



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

6 marzo 2006

Rassegna trimestrale BRI Marzo 2006

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima parte presenta un quadro generale dei recenti andamenti nei mercati finanziari, e passa poi ad analizzare in maggior dettaglio i flussi di capitali nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda parte propone quattro articoli sui seguenti argomenti: i nuovi indici dei tassi di cambio effettivi elaborati dalla BRI; gli ultimi sviluppi nel sistema della finanza immobiliare USA; l'esperienza maturata sull'euromercato nelle emissioni di *basket currency bond*; l'uso delle informazioni tratte dai prezzi delle opzioni per desumere i premi al rischio su diversi mercati delle attività.

Mercati emergenti ai massimi storici

Agli inizi dell'anno i prezzi delle attività nei mercati emergenti sono balzati a livelli record: gli investitori esteri si sono lanciati in acquisti di titoli azionari e obbligazionari, sospingendo le valutazioni di tali mercati verso – e in taluni casi oltre – il limite superiore dell'intervallo storico. Ad alimentare l'entusiasmo degli operatori per i titoli emergenti è stato il costante miglioramento delle grandezze fondamentali in molti paesi dell'area, ma all'ascesa delle quotazioni avrebbe contribuito in misura rilevante anche l'accresciuta propensione al rischio.

Sulle piazze principali si è osservato un minore dinamismo. Gli investitori sono sembrati perplessi circa il livello corrente delle valutazioni di azioni e obbligazioni private ma, al tempo stesso, incerti su come posizionarsi. Le quotazioni azionarie degli Stati Uniti hanno risentito delle dinamiche di tassi di interesse, corsi petroliferi e utili societari. In Giappone alcuni eventi apparentemente episodici hanno prodotto ricadute sistemiche, arrestando per breve tempo in gennaio la fase rialzista alla borsa di Tokyo. Se alcuni provvedimenti in favore degli azionisti – come le operazioni di *leveraged buyout* – hanno continuato a pesare sui mercati del debito societario, i rischi sottostanti non hanno tuttavia impedito agli spread di stabilizzarsi nuovamente in prossimità dei minimi ciclici.



Sui mercati dei titoli pubblici e degli swap i rendimenti sono cresciuti nonostante un contrastante quadro economico, nell'aspettativa di un ulteriore inasprimento monetario negli Stati Uniti e in Europa. In Giappone, dove l'inflazione ha assunto valori positivi, le attese del mercato si sono orientate verso un abbandono anticipato della politica di allentamento quantitativo.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Negli ultimi tre mesi del 2005 le emissioni lorde globali di obbligazioni e *note* internazionali sono cresciute del 25%, sebbene il quarto trimestre sia solitamente il più calmo nel calendario dei collocamenti internazionali. La raccolta dei paesi emergenti è rimasta sostenuta, a chiusura di un anno senza precedenti durante il quale le emissioni lorde sono aumentate di oltre il 50%. Evidentemente, i mutuatari dell'area hanno tratto profitto dalle favorevolissime condizioni di finanziamento prevalse per quasi tutto l'anno, non ultimo il calo degli spread a nuovi minimi storici. Per contro, sono diminuite le emissioni ad alto rendimento nelle economie sviluppate, malgrado la sostanziale stabilità degli spread nell'arco dell'intero trimestre.

Su base netta, le emissioni globali di obbligazioni e *note* sono più che raddoppiate nel periodo sotto rassegna, passando da \$237 a 572 miliardi. L'incremento è stato particolarmente significativo per i mutuatari di Stati Uniti, Regno Unito, area dell'euro e mercati emergenti. Da segnalare infine l'aumento della raccolta netta di Freddie Mac, più che triplicata negli ultimi tre mesi dell'anno.

I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre 2005 sono diminuiti gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali: in termini nominali, il turnover dei contratti su reddito fisso, indici azionari e valute ha perso complessivamente il 4% rispetto al periodo precedente, scendendo a \$344 trilioni. Analogamente al terzo trimestre, il calo è dovuto soprattutto a fattori stagionali, che nella seconda metà dell'anno tendono a deprimere l'attività nel comparto dei tassi di interesse. Su base annua la crescita è rimasta invariata al 22%.

Nel segmento dei tassi di interesse il calo dell'attività sui mercati statunitensi e giapponesi è stato in parte compensato dall'aumento del turnover su tassi a breve in euro intervenuto nel periodo precedente la stretta monetaria posta in atto dalla BCE il 1° dicembre. Le negoziazioni di derivati su indici azionari hanno toccato il livello record di \$39 trilioni, con un aumento del 14%, che ha interessato soprattutto i contratti su indici giapponesi e statunitensi. In crescita anche il volume dei prodotti valutari negoziati in borsa, salito dell'8%, a \$3,3 trilioni. I derivati su merci hanno fatto registrare un leggero progresso nel trimestre in esame, poiché al netto incremento degli scambi di contratti su metalli preziosi si è contrapposta una flessione del turnover nel comparto energetico.

Il mercato bancario internazionale

Nel terzo trimestre 2005 le attività internazionali totali hanno continuato a crescere, benché a un ritmo lievemente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti. L'espansione complessiva è riconducibile per oltre il 50% all'attività interbancaria, ma vi hanno parimenti contribuito gli impieghi verso soggetti non bancari nei centri offshore. Anche il credito a mutuatari non bancari negli Stati



Uniti è cresciuto in misura notevole, marcando il quinto trimestre consecutivo di forte incremento delle attività totali nei confronti del settore non bancario.

I principali paesi esportatori di petrolio hanno seguito a convogliare parte dei loro proventi petroliferi verso banche dichiaranti alla BRI, mentre le istituzioni in Asia – comprese alcune banche centrali – hanno collocato fondi su conti esteri. Presi congiuntamente, questi depositi hanno più che compensato l'aumento del credito a prenditori di Europa emergente e Asia-Pacifico, dando luogo nel complesso a un deflusso netto di capitali dai mercati emergenti.

Le nuove statistiche bancarie consolidate della BRI – che quantificano le esposizioni sull'estero delle banche commerciali attive a livello internazionale – ricomprendono ora i dati relativi a garanzie, impegni e strumenti derivati delle banche dell'area dichiarante. Nel terzo trimestre 2005 queste poste rappresentavano in termini di consistenze il 40% circa degli impieghi di bilancio a fronte di prestiti e titoli. Va rilevato che quando le banche dispongono di una solida clientela per impieghi di questo tipo, lo stock di derivati e crediti di firma nei confronti di economie emergenti tende ad essere maggiore.

Saggi monografici

I nuovi indici dei tassi di cambio effettivi elaborati dalla BRI

Rispetto a un qualsivoglia rapporto di cambio bilaterale, il tasso di cambio effettivo (TCE) fornisce un indicatore migliore degli effetti macroeconomici dei tassi di cambio. Per questa ragione, le misure dei TCE sono essenziali tanto per le autorità quanto per gli operatori di mercato. Marc Klau e San Sau Fung della BRI illustrano le principali caratteristiche dei nuovi indici dei TCE elaborati dalla Banca, fra cui l'estensione della copertura a un maggior numero di economie, l'adozione di ponderazioni variabili nel tempo basate sull'interscambio commerciale, nonché i particolari aggiustamenti introdotti per tener conto degli scambi mercantili fra Cina continentale e resto del mondo transitanti indirettamente per Hong Kong SAR. Dopo aver confrontato la versione aggiornata con i precedenti indici della BRI, gli autori giungono alla conclusione secondo cui le nuove ponderazioni – rappresentando in maniera più puntuale i flussi commerciali – dovrebbero accrescere l'utilità degli indici dei TCE della BRI quali indicatori affidabili dei movimenti di cambio e del relativo impatto. I nuovi indici sono ora disponibili sul sito internet della Banca.

Finanziare o non finanziare? Un'analisi del mercato immobiliare USA nel nuovo secolo

Il sistema della finanza immobiliare USA è profondamente cambiato negli ultimi anni, tanto che la cartolarizzazione di prestiti a soggetti non di prim'ordine rappresenta una quota sempre maggiore del credito immobiliare. Oltre a ciò, i mercati ipotecari ricorrono in misura crescente alle tecniche di *credit scoring* per differenziare i profili di solvibilità dei mutuatari. Dopo aver dimostrato come i nuovi prodotti ipotecari tendano ad imporsi molto più energicamente su mercati immobiliari dinamici, Allen Frankel della BRI rileva che, in conseguenza di questi sviluppi, molte famiglie dispongono oggi di un più ampio accesso al finanziamento immobiliare. Tuttavia, se le condizioni del mercato abitativo dovessero deteriorarsi, coloro che hanno investito massicciamente in titoli garantiti da ipoteca potrebbero incorrere in nuovi problemi in sede di valutazione, se non anche in rischi imprevedibili.



L'esperienza dell'euromercato nelle emissioni di *basket currency bond*

L'utilizzo di panieri di valute europee è stato spesso citato come un possibile precedente per lo sviluppo di un mercato obbligazionario regionale in Asia. Robert McCauley della BRI e Clifford Dammers, già Head of Regulatory Policy presso la International Capital Market Association, analizzano le emissioni multivalutarie sull'euromercato nei decenni precedenti l'introduzione dell'euro nel 1999. Secondo gli autori, il limitato successo delle obbligazioni internazionali in ECU negli anni ottanta e novanta fu dovuto più ai vincoli posti all'internazionalizzazione del marco tedesco e ad investimenti speculativi che non ai vantaggi della diversificazione. La conclusione cui McCauley e Dammers pervengono è che i futuri guadagni per la politica economica derivanti dall'emissione di *basket currency bond* debbano essere soppesati a fronte del rischio di possibili perdite di liquidità nei mercati obbligazionari interni.

Premi al rischio: informazioni tratte dai prezzi delle opzioni su diversi mercati delle attività

L'analisi finanziaria si incentra spesso sull'individuazione e lo studio dei premi al rischio – il compenso richiesto dagli investitori a fronte dell'assunzione di rischio – incorporati nei prezzi delle attività. Nikola Tarashev e Kostas Tsatsaronis della BRI esaminano i prezzi delle opzioni su entrambi i mercati azionario e monetario USA per desumere misure dei premi al rischio che siano coerenti con un unico prezzo del rischio. Gli autori rilevano come queste misure presentino una correlazione positiva con le misure del rischio e una negativa con i rendimenti storici di mercato. Essi concludono che le stime coerenti dei premi al rischio possono essere utili nell'interpretare le condizioni del mercato finanziario e valutare le prospettive a breve termine per i mercati mobiliari.