



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

5 settembre 2005

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2005

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si compone di due parti. La prima fornisce un'analisi degli andamenti recenti dei mercati finanziari, dei flussi di finanziamento sui mercati bancario e dei titoli di debito, nonché dell'attività in strumenti derivati. Nella seconda parte vengono presentati quattro articoli sui seguenti argomenti: riserve valutarie internazionali in dollari USA e disponibilità ufficiali di attività negli Stati Uniti; struttura, applicazioni e recenti miglioramenti nelle statistiche bancarie consolidate BRI; analisi delle variazioni nella volatilità di tasso di interesse in base ai dati desunti dai mercati delle swaption; valutazione dei modelli strutturali di insolvenza attraverso i dati relativi a singole imprese.

Mercati in rialzo grazie alle migliori prospettive

Il miglioramento delle prospettive economiche ha favorito un rialzo dei mercati azionari e creditizi tra metà maggio e metà agosto. L'ascesa dei listini azionari, che in Giappone e in Europa hanno raggiunto il livello più alto da alcuni anni, è riconducibile ai positivi rapporti sugli utili. Le condizioni sui mercati creditizi si sono stabilizzate, contribuendo a comprimere gli spread societari dai picchi toccati lo scorso maggio in conseguenza dei declassamenti di case automobilistiche USA. I differenziali sui titoli di mercati emergenti si sono approssimati ai valori minimi osservati in precedenza durante l'anno.

La serie di eventi inattesi verificatisi nel periodo in esame non ha frenato lo slancio dei mercati. Gli attacchi terroristici di Londra in luglio non sono riusciti ad attenuare l'entusiasmo degli investitori. Le incertezze politiche di Brasile e Filippine hanno influito solo temporaneamente sui mercati emergenti. La stessa rivalutazione del renminbi cinese è stata accolta in maniera ordinata, producendo effetti durevoli limitati sui tassi sia di interesse sia di cambio delle principali valute. Tuttavia, i timori connessi con gli alti corsi petroliferi hanno finito per erodere parte dei guadagni conseguiti dai listini azionari e obbligazionari.

L'inclinazione degli investitori verso le attività a più alto rischio ha continuato a trarre sostegno dal basso livello dei rendimenti nominali. I segnali di una robusta



crescita e le revisioni al rialzo della dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno di fatto determinato un innalzamento dei rendimenti a lunga tra fine giugno e metà agosto, specie nei comparti del dollaro e dello yen. Tuttavia, i rendimenti hanno seguito a oscillare entro l'intervallo osservato nell'ultimo anno.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

La propensione degli investitori per i titoli di debito internazionali è rimasta relativamente sostenuta nel *secondo trimestre 2005*, nonostante le turbolenze sui mercati creditizi mondiali. Su base destagionalizzata le emissioni lorde sono complessivamente cresciute; nell'area dell'euro, peraltro, esse sono aumentate significativamente in termini di euro anche senza tener conto degli effetti stagionali. I collocamenti netti mondiali di obbligazioni e *note* sono diminuiti del 4% nel periodo sotto rassegna, pur collocandosi – così come quelli lordi – su livelli considerevolmente superiori a quelli del secondo trimestre 2004.

Pronunciate differenze sono state osservate tra le condizioni del comparto ad alto rendimento nei paesi sviluppati e quelle dei mercati emergenti. La raccolta degli emittenti *high-yield* nel primo gruppo di economie è calata fortemente in aprile e maggio, di riflesso alle accresciute incertezze derivanti dal declassamento di case automobilistiche USA, sebbene essa si sia poi ripresa in giugno. Per converso, i mutuatari dei mercati emergenti non hanno perlopiù risentito delle perturbazioni che avevano colpito in primavera i mercati creditizi: le loro emissioni lorde sono ulteriormente aumentate, proseguendo nella dinamica senza precedenti osservata dagli inizi del 2004. I loro collocamenti di titoli internazionali denominati in moneta locale hanno continuato a crescere grazie alla sempre maggiore disponibilità degli investitori ad assumere posizioni di questo tipo.

I mercati degli strumenti derivati

Nel *secondo trimestre 2005* le borse internazionali per lo scambio di strumenti derivati hanno confermato il dinamismo osservato in precedenza. Il turnover complessivo di prodotti su reddito fisso, indici azionari e valute è cresciuto dell'11%, a \$372 trilioni, dopo l'aumento del 20% segnato nel primo trimestre.

L'incremento dell'attività è dovuto principalmente alle mutevoli percezioni degli operatori riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse ufficiali. Di conseguenza, l'aumento degli scambi è stato maggiore nel comparto dei contratti su tassi a breve (sia futures che opzioni), mentre l'attività nel segmento a lunga ha subito una leggera flessione. Il volume delle contrattazioni su indici azionari è salito per il terzo trimestre consecutivo – seppure a un ritmo ridotto – forse a causa della minore propensione degli investitori ad assumere posizioni, vista la più incerta dinamica dei rendimenti azionari.

Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è balzato del 15% nel secondo trimestre, a \$3 trilioni, grazie al vigore del dollaro. L'aumento rispecchia altresì la più intensa attività speculativa, come dimostra il raddoppio delle posizioni lunghe in dollari a nome di operatori non commerciali. Anche i derivati su merci hanno segnato una crescita robusta, sospinta dalla volatilità di prezzo nei mercati petroliferi.



Il mercato bancario internazionale

Le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI hanno segnato un'impennata nel *primo trimestre 2005*, con un netto aumento dei nuovi crediti a soggetti non bancari, specie negli Stati Uniti. Le banche hanno inoltre continuato a incanalare fondi verso questo settore nel Regno Unito e nei centri offshore, aree in cui l'attività finanziaria non bancaria è considerevole. Vi sono riscontri secondo cui a tale crescita starebbero contribuendo le strategie di leva finanziaria poste in atto dagli *hedge fund*.

Nel contempo, i mercati emergenti hanno beneficiato di ingenti afflussi di fondi. Ciò si spiega principalmente con l'aumento del credito internazionale a banche della regione Asia-Pacifico, nonostante i crescenti avanzi di parte corrente di molti paesi dell'area. Altre economie emergenti hanno invece registrato deflussi netti di capitali a causa degli accresciuti depositi presso banche dichiaranti. È quanto accaduto in particolare alla Russia, il cui settore bancario ha collocato fondi all'estero per un cospicuo ammontare, costituiti in parte da riserve ufficiali.

Saggi monografici

Riserve valutarie mondiali in dollari e disponibilità ufficiali di attività USA

Negli ultimi anni è stata dedicata una crescente attenzione alla misura in cui le riserve valutarie ufficiali in dollari USA su scala mondiale eccedono le disponibilità ufficiali di attività negli Stati Uniti. Basandosi su un'analisi delle statistiche nazionali e di quelle BRI, Robert McCauley della BRI rileva che, rispetto al ruolo centrale rivestito in passato, i differenziali di rendimento hanno in parte perso rilevanza nello spiegare la crescita delle riserve in dollari depositate all'estero dalle banche centrali. Conservano invece la loro importanza il rischio paese e lo sfasamento temporale degli investimenti rispetto ai massicci interventi sui mercati dei cambi. L'autore afferma che, sebbene a rigore gli investimenti esteri non finanzino il disavanzo di parte corrente USA, essi sostengono comunque il valore del dollaro. In conclusione, McCauley ritiene sia più appropriato raffrontare gli acquisti ufficiali di dollari a livello mondiale con le emissioni nette statunitensi di passività in dollari per valutare il contributo fornito da tale investimenti.

Statistiche bancarie consolidate della BRI: struttura, applicazioni e miglioramenti recenti

Le statistiche bancarie consolidate della BRI sono la fonte più esauriente di dati aggregati sulle attività estere delle banche e forniscono misure comparabili a livello internazionale delle esposizioni al rischio paese dei sistemi bancari nazionali. Fra i più recenti miglioramenti apportati a tali statistiche figurano la raccolta di informazioni più dettagliate sul trasferimento del rischio, sulle esposizioni connesse con strumenti derivati e sulle attività eventuali. Patrick McGuire e Philip Wooldridge della BRI illustrano il processo di compilazione delle statistiche consolidate, i miglioramenti più recenti che vi sono stati apportati e alcune delle loro applicazioni analitiche. Gli autori mostrano come tali statistiche costituiscano un prezioso strumento non solo per monitorare le esposizioni al rischio paese delle banche, ma anche per integrare altre misure del debito estero in sede di valutazione delle vulnerabilità esterne di un'economia.



Aumento e diminuzione della volatilità dei tassi di interesse in dollari USA: evidenze tratte dalle swaption

La rapida ascesa e il successivo calo delle volatilità implicite dei tassi di interesse in dollari USA registrati dal 2001 sono stati tra gli andamenti di maggiore spicco per i mercati finanziari. Impiegando dati tratti dal mercato delle swaption, Fabio Fornari, già dipendente della BRI, mostra come le oscillazioni della volatilità siano state ben più ampie per i tassi USA che non per quelli in euro, e maggiori per i tassi a breve e le swaption con breve vita residua. Dal confronto fra volatilità implicite e volatilità prospettive ricavate da simulazioni econometriche si evince che i movimenti della volatilità implicita dei tassi in dollari hanno rispecchiato non soltanto le variazioni delle aspettative circa la volatilità futura, ma anche quelle del compenso richiesto per assumersi il rischio di variazioni inattese della volatilità. Sulla base di regressioni, l'autore conclude che le principali determinanti di tale compenso sono stati il livello e la volatilità dei tassi di interesse USA e l'inclinazione della curva dei rendimenti.

Modelli strutturali delle insolvenze: insegnamenti tratti dai dati su singole imprese

Gli indicatori del rischio di insolvenza rivestono un'importanza fondamentale per una solida gestione degli istituti di credito e per la valutazione a fini prudenziali delle loro vulnerabilità. Attraverso la calibrazione di ben noti modelli teorici di insolvenza, Nikola Tarashev della BRI mette a confronto le probabilità di insolvenza generate da tali modelli con i relativi tassi effettivi. Egli riscontra che l'utilizzo di dati relativi alle singole imprese migliora considerevolmente la capacità dei modelli di stimare il livello medio dei tassi di insolvenza per date categorie di rating. Tuttavia, la rilevanza delle informazioni a livello di impresa diminuisce allorché si formulano previsioni circa la dinamica dei tassi di insolvenza nel tempo, poiché in questo caso forte è l'influsso di fattori economici comuni alla totalità delle imprese.