



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

7 marzo 2005

Rassegna trimestrale BRI Marzo 2005

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due sezioni: la prima è dedicata all'analisi dei recenti andamenti dei mercati finanziari, dei flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché dell'attività sui mercati degli strumenti derivati, mentre la seconda parte si compone di quattro studi sui seguenti argomenti: negoziazione di valute asiatiche; esposizioni e grado di leva degli hedge fund; "CDS index tranche" e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio; clausole contrattuali e "pricing" dei CDS.

Bassi rendimenti in un contesto di vigore dell'economia

I rendimenti a lunga nei principali mercati sono rimasti su livelli insolitamente contenuti agli inizi del nuovo anno, piegando verso il basso anche quando le prospettive per la crescita mondiale parevano consolidarsi e la Federal Reserve statunitense annunciava nuovi aumenti dei tassi ufficiali. Data la perdurante stabilità delle aspettative inflazionistiche, molti operatori di mercato hanno visto nella domanda di attività a lungo termine da parte di fondi pensione e compagnie assicurative un rilevante contributo al basso livello dei rendimenti nominali.

Gli esigui rendimenti hanno continuato ad alimentare la propensione degli investitori per gli strumenti più redditizi. Al volgere dell'anno i timori di un aumento più rapido del previsto dei tassi di riferimento USA hanno ampliato lievemente gli spread sul debito societario e su quello dei mercati emergenti. Nondimeno, in febbraio i differenziali sono tornati a scendere, raggiungendo livelli prossimi o inferiori ai loro minimi storici. I listini azionari hanno seguito un andamento analogo, muovendo al rialzo sino a fine anno per poi rallentare con l'inizio del 2005. Le operazioni di fusione e acquisizione – o, più in generale, le prospettive di un aumento della leva finanziaria – hanno ravvivato i mercati azionari intorno a fine gennaio.



Il mercato internazionale dei titoli di debito

Con il *quarto trimestre* 2004 si è concluso un anno eccezionale per le emissioni di titoli di debito internazionali: i collocamenti lordi di obbligazioni e notes sono ammontati a \$826 miliardi, spingendo il totale per il 2004 oltre i \$3 trilioni, con un aumento del 14,5% rispetto al 2003. In termini di incidenza sul PIL mondiale, questo risultato annuo rappresenta un massimo storico, che testimonia della relativa facilità con cui lo scorso anno i mutuatari hanno potuto accedere ai mercati dei capitali.

L'aumento più significativo del periodo ha interessato le maggiori economie sviluppate: nell'area dell'euro e negli Stati Uniti le emissioni nette complessive di titoli di debito internazionali sono salite di quasi \$80 e 19 miliardi rispettivamente. In particolare, è rimasta elevata la raccolta degli emittenti ad alto rendimento delle economie sviluppate. Allo stesso tempo, nei mercati emergenti – dove gli spread sul debito sono scesi ai minimi storici – il totale delle emissioni per il 2004 ha toccato un massimo.

I mercati degli strumenti derivati

Il turnover complessivo dei contratti derivati scambiati in borsa è stato fiacco nell'ultimo trimestre 2004: il valore totale delle contrattazioni su tassi di interesse, indici azionari e valute è sceso del 4%, a \$278 trilioni. La flessione è attribuibile soprattutto alla debole dinamica degli scambi su tassi a breve nei mercati nordamericani, dovuta con tutta probabilità alla convergenza di vedute sul possibile corso della politica monetaria negli Stati Uniti.

Nel contempo, le negoziazioni di derivati su tassi a lunga e indici azionari sono rimaste sostenute, e sono significativamente aumentate quelle su strumenti valutari. Nel primo caso, il deterioramento delle previsioni di crescita per il 2005 registrato nel trimestre in esame potrebbe aver stimolato una maggiore attività di copertura, mentre ad alimentare la crescita degli scambi di contratti su valute sarebbero intervenuti tanto il brusco deprezzamento del dollaro quanto l'aumento della volatilità implicita, che in passato si sono entrambi accompagnati a una più intensa attività di "hedging" e assunzione di posizioni.

Il mercato bancario internazionale

Gli investimenti in titoli di debito internazionali da parte delle banche dichiaranti alla BRI hanno sospinto la crescita complessiva delle attività nel terzo trimestre 2004; particolarmente sostenuti sono stati gli acquisti delle banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro, mentre gli istituti in Giappone hanno continuato a investire in titoli governativi statunitensi e dell'area dell'euro. Per converso, la crescita dei prestiti a mutuatari non bancari è stata debole, ancorché positiva, ed è in larga parte riconducibile ai nuovi crediti affluiti ai centri offshore.

Nel complesso, i mercati emergenti hanno registrato deflussi netti piuttosto cospicui, per effetto soprattutto della crescita dei depositi presso banche dell'area dichiarante. Questi sono stati all'origine dei flussi in uscita dalle regioni Asia-Pacifico, Medio Oriente-Africa e – unitamente a un calo delle attività delle banche dichiaranti – America latina. Per quanto riguarda l'Europa emergente, la forte crescita delle posizioni creditorie verso i nuovi paesi membri dell'Unione europea si è tradotta in un modesto afflusso netto di capitali verso la regione, nonostante i fondi relativamente ingenti depositati all'estero da taluni paesi.



Saggi monografici

Contrattazioni di valute asiatiche

La crescita delle contrattazioni di gran parte delle principali valute asiatiche supera persino quella dei volumi mondiali. Corrinne Ho, Guonan Ma e Robert McCauley della BRI rilevano che tra il 2001 e il 2004 il turnover degli scambi di valute asiatiche è aumentato rapidamente rispetto al corrispondente interscambio di beni e servizi, e ciò grazie sia alla ricerca globale di rendimenti sia al consolidato ispessimento dei mercati finanziari locali. Le aspettative circa il cambio dollaro/renminbi sembrano ora affiancarsi a quelle sui tassi spot dollaro/yen e dollaro/euro nell'influenzare i mercati valutari della regione. In contrasto con l'opinione corrente secondo cui le divise asiatiche si collocherebbero nella sfera di influenza del dollaro, tale conclusione indica invece come, nella maggioranza dei casi, gli scambi di queste valute tendano sempre più a basarsi sul loro tasso di cambio effettivo.

Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale

Gli hedge fund si distinguono per la loro flessibilità e per la capacità di aumentare rapidamente il proprio grado di leva. Avvalendosi della "style analysis" per isolare i fattori di rischio all'origine dei rendimenti sottostanti, Patrick McGuire, Eli Remolona e Kostas Tsatsaronis della BRI rilevano come i fondi speculativi adeguino le loro strategie di investimento al variare delle condizioni di mercato. Nonostante i diversi stili di investimento, gli hedge fund presentano tutti una spiccata comunanza in termini di esposizione al rischio. Ad esempio, intorno al picco del mercato azionario nel 2000 le esposizioni delle tre ampie categorie considerate nello studio sono variate in modo analogo. Gli autori costruiscono inoltre un indicatore grezzo della leva finanziaria degli hedge fund, che evidenzia il calo subito negli ultimi anni, dopo i massimi toccati verso la fine del 1997 e nel 1998.

"CDS index tranche" e prezzo delle correlazioni di rischio creditizio

Uno dei più significativi sviluppi dei mercati finanziari negli ultimi anni è stata la creazione dei "CDS index tranche", strumenti liquidi che consentono di negoziare le correlazioni del rischio di credito. Jeffery Amato e Jacob Gyntelberg della BRI asseriscono che la standardizzazione di questi strumenti potrebbe costituire un ulteriore importante progresso verso la realizzazione di mercati più completi, colmando una lacuna nella capacità dei mercati di ripartire taluni tipi di rischio creditizio tra differenti operatori e istituzioni. Secondo gli autori, inoltre, le tranche di perdita standardizzate basate su indici CDS risultano relativamente liquide rispetto ad altri prodotti per la negoziazione del rischio di credito. Sulla base di un'analisi delle differenze tra tranche in termini di correlazioni temporali delle insolvenze implicite nel mercato, essi sostengono che tali differenze potrebbero rispecchiare la segmentazione del mercato, l'incertezza riguardo alle correlazioni del rischio creditizio, specifiche condizioni di domanda e/o l'utilizzo di modelli di "pricing" diversi da quelli standard.



Clausole contrattuali e “pricing” dei CDS

Con la crescita del mercato dei “credit default swap” (CDS) sono aumentate anche le possibilità contrattuali a disposizione delle parti coinvolte. Le variazioni di prezzo associate ai diversi termini contrattuali possono avere importanti implicazioni sia per i mercati che per le prassi regolamentari. Secondo Frank Packer e Haibin Zhu della BRI, gli spread dei CDS tendono ad essere significativamente maggiori per quei contratti che prevedono una più ampia definizione dei “trigger event” o minori restrizioni sugli strumenti consegnabili. Inoltre, le variazioni della probabilità di inadempienza attesa e quelle delle perdite attese in caso di inadempienza sembrano svolgere un ruolo rilevante nel “pricing” di queste differenze, come sarebbe presumibile sul piano teorico. Infine, si è osservata una progressiva convergenza nella valutazione delle differenze contrattuali, benché sembri ancora evidente una certa frammentazione a livello regionale.