



Comunicato stampa

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

11 giugno 2007

Rassegna trimestrale BRI Giugno 2007

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna si suddivide in due parti. La prima presenta una panoramica degli ultimi sviluppi sui mercati finanziari ed esamina quindi in maggior dettaglio gli aspetti salienti emersi dalle più recenti statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. La seconda si compone di quattro articoli monografici concernenti il premio a termine nel mercato obbligazionario, le statistiche BRI sui sistemi di pagamento e regolamento, i recenti episodi di dissesti nel settore delle carte di credito in Asia e la liquidità nel mercato interno dei titoli di Stato in Brasile.

I mercati recuperano terreno dopo l'ondata di vendite¹

I mercati finanziari mondiali si sono prontamente ripresi dall'ondata di vendite che li aveva investiti verso la fine di febbraio e agli inizi di marzo 2007, e le valutazioni di molte classi di attività hanno puntato verso nuovi massimi. In tale contesto, tra fine febbraio e i primi di giugno si è assistito a una risalita dei rendimenti dei titoli di Stato delle principali economie industriali. Gli aumenti maggiori sono stati segnati dai rendimenti in euro, che hanno beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle prospettive economiche nell'area dell'euro. Più lento è stato invece il ripristino di una crescita sostenuta di quelli statunitensi, verificatosi solo verso la fine del periodo in rassegna, di riflesso al graduale aggiustamento verso l'alto delle previsioni degli investitori per l'economia USA. Oltre agli effetti del miglioramento percepito dei fondamentali macroeconomici, hanno contribuito al rialzo dei rendimenti obbligazionari anche i crescenti premi a termine.

La fase rialzista dei mercati azionari mondiali è proseguita nel periodo in esame, nonostante una generale rivalutazione dei rischi verso la fine di febbraio e ai primi di marzo. Per quanto breve, l'episodio di turbolenze ha accresciuto nella maggior parte dei mercati la volatilità implicita, che si situava su livelli prossimi ai minimi

¹ Il Quadro generale degli sviluppi copre il periodo dal 26 febbraio al 1° giugno 2007.



storici. Nondimeno, i principali indici azionari statunitensi ed europei hanno recuperato rapidamente terreno e a metà aprile avevano raggiunto le punte massime degli ultimi sei anni. Per contro, il rialzo dei mercati azionari giapponesi, iniziato nel novembre 2006, ha segnato il passo.

La ripresa dalla fase di vendite è stata leggermente più lenta nei mercati creditizi. A fine maggio, tuttavia, i segmenti del dollaro USA e dell'euro avevano ampiamente annullato le perdite subite, e in certi casi gli spread sull'alto rendimento hanno raggiunto nuovi minimi. Sebbene si considerasse che le ripercussioni dei problemi emersi nel mercato statunitense dei mutui ipotecari di qualità *subprime* fossero modeste, restava la preoccupazione degli investitori per l'effetto che ulteriori difficoltà avrebbero potuto esercitare in alcuni mercati delle *collateralised debt obligation*.

Nei mercati emergenti gli spread sono scesi a nuovi minimi, mentre i corsi azionari hanno proseguito la loro ascesa. A questi favorevoli sviluppi ha contribuito la buona performance economica, ma anche l'elevata propensione al rischio degli operatori ha probabilmente avuto un ruolo importante. Rispetto agli spread societari USA, i differenziali dei mercati emergenti di pari rating hanno continuato a collocarsi su livelli inferiori.

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale

L'attività di emissione netta sul mercato dei titoli di debito internazionali nel *primo trimestre 2007* ha registrato una contrazione del 2%, a \$866 miliardi. Nelle economie avanzate il ritmo sostenuto delle emissioni nette britanniche è stato controbilanciato da flessioni di quelle statunitensi e dell'area dell'euro. Nel Regno Unito l'intensa raccolta ha perlopiù rispecchiato l'attività di emittenti situati nel paese ma con casa madre domiciliata all'estero. Nei mercati emergenti le più attive sono state le banche; in particolare, è notevolmente aumentata rispetto al passato la raccolta di emittenti in Asia ed Europa.

Nel *primo trimestre 2007* gli scambi di strumenti derivati presso le borse internazionali hanno segnato un'accelerazione. Il turnover dei contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è complessivamente aumentato del 24%, a \$533 trilioni, dopo una flessione del 7% nel trimestre precedente. L'attività è stata intensa in tutte le categorie di rischio, eccettuato il comparto delle merci. Le forti contrattazioni durante le turbolenze nei mercati finanziari internazionali verso la fine di febbraio e in marzo hanno sostenuto la crescita nei segmenti azionari (33%) e valutari (26%). Anche gli scambi in derivati su tassi di interesse hanno segnato un incremento (22%), attribuibile tuttavia soprattutto a fattori stagionali.

Nel *secondo semestre 2006* la dinamica nel mercato degli strumenti derivati *over-the-counter* (OTC) è tornata in linea con la media di lungo periodo. In termini di importi nozionali il turnover è aumentato del 12%, a \$415 trilioni, a fine dicembre, dopo un incremento del 24% nei primi sei mesi dell'anno. Come in precedenza, la crescita è stata molto sostenuta nel segmento del rischio di credito (46%), mentre è scesa fra il 5 e l'11% nelle altre categorie di rischio. Questi dati non forniscono elementi univoci a conferma di un'espansione dell'attività di *carry trade* nel periodo in esame: se da un lato sono considerevolmente aumentate le posizioni in franchi svizzeri e sterline, quelle in yen sono rimaste invariate. La concentrazione nei mercati dei derivati OTC è in aumento dal 1998, ma continua a essere modesta nei principali segmenti.

Sul mercato bancario internazionale lo stock di crediti transfrontalieri si è accresciuto di \$1 trilione nel *quarto trimestre 2006*, in seguito alla ripresa delle



posizioni interbancarie e a un'impennata del credito a soggetti non bancari. Le attività verso i centri finanziari offshore hanno continuato a espandersi a ritmo vivace, e lo stesso può dirsi dei flussi creditizi ai residenti nelle economie emergenti. Questi ultimi, tuttavia, hanno effettuato collocamenti ancora maggiori presso le banche dell'area dichiarante. I depositi dei paesi membri dell'OPEC, sebbene in gran parte denominati in dollari, sono affluiti principalmente a banche situate in Europa e nei centri offshore.

Le statistiche bancarie consolidate in base alla nazionalità delle banche dichiaranti alla BRI ed escludendo le posizioni intragruppo evidenziano per il *quarto trimestre 2006* una rilevante espansione delle attività estere verso mutuatari negli Stati Uniti. Sono parimenti aumentate le posizioni creditorie verso residenti nell'Europa emergente, mentre il flusso di nuovi crediti alla regione Asia-Pacifico è risultato più contenuto. Sulla base del rischio ultimo, le banche dichiaranti hanno lievemente accresciuto la quota di attività estere verso prenditori dei mercati emergenti, in particolare dell'America latina. Paiono essere rallentati i flussi transfrontalieri diretti a Corea e Thailandia, anche se la quota di questi paesi sulle attività totali non è diminuita.

Saggi monografici

Il premio a termine nel mercato obbligazionario: aspetti concettuali e di misurazione

La struttura per scadenze dei tassi di interesse può rappresentare un'inestimabile fonte di informazioni per le banche centrali. Una corretta lettura di queste informazioni presuppone tuttavia che si distinguano le aspettative di tasso di interesse dal premio a termine del mercato obbligazionario. Dopo aver specificato il concetto di premio a termine, Don Kim della BRI e Athanasios Orphanides della Central Bank of Cyprus esaminano i metodi alternativi impiegati per la sua stima e le difficoltà incontrate in tale esercizio. Gli autori mostrano inoltre come le previsioni ricavate dai sondaggi possano servire per una verifica informale, "amodellizzata", dei modelli previsivi a regressione semplice applicati ai premi a termine e per una stima formale di modelli più complessi basati sull'ipotesi di assenza di arbitraggio.

Le statistiche della BRI sui sistemi di pagamento e regolamento

Le statistiche della BRI sui pagamenti e i regolamenti costituiscono una preziosa fonte centralizzata di informazioni sull'impiego di strumenti e sistemi di pagamento, nonché di sistemi di negoziazione, compensazione e regolamento delle operazioni in titoli. Sia la metodologia sia la presentazione delle statistiche sono state di recente modificate per migliorare la comparabilità dei dati fra i paesi. Ricostruendone l'evoluzione storica, Elisabeth Ledrut della BRI evidenzia come le statistiche sui sistemi di pagamento e regolamento rispecchino i cambiamenti intervenuti nel corso degli anni negli interessi e nelle preoccupazioni delle banche centrali, oltre che l'impatto delle innovazioni tecnologiche sull'impiego degli strumenti di pagamento e sul trattamento di pagamenti e regolamenti in titoli. L'autrice osserva infine come l'introduzione di dati sull'erogazione di credito infragiornaliero da parte delle banche centrali agli operatori di mercato consenta ora di analizzare il fabbisogno di liquidità nei sistemi di pagamento.



I recenti episodi di dissesto nel settore delle carte di credito in Asia

Negli ultimi anni in Asia si è osservata una rapida espansione del credito al consumo, specie nel settore delle carte di credito. Essa è stata tuttavia accompagnata da vari episodi di oscillazioni estreme che comportano nuovi rischi per la stabilità finanziaria. Tae Soo Kang della Bank of Korea e Guonan Ma della BRI analizzano tre recenti episodi di dissesto collegati alle carte di credito avvenuti a Hong Kong SAR nel 2002, in Corea nel 2003 e a Taiwan, Cina nel 2006. Essi paiono avere vari aspetti in comune, ossia l'aumento della concorrenza, sfociato in un allentamento dei criteri di concessione del credito, la rapida crescita dell'indebitamento delle famiglie, l'eccessiva concentrazione degli oneri debitori fra i titolari di carte più rischiosi, il repentino deterioramento della qualità dell'attivo e la successiva contrazione dei saldi attivi per carte di credito. L'analisi di questi episodi pone degli interrogativi per quanto riguarda i rischi derivanti da questo tipo di prestiti al consumo e la risposta appropriata da parte delle autorità.

La ricerca di liquidità nel mercato interno dei titoli pubblici brasiliani

Grazie alla rapida espansione segnata a partire da metà degli anni novanta, il mercato interno dei titoli pubblici in Brasile è diventato di gran lunga il più importante dell'America latina. Nel passare in rassegna le iniziative ufficiali poste in essere dagli inizi del decennio per sviluppare il mercato dei titoli di Stato in moneta locale, André Amante e Márcio Araujo del Banco Central do Brasil, e Serge Jeanneau della BRI documentano come le autorità brasiliane abbiano contribuito a migliorare considerevolmente la struttura del debito pubblico e la liquidità complessiva dei mercati del reddito fisso e dei connessi derivati. Nonostante questi progressi, rimangono margini di miglioramento per quanto riguarda la liquidità nel mercato a pronti.