



## Comunicato stampa

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

Rif. n.:

12 giugno 2006

---

### Rassegna trimestrale BRI Giugno 2006

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima fornisce un quadro generale degli andamenti recenti nei mercati finanziari, per poi analizzare in maggiore dettaglio i flussi di capitali nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda propone due contributi monografici, dedicati alla cartolarizzazione in Asia e nel Pacifico e allo sviluppo dei mercati obbligazionari interni in America latina.

#### **Disinvestimento dalle attività rischiose**

I rendimenti sui titoli di Stato sono aumentati in misura sostanziale fino a metà maggio, di riflesso sia alle attese di una crescita robusta sia all'acuirsi dei timori per l'inflazione. In un primo tempo l'aumento ha avuto scarsi effetti sui prezzi delle attività rischiose o sulla propensione al rischio degli investitori, in quanto si è ritenuto che la solidità delle grandezze economiche fondamentali più che compensasse l'impatto dei maggiori tassi di sconto. I mercati azionari e quelli delle materie prime hanno continuato a segnare rialzi fino a maggio e gli spread applicati ai titoli societari di qualità inferiore e al debito dei mercati emergenti si sono ulteriormente assottigliati. Il dollaro ha subito un deprezzamento significativo rispetto alle altre principali valute a cavallo fra aprile e maggio, con scarsi effetti manifesti sugli altri mercati.

Le preoccupazioni per il ritmo dei recenti guadagni in un'ampia serie di mercati sono culminate a metà maggio in un brusco arresto della fase rialzista, che ha comportato un calo delle quotazioni in tutto il mondo. I più colpiti sono stati i mercati azionari delle economie emergenti, ma anche altrove si sono accusate delle perdite. Più che da una revisione dei fondamentali, il calo dei prezzi delle attività rischiose sembra scaturire principalmente da una maggiore avversione al rischio degli operatori, tradottasi in una ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti con rating elevato, quali i titoli pubblici.



## Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni di obbligazioni e *note* internazionali sono cresciute nel primo trimestre 2006 del 24%, a circa \$1,2 trilioni, su base lorda e del 9%, a \$622 miliardi, su base netta. Questi livelli rappresentano dei massimi storici, segnalando la facilità di accesso dei prenditori ai mercati creditizi internazionali e le condizioni di finanziamento favorevoli. Un contributo importante alla crescita lorda è provenuto in termini geografici dagli Stati Uniti e in termini settoriali dagli emittenti societari. I mutuatari statunitensi hanno altresì accresciuto significativamente la loro raccolta netta, mentre i collocamenti corrispondenti dei loro omologhi dell'area dell'euro sono aumentati a ritmi più modesti. Le emissioni nette dei prenditori giapponesi si sono fortemente dilatate, raggiungendo un valore superiore al totale dei collocamenti effettuati nei sei trimestri precedenti.

Dopo un anno record, nel primo trimestre 2006 sono proseguite vigorose le emissioni internazionali dei prenditori dei mercati emergenti, che si sono avvantaggiati del persistente calo degli spread. La loro raccolta lorda è salita del 19% rispetto all'ultimo trimestre 2005 e ha toccato un nuovo massimo, andando a sfiorare i \$60 miliardi, mentre quella netta è balzata a \$42 miliardi – anche questo un livello senza precedenti –, con un incremento del 33%. Sebbene tale ritmo di crescita sostenuto sia assecondato da qualche tempo dal miglioramento dei fondamentali dell'economia, l'accelerazione recente sembra parzialmente imputabile anche alla ricerca di rendimento da parte degli investitori internazionali.

## I mercati degli strumenti derivati

Nel primo trimestre 2006 il ritmo degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali è aumentato: in termini di ammontari nozionali il turnover complessivo dei contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è cresciuto di un quarto, a \$429 trilioni. L'espansione dell'attività è stata particolarmente robusta nel segmento dei tassi di interesse, dove le mutevoli attese circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone hanno sospinto verso l'alto le contrattazioni di strumenti del mercato monetario denominati in dollari USA e yen. A causa degli effetti di valutazione provocati dal rialzo dei corsi azionari, gli scambi di derivati sui corrispondenti indici hanno toccato nel trimestre in esame il record di \$43 trilioni, con un aumento dell'11% sugli ultimi tre mesi del 2005. I volumi scambiati nei comparti dei prodotti energetici e dei metalli non preziosi sono cresciuti rapidamente, mentre quelli di contratti su metalli preziosi sono rimasti stabili a un livello elevato.

La crescita del mercato dei *credit default swap* (CDS) si è mantenuta vigorosa nella seconda metà del 2005. Tra fine giugno e fine dicembre l'ammontare nozionale dei CDS in essere è salito di un terzo, a \$14 trilioni. La rapida espansione di questi prodotti ha messo in luce varie debolezze nel mercato, provocando episodi di carenza dei titoli consegnabili e ritardi nella convalida delle transazioni, cui tuttavia si sta ponendo rimedio. Da una nuova e migliorata scomposizione per controparti dei dati emerge che il mercato dei CDS è in larga misura interbancario e l'acquisto di CDS finalizzato all'assunzione di rischio di credito da parte delle compagnie di assicurazione è poco diffuso.

## Il mercato bancario internazionale

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a espandersi nel quarto trimestre 2005, in gran parte per la crescita dei prestiti interni all'area dell'euro, ma anche grazie ai nuovi impieghi verso mutuatari negli



Stati Uniti e in Giappone. I crediti denominati in yen sono aumentati sensibilmente, in linea con la tendenza osservabile da metà 2004, quando i residenti del Regno Unito e dei centri offshore hanno iniziato a incrementare il loro indebitamento nella valuta giapponese, un'indicazione del maggior volume di operazioni di *carry trade* finanziate in questa moneta nel 2005. Il credito alle economie emergenti è stato piuttosto sostenuto nel quarto trimestre, determinando afflussi netti di fondi verso l'Europa emergente e l'America latina. Negli ultimi anni i prestiti internazionali ai paesi emergenti sono aumentati e sono stati erogati a mutuatari con rating mediamente inferiore e a condizioni sempre più vantaggiose per i prenditori.

A differenza dell'Europa emergente e dell'America latina, la regione Asia-Pacifico ha registrato flussi record in uscita, dovuti agli ingenti depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI. Tali collocamenti sono diventati più comuni negli ultimi anni, in quanto una parte degli avanzi esterni dell'Asia viene incanalata attraverso il sistema bancario internazionale. Questi depositi costituiscono una fonte importante di raccolta per le banche dichiaranti, ma la loro incidenza sul totale dei capitali asiatici investiti all'estero è ridotta.

## Saggi monografici

### **La cartolarizzazione in Asia e nel Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito**

La cartolarizzazione permette di creare strumenti ragionevolmente liquidi o con elevata qualità creditizia a partire da attività normalmente illiquide o di bassa qualità. Nella loro analisi Jacob Gyntelberg ed Eli Remolona della BRI mostrano come in Asia e nel Pacifico l'attività di cartolarizzazione sia consistita in larga misura nella trasformazione di mutui ipotecari e crediti al consumo, e quindi sia stata finalizzata soprattutto a modificare la liquidità. Gli autori ritengono che in Asia sia spesso necessario un grado più elevato di trasformazione del rischio di credito nella cartolarizzazione del debito societario, a causa sia del maggior rischio di recupero sia della minore diversificazione dei portafogli di attività sottostanti rispetto ai mercati statunitensi ed europei. Ciò nonostante, essi ravvisano un notevole potenziale di sviluppo per questo tipo di cartolarizzazione, che beneficerebbe di un miglioramento dei criteri contabili e delle norme in materia di informativa.

### **I mercati obbligazionari interni in America latina: successi e sfide**

Negli ultimi anni i mercati obbligazionari interni hanno rappresentato una fonte di finanziamento sempre più importante per le economie dell'America latina. Attingendo a statistiche di provenienza principalmente nazionale, Serge Jeanneau e Camillo Tovar della BRI rilevano che tali mercati si sono notevolmente sviluppati grazie a fattori quali la maggiore stabilità delle politiche macroeconomiche, la migliore prevedibilità e trasparenza delle emissioni obbligazionarie e la creazione di titoli *benchmark* liquidi. Nonostante questi progressi, permangono alcuni elementi di vulnerabilità. In particolare, l'incremento delle passività sull'interno rispetto a quelle estere, che ha contribuito ad attenuare i rischi derivanti dai disallineamenti valutari fra attività e passività, potrebbe avere amplificato quelli connessi con le asimmetrie di scadenza. Inoltre, come mostrano gli autori, la base di investitori resta esigua, ostacolando la liquidità nel mercato secondario.