



Comunicato stampa

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

6 settembre 2004

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2004

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima è dedicata all'analisi dell'evoluzione recente dei mercati finanziari, dei flussi di fondi nei mercati bancario e mobiliare, nonché dell'attività in strumenti derivati. La seconda parte si compone di quattro articoli sui seguenti argomenti: il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale ("Basilea 2"), la diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale, un cambiamento strutturale sul mercato londinese degli eurodollari e l'impatto degli annunci macroeconomici sulle volatilità implicite nei mercati delle swaption.

Nuove valutazioni dei mercati sulla crescita economica mondiale

Tra luglio e agosto 2004 gli operatori hanno mostrato opinioni discordanti circa il vigore della ripresa economica mondiale. Rendimenti obbligazionari e prezzi azionari hanno subito un calo, mentre gli spread creditizi sono rimasti pressoché invariati. Gli aumenti dei tassi ufficiali statunitensi in giugno e agosto – i primi dal 2000 – erano stati ampiamente anticipati dal mercato, ma la crescita sorprendentemente lenta dell'occupazione USA ha pesato sui mercati sia delle azioni che delle obbligazioni, dove il clima negativo è stato parimenti alimentato dai rincari petroliferi. Questi sviluppi non sembrano peraltro aver influito sugli investitori nei mercati creditizi.

Nei mercati del debito dei paesi emergenti gli investitori hanno addirittura assunto posizioni rialziste. A fine agosto l'ampliamento degli spread sovrani osservato in aprile e maggio era stato per lo più riassorbito, grazie anche alla ripresa delle operazioni di "carry trade". In virtù di queste favorevoli condizioni finanziarie, i mutuatari emergenti non hanno rallentato il ricorso al debito; in particolare, le società asiatiche hanno accresciuto le loro emissioni internazionali.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le nuove emissioni sul mercato internazionale dei titoli di debito sono leggermente diminuite nel *secondo trimestre 2004*, pur continuando a evidenziare nel complesso una crescita robusta. L'attività di raccolta è stata sostenuta dalla ripresa dell'economia mondiale e dal rientro dei timori circa le implicazioni di un inasprimento monetario nelle economie mature. Le nuove emissioni hanno superato i rimborsi di \$348 miliardi, cifra che appare peraltro modesta se paragonata ai \$521 miliardi del trimestre precedente.

Particolarmente attivi sono stati i prenditori a basso rating, nonché quelli dell'area emergente e del Giappone. I collocamenti netti dei mutuatari USA sono calati bruscamente, provocando una decelerazione della raccolta mondiale in dollari, malgrado il più intenso ricorso a questa valuta da parte di prenditori non statunitensi. Stando ad alcune stime preliminari, tali tendenze sarebbero per lo più proseguite nel mese di luglio.

Nel periodo sotto rassegna i mercati hanno incentrato la loro attenzione sulla possibilità di una svolta restrittiva della politica monetaria USA. Numerosi prenditori, specie società a basso rating e soggetti di paesi emergenti europei e asiatici, si sono affrettati ad assicurarsi condizioni ancora vantaggiose in previsione della fase di volatilità che si temeva avrebbe accompagnato il diverso indirizzo monetario della Fed. Altri mutuatari, segnatamente imprese a più alto merito di credito residenti negli USA, hanno deciso di ridurre il lancio di nuovi prestiti in vista delle instabili prospettive. In America latina i rimborsi di titoli internazionali hanno nell'insieme superato le nuove emissioni. Su scala mondiale, l'aumento dei collocamenti a tasso variabile ha segnalato la volontà degli emittenti di assecondare le preferenze degli investitori alla luce dell'incerta dinamica dei tassi di interesse nell'immediato futuro.

I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato degli strumenti finanziari derivati scambiati in borsa ha continuato a espandersi fortemente nel *secondo trimestre 2004*. Gli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute sono ammontati complessivamente a \$304 trilioni, con un aumento del 12% rispetto al primo trimestre. Ne è conseguito un incremento del 43% per i primi sei mesi dell'anno, un recupero ragguardevole dopo la netta flessione del secondo semestre 2003, quando le contrattazioni erano calate del 16%.

L'espansione non ha però interessato tutte le categorie di rischio: nel comparto dei contratti su valute l'attività si è infatti ridotta dell'8%, con una brusca inversione rispetto all'incremento del 35% del primo trimestre, mentre gli scambi di derivati su indici azionari hanno ristagnato. Nello stesso segmento dei tassi di interesse il turnover degli strumenti su obbligazioni è cresciuto solo lentamente.

Il mercato bancario internazionale

Nel *primo trimestre 2004* l'attività bancaria internazionale è balzata su valori doppi rispetto a quelli massimi osservati in precedenza. L'aumento è ascrivibile ai crediti interbancari in dollari USA, in gran parte collegati a transazioni PcT. Anche i prestiti a mutuatari non bancari hanno registrato una crescita robusta, sebbene non comparabile a quella sull'interbancario. Più che rispecchiare una rinnovata domanda di fondi da parte delle imprese, la crescita delle attività verso il settore non bancario è dovuta principalmente ai maggiori crediti affluiti a centri offshore o ad altre importanti piazze finanziarie, nonché all'acquisto di obbligazioni governative o di titoli di debito internazionali.

I paesi emergenti hanno depositato un ammontare record di fondi presso le banche dichiaranti alla BRI. Superando la crescita dei prestiti erogati a tali economie, i flussi di depositi hanno determinato su base netta complessiva un deflusso di fondi dall'area emergente. Essi hanno rispecchiato in certa misura il collocamento presso le banche dichiaranti di riserve in valuta detenute da autorità monetarie, e hanno contribuito a deflussi netti di capitali sia dall'Asia che dall'America latina.

Saggi monografici

“Basilea 2” – verso un nuovo linguaggio comune

Nel giugno 2004 le autorità prudenziali e le banche centrali membri del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) hanno pubblicato il “Basilea 2”, il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale per le banche. Secondo Ryozyo Himino del Segretariato del

CBVB, il linguaggio comune offerto dal nuovo schema migliorerà la comunicazione fra banche, organi di vigilanza e investitori. Coloro che seguono le esposizioni al rischio delle banche possono ora comunicare tra loro senza dover preliminarmente convalidare tutta una serie di assunti e convertire i dati quantitativi risultanti dalle varie ipotesi impiegate. Per meglio illustrare la sua affermazione, Himino cita tre esempi riferiti alle ultime modifiche dello schema apportate in seguito al processo di consultazione, analizzando le questioni connesse con le perdite attese e inattese, le esposizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione e quelle a fronte di carte di credito.

Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in valuta locale

Negli ultimi anni le obbligazioni asiatiche in valuta locale hanno fruttato rendimenti di tutto rispetto. Nell'esaminare il possibile inserimento di questi titoli in un portafoglio obbligazionario internazionale, Robert McCauley (BRI) e Guorong Jiang (China International Capital Corporation) riscontrano che i loro rendimenti presentano un comovimento solo modesto con quelli di analoghi titoli del Tesoro USA, fornendo pertanto opportunità di diversificazione. Quest'ultima offre vantaggi maggiori nel caso di titoli a più basso rating o di mercati obbligazionari interni meno globalizzati. Tuttavia, gli autori rilevano altresì che la diversificazione potrebbe non produrre i benefici sperati proprio nel momento in cui ne è maggiormente avvertita l'esigenza: durante le ondate di vendite su scala mondiale a metà 2003 e nel secondo trimestre 2004, ad esempio, le obbligazioni asiatiche in moneta locale non hanno offerto il livello di protezione che ci si sarebbe potuto attendere.

Cambia il mercato londinese degli eurodollari

Secondo uno studio di Patrick McGuire della BRI, negli ultimi anni il mercato interbancario londinese è stato oggetto di un mutamento strutturale: la quota dei depositi in dollari che viene reincanalata sull'interbancario ha subito un brusco calo. Sebbene le banche operanti a Londra continuino a ricevere ingenti fondi in dollari dalle loro omologhe all'estero, esse tendono a convogliare sempre più tali fondi verso il settore non bancario. Questo mutamento – prodottosi in seguito all'introduzione dell'euro e alla conseguente flessione degli scambi in valuta – potrebbe altresì rispecchiare l'accresciuto ruolo della piazza londinese nel finanziamento delle contrattazioni in titoli a New York.

Annunci macroeconomici e volatilità implicite nel mercato delle swaption

Come noto, gli annunci macroeconomici statunitensi figurano tra gli eventi informativi più importanti per i mercati del reddito fisso. Tuttavia, non molto si sa dell'impatto che essi producono sul grado di incertezza prevalente nel mercato. Al fine di misurare tale impatto, Fabio Fornari della BRI prende in considerazione il mercato degli swap, esaminando gli effetti degli annunci sulla volatilità implicita nelle swaption. L'analisi conferma anzitutto il ruolo preponderante degli annunci USA per i mercati sia statunitensi sia europei. Viene quindi rilevato che la pubblicazione dei dati dà origine a un profilo della volatilità realizzata caratterizzato dal raggiungimento di un picco nei giorni in cui avvengono determinati annunci; la dimensione di tale picco dipende dal particolare dato diffuso quel giorno e dall'ampiezza della "sorpresa", ossia la differenza tra il dato effettivamente pubblicato e la previsione prevalente nel mercato. Come è ragionevole attendersi, le volatilità implicite nei prezzi delle swaption sono in genere elevate all'approssimarsi di un annuncio, per poi diminuire con l'esaurirsi del picco di volatilità realizzata da questo indotto. Le dimensioni effettive di una data sorpresa non sembrano avere effetti di rilievo sull'entità del calo delle volatilità implicite dopo l'annuncio.