



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

5 dicembre 2005

Rassegna trimestrale BRI Dicembre 2005

La *Rassegna trimestrale BRI*, pubblicata in data odierna, si compone di due parti. La prima fornisce anzitutto un quadro d'insieme degli andamenti recenti nei mercati finanziari, per poi analizzare in maggior dettaglio i flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda parte presenta cinque articoli, ciascuno dei quali esamina un particolare aspetto dei mercati finanziari di nuova formazione: l'avversione al rischio e i premi di rischio nel mercato dei CDS; gli investimenti diretti nel settore finanziario delle economie emergenti; i mercati dei titoli societari in Asia; lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico; il debito pubblico internazionale denominato in moneta locale in America latina.

Le prospettive di inflazione gravano sugli investitori

In settembre e ottobre il deteriorarsi delle prospettive inflazionistiche ha suscitato un certo nervosismo tra gli investitori in tutto il mondo. Le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, derivanti in parte dal rincaro dell'energia, hanno indotto i banchieri centrali negli Stati Uniti e nell'area dell'euro a preannunciare che avrebbe potuto rendersi necessario un inasprimento della politica monetaria per contenere le aspettative di inflazione. Di conseguenza, gli investitori hanno rivisto al rialzo le loro previsioni circa i futuri tassi ufficiali. Ciò ha prodotto nei principali mercati un'ascesa dei rendimenti obbligazionari, che nel segmento a lungo termine sono comunque rimasti su livelli modesti rispetto ai massimi del 2004.

La prospettiva di un inasprimento più rapido delle condizioni monetarie ha contribuito ad accentuare la volatilità nei mercati azionari. Agli inizi di ottobre i corsi delle azioni sono nettamente calati ovunque, per poi tornare a salire in novembre, favoriti dai segnali di una crescita ancora vigorosa negli Stati Uniti, nonché dagli annunci di fusioni, riacquisti di azioni proprie e aumento dei dividendi. In Giappone la performance dei listini è stata superiore a quella di gran parte degli altri mercati durante tutto il periodo. In questo paese l'incipiente ripresa della domanda interna ha accresciuto le probabilità di una fine della fase pluriennale di deflazione.



Mentre i differenziali sul debito dei mercati emergenti si sono mossi di pari passo con le borse valori, gli spread societari sono rimasti stabili. Contrariamente ai mercati azionari e a quelli del debito emergente, i mercati delle obbligazioni societarie non si sono mai pienamente riavuti dall'ondata di vendite nei precedenti mesi del 2005, e ciò principalmente a causa dei timori per l'impatto che le crescenti iniziative a favore degli azionisti avrebbero potuto avere sulla qualità creditizia delle imprese.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel terzo trimestre 2005 il ritmo dell'attività di raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito è rallentato, determinando un calo del 19% delle emissioni lorde di obbligazioni e *note* rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, data l'intensa raccolta dei precedenti mesi, su base annua le emissioni lorde del terzo trimestre risultano di fatto cresciute di quasi il 10%. I collocamenti sono fortemente aumentati negli Stati Uniti, mentre sono diminuiti nell'area dell'euro. Gli emittenti del comparto ad alto rendimento hanno intensificato ancora una volta il ricorso al mercato internazionale, lasciandosi alle spalle un secondo trimestre debole, su cui avevano inciso le turbolenze nel settore automobilistico statunitense.

I paesi emergenti hanno mantenuto la raccolta su livelli elevati nel trimestre in rassegna, mentre gli spread loro applicati nel mercato secondario sono scesi ai minimi storici. Le emissioni internazionali in moneta locale sono proseguite a ritmo particolarmente sostenuto, preannunciando un anno record per questo segmento del mercato. La stragrande maggioranza delle emissioni origina ancora una volta da prenditori latinoamericani, e in particolare dal Governo del Brasile che vi ha contribuito per \$1,5 miliardi in settembre.

I mercati degli strumenti derivati

Le contrattazioni in strumenti derivati nelle borse internazionali sono diminuite nel terzo trimestre 2005. Il turnover complessivo dei contratti su reddito fisso, indici azionari e valute è sceso su base trimestrale del 4%, a \$357 trilioni, anche se il calo è dovuto soprattutto a fattori stagionali che tendono a deprimere l'attività su tassi di interesse nel terzo trimestre. Per contro, su base annua il tasso di crescita è lievemente aumentato, al 23%, dal 21% del trimestre precedente.

L'attività è stata particolarmente sostenuta nel comparto dei futures e delle opzioni su indici azionari, con un incremento del 22%, a \$34 trilioni, dopo il ristagno del primo semestre. Il turnover di contratti su indici coreani ha superato per la prima volta quello su indici statunitensi. Per quanto riguarda il segmento valutario, la crescita del mercato obbligazionario nazionale in Messico ha favorito lo sviluppo di un mercato OTC sempre più sofisticato per i contratti derivati sul peso messicano.

Lo sviluppo del mercato dei *credit default swap* nella prima metà del 2005 ha resistito alla fase di vendite di primavera sui mercati creditizi. Gli ammontari nozionali si sono accresciuti del 60%, a \$10 trilioni, superando di gran lunga l'aumento dei contratti sottostanti e accrescendo così il rischio di situazioni di scarsità (o *squeeze*) nel mercato. Inoltre, l'assegnazione delle operazioni senza previa notifica alle controparti ha contribuito a ritardare la convalida delle transazioni. Sebbene gli operatori si siano impegnati a migliorare questo tipo di servizi, è ancora presto per valutare i progressi compiuti in tale ambito.



Il mercato bancario internazionale

Le operazioni interbancarie hanno contribuito alla forte crescita delle attività internazionali di banche dichiaranti alla BRI nel *secondo trimestre 2005*. Le istituzioni bancarie hanno incanalato fondi verso omologhe negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore, per un terzo circa sotto forma di transazioni intragrupo. Anche il credito a mutuatari non bancari è cresciuto ulteriormente, grazie agli investimenti delle banche in titoli di debito, principalmente emessi nell'area dell'euro.

Nel secondo trimestre le economie emergenti nel loro insieme hanno fatto registrare un ingente deflusso netto di fondi. In seguito ai rincari del greggio negli anni precedenti, i paesi esportatori di petrolio avevano fortemente incrementato i loro introiti destinabili alla spesa o a investimenti. Poiché questi flussi sono stati in parte convogliati verso istituzioni bancarie all'estero, i depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI sono conseguentemente aumentati. Nel trimestre sotto rassegna il crescente volume di depositi effettuati da residenti in Arabia Saudita, Russia, Venezuela e altri paesi esportatori di petrolio è stato all'origine dei deflussi netti relativamente cospicui dalle economie emergenti.

Il riciclaggio dei petrodollari nel sistema finanziario internazionale cui si è assistito nel più recente ciclo differisce per molti importanti aspetti dagli andamenti osservati durante precedenti periodi di aumento dei corsi petroliferi. Se storicamente i paesi esportatori di greggio avevano depositato una parte significativa di petrodollari presso banche, di recente questi fondi sono stati sempre più spesso convogliati verso altre destinazioni, il che ha concorso a un aumento nella quota di petrodollari non rilevabili sulla base dei dati di controparte. Inoltre, mentre i depositi di petrodollari sono ancora ingenti, l'importanza dei membri OPEC quali fornitori di fondi per le banche dichiaranti alla BRI è andata diminuendo nel tempo.

Saggi monografici

Avversione al rischio e premi di rischio nel mercato dei CDS

Gli spread applicati ai *credit default swap* (CDS) compensano gli investitori per le perdite attese, ma contengono altresì premi di rischio che rispecchiano l'avversione degli investitori al rischio di insolvenza. In base a un'analisi condotta sugli spread degli indici di CDS e sulle probabilità di insolvenza delle entità di riferimento degli indici stessi nel periodo 2002-05, Jeffery Amato della BRI rileva che negli ultimi anni le stime dei premi di rischio e dell'avversione al rischio hanno subito ampie oscillazioni. L'autore fornisce evidenze statistiche di come i premi e l'avversione al rischio siano stati influenzati non soltanto dalle variabili macroeconomiche fondamentali, come l'orientamento della politica monetaria, ma anche da fattori tecnici di mercato come le emissioni di *collateralised debt obligation*.

Banche estere nelle economie di mercato emergenti: nuovi protagonisti, nuove sfide

Gli investimenti diretti esteri nel settore finanziario (IDESF) delle economie di mercato emergenti sono fortemente cresciuti nell'ultimo decennio. Rifacendosi in ampia misura a un recente rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale, Dietrich Domanski della BRI analizza la configurazione degli IDESF in varie aree



emergenti e la tipologia delle istituzioni interessate. Pur riconoscendo i benefici derivanti da una maggiore efficienza del settore finanziario, l'autore argomenta che la proprietà estera delle istituzioni bancarie pone i paesi ospitanti di fronte a nuove sfide originate dal trasferimento all'estero del processo decisionale e da possibili incompatibilità tra le strutture organizzative delle banche di proprietà estera e i sistemi legislativi e regolamentari dei paesi ospitanti. Domanski conclude che il miglior modo di affrontare molte di queste sfide consiste nel coordinare a livello internazionale l'azione degli organi di regolamentazione e delle banche centrali.

I mercati dei titoli societari in Asia

Negli ultimi anni i responsabili delle politiche in Asia hanno cominciato a prestare crescente attenzione allo sviluppo dei mercati delle obbligazioni societarie o private. Jacob Gyntelberg, Guonan Ma ed Eli Remolona della BRI riscontrano che in Asia esistono mercati delle obbligazioni societarie di piccole e grandi dimensioni, e che alcuni mercati primari si sono aperti con successo alle emissioni estere mentre altri si basano principalmente su prenditori parastatali. Gli autori sostengono che i mercati secondari del continente potrebbero incontrare problemi di liquidità dovuti in varia misura alla ristretta base di investitori, all'inadeguatezza delle microstrutture e alla mancanza di informazioni tempestive sugli emittenti. Essi concludono che nel più lungo periodo i fattori più importanti per lo sviluppo dei mercati delle obbligazioni private potrebbero essere la diversificazione della base di investitori e il miglioramento del flusso di informazioni sul credito.

Riduzione della vulnerabilità finanziaria: sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico

I mercati nazionali delle obbligazioni di Stato denominate in peso si sono rapidamente sviluppati in Messico dopo la "crisi tequila" di metà anni novanta. Serge Jeanneau della BRI e Carlos Pérez Verdia del Banco de México sostengono che le varie iniziative avviate dal governo del paese hanno contribuito a promuovere tale sviluppo. Essi forniscono dati che attestano un allungamento della struttura per scadenze del debito pubblico interno, un miglioramento della liquidità sul mercato secondario e la crescente efficienza delle aste sul mercato primario. Nonostante questi significativi progressi, gli autori fanno rilevare come permangano ancora vulnerabilità.

Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina

Tradizionalmente i governi latinoamericani hanno incontrato notevoli difficoltà nell'emettere titoli di debito denominati in moneta locale sui mercati internazionali. Camilo Tovar della BRI analizza il recente ricorso a questo tipo di emissioni in tre paesi della regione, Brasile, Colombia e Uruguay. Egli osserva come queste operazioni siano state favorite da cambiamenti di natura sia strutturale sia ciclica. Secondo l'autore, resta tuttavia da vedere in che misura l'emissione di titoli internazionali in moneta locale possa integrare lo sviluppo dei mercati del debito interni.