



Comunicato stampa

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

1° settembre 2008

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2008

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 successivamente 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 premio per il rischio di inflazione nella struttura per scadenze dei tassi di interesse, lo sviluppo dei mercati monetari in Asia, il rischio di regolamento delle operazioni in cambi e infine le determinanti dei rendimenti degli indici ABX, i quali rappresentano un importante barometro delle condizioni nei mercati dei mutui ipotecari *subprime*.

Correzione dei mercati di fronte al rallentamento ciclico¹

Nel periodo da fine maggio agli ultimi giorni di agosto 2008 ha avuto luogo una correzione nei mercati finanziari mondiali indotta dai crescenti indizi di un diffuso deterioramento ciclico. A fronte del permanere di segnali di fragilità in tali mercati, hanno assunto maggiore preminenza le preoccupazioni per le prospettive economiche e le connesse incertezze, andando a incidere sulle valutazioni di varie categorie di attività.

I mercati creditizi sono stati interessati da rinnovate pressioni e gli spread si sono ampliati riflettendo le implicazioni della correzione ciclica in atto per le aspettative di perdita e per i bilanci delle società del settore finanziario. Ciò è avvenuto malgrado l'arretramento dei prezzi del petrolio e delle materie prime, l'intervento dell'amministrazione americana a sostegno del mercato immobiliare nazionale e le nuove misure di ricapitalizzazione adottate dalle banche e da altre società finanziarie. Preoccupazioni analoghe hanno inciso sui mercati azionari, dove le valutazioni sono state riviste alla luce dei deludenti dati sugli utili, compresi quelli

¹ Il "Quadro generale degli sviluppi" copre per l'esattezza il periodo da fine maggio al 22 agosto 2008.



del settore finanziario e di altri settori ciclici. In tale contesto, hanno continuato a permanere tensioni nei mercati monetari interbancari, che hanno indotto le banche centrali a prendere ulteriori provvedimenti per accrescere l'efficacia dei rispettivi meccanismi di offerta di liquidità.

Di fronte al mutamento delle aspettative di mercato circa il livello dei prezzi e la politica monetaria nel contesto delle variazioni dei corsi del greggio e delle materie prime, i rendimenti dei titoli del Tesoro si sono mossi incorporando le prospettive di una minore crescita nel breve periodo e la possibilità di una maggiore inflazione sugli orizzonti più lunghi. I timori per le pressioni inflazionistiche e per il deterioramento delle posizioni finanziarie sull'estero hanno gravato anche sulle attività dei mercati emergenti, che in seguito sono parse tuttavia beneficiare temporaneamente del calo dei prezzi del petrolio e delle materie prime. Con lo spostamento più netto dell'attenzione verso le peggiori condizioni macroeconomiche, infatti, le quotazioni azionarie sono scese e gli spread dei mercati emergenti si sono ampliati, seppur in misura diversa a seconda dei paesi e delle regioni.

Aspetti salienti dell'attività nei mercati bancari e finanziari internazionali

Nei mercati internazionali dei titoli di debito la raccolta ha segnato una decisa ripresa nel *secondo trimestre 2008*, nonostante il protrarsi delle turbolenze nei mercati finanziari. Le emissioni nette di obbligazioni e *note* sono aumentate a \$1 071 miliardi, in notevole rialzo rispetto ai \$371 miliardi del primo trimestre, riportandosi in prossimità del livello registrato appena prima dello scoppio della turbolenza (secondo trimestre 2007). L'incremento è principalmente riconducibile al segmento delle obbligazioni denominate in euro, dove i collocamenti netti (\$464 miliardi) sono più che quadruplicati rispetto al trimestre precedente. Le emissioni di titoli assistiti da garanzia ipotecaria hanno evidenziato un aumento pronunciato, specie nel Regno Unito, dopo che la Bank of England ha annunciato in aprile la creazione dello Special Liquidity Scheme che consente alle banche del paese di scambiare attività illiquide come i *mortgage-backed securities* contro buoni del Tesoro britannico.

Gli scambi di derivati sulle borse internazionali si sono ridotti nel *secondo trimestre 2008*. Il turnover totale in termini di importi nozionali è sceso dal picco di \$692 trilioni del trimestre precedente, collocandosi a \$600 trilioni. La contrazione è in gran parte ascrivibile ai derivati su tassi di interesse a breve termine, ma anche quelli su tassi a lunga e su indici azionari hanno subito una flessione. Per contro, nel comparto dei prodotti su tassi di cambio le contrattazioni sono state intense, segnando un rialzo rispetto al primo trimestre e un tasso di crescita considerevole (44%) sull'anno precedente. Il turnover dei derivati su materie prime, misurato soltanto in termini di numero di contratti, è calato, pur continuando a registrare una crescita piuttosto elevata (37%) sul corrispondente trimestre del 2007.

La crescita delle attività bancarie internazionali ha continuato a diminuire nel *primo trimestre 2008*. Gli impieghi internazionali lordi delle banche dichiaranti alla BRI verso mutuatari non bancari hanno registrato un aumento di \$365 miliardi, il più esiguo dal 2003 per il primo trimestre. Sono proseguiti i trasferimenti netti di fondi dagli Stati Uniti, una tendenza osservabile dallo scoppio della turbolenza finanziaria a metà 2007. Per quanto riguarda le attività verso soggetti non bancari, vi è stata un'espansione dei prestiti, ma gli impieghi sotto forma di *titoli* di debito hanno subito una flessione significativa (di \$98 miliardi), il primo calo trimestrale da inizio 2001. Al contempo, il totale delle passività bancarie sotto forma di



depositi presso le autorità monetarie ufficiali è sensibilmente diminuito, con una contrazione di \$38 miliardi, a \$1,44 trilioni, in parte per effetto delle variazioni delle riserve valutarie ufficiali collocate presso banche commerciali all'estero.

Saggi monografici

Il premio per il rischio di inflazione nella struttura per scadenze dei tassi di interesse

Sempre più spesso i tassi di inflazione di pareggio ricavati dai titoli indicizzati all'inflazione sono utilizzati quali indicatori delle aspettative sull'evoluzione dei prezzi. Tuttavia, poiché tali tassi riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi che compensano gli investitori per il rischio di inflazione, risulta importante identificare e quantificare tali premi. Avvalendosi di un modello dinamico della struttura per scadenze basato su un quadro macroeconomico strutturale esplicito, Peter Hördahl della BRI stima i premi per il rischio di inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. L'autore rileva che nell'ultimo decennio tali premi hanno assunto valori piuttosto contenuti ma positivi e, rispetto alle scadenze, hanno mostrato un profilo ascendente nell'area dell'euro e più piatto negli Stati Uniti. Le stime indicano inoltre che i premi al rischio tendono a variare nel tempo, principalmente in risposta alle oscillazioni della crescita economica e dell'inflazione.

Lo sviluppo dei mercati monetari in Asia

Nell'ultimo decennio i mercati monetari in Asia sono significativamente migliorati in termini di spessore e ampiezza, ma in molti casi restano segmentati e contraddistinti da un basso grado di integrazione transfrontaliera. In questa rassegna della loro evoluzione, Mico Loretan e Philip Wooldridge della BRI constatano che in occasione della recente turbolenza finanziaria il sottosviluppo dei mercati monetari in Asia ha agito in favore della regione, isolandola di fatto dagli shock che hanno messo in difficoltà i mercati monetari più sviluppati. Nondimeno, per le autorità e gli operatori di mercato in Asia l'episodio di turbolenza rappresenta un'occasione per trarre insegnamento dalle esperienze di altre aree e proseguire nel cammino verso la piena realizzazione dei vantaggi offerti da mercati monetari ben funzionanti.

L'attenuazione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi

Sono stati compiuti molti progressi nella riduzione del rischio di regolamento delle operazioni in cambi, in particolare con la creazione, nel 2002, di CLS Bank, un'istituzione di regolamento specializzata. In questo articolo Robert Lindley della BRI analizza i risultati dell'indagine condotta nel 2006 da 27 banche centrali per conto del Comitato per i sistemi di pagamento e di regolamento (CSPR). Le esposizioni al rischio di regolamento delle operazioni in cambi continuano talvolta a essere assai ingenti e non vengono sempre gestite adeguatamente. Secondo l'autore, è particolarmente importante che le autorità di regolamentazione prudenziale promuovano un'efficace gestione del rischio da parte degli operatori di mercato.



Gli indici ABX e il *pricing* del rischio relativo ai mutui *subprime*

Gli indici ABX, basati su derivati creditizi riferiti a titoli assistiti da mutui ipotecari, sono divenuti un importante barometro per valutare le condizioni del mercato dei mutui *subprime* durante la recente crisi finanziaria. Dopo una breve rassegna degli indici ABX e del loro funzionamento, Ingo Fender della BRI e Martin Scheicher della BCE effettuano un'analisi di regressione per esaminare la relazione che intercorre fra i rendimenti osservati degli indici e variabili *proxy* per il rischio di insolvenza, i tassi di interesse, la liquidità del mercato e la propensione al rischio. Gli autori giungono alla conclusione che la decrescente propensione al rischio e le maggiori preoccupazioni riguardo all'illiquidità del mercato hanno fornito un contributo considerevole al crollo dei prezzi degli ABX a partire dall'estate 2007.