



## Comunicato stampa

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

Rif. n.:

13 giugno 2005

---

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due sezioni. Nella prima vengono analizzati i recenti andamenti nei mercati finanziari, i flussi di finanziamento nei mercati bancario e dei titoli di debito, l'attività sui mercati degli strumenti derivati. La seconda parte si compone di tre articoli sui seguenti argomenti: scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali; complessità, rischio e impiego dei rating nelle operazioni di finanza strutturata; l'esperienza del fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati.

### **Rivalutazione del rischio sui mercati**

Con il disimpegno degli investitori dalle attività a più alto rischio, a partire da marzo i mercati creditizi e azionari hanno cominciato a perdere terreno. I primi hanno subito le perdite più ingenti dal 2002, mentre le borse valori hanno ceduto la maggior parte dei guadagni realizzati dal 2004. Al tempo stesso, i rendimenti a lungo termine sui principali mercati sono scesi in prossimità o persino al di sotto dei precedenti minimi, in parte spinti dalla "fuga verso la qualità".

Le notizie relative a imprese o settori specifici – in particolare quelle sulle difficoltà delle case automobilistiche USA – hanno avuto un ruolo importante nel disinvestimento dalle attività più rischiose, così come anche la debolezza degli annunci macroeconomici, soprattutto nel corso di aprile. In maggio la pubblicazione di dati migliori del previsto ha favorito un recupero delle quotazioni azionarie; i differenziali creditizi hanno continuato ad ampliarsi fino a metà mese, anche per la straordinaria volatilità nei mercati dei derivati su crediti. A causa del basso livello dei rendimenti nominali, tuttavia, sulle scadenze più lunghe i costi della raccolta si sono collocati in prossimità dei minimi storici.

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

Sulla scia dei ritmi record di emissione del 2004, nel *primo trimestre* 2005 i collocamenti lordi di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale dei titoli di



debito sono saliti a \$1,1 trilioni, con un aumento del 7,3% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Anche le emissioni nette sono cresciute, da \$426 a 492 miliardi. L'attività di raccolta è stata sospinta dalle favorevoli condizioni di finanziamento prevalse nel trimestre. Particolare vigore hanno mostrato le emissioni, sia nette che lorde, nell'area dell'euro e nei mercati emergenti.

Il periodo sotto rassegna è stato caratterizzato – specie nell'area dell'euro – dal lancio di prestiti con scadenze pari o superiori a 40 anni, destinati con tutta probabilità a soddisfare la domanda di titoli con *duration* elevata da parte dei fondi pensione. Altro sviluppo di rilievo è stato l'aumento delle emissioni internazionali in valuta locale dei soggetti di mercati emergenti. La quota di tali emissioni resta peraltro piuttosto modesta, e non è chiaro se il recente incremento potrà rivelarsi duraturo.

### **I mercati degli strumenti derivati**

Nel *primo trimestre* 2005 il volume delle contrattazioni di borsa in strumenti derivati è tornato a segnare una robusta espansione: il valore aggregato degli scambi su tassi di interesse, indici azionari e valute è aumentato del 19%, a \$333 trilioni. L'attività è stata vivace in tutti i segmenti, ma in particolare nel comparto dei tassi di interesse. La ragione di ciò va forse ricercata nelle accresciute esigenze di copertura poste dall'incertezza sui tassi a lungo termine, venutasi a creare con la fase di vendite nei mercati del reddito fisso a cavallo tra febbraio e marzo.

Gli ultimi dati sul mercato mondiale dei derivati *over-the-counter* (OTC) segnalano per il secondo semestre 2004 un aumento degli ammontari nozionali in essere, che a fine dicembre risultavano cresciuti del 12,8%, a \$248 trilioni. Sempre maggior rilevanza stanno acquisendo gli scambi di *credit default swap* (CDS): a fine 2004 l'importo nominale di CDS in essere si attestava a \$6,4 trilioni, di cui \$2,7 trilioni costituiti da contratti fra intermediari dichiaranti.

### **Il mercato bancario internazionale**

I nuovi crediti affluiti all'insieme dei settori nel *quarto trimestre* 2004 sono all'origine di un'espansione relativamente cospicua nelle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI. A trainare la crescita complessiva sono state le operazioni interbancarie, mentre i maggiori impieghi nei confronti di soggetti non bancari derivano principalmente da un aumento del credito verso mutuatari in Giappone e negli Stati Uniti. Le economie emergenti sono risultate di stretta misura prenditrici nette di fondi, per effetto dei depositi rimpatriati da banche in Cina e Corea e del sensibile aumento dei prestiti a favore della totalità dei settori dell'Europa centrale e orientale.

Per quanto riguarda le dinamiche di più lungo periodo è da rilevare nei bilanci delle banche dichiaranti uno spostamento verso gli investimenti obbligazionari, conseguenza della crescita dei mercati del reddito fisso nell'area dell'euro e del disavanzo esterno degli Stati Uniti. Vi sono inoltre indicazioni di una maggiore partecipazione delle banche estere nei mercati creditizi nazionali. Sebbene questo fenomeno sia più pronunciato negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, l'incidenza dei crediti internazionali sugli impieghi totali verso il settore non bancario è in crescita nella maggior parte dei paesi industrializzati.



## Saggi monografici

### **Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali**

Analisti di mercato e autorità mostrano un interesse crescente per le determinanti che guidano la scelta della valuta di denominazione delle emissioni obbligazionarie internazionali. In base a un'analisi della banca dati BRI sui titoli di debito internazionali, Benjamin Cohen della BRI rileva che i collocamenti in una determinata moneta risultano tanto più elevati quanto più forte è la moneta stessa in rapporto alla sua media storica, e quanto più alti sono i tassi di interesse a lunga a essa applicati rispetto a quelli di altre importanti divise. Le conclusioni cui perviene l'autore mantengono la loro validità anche prendendo in considerazione la domanda di fondi "investibili" nelle varie monete, approssimata dalla crescita degli investimenti, ovvero dal livello dei collocamenti effettuati nel paese di emissione delle monete esaminate. Le evidenze mostrano che le preferenze degli investitori e quelle dei prenditori concorrono entrambe a determinare i termini e le condizioni delle emissioni obbligazionarie internazionali.

### **Finanza strutturata: complessità, rischio, impiego dei rating**

Negli ultimi anni è cresciuto rapidamente il volume delle emissioni di prodotti di finanza strutturata, che prevedono la costituzione di *pool* di attività e la successiva vendita di varie tranches di titoli garantiti dai flussi finanziari generati dal *pool* sottostante. Dopo aver esaminato gli aspetti salienti di tali prodotti, Ingo Fender della BRI e Janet Mitchell della Banque Nationale de Belgique analizzano la complessità dei mercati della finanza strutturata e le loro caratteristiche di rischio/rendimento. Gli autori sostengono che i rating assegnati a questi strumenti, per quanto utili, presentano limiti intrinseci allorché vengono usati per stimare in maniera esaustiva il rischio multidimensionale di tale tipologia di prodotti. È opportuno che operatori e autorità considerino tali limiti in sede di valutazione degli strumenti finanziari strutturati e dei mercati su cui vengono scambiati.

### **Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati**

Fra i *policymaker* dell'Est asiatico si avverte l'esigenza di accrescere lo spessore e la liquidità dei mercati obbligazionari locali. Guonan Ma ed Eli Remolona della BRI esaminano l'esperienza del fondo obbligazionario Asian Bond Fund 2 (ABF2), un'iniziativa di cooperazione regionale recentemente attuata per la riforma dei mercati. Analizzando la struttura e le caratteristiche dell'ABF2 nel contesto di altre iniziative regionali, gli autori sottolineano come l'atto stesso di istituire un fondo abbia fornito alle autorità numerosi insegnamenti in merito agli ostacoli di mercato che si possono incontrare. L'esperienza dell'ABF2 non si è soltanto rivelata straordinariamente efficace per accelerare il passo delle riforme, ma ha anche instaurato meccanismi di incentivo per un'ulteriore riduzione degli impedimenti da parte delle autorità.