



Comunicato stampa

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

12 dicembre 2011

La *Rassegna trimestrale BRI* esamina le ripercussioni della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro sui mercati internazionali

La *Rassegna trimestrale BRI* del dicembre 2011, pubblicata oggi, mostra come i timori per il rischio sovrano nell'area dell'euro si siano ripercossi sui mercati finanziari di tutto il mondo.

La *Rassegna* illustra inoltre gli aspetti salienti emersi dalle ultime statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale.

In questa edizione figurano cinque monografie (*abstract* più dettagliati in calce).

1. Le strategie di negoziazione valutaria come *carry trade* e strategie di *momentum* presentano considerevoli rischi di perdita per gli investitori. Un mese negativo può bastare a cancellare uno o due anni di extrarendimenti.
2. La politica cinese di espansione del ruolo internazionale del renminbi potrebbe pregiudicare l'efficacia dei controlli sui capitali, migliorando però al tempo stesso l'allocazione dei fondi.
3. La formulazione delle politiche deve tenere conto del ciclo della liquidità, ossia tanto dei boom della liquidità e del credito e dei fattori di rischio sistemico a essi associati, quanto delle carenze di liquidità o delle turbative nell'offerta di credito.
4. I programmi di acquisto di attivi intrapresi dalla Federal Reserve e dalla Bank of England hanno abbassato significativamente i rendimenti dei titoli di Stato.
5. I grandi intermediari in strumenti derivati hanno utilizzato alcuni prodotti creditizi di difficile valutazione per trasferire il rischio di credito a istituzioni finanziarie non bancarie che si possono considerare appartenenti al sistema bancario ombra.

Questo comunicato è disponibile anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.



La crisi del debito sovrano dell'area dell'euro muove i mercati finanziari mondiali

Le notizie sulla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sono state all'origine di gran parte degli andamenti nei mercati finanziari mondiali fra i primi di settembre e l'inizio di dicembre. Di fronte all'abbassamento dei rating e al clima di incertezza politica, gli operatori hanno richiesto rendimenti maggiori sul debito pubblico di Italia e Spagna. Le difficoltà nel centrare gli obiettivi di bilancio in un contesto di recessione hanno inoltre gravato sui prezzi dei titoli di Stato greci e portoghesi.

Le condizioni si sono leggermente stabilizzate in ottobre, nel clima di ottimistica attesa che il vertice UE di fine mese avrebbe proposto misure di ampio respiro per affrontare la crisi. A novembre, tuttavia, gli investitori avevano già cominciato a nutrire scetticismo riguardo all'adeguatezza di alcune di queste misure. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno quindi segnato un aumento generalizzato, che non ha risparmiato gli emittenti con rating più elevato.

Contemporaneamente, le istituzioni finanziarie direttamente esposte ai mutuatari sovrani dell'area hanno visto crescere i costi della provvista e deteriorarsi l'accesso al mercato. Le banche colpite hanno preso nuovi provvedimenti per ridurre il grado di leva finanziaria, cedendo attivi e inasprendo le condizioni creditizie. Per contrastare l'accresciuta volatilità dei loro portafogli le società finanziarie hanno inoltre venduto determinati tipi di attività, fra cui i titoli dei mercati emergenti che, dopo aver subito un crollo in settembre, sono tornati a calare in novembre. Specularmente, per effetto di questa fuga verso la sicurezza, sono aumentati i prezzi delle attività rifugio.

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI

Le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto le attività transfrontaliere verso i residenti delle economie sviluppate nel *secondo trimestre 2011*, accrescendo nel contempo per il nono trimestre consecutivo quelle verso i mercati emergenti. In termini assoluti, la maggiore contrazione (\$155 miliardi, 2,8%) ha riguardato il credito ai residenti degli Stati Uniti, ma sono altresì diminuiti gli impieghi verso Regno Unito e Giappone (rispettivamente di \$52 miliardi, 1,1%, e di \$32 miliardi, 4,1%), mentre quelli verso i residenti dell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati, con un incremento di appena \$7,5 miliardi (0,1%).

Per quanto concerne le regioni emergenti, i maggiori impieghi transfrontalieri verso la Cina (\$68 miliardi, 16%) hanno accresciuto le attività nei confronti dell'Asia-Pacifico (di \$108 miliardi, 9%). Anche le attività transfrontaliere nei confronti di America latina e Caraibi ed Europa emergente hanno registrato un aumento (\$33 miliardi, 5,9% e \$10 miliardi, 1,3% rispettivamente), mentre sono calate quelle a favore dei residenti di Africa e Medio Oriente (-\$6,3 miliardi, -1,2%).

L'elevata quota dei crediti transfrontalieri e delle attività internazionali a breve termine sul totale delle passività nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI potrebbe rendere le economie dell'Asia-Pacifico più esposte al rischio di improvvisi deflussi di capitali attraverso il sistema bancario. Ciò detto, il rischio di una stretta creditizia indotta da una riduzione della leva finanziaria delle banche dell'area dell'euro risulta più elevato per l'Europa emergente.

Le emissioni di titoli di debito internazionali sono calate nel *terzo trimestre 2011*. Alla normale flessione stagionale estiva nell'emisfero settentrionale si è aggiunto un deterioramento delle condizioni di mercato, che ha portato a una contrazione del 16% dei collocamenti lordi perfezionati mondiali. Questi ultimi si sono ridotti a



\$1 663 miliardi, il valore minimo da fine 2005. Le emissioni nette sono scese a \$142 miliardi, il secondo livello più basso da fine 1998.

Articoli monografici

Le strategie valutarie in periodi di tensione finanziaria

Jacob Gyntelberg e Andreas Schrimpf (BRI) passano in rassegna varie diffuse strategie di investimento multivalutarie a breve termine intese a sfruttare potenziali opportunità di investimento nei mercati dei cambi. Fra queste spiccano i *carry trade*, con cui gli investitori scommettono che le variazioni del tasso di cambio non saranno tali da annullare il differenziale di tasso di interesse (o *carry*) fra due valute. Un altro esempio sono le strategie valutarie di *momentum* (o inerziali), mediante le quali gli investitori scommettono che le valute in aumento continueranno ad apprezzarsi e quelle in calo continueranno a deprezzarsi per alcuni mesi.

Gyntelberg e Schrimpf analizzano i profili di rischio-rendimento e i *trade-off* di queste strategie, con particolare riferimento al loro comportamento nei periodi di turbolenza dei mercati finanziari. Essi mostrano come le strategie in esame presentino considerevoli rischi di perdita nel breve periodo. Un mese negativo può bastare a cancellare vari anni di extrarendimenti.

L'internazionalizzazione del renminbi e lo sviluppo finanziario della Cina

Robert McCauley (BRI) sostiene in questo articolo che l'internazionalizzazione amministrata del renminbi cinese in presenza di restrizioni significative all'attività finanziaria rappresenta un viaggio in acque sconosciute. Il mantenimento di controlli sui movimenti di capitale continua a segmentare i mercati interno ed esterno del renminbi. Le autorità cinesi regolano i tassi su depositi e prestiti, dirigono quantitativamente il credito e razionano l'accesso al mercato obbligazionario.

L'espansione dell'attività bancaria in renminbi all'estero ha una valenza duplice. Da un lato, se considerata isolatamente, potrebbe minare l'efficacia di questi vincoli. Il credito in renminbi fluirà alla Cina attraverso i canali interbancario e del prestito diretto transfrontaliero, complicando il controllo della moneta e del credito. Dall'altro lato, se considerata nell'ambito di una più ampia strategia di graduale liberalizzazione, essa genera un insieme di prezzi di mercato che possono fungere da guida. I prezzi nei mercati valutari, monetari e obbligazionari esteri potrebbero integrare quelli dei corrispondenti mercati interni quale base per le decisioni di politica economica.

Considerazioni sulla liquidità globale

Nei dibattiti sul sistema monetario internazionale si parla sempre più di "liquidità globale". Tale termine, tuttavia, continua a essere utilizzato da svariate persone in svariate accezioni. L'ambiguità che ne consegue potrebbe condurre a risposte potenzialmente inopportune sul piano delle politiche. Sulla scorta di un recente lavoro del Comitato sul sistema finanziario globale, Dietrich Domanski, Ingo Fender e Patrick Mc Guire (BRI) presentano un quadro concettuale per comprendere ed esaminare la liquidità globale, evidenziando le problematiche analitiche che si pongono nel valutarne le implicazioni per la stabilità finanziaria.



Gli autori affermano che le fonti private di liquidità (liquidità esterna), generate dalla creazione di credito da parte delle società finanziarie, tendono a prevalere su quelle pubbliche (liquidità interna). Ne discendono due implicazioni. In primo luogo, le politiche devono tenere conto dell'intero ciclo della liquidità, ossia tanto dei boom della liquidità e del credito e del loro impatto sulla stabilità finanziaria, quanto delle carenze di liquidità o delle turbative nell'offerta di credito. In secondo luogo, i quadri di riferimento delle politiche devono essere sufficientemente robusti da permettere di tener conto delle variazioni globali della liquidità sia ufficiale (riserve) sia privata (credito).

L'impatto dei recenti programmi di acquisto di titoli da parte delle banche centrali

Jack Meaning (University of Kent, Regno Unito) e Feng Zhu (BRI) stimano l'impatto prodotto sui prezzi dagli acquisti di titoli da parte delle banche centrali. Gli autori riscontrano che tanto i programmi della Federal Reserve quanto quello della Bank of England hanno indotto una riduzione significativa dei rendimenti dei titoli pubblici e privati. Le loro stime indicano inoltre che il nuovo programma di allungamento delle scadenze adottato dalla Federal Reserve potrebbe avere sui rendimenti dei titoli del Tesoro USA un influsso comparabile a quello dei programmi di acquisto definitivo di attivi.

Le nuove statistiche BRI sul trasferimento del rischio di credito

A partire dal giugno 2011 le statistiche della BRI sui derivati creditizi forniscono informazioni più dettagliate sul tipo di rischi trasferiti da diversi gruppi di controparti mediante i *credit default swap*. In questo articolo Nicholas Vause (BRI) rileva che gli intermediari dichiaranti hanno utilizzato alcuni prodotti creditizi di difficile valutazione per trasferire il rischio di credito al sistema bancario ombra, esponendo potenzialmente quest'ultimo a rischi di valutazione. I dati mostrano inoltre che alcune controparti finanziarie hanno venduto su base netta protezione contro il rischio di insolvenza all'interno del loro stesso settore di appartenenza.