



## Comunicato stampa

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

2 marzo 2009

---

### Rassegna trimestrale BRI Marzo 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 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: la valutazione del rischio di crisi bancarie, la carenza di dollari USA nel sistema bancario internazionale, i fondi del mercato monetario in dollari e le banche non statunitensi e infine le modalità di esecuzione delle operazioni nei mercati dei cambi.

#### **Gli investitori ponderano la gravità e la durata del rallentamento mondiale**

Le incertezze riguardo alla gravità e alla durata della contrazione economica hanno continuato a perturbare i mercati finanziari nel periodo da fine novembre 2008 al 20 febbraio 2009. I mercati creditizi hanno in genere seguito a risentire delle pressioni risultanti dalla debolezza dei dati economici e degli annunci sugli utili, e dalle conseguenti aspettative di un aumento delle insolvenze, come evidenziato in particolare dal rinnovato ampliamento degli spread sugli emittenti con merito di credito inferiore. Il deterioramento congiunturale è stato altresì all'origine del declino dei corsi azionari, specie in Giappone.

Nel contempo, si sono avvertiti i primi effetti delle misure intraprese dalle autorità per stabilizzare i mercati. Nei mercati monetari, l'azione delle banche centrali e le garanzie accordate dai governi hanno contribuito a riportare la calma nel comparto interbancario, e gli spread fra il Libor e gli *overnight index swap* hanno continuato a restringersi gradualmente. I programmi di acquisto definitivo di titoli assistiti da ipoteca emessi da agenzie federali e di altri titoli garantiti da attività hanno concorso all'emergere di segnali di normalizzazione nei mercati ipotecari, mentre le garanzie alle emissioni del settore finanziario e gli schemi di finanziamento allestiti dai governi hanno impresso slancio ai mercati primari dei titoli di debito, dove in gennaio l'attività è balzata a livelli record.



D'altra parte, le misure predisposte dalle autorità per sostenere le passività delle banche non sono state generalmente considerate positive per le azioni finanziarie, e i timori concernenti il settore finanziario hanno continuato a trainare verso il basso i mercati azionari statunitensi ed europei nel loro complesso. Vari fattori di rischio, fra cui la mancanza di informazioni dettagliate riguardo a importanti pacchetti di sostegno, hanno contribuito a portare la volatilità implicita su livelli elevati e gli indici prezzo-utili su valori estremamente bassi rispetto agli standard degli ultimi vent'anni.

Le incertezze circa la gravità della crisi finanziaria e del rallentamento economico hanno esercitato nuove pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato, il cui calo è stato tuttavia contenuto dalle crescenti preoccupazioni per l'aumento delle emissioni. Nel contempo, in più segmenti del mercato obbligazionario hanno continuato a evidenziarsi chiari segnali di un influsso di fattori diversi dalle aspettative circa i fondamentali economici e l'azione delle autorità.

Benché i mercati emergenti non presentassero in genere esposizioni dirette di rilievo alle attività dissestate che stavano mettendo in seria difficoltà le maggiori economie industriali e fossero riusciti a superare abbastanza bene la fase più acuta della crisi finanziaria nell'autunno 2008, essi sono risultati molto meno immuni all'aggravarsi della recessione intervenuta nei paesi industriali avanzati. Il crollo delle esportazioni e della crescita del PIL ha posto in chiara evidenza la gravità e la sincronia del rallentamento economico mondiale, che ha trovato riflesso in un calo dei prezzi delle attività, in particolare nell'Europa emergente.

### **Aspetti salienti delle statistiche BRI**

In base alle più recenti statistiche BRI, nel *terzo trimestre 2008* l'attività sul mercato bancario internazionale ha continuato a rispecchiare le tensioni sui bilanci degli istituti di credito. Di fatto, gli impieghi internazionali lordi totali delle banche dichiaranti sono cresciuti di \$248 miliardi, a \$37,5 trilioni, trainati in larga misura da una maggiore attività intragruppo. Il credito alle banche non collegate è tuttavia calato, di riflesso alle gravi turbative causate dal fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre. Di fronte al blocco di fatto dei mercati interbancari a fine settembre, le banche hanno cercato di soddisfare le loro esigenze di finanziamento in dollari altrove: le passività nei confronti delle autorità monetarie ufficiali sono fortemente cresciute, in parte per l'utilizzo delle linee di swap allestite dalle banche centrali. Gli istituti dichiaranti hanno inoltre ridotto l'attività creditizia a favore dei mercati emergenti.

Nel mercato internazionale dei titoli di debito la raccolta ha segnato una ripresa nel *quarto trimestre 2008*, con l'attenuarsi delle turbolenze finanziarie. I collocamenti netti di obbligazioni e *note* internazionali sono aumentati a \$624,3 miliardi, in notevole rialzo rispetto ai \$253,3 miliardi del trimestre precedente. Il maggiore incremento è stato registrato dalle emissioni delle istituzioni finanziarie, che hanno beneficiato dei programmi di garanzia predisposti dai governi in Europa e negli Stati Uniti per favorire le emissioni bancarie. Ancor più degno di nota è stato il cospicuo aumento dei collocamenti di obbligazioni garantite da ipoteca nel Regno Unito e in Belgio, Germania, Italia e Spagna, che ha coinciso con l'introduzione di misure sponsorizzate dai governi, quali programmi di acquisto delle attività e linee di swap.

Le ultime statistiche BRI indicano che le contrattazioni di strumenti derivati sulle borse internazionali hanno continuato a calare nel *quarto trimestre 2008*, toccando i livelli più bassi da oltre due anni. La contrazione dell'attività ha interessato tanto il



comparto dei tassi di interesse, quanto quelli degli indici azionari e dei tassi di cambio. In termini di importi nozionali il turnover totale è sceso a \$408 trilioni, dai \$543 trilioni del trimestre precedente. La flessione degli scambi è attribuibile al concorso di vari fattori, ossia la sensibile riduzione della propensione al rischio, le aspettative di tassi di interesse bassi e stabili nei principali mercati e la ridotta attività degli hedge fund.

## Monografie

### **Valutazione del rischio di crisi bancarie (rivisitazione)**

Storicamente i periodi di aumenti insolitamente pronunciati del credito e dei prezzi delle attività hanno in genere preceduto lo scoppio di crisi bancarie. Basandosi su tale relazione, sarebbe stato possibile prevedere la crisi attuale? Claudio Borio e Mathias Drehmann della BRI cercano di rispondere a questo interrogativo analizzando l'andamento fuori campione degli indicatori anticipatori di tensioni nel sistema bancario già elaborati in precedenti lavori e qui ampliati in modo da tenere esplicitamente conto dei prezzi dei beni immobili. Gli autori riscontrano che tali indicatori sono abbastanza efficaci nel fornire un segnale premonitore di tensioni nel caso di vari sistemi bancari oggi in difficoltà, compreso quello statunitense. Essi considerano altresì le complicazioni che comporta la calibrazione di tali indicatori in funzione delle esposizioni transfrontaliere, che tanta rilevanza hanno avuto nell'attuale episodio.

### **La carenza di dollari USA nel sistema bancario mondiale**

Per comprendere la crisi finanziaria mondiale e le tensioni che ha provocato per i bilanci bancari occorre avere un'idea delle posizioni attive internazionali delle banche e del modo in cui tali posizioni erano finanziate in termini di valuta e controparti. In questo saggio monografico Patrick McGuire e Goetz von Peter della BRI si avvalgono delle statistiche bancarie internazionali BRI al fine di determinare la configurazione dei finanziamenti per i principali sistemi bancari ed esaminare le cause della carenza di dollari USA durante le fasi più acute della crisi. L'analisi degli autori mostra come molte banche europee avessero accumulato posizioni lunghe in dollari nei confronti di soggetti non bancari finanziandole sul mercato interbancario e degli swap valutari, ed esponendosi così al rischio di rifinanziamento. Allorché l'aggravarsi dei timori per il rischio di credito ha prosciugato queste fonti di provvista a breve termine, il fabbisogno cronico di finanziamenti in dollari USA si è acuitizzato.

### **I fondi comuni del mercato monetario in dollari e le banche non statunitensi**

Il fallimento di Lehman Brothers ha destabilizzato i mercati interbancari e valutari mondiali in quanto ha indotto una fuga degli investitori dai fondi del mercato monetario, che rappresentavano i principali erogatori di finanziamenti in dollari per le banche non statunitensi. Dopo aver quantificato il ruolo di questi fondi quali fornitori di dollari per le banche europee, Naohiko Baba, Robert McCauley e Srichander Ramaswamy della BRI ricostruiscono come tale ruolo sia venuto meno a seguito del fallimento di Lehman Brothers. Gli autori mostrano che gli interventi delle autorità hanno permesso di arginare la predetta fuga, stabilizzando così gli attivi dei fondi del mercato monetario e le loro disponibilità in titoli di banche non



statunitensi. Tali interventi hanno inoltre più che compensato il prosciugamento della fonte di finanziamento costituita dai fondi del mercato monetario per le banche non statunitensi.

### **Le modalità di esecuzione delle operazioni nei mercati dei cambi**

Nell'ultimo decennio circa la diffusione della contrattazione elettronica ha comportato modifiche significative nella struttura dei mercati dei cambi interbancari e nei rapporti fra i *dealer* e i loro clienti. Sulla scorta dei dati dell'indagine triennale BRI, Paola Gallardo della BRI e Alexandra Heath della Reserve Bank of Australia esaminano le modalità di esecuzione delle operazioni in cambi e forniscono alcune stime quantitative della rilevanza che la contrattazione elettronica ha assunto per le varie tipologie transattive, controparti ed economie. Le autrici riscontrano che il grado di diffusione della contrattazione elettronica è maggiore nel caso delle transazioni più semplici e varia considerevolmente da un'economia all'altra.