



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

11 settembre 2006

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2006

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima fornisce una panoramica degli andamenti recenti nei mercati finanziari, per poi analizzare in maggiore dettaglio gli aspetti salienti emersi dalle ultime statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. La seconda parte si compone di cinque articoli monografici sui seguenti argomenti: la mutata composizione delle riserve ufficiali; le implicazioni interne dell'accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti; i mercati valutari a termine in Asia e gli insegnamenti tratti dall'esperienza australiana; i nessi fra attività nei mercati dei derivati e politica monetaria; infine, l'analisi di 150 anni di volatilità nei mercati finanziari.

Nei mercati occhi puntati sulla politica monetaria

La tendenza al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato osservabile nei principali mercati durante buona parte dell'anno ha segnato una battuta d'arresto in giugno. Ciò si deve in ampia misura alla percezione degli investitori di un indebolimento della crescita economica, specie negli Stati Uniti, e alla rivalutazione effettuata dai mercati della probabilità di ulteriori innalzamenti dei tassi da parte della Federal Reserve. Le decisioni di politica monetaria di altre importanti banche centrali e le aspettative circa le loro mosse future hanno anch'esse influito sugli andamenti dei mercati obbligazionari mondiali.

I corsi azionari a livello internazionale si sono gradualmente ripresi dalla diffusa ondata di vendite di maggio e inizio giugno, ma la volatilità è rimasta su livelli più alti di quelli antecedenti le turbolenze. Anche la volatilità implicita ha continuato a collocarsi al disopra dei precedenti valori, segnalando una maggiore incertezza tra gli investitori sulla direzione in cui si sarebbero mosse le quotazioni nel breve termine. Ad alimentare il clima di incertezza possono aver in parte contribuito i timori di un rallentamento economico negli Stati Uniti e i dubbi sull'evoluzione dei profitti societari in un contesto di rincari del petrolio e crescenti tensioni geopolitiche. Tuttavia, le quotazioni azionarie hanno tratto sostegno dal calo dei



rendimenti obbligazionari, dalle prospettive di crescita generalmente favorevoli per l'area dell'euro e il Giappone, e infine dai dati positivi sugli utili del secondo trimestre.

Quanto ai mercati creditizi, mentre nell'area dell'euro si è osservata una sostanziale distensione, negli Stati Uniti gli spread sul debito ad alto rendimento non hanno segnato cali di rilievo dopo la fase di vendite di maggio e giugno, sospinti dal rincaro dell'energia collegato al crescente rischio geopolitico, nonché dai segnali di un innalzamento del grado di leva finanziaria. Per contro, sulla scia di una serie di aumenti del rating di vari paesi, i mercati obbligazionari emergenti hanno ritrovato buona parte dell'esuberanza che li aveva contraddistinti nei primi mesi dell'anno, e gli spread per i principali indici di titoli pubblici sono tornati in prossimità dei minimi storici. Sia nei paesi sviluppati sia in quelli emergenti i mercati creditizi hanno beneficiato di notizie ritenute indicative di un inasprimento meno pronunciato della politica monetaria in futuro.

Aspetti salienti dell'attività finanziaria e bancaria internazionale

Le ultime statistiche BRI sulle contrattazioni di strumenti derivati nei mercati organizzati, relative al secondo trimestre 2006, indicano che il turnover complessivo dei prodotti su tassi di interesse, indici azionari e valute è cresciuto del 13% rispetto al trimestre precedente. L'attività in contratti su tassi a breve in yen è fortemente salita con vari mesi di anticipo sul rialzo dei tassi di riferimento da parte della Bank of Japan. Sono state inoltre intense in maggio e giugno le negoziazioni di contratti su indici azionari, in concomitanza con il disimpegno da investimenti rischiosi.

Nel mercato internazionale dei titoli di debito l'attività di emissione è rimasta molto sostenuta nel secondo trimestre 2006, alimentata dalle operazioni di cartolarizzazione, nonché dall'indebitamento delle imprese, che in vari casi si sono rivolte al mercato internazionale per finanziare fusioni e acquisizioni. Tuttavia, le emissioni dei mercati emergenti hanno segnato un netto rallentamento, dovuto principalmente all'assenza dal mercato dei mutuatari sovrani. Grazie alla loro favorevole posizione finanziaria, nel secondo trimestre molti emittenti sovrani hanno infatti potuto rimborsare parte del loro debito estero.

Per quanto riguarda il mercato bancario internazionale, l'attività ha continuato a espandersi a un ritmo molto rapido nel primo trimestre 2006. Le banche dell'area dichiarante hanno mantenuto o incrementato le esposizioni verso la quasi totalità dei paesi, tra cui molti mercati emergenti e varie economie caratterizzate da un'insolita volatilità dei mercati finanziari. Buona parte dell'aumento delle attività transfrontaliere è riconducibile ai flussi interbancari e intragrupo, i quali a loro volta sembrano tuttavia originare da una ripresa dell'indebitamento societario. Malgrado la cospicua crescita delle attività nei loro confronti, i mercati emergenti hanno fatto nuovamente registrare deflussi netti di fondi, in seguito a un aumento ancora maggiore dei depositi collocati presso banche dichiaranti.

Saggi monografici

Come cambia la composizione delle riserve ufficiali

La gestione delle riserve ufficiali sta evolvendo. Nell'analizzare i dati compilati dalla BRI sui depositi collocati dalle autorità monetarie presso le banche



commerciali, Philip Wooldridge della BRI rileva che, sebbene i gestori mantengano un atteggiamento prudente nei confronti della diversificazione, negli ultimi vent'anni la composizione delle riserve ha subito alcuni importanti cambiamenti. L'autore conferma che i gestori delle riserve si sono progressivamente orientati verso strumenti più remunerativi e rischiosi. Inoltre, benché le riserve continuino a essere investite prevalentemente in dollari ed euro, nel tempo la quota di alcune altre valute è variata significativamente.

Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: quali conseguenze sul piano interno?

Da alcuni anni è in atto un accumulo senza precedenti di riserve valutarie da parte delle economie di mercato emergenti. In un'analisi delle implicazioni interne che comporta il ricorso su ampia scala all'intervento sui mercati dei cambi per contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale, Madhusudan Mohanty e Philip Turner della BRI mostrano come in alcuni paesi, che pure avevano un orientamento monetario accomodante, varie altre forze abbiano mantenuto l'inflazione sotto controllo, semplificando così il dilemma di politica economica cui erano confrontate le banche centrali. Nondimeno, gli autori rilevano che un accumulo ingente e prolungato di riserve può comunque comportare altri rischi oltre all'inflazione nel breve periodo, come ad esempio elevati costi di intervento, squilibri monetari, surriscaldamento dei mercati del credito e delle attività, elevata liquidità e probabile distorsione dei sistemi bancari.

Mercati valutari a termine in Asia: insegnamenti dall'esperienza australiana

Negli ultimi anni i mercati dei contratti a termine senza facoltà di consegna (*non-deliverable forward*, NDF) hanno acquisito rilevanza sempre maggiore per varie valute della regione Asia-Pacifico. Guy Debelle e Michael Plumb della Reserve Bank of Australia e Jacob Gyntelberg della BRI sostengono che l'esperienza australiana degli anni settanta e dei primi anni ottanta – durante i quali, in presenza di restrizioni valutarie, si sviluppò un mercato NDF – offre alcuni insegnamenti per le autorità asiatiche intenzionate a promuovere la transizione da mercati "offshore" verso regolari mercati "onshore", ovvero mercati a termine con facoltà di consegna. La conclusione cui giungono è che sarebbe forse preferibile tollerare la presenza di mercati NDF piuttosto che contrastarli, poiché questi fornirebbero agli operatori dei mercati nazionali ed esteri un "terreno di addestramento" per affinare le proprie capacità di analisi e contrattazione. Gli autori raccomandano inoltre ai responsabili delle politiche di valutare i potenziali benefici derivanti dalla partecipazione di grandi operatori internazionali impegnati a svolgere un ruolo attivo nell'organizzazione dei mercati.

Relazione fra attività in strumenti derivati e politica monetaria

Le contrattazioni in futures e opzioni su tassi di interesse a breve sono cresciute rapidamente negli ultimi anni. Rifacendosi in parte ai dati periodicamente pubblicati dalla BRI sull'attività in strumenti derivati negoziati nei mercati regolamentati, Christian Upper della BRI fornisce riscontri econometrici sulla relazione esistente fra il turnover in strumenti derivati del mercato monetario trattati in borsa e le variazioni, sia effettive sia attese, dei tassi ufficiali. Egli osserva che i volumi degli scambi non reagiscono tanto alle variazioni dei tassi correnti, quanto a quelle delle aspettative sui tassi di interesse futuri. Ciò concorda



con le evidenze che indicano come la politica monetaria sia diventata molto più trasparente e prevedibile rispetto agli anni ottanta e ai primi anni novanta. L'autore rileva inoltre che un turnover elevato si accompagna a episodi di maggiore incertezza riguardo alle azioni future delle banche centrali.

150 anni di volatilità nei mercati finanziari

Pur essendo aumentata nel secondo trimestre di quest'anno, la volatilità in gran parte dei mercati finanziari continua a situarsi su livelli inferiori a quelli osservati al volgere del millennio. Basandosi su serie temporali estremamente lunghe relative ai rendimenti obbligazionari e azionari mensili di otto paesi, Stefan Gerlach, Srichander Ramaswamy e Michela Scatigna della BRI documentano l'evoluzione della volatilità nei mercati finanziari ed esaminano i nessi fra questa e le condizioni macroeconomiche. Gli autori riscontrano che la volatilità è considerevolmente variata nel tempo, seguendo in tutto il mondo un andamento ascendente a partire dal 1970 circa. Essi concludono che in una prospettiva storica le variazioni osservate negli ultimi anni risultano modeste, e che un netto aumento della volatilità rispetto ai livelli recenti non rappresenterebbe un evento senza precedenti.