



Comunicato stampa

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

8 settembre 2003

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2003

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza la recente evoluzione dei mercati finanziari, i flussi creditizi nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività di borsa in strumenti derivati. La seconda presenta quattro saggi monografici su argomenti di particolare interesse; questa edizione prende in esame il mutamento dei nessi tra mercati finanziari maturi ed emergenti, le differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera, alcune questioni relative alla ricerca di rendimenti migliori da parte dei gestori di riserve e i recenti sviluppi nella gestione istituzionale di patrimoni.

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

Ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali

A fine giugno e in luglio i mercati obbligazionari globali sono incorsi nella maggiore ondata di vendite dal 1994. I rendimenti in dollari USA, yen ed euro hanno tutti segnato forti impennate, rispecchiando in parte le correzioni al rialzo nelle aspettative degli operatori sulle prospettive della crescita mondiale. All'origine di tale incremento potrebbero inoltre esservi state le nuove valutazioni degli investitori obbligazionari circa la probabilità che la Riserva federale USA ricorra a misure non convenzionali di politica monetaria.

Sul mercato del dollaro USA il rialzo dei rendimenti è stato accentuato dalle operazioni di copertura messe in atto dai detentori di titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). All'aumentare dei rendimenti i flussi di rifinanziamento ipotecario hanno cominciato a prosciugarsi, allungando la durata media finanziaria dei portafogli di MBS al di là degli obiettivi degli investitori. Al fine di ripristinare la duration desiderata, molti di essi si sono rivolti al mercato degli swap su tassi d'interesse, dove le forti richieste di pagare il tasso fisso dei contratti hanno concorso a un raddoppiamento degli spread.

La propagazione di questi andamenti ai mercati creditizi e azionari è stata per lo più limitata. Sebbene i differenziali nei comparti "high yield" ed emergente si siano ampliati man mano che rallentava la corsa ai rendimenti, la volatilità sui mercati dei titoli di Stato e degli swap non ha innescato cessioni generalizzate su quelli del credito. La situazione è stata analoga per le borse valori. Anzi, la crescita dei rendimenti obbligazionari non ha impedito al mercato azionario di Tokyo di segnare forti rialzi. Le valutazioni delle banche e

di quasi tutte le altre istituzioni finanziarie hanno seguito l'andamento degli indici ampi di mercato, a indicare che gli investitori non nutrivano preoccupazioni circa l'impatto dei più elevati rendimenti sui bilanci di tali imprese.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel *secondo trimestre 2003* la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha continuato a essere sostenuta. Le emissioni nette aggregate sono ammontate a \$346 miliardi, rimanendo sostanzialmente invariate rispetto al periodo precedente. Ciò ha portato i collocamenti netti della prima metà dell'anno a \$701 miliardi, con un incremento dell'8% sui primi sei mesi del 2002 e un aumento ancor più consistente rispetto al semestre successivo, caratterizzato da una debole attività. Gli investitori alla ricerca di migliori rendimenti si sono riversati massicciamente sulle nuove emissioni, mentre i mutuatari hanno continuato ad approfittare dei livelli storicamente bassi dei tassi a lungo termine per allungare la scadenza del debito.

L'accresciuta domanda di prodotti creditizi ha creato un contesto favorevole per le emissioni a più basso rating. I mutuatari emergenti, in particolare, hanno beneficiato ancora una volta della buona accoglienza dei mercati internazionali dei capitali. La loro attività di raccolta è rimasta piuttosto vivace, dato che gli spread sulle obbligazioni governative ad alto rendimento sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta. Il trimestre in rassegna è stato inoltre contraddistinto da una forte ripresa dei collocamenti di titoli speculativi da parte di prenditori di paesi sviluppati.

I mercati degli strumenti derivati

Nel *secondo trimestre 2003* il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è cresciuto ulteriormente; il valore complessivo delle contrattazioni in prodotti su tassi d'interesse, indici azionari e valute è salito del 24%, raggiungendo \$246 trilioni. L'attività è stata sostenuta per tutte le grandi categorie di rischio di mercato, ma in modo particolare per i contratti su tassi d'interesse.

Questi strumenti, che coprono la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato, hanno continuato a registrare forti ritmi di crescita nel periodo in esame. Il volume delle transazioni è aumentato del 25%, a \$226,2 trilioni, contro il 18% del trimestre precedente. L'incremento ha interessato soprattutto le borse statunitensi e sembra derivare da operazioni di copertura effettuate in previsione di future manovre di politica monetaria.

Il mercato bancario internazionale

Il credito a mutuatari non bancari – per lo più sotto forma di operazioni pronti contro termine, prestiti intragruppo e finanziamenti a governi – ha sospinto i flussi bancari internazionali nel *primo trimestre 2003*. Confermando una tendenza osservabile già dalla metà del 2002, e di riflesso alla fiacca crescita dell'economia, le banche di molti paesi sviluppati hanno operato una ricomposizione dei portafogli prestiti a livello consolidato a scapito del settore privato non bancario. Inoltre, in numerosi sistemi bancari è proseguita la riduzione degli impieghi nei confronti di prenditori di paesi in via di sviluppo a più basso rating.

Ai mercati emergenti sono affluiti capitali su base netta, anche se permangono differenze a livello regionale. L'America latina ha continuato a registrare deflussi netti, di riflesso ai trasferimenti di depositi e alla contrazione dei crediti verso soggetti non bancari di Messico, Brasile e Argentina. Ciò è stato più che compensato dagli afflussi netti di fondi a favore della regione Asia-Pacifico, dovuti principalmente agli accresciuti impieghi verso il settore bancario cinese. I paesi dell'Europa emergente, specie quelli impegnati nei negoziati di adesione alla UE, sono stati ancora una volta destinatari di nuovi prestiti bancari.

Saggi monografici

Cambiano i nessi tra mercati maturi ed emergenti

L'integrazione tra mercati finanziari maturi ed emergenti ha raggiunto oggi livelli mai toccati dalla prima guerra mondiale. Philip Wooldridge, Dietrich Domanski e Anna Cobau della BRI esaminano i tre modi in cui è avvenuta tale integrazione. Primo, negli ultimi anni si è ampliata la gamma di investitori esteri sui mercati emergenti. Secondo, le operazioni effettuate localmente dalle istituzioni finanziarie straniere vanno acquisendo un ruolo sempre più importante, e talvolta persino dominante, nei sistemi finanziari di molti di questi mercati. Terzo, è in costante aumento la presenza nei sistemi finanziari esteri degli stessi residenti dell'area emergente, in qualità sia di emittenti sia di investitori. Dopo aver passato in rassegna tali sviluppi, gli autori analizzano varie questioni correlate di politica economica.

Differenze di rating sui prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera

Per le agenzie di rating è ormai divenuta prassi corrente quella di assegnare agli emittenti sovrani una valutazione sul debito in moneta locale, oltre a quella sui prestiti in valuta. Nell'esaminare tale prassi, Frank Packer della BRI rileva come il rating in moneta locale sia spesso più elevato, rispecchiando la presunta maggiore capacità e disponibilità dei governi a onorare i prestiti denominati in moneta nazionale. L'autore analizza inoltre la frequenza e la dimensione degli scarti fra i due rating. Dall'analisi emergono non soltanto divergenze tra mutuatari, ma anche sorprendenti differenze tra le stesse agenzie, a riprova di un'ampia disparità di vedute in merito alla valutazione dei rischi associati alle obbligazioni in moneta locale.

Ricerca dei rendimenti: alcune alternative a disposizione dei gestori di riserve

Alla luce dei rendimenti storicamente bassi sui titoli di Stato ad alto rating, i gestori di riserve hanno dovuto ricercare strumenti a più elevato rendimento allo scopo di accrescere la redditività. Eli Remolona della BRI e Martijn Schrijvers della Nederlandsche Bank incentrano la loro analisi su tre fattispecie in cui le questioni relative ai maggiori rendimenti rivestono particolare interesse: un portafoglio con più lunga durata media finanziaria, uno di obbligazioni societarie e un altro di valute a più alto rendimento. Nel primo caso gli autori si chiedono se l'attuale contesto di bassi rendimenti non implichi un nuovo trade-off fra duration e volatilità. Per quanto riguarda le obbligazioni private, gli autori esaminano la sfida rappresentata dalla gestione di un portafoglio in cui il rischio è caratterizzato da basse probabilità di pesanti perdite. Nell'ultima fattispecie essi considerano la già discussa eventualità che i maggiori rendimenti associati a talune valute tendano ad essere controbilanciati dalle oscillazioni del cambio.

Gestione istituzionale dei patrimoni: trend, incentivi, efficienza del mercato

La gestione istituzionale di patrimoni ha acquisito un ruolo sempre più importante sulla scena finanziaria mondiale. Ingo Fender della BRI prende spunto da un recente rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale per fornire una rassegna dei cambiamenti che hanno interessato la struttura del settore e gli incentivi destinati ai gestori. L'autore esamina quindi il modo in cui tali cambiamenti possono ripercuotersi sull'efficienza dei mercati finanziari. Considerato il volume dei fondi gestiti da questo comparto, i meccanismi di incentivazione possono esercitare un impatto significativo sull'allocazione delle risorse da parte dei mercati finanziari globali.