sia maggiore, il suo stato di avanzamento a livello regionale è più arretrato di quello dei nuovi membri della UE. L'Asia si colloca in una posizione intermedia, avendo legami geografici più estesi rispetto ai nuovi Stati membri della UE e un'integrazione regionale più sviluppata che in America latina. Gli autori concludono che l'integrazione finanziaria regionale dovrebbe essere considerata un processo complementare, più che sostitutivo dell'integrazione mondiale.

La cartolarizzazione in America latina

La cartolarizzazione permette di trasformare attività solitamente illiquide e rischiose in strumenti più liquidi e sicuri. In un'analisi dello sviluppo di questo mercato in America latina, Michela Scatigna e Camilo Tovar della BRI documentano la rapida crescita della cartolarizzazione negli ultimi cinque anni, specie in Brasile e Messico. Tuttavia, la dimensione mediamente modesta delle emissioni e la scarsa liquidità del mercato secondario indicano che il mercato latinoamericano sta ancora muovendo i primi passi. In considerazione dei vantaggi che può comportare, sarebbe auspicabile che questa tecnica di finanziamento venisse ulteriormente incoraggiata all'interno della regione, prestando al tempo stesso particolare attenzione ai rischi connessi, quali la difficoltà di valutare il rischio di credito di prodotti strutturati complessi.

La ristrutturazione dei bilanci societari in Asia: implicazioni per la stabilità finanziaria

La fragilità finanziaria delle imprese alla vigilia della crisi asiatica aveva acuitizzato le vulnerabilità. In base ai dati storici tratti dai documenti contabili delle società quotate dell'Asia emergente, Michael Pomerleano della BRI mostra come dopo la crisi molti paesi della regione abbiano intrapreso un'opera significativa di ristrutturazione dei bilanci societari, con un recupero in alcuni casi particolarmente rapido. I miglioramenti ottenuti appaiono in parte collegati ai progressi compiuti nell'adozione di standard e codici internazionali in materia di solidità del sistema finanziario. L'autore conclude che, sebbene tali miglioramenti siano di buon auspicio per la stabilità finanziaria, sono essenziali ulteriori interventi per consolidare le prassi finanziarie delle imprese, i sistemi bancari e l'infrastruttura finanziaria, al fine di assicurare che eventuali aumenti del grado di leva poggino su basi più salde.