



Comunicato stampa

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

6 dicembre 2004

Rassegna trimestrale BRI Dicembre 2004

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza gli sviluppi recenti che hanno caratterizzato i mercati finanziari, i flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda presenta quattro articoli che trattano rispettivamente i nuovi orientamenti in materia di rischio paese, il forte incremento delle contrattazioni valutarie rilevato dall'Indagine triennale per il 2004, la struttura e lo sviluppo del mercato dei prestiti sindacati, la natura del rischio di credito nel "project financing".

Mercati in rialzo grazie al ritorno della fiducia

Il miglioramento dei dati macroeconomici e la stabilizzazione dei corsi petroliferi hanno accresciuto l'ottimismo degli investitori riguardo al vigore dell'economia mondiale. I mercati delle azioni, del credito e delle obbligazioni dei paesi emergenti hanno tutti segnato rialzi in risposta ai segnali di un consolidamento della crescita, specie negli Stati Uniti, e di una ridotta avversione al rischio. A fine novembre molti listini si erano approssimati ai picchi raggiunti nei precedenti mesi dell'anno. Fattori analoghi hanno concorso a comprimere la volatilità su livelli insolitamente bassi. La fase ascendente è stata interrotta in ottobre da un brusco rincaro del petrolio, ma i mercati azionari e creditizi sono tornati rapidamente a salire con l'affievolirsi dei timori connessi con le forniture di greggio. Neanche il deludente andamento dei profitti societari è sembrato scalfire la fiducia degli investitori.

Nonostante la pubblicazione negli Stati Uniti di dati macroeconomici sorprendentemente positivi in novembre, il dollaro USA è sceso a nuovi minimi storici nei confronti di numerose valute. Dietro il calo vi sarebbero stati i rinnovati timori sul disavanzo corrente USA. A causa del deprezzamento del dollaro e delle contrastanti tendenze nelle aspettative di crescita, i rendimenti obbligazionari in yen e soprattutto in euro si sono discostati da quelli in dollari più di quanto verificatosi in corso d'anno.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel *terzo trimestre* 2004 le emissioni di titoli di debito internazionali sono rallentate per la seconda volta consecutiva, seppure da livelli eccezionalmente elevati: i collocamenti lordi di obbligazioni e notes sono scesi da \$771 a 755 miliardi, quelli al netto dei rimborsi da \$348 a 307 miliardi. Il calo è in certa misura dovuto a fattori stagionali, rispecchiando la

consueta diminuzione dell'indebitamento dei governi dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. L'attività di rifinanziamento è rimasta sostenuta poiché i mutuatari hanno approfittato dei bassi tassi di interesse a lungo termine per ridurre i costi dell'indebitamento. Anche la raccolta dei prenditori con minor merito di credito ha continuato a essere robusta, grazie al restringimento degli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento nel trimestre in esame. Le più stabili condizioni di tasso hanno favorito una moderata preferenza per le strutture a tasso variabile, a scapito di quelle a tasso fisso.

È proseguita la raccolta delle economie emergenti sul mercato internazionale dei titoli di debito, che sembra ormai destinata a eguagliare il record del 1997. Nel periodo sotto rassegna l'area emergente ha emesso obbligazioni e notes per \$35 miliardi su base lorda, un importo analogo a quello collocato nel secondo trimestre. Oltre la metà di questi fondi è stata tuttavia impiegata per rimborsare passività in scadenza, determinando così un calo delle emissioni nette. I mutuatari asiatici sono stati ancora una volta i più attivi; il governo filippino ha collocato prestiti per \$1,4 miliardi, nonostante l'ampliamento degli spread. Alcuni emittenti dell'area emergente, specie soggetti sovrani dell'America latina, si sono avvalsi della favorevole accoglienza del mercato per allungare la scadenza delle loro passività sull'estero.

I mercati degli strumenti derivati

Dopo il notevole vigore mostrato nella prima metà del 2004, nel *terzo trimestre* il turnover degli strumenti derivati negoziati in borsa è sceso del 5%, a \$288 trilioni. Il calo sembra riconducibile a una certa convergenza di vedute circa il probabile orientamento di politica monetaria nelle principali economie dopo il primo aumento dei tassi ufficiali USA in giugno. Gli scambi di derivati su indici azionari hanno segnato la flessione più pronunciata (11%), seguiti da quelli su tassi di interesse (5%). L'attività in prodotti valutari è invece cresciuta del 10%.

Gli scambi si sono ridotti anche sui mercati delle merci, dove il numero dei contratti negoziati è sceso dell'11%. Sia i derivati su metalli (preziosi e non) che quelli su prodotti agricoli hanno subito un calo in termini di turnover. L'unica eccezione a questa dinamica generale sono stati i derivati su prodotti energetici, le cui contrattazioni sono aumentate dell'8%. La volatilità dei corsi petroliferi avrebbe condotto a un maggiore utilizzo dei derivati su petrolio a fini speculativi e di copertura.

Il mercato bancario internazionale

Dopo l'eccezionale aumento del primo trimestre 2004, il mercato bancario internazionale ha registrato una modesta attività nel *secondo trimestre*. Il netto incremento messo a segno dai rendimenti a lungo termine nelle maggiori economie durante il periodo in esame sembra aver indotto gli investitori a liquidare posizioni e ad accorciare la duration dei portafogli a reddito fisso. Ciò avrebbe contribuito a un calo del credito ai mutuatari non bancari, specie società mobiliari negli Stati Uniti.

Per la prima volta da vari trimestri il credito erogato da banche dichiaranti ai mercati emergenti ha superato i depositi ricevuti, dando luogo ad afflussi netti verso l'area per \$4 miliardi. È stata l'Asia a beneficiare degli importi più elevati, grazie a un ulteriore aumento dei prestiti, mentre i principali deflussi hanno interessato l'America latina, di riflesso a rimborsi e stralci di crediti. Nonostante l'elevato livello dei corsi petroliferi, nel secondo trimestre i paesi esportatori di greggio hanno prelevato fondi depositati presso banche dell'area dichiarante. Negli ultimi tre anni gli introiti petroliferi incanalati nel sistema bancario internazionale sono stati inferiori rispetto a precedenti periodi di rincari del greggio. È cresciuta inoltre la quota di depositi dei paesi produttori denominata in valute diverse dal dollaro USA, specie in euro.

Saggi monografici

Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese

Negli ultimi anni alcune nuove ipotesi in materia di rischio paese hanno assunto una particolare preminenza. Una di esse analizza l'impatto che un passato di cattiva gestione economica può avere sulla capacità di un paese di sopportare l'onere debitorio (c.d. "intolleranza al debito"); un'altra si incentra sulla capacità di un'economia di mutuare fondi all'estero nella propria valuta (c.d. "peccato originale"); una terza sulla sensibilità della ricchezza netta di un paese alle oscillazioni del cambio (ipotesi dei "disallineamenti valutari"). Claudio Borio e Frank Packer della BRI esaminano la rilevanza empirica di questi orientamenti, utilizzando come proxy per il rischio paese i rating creditizi sovrani. Gli autori affinano i test statistici esistenti considerando una più vasta gamma di fattori in grado di influire sul rischio paese e utilizzando dati più affidabili, in particolare le statistiche BRI sui mercati bancario, mobiliare e degli strumenti derivati. Dai risultati emergono evidenze a conferma di vari aspetti delle tre ipotesi, ma anche taluni limiti e questioni irrisolte. Gli autori concludono che l'elemento chiave per affrontare il rischio paese risiede in sane politiche macroeconomiche e strutturali a livello nazionale.

I motivi del forte aumento delle contrattazioni valutarie: analisi dell'Indagine triennale per il 2004

In base all'ultima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, nell'aprile 2004 gli scambi giornalieri sui mercati valutari tradizionali sono ammontati in media a \$1,9 trilioni. Ciò rappresenta una crescita del 36% (a tassi di cambio costanti) rispetto all'aprile 2001, che assorbe interamente la riduzione nel volume degli scambi internazionali registrata nei tre anni precedenti. Gabriele Galati della BRI e Michael Melvin dell'Arizona State University esaminano i fattori all'origine dell'impennata, mettendo in risalto l'importanza delle strategie "momentum" e di "carry trade" da parte di investitori istituzionali e ad alto grado di leva, rivolte in ampia misura alla ricerca di maggiori rendimenti. Ad alimentare la forte crescita del turnover sembra essere altresì intervenuta l'attività di copertura posta in essere da imprese e investitori contro il previsto deprezzamento del dollaro USA.

Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo, implicazioni

I prestiti sindacati sono strumenti ibridi che combinano caratteristiche tipiche di un rapporto creditizio banca-cliente con altre proprie di un debito negoziato sul mercato. Essi consentono di ripartire il rischio di credito tra più istituzioni finanziarie, senza comportare gli oneri di informativa e di commercializzazione cui sono confrontati gli emittenti obbligazionari. I prestiti sindacati sono una fonte di finanziamento assai rilevante, che rappresenta non meno di un terzo della raccolta sui mercati internazionali del debito. Blaise Gadanecz della BRI analizza lo sviluppo e il funzionamento del mercato dei prestiti sindacati, puntando di volta in volta l'attenzione su protagonisti, meccanismi di pricing, collocamento sul mercato primario, contrattazione sul mercato secondario, integrazione geografica.

La natura del rischio di credito nel "project financing"

Di norma, il finanziamento di progetti infrastrutturali complessi comporta per i prestatori un impegno su scadenze molto più lunghe rispetto a quanto solitamente avviene per altri prestiti sindacati. Ciò è dovuto al fatto che i grandi progetti ad alta intensità di capitale richiedono ingenti investimenti iniziali, mentre i redditi sufficienti a coprirne i costi vengono generati solo nel lungo periodo. Se per la maggior parte delle tipologie di debito gli spread si dilatano all'aumentare della scadenza, Marco Sorge della BRI rileva come questa regola non sia necessariamente valida per i prestiti di "project financing". Anche tenendo conto delle maggiori garanzie offerte nel segmento a lunga, infatti, la struttura a termine dei differenziali applicati a tali crediti presenta una configurazione "a campana", e ciò dimostra

che i prestatori non attribuiscono automaticamente al finanziamento di progetti a più lungo termine un rischio maggiore di quello associato ai crediti a più breve termine. Nei mercati emergenti le garanzie contro il rischio politico offerte da banche multilaterali di sviluppo o agenzie per il credito all'esportazione riducono significativamente i differenziali sui prestiti a più lunga scadenza.