



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

8 dicembre 2003

Rassegna trimestrale BRI Dicembre 2003

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza la recente evoluzione dei mercati finanziari, i flussi creditizi nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati, mentre la seconda presenta quattro articoli su questioni attinenti ai mercati dei titoli debitori. Il primo articolo fornisce una spiegazione del motivo per cui i differenziali sulle obbligazioni societarie sono molto più ampi di quanto implicherebbero le perdite attese per inadempienza; il secondo analizza i fattori comuni alla base degli spread nei mercati emergenti; il terzo è dedicato al mercato dei credit default swap su titoli di Stato; l'ultimo tratta di una possibile modalità con cui unificare i mercati delle obbligazioni governative in alcuni paesi dell'Est asiatico.

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

Segnali di crescita sospingono la fiducia degli investitori

Nell'ottobre 2003 i segnali di una ripresa economica mondiale sono stati talmente vigorosi da sorprendere persino gli operatori più ottimisti. I rendimenti sono aumentati, è ripresa la dinamica ascendente dei listini azionari e gli spread si sono ridotti tanto nel comparto societario quanto nei mercati emergenti. La fiducia verso questi ultimi è stata ulteriormente sostenuta da una serie senza precedenti di innalzamenti del merito di credito: nel solo mese di ottobre dieci prenditori sovrani – principalmente dell'Est asiatico – hanno beneficiato di un aumento del rating. Tale fiducia nelle prospettive future dell'economia non era stata altrettanto diffusa in settembre, allorché gli investitori in obbligazioni governative erano sembrati delusi dagli indicatori macroeconomici.

A differenza di altri segmenti, il mercato dei cambi è stato interessato da oscillazioni insolitamente brusche; il dollaro USA ha subito intense pressioni al ribasso dopo la riunione del G7 a fine settembre. Da segnalare che, contrariamente a quanto paventato da alcuni investitori, la caduta del dollaro non ha innescato un rialzo nei rendimenti obbligazionari statunitensi.

Sebbene in alcuni mercati siano emerse potenziali fonti di preoccupazione, si è trattato di casi isolati. Il declassamento del rating di due imprese automobilistiche ha posto in evidenza le vulnerabilità di questo segmento particolarmente volatile del mercato delle obbligazioni societarie. L'arresto di uno dei più noti imprenditori russi ha suscitato negli operatori perplessità circa il recente avanzamento del paese al rango di qualità bancaria. Infine, le presunte irregolarità nel settore dei fondi comuni d'investimento hanno temporaneamente rischiato di intaccare l'ottimismo degli investitori azionari.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

La marcata flessione dei collocamenti netti di mutuatari dell'area dell'euro è stata all'origine del calo della raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito nel *terzo trimestre 2003*. Nonostante il restringimento degli spread, le emissioni nette aggregate sono scese del 14%, a \$299 miliardi. A ciò sembrano aver contribuito in misura rilevante le turbolente condizioni del mercato. L'attività lorda di collocamento è stata particolarmente debole in agosto, mese contraddistinto da un'accentuata volatilità dei tassi d'interesse. La riduzione si è tuttavia rivelata transitoria, e in settembre le emissioni lorde sono tornate a crescere, toccando il secondo livello massimo mai registrato.

Le minori emissioni di soggetti dell'area dell'euro sono state in parte compensate dall'attività di mutuatari di altre regioni. I prenditori dei paesi emergenti – specie Turchia e Venezuela, il cui rating era stato aumentato in luglio – hanno fatto ritorno al mercato, e anche la raccolta delle istituzioni finanziarie USA è stata relativamente sostenuta, contribuendo a innalzare le emissioni nette denominate in dollari a \$138 miliardi. Per la prima volta in due anni tali collocamenti non sono stati inferiori a quelli in euro.

Il mercato degli strumenti derivati

Il volume aggregato delle contrattazioni di borsa in derivati finanziari è diminuito nel *terzo trimestre 2003*. Il valore nominale aggregato degli scambi degli strumenti monitorati dalla BRI è ammontato a \$223 trilioni, il 9% in meno rispetto al periodo precedente. L'attività è stata diseguale tra le principali categorie di rischio di mercato: al modesto aumento del turnover dei derivati su indici azionari ha fatto riscontro un netto calo di quello dei prodotti su tassi d'interesse, dovuto alla pronunciata flessione dei contratti del mercato monetario.

Nella *prima metà dell'anno* è accelerata l'attività sui mercati derivati over-the-counter (OTC). Secondo i più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate, a fine giugno l'ammontare nozionale complessivo dei contratti in essere era cresciuto del 20% su base semestrale, a \$170 trilioni, dopo l'aumento dell'11% del periodo precedente. Nella prima metà di quest'anno i valori lordi di mercato sono saliti del 24%, a \$7,9 trilioni, contro il +43% registrato a fine 2002; a partire dal 2001 il loro ritmo di crescita è stato superiore a quello degli ammontari nozionali.

Il mercato bancario internazionale

Nel *secondo trimestre 2003* i flussi interbancari hanno ancora una volta surclassato i prestiti a imprese e ad altri mutuatari non bancari. Questa nuova espansione dell'attività interbancaria è ampiamente riconducibile all'aumento delle operazioni PcT e intragrappo. Anche i fondi concessi a soggetti non bancari sono stati ingenti, rispecchiando tuttavia investimenti in titoli di debito internazionali, specie del settore pubblico. Il credito sotto forma di prestiti a imprese e ad altri mutuatari non bancari ha continuato ad essere modesto, come nei quattro trimestri precedenti.

I prelievi di depositi hanno trainato i flussi netti di fondi verso l'area emergente, rimasti positivi per il secondo trimestre consecutivo. Nondimeno, si sono osservate notevoli differenze tra le varie aree geografiche. La regione Asia-Pacifico ha beneficiato di cospicui afflussi netti di fondi, provenienti principalmente dal rientro in Cina di depositi bancari; parallelamente, il rimpatrio di capitali da parte di banche in Russia è stato all'origine di un

afflusso netto verso l'Europa emergente, il secondo per entità negli ultimi cinque anni. Per contro, l'aumento dei fondi depositati presso banche dell'area dichiarante, in particolar modo da istituti in Brasile, ha concorso al quinto deflusso netto consecutivo dall'America latina.

Saggi monografici

L'“enigma” degli spread creditizi

Risulta alquanto singolare il fatto che gli spread sulle obbligazioni societarie siano tendenzialmente molto più ampi di quanto implicherebbe la probabilità stimata di perdite per inadempienza. Negli ultimi cinque anni, ad esempio, il differenziale medio sui titoli con rating BBB è stato pari a circa otto volte le perdite attese. A spiegazione di questo rebus sono stati addotti vari fattori, come la fiscalità, i premi di rischio e i premi di liquidità. Jeffery Amato ed Eli Remolona, entrambi della BRI, passano in rassegna tali teorie e propongono un'alternativa inedita.

Gli autori constatano che le perdite effettive sui portafogli di titoli societari superano spesso quelle attese. Le spiegazioni fornite in precedenza partivano dal presupposto che per proteggersi dal rischio di perdite impreviste gli investitori potessero ricorrere alla diversificazione di portafoglio. Amato e Remolona mostrano peraltro che, considerata l'asimmetria della distribuzione dei rendimenti obbligazionari, per poter conseguire una tale diversificazione sarebbe necessario un portafoglio estremamente ampio. Basandosi sull'evidenza empirica tratta dal mercato delle “collateralised debt obligation”, essi rilevano come in pratica non sia possibile costruire portafogli di tali dimensioni, e che pertanto gli investitori sono sempre esposti al rischio di subire perdite superiori al previsto. Secondo gli autori, l'ampiezza degli spread compenserebbe tale rischio.

Fattori comuni alla base degli spread nei mercati emergenti

Le obbligazioni di mutuatari dei mercati emergenti rappresentano oggi un'importante categoria di attività per i gestori di portafoglio. Un aspetto degno di nota degli spread applicati ai titoli di questo tipo emessi da prenditori di diversi paesi è la tendenza a muoversi in sintonia nel tempo. Patrick McGuire della BRI e Martijn Schrijvers della Nederlandsche Bank esaminano in che misura uno o due fattori comuni a più emittenti bastino a spiegare tali differenziali.

Dall'analisi di un campione di quindici mutuatari dei mercati emergenti gli autori rilevano come i fattori comuni concorrano in media a un terzo della varianza totale dei movimenti giornalieri dei vari spread, mentre un singolo fattore comune giustifica l'80% circa della varianza comune. Quest'ultimo fattore sembra riflettere principalmente i mutamenti nella propensione al rischio degli investitori.

Credit default swap su obbligazioni sovrane

I contratti sul debito sovrano costituiscono un segmento in crescita del mercato dei credit default swap (CDS). Frank Packer della BRI e Chamaree Suthiphongchai della Banca di Thailandia propongono un'analisi di tale segmento basandosi sull'esame di dati provenienti da un importante intermediario “inter-dealer” in CDS e riferiti a vari anni di quotazioni e scambi.

Packer e Suthiphongchai mostrano come le contrattazioni di CDS sul debito sovrano siano concentrate su un numero di entità di riferimento inferiore rispetto a quelle di strumenti analoghi su titoli societari o bancari. Essi rilevano inoltre che tali CDS presentano una concentrazione su attività con scadenze relativamente brevi, dovuta probabilmente alla quota piuttosto elevata di mutuatari sovrani con basso rating che tendono a emettere titoli

a breve termine. Infine, gli autori osservano che i premi sui CDS riferiti a soggetti sovrani con bassissimo rating sono in genere significativamente più alti di quelli riferiti a entità societarie con rating corrispondentemente basso. Tale fenomeno sarebbe coerente con la maggiore incertezza che il mercato nutre riguardo alle conseguenze di un'inadempienza sovrana.

Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico

La crisi asiatica del 1997 ha fornito due insegnamenti principali ai policymaker della regione: primo, accumulare riserve valutarie ufficiali; secondo, sviluppare i mercati obbligazionari locali. Robert McCauley della BRI mette in luce l'esistenza di un interessante nesso tra i due obiettivi.

Quando le banche centrali di una regione si trovano ad accumulare riserve valutarie provenienti da afflussi di capitale, esse "sterilizzano" al tempo stesso tali afflussi, vendendo cioè titoli di debito sul mercato nazionale allo scopo di prevenire un'espansione delle riserve bancarie. A tal fine – come mostra McCauley – le banche centrali con ingenti riserve finiscono con l'emettere propri titoli debitori, dopo aver smaltito le passività governative in portafoglio. L'autore rileva come "il fatto che tali obbligazioni abbiano comunemente assunto la forma di debito della banca centrale, tuttavia, non ha permesso di cogliere molte delle opportunità ... di sviluppare il mercato obbligazionario".

McCauley suggerisce di sostituire il debito delle banche centrali con debito governativo, anche qualora ciò si traduca per il governo in una situazione di "overfunding". In presenza di un singolo mutuatario di grandi dimensioni il debito verrebbe negoziato in un mercato più ampio e liquido. L'autore spiega poi come ciò potrebbe essere conseguito, e con quali implicazioni, in Corea, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.