



Comunicato stampa

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

14 marzo 2007

Rassegna trimestrale BRI Marzo 2007

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima presenta una panoramica degli ultimi sviluppi sui mercati finanziari ed esamina quindi in maggior dettaglio gli aspetti salienti delle più recenti statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. La seconda si compone di cinque articoli monografici concernenti l'interpretazione degli spread sulle emissioni sovrane, i tassi di cambio e la volatilità globale, l'investimento finanziario nei mercati delle materie prime, i derivati economici, e infine la misurazione del rischio di credito di portafoglio.

Mercati al rialzo sino a febbraio inoltrato¹

Da fine novembre alla penultima settimana di febbraio i corsi delle attività rischiose si sono mossi al rialzo, sostenuti dai segnali di miglioramento delle prospettive di crescita economica e dal livello della volatilità implicita, rimasto in prossimità dei minimi storici. In tale contesto, i rendimenti nei principali mercati dei titoli pubblici sono saliti e si è diffusa tra gli investitori la percezione che nel breve periodo la politica monetaria sarebbe stata più restrittiva di quanto inizialmente previsto. Negli Stati Uniti la pubblicazione di dati che segnalavano una sorprendente solidità dell'economia, specie nella prima metà del periodo in esame, ha contribuito a ridimensionare le aspettative di un abbassamento a breve termine dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve.

La redditività delle imprese e il perdurante vigore dell'attività di fusione e acquisizione hanno concorso ai rialzi dei mercati azionari mondiali. Nello stesso tempo, gli spread sul debito societario ad alto rendimento sono scesi ai minimi assoluti, rispecchiando un'elevata propensione al rischio degli investitori, solidi bilanci aziendali e tassi di insolvenza eccezionalmente bassi, specie fra i mutuatari più rischiosi. Gli spread in taluni mercati delle *collateralised debt obligation*, in

¹ Il Quadro generale degli sviluppi copre il periodo da fine novembre 2006 al 23 febbraio 2007.



particolare quelli collegati al settore dell'edilizia residenziale statunitense, si sono ampliati sensibilmente negli ultimi due mesi, forse preannunciando più in generale una svolta nel ciclo del credito per i mesi a venire.

Analogamente a quanto osservato nei mercati ad alto rendimento dei paesi avanzati, anche nelle economie emergenti gli spread hanno toccato i minimi storici nei primi due mesi del 2007, mentre le quotazioni azionarie hanno continuato a salire. Sebbene gli eventi locali abbiano influito negativamente in alcuni singoli paesi, sino all'ultima settimana di febbraio essi non sembravano aver prodotto complessivamente un impatto di rilievo sulle aspettative riguardo alle attività dei mercati emergenti. Al contrario, gli investitori pronosticavano perlopiù un perdurante vigore delle economie emergenti in generale, così come un miglioramento delle prospettive per l'economia statunitense. La loro forte propensione al rischio ha rappresentato probabilmente un altro importante fattore alla base della dinamica dei prezzi delle attività nei mercati emergenti durante il periodo in rassegna.

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale

L'attività di emissione lorda sul mercato dei titoli di debito internazionali nel *quarto trimestre 2006* ha fatto registrare una crescita di oltre il 10% sull'anno precedente. I volumi in essere sono aumentati di quasi \$1 trilione, a \$18 trilioni. L'incremento maggiore ha riguardato le emissioni in dollari, la cui crescita lorda ha toccato il livello massimo degli ultimi cinque anni. Nell'ambito dei paesi sviluppati, la quota delle emissioni lorde dell'area dell'euro ha continuato a salire, portandosi al 41% nel trimestre in esame, mentre nei mercati emergenti i più attivi sono stati gli emittenti europei e latinoamericani.

Nel *quarto trimestre 2006* gli scambi di strumenti derivati presso le borse internazionali hanno subito un rallentamento. In termini di importi nozionali, il turnover complessivo dei contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è diminuito del 7%, a \$431 trilioni, principalmente a causa di una flessione stagionale nel segmento dei tassi di interesse. Per contro, ha segnato un aumento l'attività in derivati su indici azionari (+5%) e valute (+19%). I futures e le opzioni su merci, non compresi nel precedente totale, sono saliti del 12% in termini di numero di contratti negoziati, soprattutto grazie alla forte crescita del turnover di contratti su derrate agricole in Cina.

Sul mercato bancario internazionale, nel *terzo trimestre 2006* lo stock di crediti transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI ha raggiunto un ammontare di \$25 trilioni, con un aumento del 16% sull'anno precedente che, benché leggermente superiore a quello registrato nel secondo trimestre, è risultato in linea con le medie storiche. La crescita è stata particolarmente sostenuta per le attività denominate in sterline e dollari. Oltre la metà dell'espansione dei crediti erogati da banche nell'area sviluppata va attribuita al Regno Unito. I mercati emergenti, invece, sono stati importanti fornitori di depositi: le attività nette delle banche dichiaranti nei loro confronti sono diminuite di \$64 miliardi.

Le statistiche bancarie consolidate in base alla nazionalità delle banche dichiaranti ed escludendo le posizioni intragruppo evidenziano che l'espansione delle attività estere nel *terzo trimestre 2006* è da attribuirsi soprattutto alle banche francesi, britanniche e svizzere. Destinatari dei nuovi crediti sono stati principalmente i mutuatari negli Stati Uniti, nei mercati emergenti e nell'area dell'euro. Sulla base del rischio ultimo, le banche dichiaranti hanno accresciuto le esposizioni nei confronti della quasi totalità dei paesi, nonostante le tensioni politiche e militari in



alcuni di essi. I trasferimenti di rischio hanno continuato a essere relativamente modesti in rapporto alle esposizioni bancarie verso i mercati emergenti.

Saggi monografici

Come interpretare gli spread sul debito sovrano

Negli ultimi anni si è assistito a un restringimento costante e considerevole degli spread sul debito di emittenti sovrani dei mercati emergenti. Rifacendosi alla letteratura sul *pricing* delle attività, Eli Remolona e Michela Scatigna della BRI, insieme a Eliza Wu della University of New South Wales, propongono uno schema analitico per interpretare i differenziali di rendimento relativi alle emissioni pubbliche. Tali differenziali possono essere suddivisi in due componenti: la perdita attesa per insolvenza e il premio per il rischio, che riflette il prezzo dato dagli investitori al rischio di perdite inattese. Gli autori mostrano come il premio per il rischio sia la componente maggiore degli spread medi, anche nei periodi in cui questi ultimi risultano relativamente esigui.

Tassi di cambio e volatilità nei mercati mondiali: implicazioni per le monete dell'Asia-Pacifico

Durante la fase di cessioni delle attività dei mercati emergenti nei mesi di maggio e giugno 2006, i deprezzamenti maggiori sono stati registrati dalle valute a rendimento più elevato. In un'analisi della relazione fra tassi di cambio e volatilità nei mercati mondiali, Corrinne Ho e Robert McCauley della BRI e John Cairns di IDEA Global documentano come, nei periodi di accresciuta volatilità dei mercati azionari e obbligazionari internazionali, le monete che offrono rendimenti più elevati tendano di norma a deprezzarsi nei confronti del dollaro statunitense, mentre quelle a basso rendimento siano generalmente utilizzate come valute "rifugio". L'indagine trasversale condotta rivela che la sensibilità delle valute alla volatilità globale dipende in larga misura dal livello dei tassi di interesse a breve termine e, in misura minore, dall'entità della posizione debitoria netta sull'estero. Gli autori concludono che la convergenza dei tassi di inflazione in Asia è probabilmente destinata a ridurre le differenze di reazione delle varie monete asiatiche di fronte a una variazione della volatilità nei mercati mondiali.

L'investimento finanziario nei mercati delle materie prime

Negli ultimi anni si è riscontrato un notevole interesse per l'investimento finanziario nei mercati delle materie prime, che ha coinvolto una gamma sempre maggiore di strumenti e strategie. Dietrich Domanski e Alexandra Heath della BRI esaminano i fattori all'origine della crescente attrattiva di questi mercati e valutano in che misura le loro caratteristiche, come la volatilità dei prezzi, siano cambiate in conseguenza di ciò. Gli autori concludono che i mercati delle materie prime sono divenuti più simili a quelli finanziari in termini di motivazioni e strategie degli operatori, anche se per il loro funzionamento continuano ad avere un ruolo rilevante le caratteristiche fisiche dei beni scambiati, quali i livelli delle scorte e i costi marginali di produzione.



I derivati economici

I derivati economici consentono agli operatori di posizionarsi in maniera diretta sull'esito della pubblicazione di dati macroeconomici. In un'analisi delle motivazioni alla base della loro negoziazione, Blaise Gadanecz, Richhild Moessner e Christian Upper della BRI rilevano che, ai fini dell'assunzione di posizioni sugli annunci macroeconomici, tali derivati risultano più adatti rispetto ai contratti finanziari più liquidi e convenzionali, i cui prezzi reagiscono spesso in modo imprevedibile alla pubblicazione di dati inattesi. A differenza degli indicatori ricavati dalle indagini, inoltre, i prezzi dei derivati economici forniscono informazioni sull'intera distribuzione di probabilità sottostante le aspettative del mercato, e non soltanto stime puntuali. Gli autori concludono che le misure dell'incertezza ricavate da tali distribuzioni sono fonte di informazioni preziose sul modo in cui l'incertezza circa l'economia varia e influisce sui mercati finanziari.

Misurazione del rischio di credito di portafoglio: errori di modellizzazione ed errori di calibrazione

La valutazione del rischio di credito basata su modelli statistici è soggetta a errori sia di specificazione sia di calibrazione. Facendo riferimento a un noto modello del rischio di credito, Nikola Tarashev e Haibin Zhu della BRI propongono una metodologia per quantificare l'importanza relativa di queste due fonti di errore, applicandola a un'ampia serie di dati. Gli autori riscontrano che un'errata calibrazione del modello può incidere considerevolmente sul livello stimato del rischio di credito insito in un portafoglio, mentre un'errata specificazione ha ripercussioni minori, specie nel caso di portafogli di grandi dimensioni e ben diversificati.