



## Comunicato stampa

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

Rif. n.:

14 giugno 2004

---

### **Rassegna trimestrale BRI Giugno 2004**

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza la recente evoluzione dei mercati finanziari, i flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda parte si compone di tre articoli, che vertono sui seguenti argomenti: impatto degli annunci delle agenzie di rating; liquidità e performance dei mercati obbligazionari locali in Asia; mercati dei "non-deliverable forward" nelle valute asiatiche.

#### **La prospettiva di un innalzamento dei tassi scuote i mercati**

La prospettiva di un possibile aumento dei tassi ufficiali USA prima del previsto ha innescato un'ampia ondata di vendite sui mercati finanziari globali in aprile e agli inizi di maggio. Le reazioni insolitamente vigorose degli operatori in tutto il mondo agli annunci macroeconomici statunitensi e a un comunicato della Federal Reserve, interpretato come il segnale di un atteggiamento meno attendista nel decidere di un aumento dei tassi, hanno provocato perdite sui mercati azionari e delle obbligazioni governative. In un'inversione della precedente ricerca di rendimento, gli spread sui mutuatari sovrani dell'area emergente sono bruscamente aumentati. A incidere sui mercati è intervenuta altresì la crescita dei corsi petroliferi.

Sebbene quasi tutti i mercati abbiano accusato flessioni, alcuni sono stati più colpiti di altri. Inoltre, i comparti che in precedenza avevano seguito andamenti piuttosto ravvicinati hanno dato segni di divergenza. I rendimenti obbligazionari USA sono cresciuti più di quelli degli altri principali mercati, sganciandosi in particolare da quelli in euro. I titoli dei mercati emergenti hanno fatto registrare un ampliamento degli spread sostanzialmente maggiore che le emissioni societarie ad alto rendimento, in parte a causa dell'importanza delle operazioni di "carry trade" di cui sono stati oggetto. Tra i mercati azionari sono stati quelli asiatici a subire i cali più ampi, per i timori di un possibile rallentamento dell'economia cinese.

Malgrado l'entità delle vendite, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate. Non vi sono pressoché state indicazioni che le brusche oscillazioni dei prezzi abbiano causato problemi nell'immediato agli emittenti o agli investitori, ma ciò non esclude che i soggetti più esposti a un aumento dei tassi di interesse possano ancora incontrare difficoltà nei mesi a venire.

## **Il mercato internazionale dei titoli di debito**

Grazie alla ripresa dell'economia mondiale e alle distese condizioni finanziarie, l'attività di raccolta nel mercato internazionale dei titoli di debito è rimasta su livelli record nel *primo trimestre 2004*. Le emissioni nette hanno nuovamente segnato un massimo storico trimestrale, di \$518 miliardi. I mutuatari sovrani, specie in Europa e in America latina, sono stati tra i più attivi, ma è proseguita vigorosa anche la raccolta delle istituzioni finanziarie e delle imprese con più basso rating. I collocamenti di soggetti dei mercati emergenti hanno continuato la loro tendenza al rialzo. Al contrario, la raccolta delle imprese non finanziarie di qualità primaria si è in certa misura spostata dai titoli a lungo termine verso la commercial paper.

Il vigore dell'attività di emissione ha rispecchiato il livello storicamente basso degli spread su pressoché tutta la gamma dei prestiti. Infatti, nonostante il lieve aumento segnato nel corso del primo trimestre, essi risultavano ancora insolitamente esigui rispetto agli standard degli ultimi cinque anni. Ciò è a sua volta riconducibile alla "ricerca di rendimento" degli investitori, disposti ad assumere esposizioni più rischiose alla luce dei rendimenti nominali eccezionalmente bassi sulle attività prive di rischio.

In aprile l'attività è rallentata in gran parte dei settori in un contesto di spread in aumento e di crescenti incertezze riguardo ai tempi e alle implicazioni di un passaggio a un orientamento meno accomodante della politica monetaria negli Stati Uniti. La raccolta dei prenditori dei mercati emergenti è scesa in Asia ed America latina, mentre è rimasta sostenuta in Europa in vista dell'allargamento dell'Unione europea.

## **I mercati degli strumenti derivati**

Il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati finanziari rilevate regolarmente dalla BRI è tornato a crescere nel *primo trimestre 2004*. Il valore totale delle contrattazioni in prodotti su tassi di interesse, indici azionari e valute è ammontato a \$272 trilioni, con un aumento del 31% rispetto al trimestre precedente. Gli scambi di contratti sul reddito fisso e sui cambi sono stati particolarmente vivaci, crescendo in entrambi i casi del 35% circa; comparativamente l'attività su indici azionari è risultata modesta, segnando un aumento del 9%.

Il turnover mondiale nell'arco del trimestre è stato sospinto da un recupero dell'attività in marzo, quando su molte borse le negoziazioni giornaliere hanno raggiunto nuovi record. Gli scambi di opzioni riferite ai tassi a breve europei e ai futures sulle obbligazioni governative tedesche si sono fatti decisamente intensi allorché fra gli operatori si è diffusa la convinzione che la debolezza dei dati economici avrebbe indotto la BCE ad abbassare i tassi ufficiali.

I più recenti dati semestrali pubblicati dalla BRI sulle posizioni aggregate nel mercato dei derivati over-the-counter mostrano che l'attività nella *seconda metà del 2003* è stata sostenuta. L'ammontare nozionale dei contratti in essere è salito del 16%, a quasi \$200 trilioni. I valori lordi di mercato sono scesi del 12%, segnando la prima flessione dal 2001.

## **Il mercato bancario internazionale**

Dopo la forte contrazione del trimestre precedente, nel *quarto trimestre 2003* l'attività sul mercato interbancario internazionale è ritornata ai livelli precedentemente osservati nel corso dell'anno. La ripresa è in gran parte ascrivibile ai crediti in dollari USA erogati dalle banche nei centri offshore, nel Regno Unito e nell'area dell'euro a controparti situate in queste stesse aree o negli Stati Uniti. I prestiti alla clientela non bancaria, che avevano dato timidi segnali di recupero nel terzo trimestre, sono ristagnati nel periodo sotto rassegna; il modesto aumento che si è potuto osservare è in gran parte dovuto all'attività dei centri offshore nei confronti di prenditori negli Stati Uniti.

Benché in misura meno pronunciata rispetto ai periodi precedenti, anche nel quarto trimestre del 2003 si è potuto osservare all'interno delle esposizioni bancarie nei confronti dei mercati emergenti un certo spostamento verso mutuatari ritenuti più sicuri. Ciò trova riflesso in una contrazione della quota delle attività verso l'America latina e, in talune regioni, in un aumento di quella dei crediti al settore pubblico. A tali tendenze dei flussi bancari si è accompagnato un crescente ricorso all'emissione di titoli di debito da parte dei mutuatari dei mercati emergenti.

Su base netta aggregata, l'espansione dei depositi collocati presso banche dell'area dichiarante ha sopravanzato quella dei prestiti, dando luogo a un deflusso dalle economie emergenti. Ma se ciò vale per Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente ed Africa, l'incremento delle attività bancarie nei confronti dell'Europa emergente ha per contro determinato afflussi netti verso questa regione.

## **Sezioni monografiche**

### **L'impatto sui prezzi degli annunci delle agenzie di rating**

Per valutare il rischio di inadempienza connesso con le obbligazioni societarie gli investitori si basano sui rating creditizi, oltreché su altri tipi di informazioni. Marian Micu, Eli Remolona e Philip Wooldridge della BRI esaminano il contenuto informativo addizionale dei rating attraverso l'analisi dell'impatto sui prezzi di vari tipi di segnalazioni delle agenzie specializzate, come gli annunci di "review", "credit watch", "outlook", nonché di vere e proprie variazioni di rating. In base ai dati provenienti dal mercato relativamente liquido dei credit default swap, gli autori giungono alla conclusione che i rating creditizi apportano effettivamente elementi informativi addizionali agli operatori. Persino gli annunci già preconizzati dai movimenti degli spread sembrano fornire informazioni significative.

### **I mercati obbligazionari asiatici in valuta locale**

Guorong Jiang e Robert McCauley della BRI analizzano la liquidità e il recente andamento dei mercati obbligazionari asiatici in valuta locale, riscontrando che le condizioni di liquidità variano notevolmente da un'economia all'altra. Le dimensioni del mercato e la presenza di singole emissioni di più elevato ammontare favoriscono la liquidità, mentre la concentrazione dei portafogli presso investitori che perseguono strategie di "buy-and-hold" tende a ridurla. Gli autori sostengono che la liquidità trarrebbe vantaggio da misure volte a consolidare i diversi segmenti dei mercati in un numero minore sia di emittenti pubblici, sia di singole emissioni di più grande importo. Un utile contributo potrebbe altresì provenire da iniziative mirate a sviluppare i mercati per le operazioni di copertura e ad ampliare la base di investitori. Jiang e McCauley rilevano inoltre come, in virtù dei guadagni consentiti dagli strumenti a più alto rendimento, la performance delle obbligazioni in valuta locale abbia superato in termini aggregati quella dei titoli del Tesoro USA. Ciò fa ritenere che tali obbligazioni potrebbero costituire una classe distinta di attività, malgrado lo stretto nesso che lega le valute asiatiche al dollaro statunitense.

### **I contratti "non-deliverable forward" in Asia**

Guonan Ma, Corrinne Ho e Robert McCauley della BRI presentano una panoramica dei mercati dei "non-deliverable forward" (NDF) esistenti per sei valute asiatiche. Gli autori mostrano come su base aggregata il turnover di NDF asiatici, specie sul renminbi, sia cresciuto al punto che questi strumenti concorrono ormai a gran parte delle negoziazioni di NDF a livello mondiale. I tassi di cambio degli NDF asiatici presentano in generale una più alta volatilità e una maggiore correlazione positiva rispetto ai corrispondenti tassi a pronti, e reagiscono in modo analogo ai movimenti dei tassi a termine delle principali valute. Gli autori riscontrano inoltre una tendenza ad ampi differenziali di interesse tra i tassi di cambio interni e quelli offshore impliciti negli NDF, a riprova di un'effettiva segmentazione tra i due mercati.