



Comunicato stampa

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

13 dicembre 2010

La *Rassegna trimestrale BRI* esamina le recenti turbolenze nei mercati europei dei titoli di Stato

La *Rassegna trimestrale BRI* del dicembre 2010, pubblicata oggi, esamina come l'attenzione degli operatori di mercato si sia spostata dall'impatto globale dell'ulteriore allentamento monetario negli Stati Uniti ai nuovi timori per il rischio sovrano nell'area dell'euro.

Essa illustra inoltre gli aspetti salienti emersi dalle ultime statistiche BRI sull'attività bancaria e finanziaria internazionale.

In questa edizione figurano altresì quattro monografie sul mercato valutario e sui derivati OTC, che traggono spunto dall'Indagine triennale delle banche centrali pubblicata a inizio dicembre (i relativi *abstract* sono riportati in calce al comunicato):

1. Le contrattazioni sui mercati valutari sono aumentate a \$4 trilioni rispetto all'Indagine del 2007. La crescita è riconducibile in larga misura alle strategie di *trading* ad alta frequenza, alle operazioni delle banche tramite i maggiori *dealer* e all'attività online degli investitori privati.
2. Le contrattazioni di derivati sono cresciute più rapidamente nei mercati emergenti che nelle economie sviluppate. I derivati su valute sono gli strumenti più frequentemente scambiati.
3. Il volume dei *credit default swap* in essere si è pressoché dimezzato dalla fine del 2007 in seguito all'intensificarsi degli sforzi per ridurre il rischio di controparte.
4. Una guida all'uso dell'Indagine triennale delle banche centrali sull'attività in cambi evidenzia le principali dimensioni di questa raccolta di dati e gli aspetti metodologici importanti per una sua corretta interpretazione.

Questo comunicato stampa è disponibile anche in francese, inglese, spagnolo e tedesco.



Le politiche monetarie e i timori per il debito sovrano determinano l'andamento dei mercati

Nel periodo tra la fine di agosto e gli inizi di dicembre due fattori hanno condizionato l'evoluzione dei mercati finanziari mondiali. Fino ai primi di novembre la percezione di un rallentamento della ripresa economica nelle maggiori economie avanzate ha contribuito a rafforzare presso gli investitori l'aspettativa che le banche centrali avrebbero adottato ulteriori misure espansive. Successivamente sono balzati in primo piano i nuovi timori per il rischio sovrano in diverse economie dell'area dell'euro.

Durante la prima fase l'attenzione si è perlopiù focalizzata sulla Federal Reserve e il suo annuncio, agli inizi di novembre, di una seconda tornata di acquisti su vasta scala di titoli del Tesoro. L'annuncio definitivo è stato preceduto da un periodo prolungato durante il quale si è cercato di preparare i mercati con dichiarazioni di alti funzionari e altre fonti ufficiali. Ciò ha provocato, tra agosto e i primi di novembre, un netto calo dei rendimenti obbligazionari reali e nominali negli Stati Uniti e un significativo rialzo delle quotazioni azionarie, poiché gli investitori hanno scontato in misura crescente gli interventi attesi. Al tempo stesso, gli indicatori di mercato hanno segnalato che gli investitori obbligazionari stavano rivedendo al rialzo le aspettative sull'inflazione negli Stati Uniti.

Il previsto allentamento monetario della Fed ha avuto un impatto visibile sui prezzi di mercato ben al di là degli Stati Uniti. Il dollaro USA si è deprezzato nei confronti della maggior parte delle altre principali valute. Unitamente all'ulteriore flessione dei tassi di interesse statunitensi, ciò ha fatto del biglietto verde la divisa di finanziamento privilegiata per le operazioni di *carry trade* su valute e ha intensificato i flussi di capitali verso i mercati emergenti. Ne è conseguito un rialzo delle quotazioni azionarie e obbligazionarie nelle economie emergenti in più rapida espansione, che ha indotto diversi fra questi paesi a introdurre misure ufficiali volte a frenare il ritmo degli afflussi di capitali.

Dagli inizi di novembre l'attenzione si è spostata sull'area dell'euro di pari passo con l'acutizzarsi delle preoccupazioni degli operatori per le esposizioni verso l'Irlanda e altre economie. Gli spread creditizi sui titoli di Stato dei paesi interessati sono tornati ad ampliarsi significativamente. Questa volta i timori sono stati suscitati da due fattori: il deterioramento della situazione di bilancio dell'Irlanda, dovuto al continuo sostegno pubblico alle banche in difficoltà, e la possibilità di modifiche dei trattati comunitari che permetterebbero di imporre una compartecipazione alle perdite ai detentori di titoli di debito emessi dai governi in difficoltà finanziarie. Nonostante l'approvazione a fine novembre di un piano di aiuti dell'Unione europea in favore dell'Irlanda, le tensioni sono proseguite e l'attenzione si è spostata dapprima sul Portogallo e la Spagna e quindi sul Belgio e l'Italia. La situazione è tuttavia andata stabilizzandosi agli inizi di dicembre, in previsione di possibili misure di sostegno della BCE.

Aspetti salienti delle statistiche BRI

I bilanci delle banche dichiaranti alla BRI, che nei primi tre mesi di quest'anno si erano ampliati per la prima volta dall'inizio della crisi, hanno cessato di espandersi nel *secondo trimestre 2010*. Nondimeno, a livello più disaggregato, sono proseguite diverse delle tendenze che avevano caratterizzato il credito bancario internazionale negli ultimi trimestri. Gli istituti bancari hanno continuato a dirigere i propri finanziamenti verso i mercati emergenti a più rapida crescita, a scapito delle economie avanzate con ritmi di espansione più lenti. Al pari di quanto osservato



nei trimestri precedenti, la configurazione dei flussi creditizi ha presentato ampie divergenze tra le quattro regioni emergenti. In particolare, le banche hanno seguito a incrementare la propria esposizione verso le economie dinamiche dell'Asia-Pacifico e dell'America latina e Caraibi, mentre hanno ridotto i crediti transfrontalieri ai residenti delle regioni emergenti con una crescita meno sostenuta, come Europa e Africa-Medio Oriente. Nel contesto delle turbolenze sui mercati finanziari mondiali scatenate dalle preoccupazioni per lo stato delle finanze pubbliche in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, le attività estere nei confronti di questi paesi sono diminuite nel secondo trimestre.

L'attività sul mercato primario dei titoli di debito internazionali ha registrato una ripresa nel *terzo trimestre 2010*, recuperando gran parte del drastico calo verificatosi durante la crisi del debito sovrano europeo del secondo trimestre. Le emissioni lorde perfezionate sono salite a \$1 934 miliardi, un importo superiore del 15% rispetto ai tre mesi precedenti, ma inferiore ai \$2 175 miliardi del primo trimestre. Con rimborsi in calo del 7%, i collocamenti netti sono aumentati a \$475 miliardi, da \$111 miliardi nel secondo trimestre. Tra gennaio e marzo i mutuatari hanno raccolto \$603 miliardi sul mercato internazionale dei titoli di debito.

Sia le ampie variazioni dei prezzi delle attività sia gli sforzi per ridurre il rischio di controparte hanno inciso notevolmente sui mercati dei derivati *over-the-counter* (OTC) nella prima metà del 2010. In tale periodo l'ammontare nozionale dei derivati OTC in essere è sceso del 3% in termini di dollari USA. Tuttavia, in parte a causa delle crescenti preoccupazioni per il rischio sovrano, i notevoli movimenti delle quotazioni hanno fatto salire il valore lordo di mercato di questi contratti del 15% e le connesse esposizioni creditorie lorde del 2%. In linea con il maggiore ricorso a controparti centrali (CC) in alcuni segmenti del mercato, l'aumento delle posizioni creditorie lorde è stato più contenuto di quello del valore lordo di mercato, per effetto delle compensazioni. Il rapporto tra le esposizioni creditorie lorde e il valore lordo di mercato è quindi sceso al 14,5% alla fine della prima metà del 2010, rispetto al 16,3% a fine 2009 e al 24,0% a fine giugno 2007.

L'attività di negoziazione sulle borse internazionali di derivati, misurata dal volume del turnover si è ridotta nel *terzo trimestre 2010*. Tra luglio e settembre, in termini di valori nozionali gli scambi sono scesi del 21%, a \$438 trilioni. Il calo ha interessato tutte le principali categorie di rischio. Le negoziazioni di contratti su tassi di interesse si sono ridotte del 23%, a \$371 trilioni, principalmente a seguito della flessione dell'attività in strumenti su tassi di interesse a breve (-24%, a \$328 trilioni). Il turnover di futures e opzioni su indici azionari è diminuito del 12%, a \$57 trilioni, e quello dei contratti su tassi di cambio del 22%, a \$9 trilioni.

Articoli monografici

La domanda da 4 trilioni di dollari: che cosa spiega la crescita delle operazioni in valuta rispetto all'indagine del 2007?

Il volume medio delle contrattazioni giornaliere sul mercato valutario ha raggiunto i \$4 trilioni nell'aprile 2010, con un aumento del 20% rispetto al 2007. L'articolo di Michael King (BRI) e Dagfinn Rime (Banca centrale norvegese) evidenzia come questa crescita sia imputabile in larga misura alla maggiore attività di negoziazione di istituzioni finanziarie diverse dagli operatori dichiaranti. All'interno di questa categoria assai eterogenea, che ha contribuito per l'85% all'incremento del turnover, gli autori individuano nel *trading* ad alta frequenza, nelle operazioni



delle banche tramite i maggiori *dealer* e nell'attività online degli investitori privati i principali fattori alla base dell'aumento degli scambi. Essi sostengono che quest'ultimo è stato favorito dalla negoziazione elettronica, in particolare algoritmica.

Gli strumenti derivati nei mercati emergenti

Le contrattazioni di derivati nei mercati emergenti sono cresciute più rapidamente che nelle economie sviluppate. Dubravko Mihajek e Frank Packer (BRI) rilevano come i derivati su valute siano gli strumenti maggiormente scambiati, con un utilizzo sempre più frequente delle monete dei paesi emergenti e una quota crescente delle operazioni transfrontaliere. Con l'ampliarsi della portata globale dei centri finanziari dell'Asia emergente sono aumentate le contrattazioni offshore di numerosi strumenti basati sulle valute di questi paesi. Gli autori osservano che l'incremento del turnover di derivati nei mercati emergenti è correlato positivamente con il commercio, l'attività finanziaria e il reddito pro capite.

Rischio di controparte e volume dei contratti nel mercato dei *credit default swap*

Dopo oltre un decennio di rapida crescita, il volume dei *credit default swap* in essere ha raggiunto un massimo di quasi \$60 trilioni alla fine del 2007. Da allora si è pressoché dimezzato, mentre l'ammontare dei nuovi contratti ha continuato a crescere. L'articolo di Nicholas Vause (BRI) attribuisce il calo delle consistenze all'intensificarsi degli sforzi per ridurre il rischio di controparte, che ha portato all'elisione di posizioni simmetriche per oltre \$65 trilioni.

Una guida all'uso dell'Indagine triennale delle banche centrali sull'attività in cambi

Questo articolo di Michael King e Carlos Mallo (BRI) offre una panoramica della componente valutaria dell'Indagine triennale delle banche centrali. Vi sono evidenziate le principali dimensioni di questa raccolta di dati, nonché gli aspetti metodologici importanti per interpretare correttamente le informazioni in essa contenute. Gli autori confrontano inoltre la metodologia dell'Indagine triennale con quella di indagini più frequenti sui mercati valutari condotte da comitati regionali.