



## Comunicato stampa

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

8 giugno 2009

---

### Rassegna trimestrale BRI Giugno 2009

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima presenta una panoramica dei recenti sviluppi 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 due articoli monografici, uno sulla gestione del debito pubblico in condizioni di tassi di interesse bassi e l'altro sulle ripercussioni finanziarie della crisi internazionale in America latina e le risposte date dalle autorità della regione.

#### **Quadro generale degli sviluppi: la speranza di una stabilizzazione riaccende la propensione al rischio**

Nel periodo tra fine febbraio e fine maggio la fievole speranza di essersi lasciati alle spalle il peggio della crisi finanziaria e del rallentamento economico ha ravvivato la propensione al rischio degli investitori. Di conseguenza, i corsi azionari hanno segnato forti guadagni, gli spread creditizi si sono ristretti e le volatilità implicite sono diminuite. Questo clima di promettente ottimismo si è venuto a creare nonostante i principali indicatori economici restassero su livelli depressi. Gli investitori hanno preferito concentrarsi sui primi segnali di decelerazione del deterioramento economico, e l'intensificarsi delle azioni ufficiali di contrasto alla crisi, unitamente agli annunci di utili superiori alle previsioni, hanno concorso ad alimentare il clima di fiducia.

Varie misure di *policy* hanno contribuito sostanzialmente al migliorato umore degli investitori. La loro incertezza è stata attenuata dalla pubblicazione dei dettagli relativi ai programmi di salvataggio bancario dei governi statunitense e britannico, così come dai risultati delle prove di stress condotte dalle banche statunitensi sotto la guida della Federal Reserve. Questi ultimi hanno indotto in particolare una riduzione degli spread applicati alle banche USA. In aggiunta, gli investitori hanno inizialmente tratto conforto dai nuovi pacchetti di stimolo fiscale e dalle azioni coordinate annunciate a conclusione del vertice del G20 di aprile.



Le banche centrali hanno inoltre adottato nuove misure per allentare le condizioni monetarie. Oltre a ridurre i tassi ufficiali – laddove vi era ancora il margine per farlo – esse hanno annunciato in vari casi misure nuove e non convenzionali, fra cui azioni potenziate di allentamento creditizio e l'acquisto di ampi quantitativi di titoli pubblici. Sebbene inizialmente tali misure abbiano provocato un calo dei rendimenti dei titoli del Tesoro, durante il periodo in rassegna i tassi di interesse a lungo termine hanno evidenziato una generale tendenza al rialzo, dal momento che la ripresa della propensione al rischio ha ridimensionato la fuga degli investitori verso la sicurezza offerta dai titoli pubblici. Le pressioni al rialzo sui rendimenti sono state alimentate, specie verso la fine del periodo, anche dai crescenti timori per l'aumento del debito pubblico. Parallelamente sono altresì saliti i tassi di inflazione di pareggio a termine sugli orizzonti lunghi, probabilmente di riflesso alle preoccupazioni nutrite dagli investitori per le ripercussioni inflazionistiche di lungo periodo derivanti dall'espansione delle passività future delle amministrazioni pubbliche.

Nonostante la svolta segnata dai mercati, a fine maggio le condizioni in numerosi comparti rimanevano ben diverse da quelle antecedenti il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008. Nei mercati azionari, ad esempio, malgrado i forti guadagni segnati di recente, gran parte degli indici continuava a collocarsi su valori inferiori del 20-30% a quelli di metà settembre. I differenziali di rendimento nei mercati creditizi, che pure si erano considerevolmente ristretti rispetto ai picchi toccati agli inizi del 2009, non erano in genere tornati sui livelli precedenti. Significativamente elevati risultavano soprattutto gli spread sui *credit default swap* (CDS) di qualità più scadente e sui CDS riferiti a emittenti sovrani. Tuttavia, nei mercati interbancari, dove all'indomani del tracollo di Lehman Brothers si erano osservate le turbolenze più estreme, le condizioni hanno continuato a migliorare gradualmente, e a fine maggio i più importanti spread del mercato monetario erano tornati sui livelli precedenti il dissesto della banca di investimento americana.

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

Le più recenti statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale segnalano che nel *quarto trimestre 2008*, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, le posizioni internazionali delle banche hanno registrato una contrazione senza precedenti. Il calo delle attività sia interbancarie sia verso soggetti non bancari (specie negli Stati Uniti) è riconducibile alla riduzione dei prestiti, nonché alla dismissione di attività e alle svalutazioni. Le banche hanno decurtato il credito transfrontaliero ai paesi emergenti, senza tuttavia modificare l'operatività in loco in molti di questi paesi. Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti nei confronti dell'insieme delle regioni emergenti sono diminuite di \$282 miliardi, con un calo particolarmente pronunciato di quelle verso la regione Asia-Pacifico. Gli impieghi locali in moneta locale contabilizzati dalle dipendenze estere verso i residenti del loro paese di ubicazione sono invece rimaste complessivamente stabili, segnando addirittura un aumento in molti paesi.

Per quanto riguarda i mercati degli strumenti derivati, le ultime statistiche BRI indicano che nel *primo trimestre 2009* l'attività nelle borse internazionali ha continuato a calare, sebbene in misura contenuta. Il turnover complessivo in termini di valori nominali è ulteriormente diminuito, a \$366 trilioni, dai \$380 trilioni del trimestre precedente. Mentre le negoziazioni di prodotti su tassi di interesse sono rimaste sostanzialmente invariate, si è contratta l'attività in tutte le tipologie di derivati azionari, nonché quella in derivati su tassi di cambio.



In base alle più recenti statistiche semestrali BRI sui derivati negoziati fuori borsa (OTC), nella *seconda metà del 2008* la crisi finanziaria ha prodotto un calo dei valori nozionali totali dei contratti OTC in essere, che a fine dicembre si collocavano a \$592 trilioni, dai \$684 trilioni di sei mesi prima. Si tratta della prima flessione dal 1998, anno in cui si è iniziato a compilare tali statistiche. I mercati dei prodotti sia su tassi di cambio sia su tassi di interesse hanno segnato per la prima volta un rallentamento significativo, mentre quelli dei CDS hanno continuato a contrarsi, con un calo di oltre il 25% degli importi in essere.

Gli ultimi dati della BRI sui mercati dei titoli di debito internazionali mostrano che nel *primo trimestre 2009* la raccolta è aumentata, di riflesso a un ritorno graduale della fiducia. Di fronte al volume significativo di emissioni lorde, le emissioni nette sono cresciute a \$670 miliardi, dai \$519 miliardi del trimestre precedente. In base alla nazionalità, i principali mutuatari sono stati quelli statunitensi, che dopo vari trimestri di scarsissima attività hanno fortemente accresciuto i collocamenti, a \$252 miliardi. Le emissioni nette britanniche, al contrario, sono calate da \$285 a \$90 miliardi.

## Monografie

### **La gestione del debito pubblico in un contesto di tassi di interesse bassi**

Allorché i tassi di interesse si collocano su valori contenuti è possibile avvalersi della gestione del debito pubblico al fine di abbassare i rendimenti dei titoli del Tesoro, fornire attività bancarie e quindi contribuire a mantenere la crescita dell'aggregato monetario ampio, o contenere gli esborsi per interessi. In questo articolo, Robert McCauley della BRI e Kazuo Ueda dell'Università di Tokyo esaminano le complementarità e gli attriti fra la gestione del debito pubblico e la politica monetaria. Gli autori passano in rassegna le interazioni fra l'acquisto di titoli del Tesoro da parte della banca centrale e la gestione del debito pubblico negli Stati Uniti negli anni trenta e in Giappone nell'ultimo decennio, giungendo alla conclusione che in nessuno di questi due casi si sono sfruttate le opportunità offerte dalla gestione del debito pubblico per modificare la *duration* dei titoli del Tesoro detenuti dai privati.

### **La crisi internazionale in America latina: ripercussioni finanziarie e risposte delle autorità**

Le ripercussioni finanziarie della crisi internazionale in America latina sono state per certi versi meno gravi rispetto a quelle di crisi precedenti. In questo articolo dedicato agli effetti della crisi e alle risposte date sul piano delle politiche, Alejandro Jara, Ramon Moreno e Camilo Tovar della BRI rilevano come ciò si debba in parte allo sviluppo di mercati obbligazionari locali e al miglioramento dei conti pubblici delle economie della regione, che hanno consentito di controbilanciare parte dell'inversione segnata dagli afflussi lordi di capitali mediante una riduzione dei deflussi lordi. Gli autori documentano inoltre che le risposte delle autorità alla crisi hanno contribuito ad allentare le condizioni finanziarie sia esterne sia interne. Ciò nonostante, permangono rischi considerevoli dovuti al rallentamento economico in atto.