

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Nel 1999 gli operatori dei mercati finanziari, pur recando ancora i segni delle crisi recenti, hanno rivolto la loro attenzione ai lati favorevoli delle prospettive per il futuro, mostrando una crescente disponibilità all'assunzione di rischi. L'entusiasmo per la tecnologia digitale e le sempre più numerose indicazioni di un'espansione economica su scala mondiale hanno sospinto i prezzi di molti titoli azionari a livelli record. Nei mercati del credito un'analogia propensione al rischio ha prevalso su episodiche tensioni di liquidità, e gli spreads si sono gradualmente ridotti nonostante il volume senza precedenti delle emissioni di titoli del settore privato. Il rialzo dei tassi d'interesse a lungo termine in Europa e negli Stati Uniti è stato recepito favorevolmente in quanto segnale che la politica monetaria era pronta a scongiurare l'inflazione sostenendo al tempo stesso la crescita.

Nel primo trimestre 2000 gli operatori hanno cominciato a intuire che il loro entusiasmo si era spinto troppo oltre. Sui mercati azionari l'improvvisa apprensione degli investitori per l'elevatezza delle quotazioni ha determinato violente oscillazioni, soprattutto nei prezzi dei titoli tecnologici. I dati diffusi nel corso del trimestre hanno destato incertezza circa la misura in cui la politica monetaria avrebbe dovuto essere inasprita. Nello stesso tempo, sui prezzi hanno influito in modo insolitamente forte gli shock dal lato dell'offerta nel mercato dei titoli del Tesoro USA. L'attività di arbitraggio e di market-making – che in altre circostanze avrebbe assorbito tali shock – non sembra essersi ancora ripresa dalle perdite subite nell'autunno 1998. La conseguente volatilità dei rendimenti a lungo termine non solo ha disorientato mutuatari e investitori, che dipendono da quel mercato per i prezzi benchmark, ma ha anche confuso le informazioni di norma trasmesse sulle prospettive macroeconomiche.

I mutamenti nei prezzi relativi delle attività hanno avuto conseguenze reali sotto forma di una riallocazione del capitale fra i settori economici. Sui mercati azionari, lo spettacolare andamento dei titoli tecnologici ha consentito alle società di nuova istituzione di raccogliere un ammontare record di fondi attraverso offerte pubbliche iniziali (OPI), mentre l'apparente, bassa performance di altre azioni è stata all'origine degli ingenti programmi di riacquisto di azioni proprie che hanno fatto riaffluire fondi agli azionisti. Sui mercati degli strumenti debitori, gli avanzi fiscali di Stati Uniti e Regno Unito e il calo dei deficit nell'Europa continentale – unitamente alla riduzione degli spreads creditizi – hanno creato le condizioni per un notevole aumento delle emissioni di obbligazioni societarie e una conseguente redistribuzione del risparmio dai mutuatari pubblici a quelli privati.

L'ottimismo si trasforma in apprensione

Le variazioni dei prezzi delle attività determinano una riallocazione del capitale

Le maggiori banche investono sui mercati obbligazionari in rapida espansione

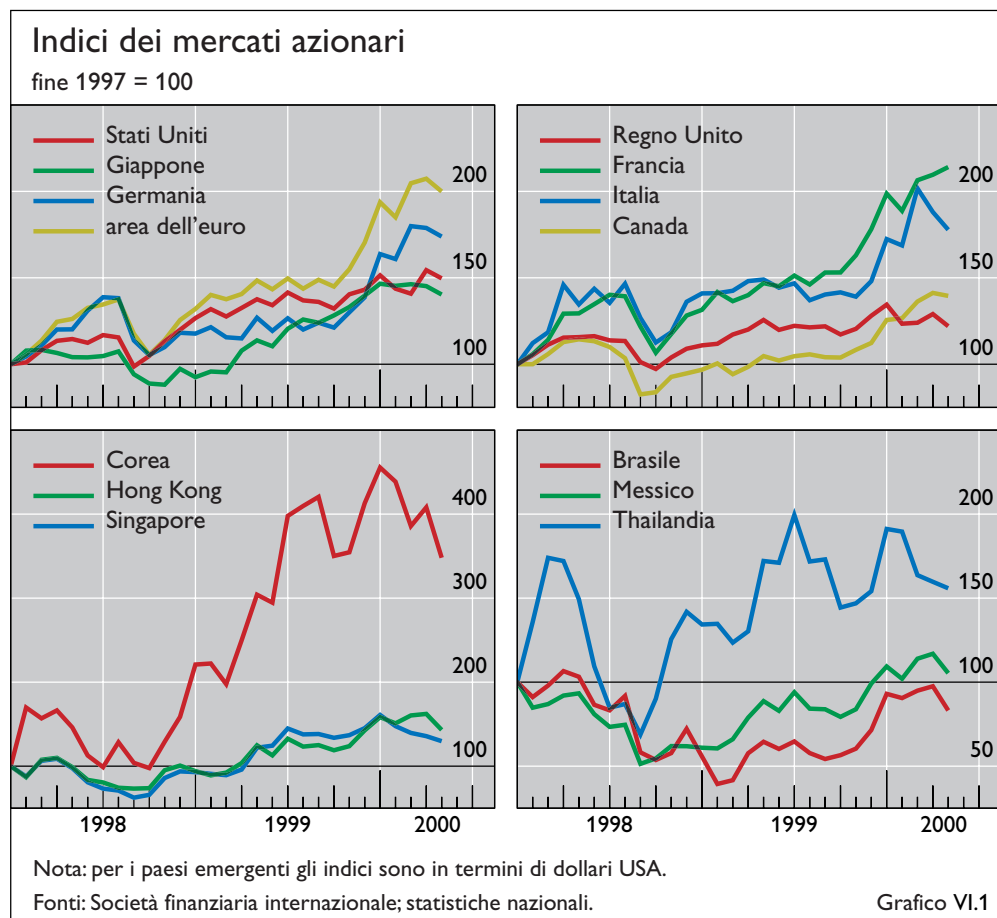
I prezzi delle attività hanno inoltre contribuito a determinare le modalità di finanziamento degli squilibri mondiali di parte corrente. I mercati azionari hanno favorito i flussi di capitali, incluse le acquisizioni internazionali regolate con azioni. Le maggiori banche del mondo hanno esse stesse investito massicciamente sui mercati obbligazionari in rapida espansione, relegando in secondo piano la tradizionale attività creditizia. I mutuatari dei paesi emergenti, dal canto loro, hanno avuto scarse necessità di ricorrere ai prestiti bancari esteri, e di fatto hanno accelerato i rimborsi. Di conseguenza, il mercato interbancario internazionale è stato improvvisamente inondato di fondi. Purtroppo, escludendo le transazioni collegate ad acquisizioni, le banche hanno iniziato a incontrare difficoltà nel reperire nuovi prenditori.

Mercati azionari

Profili evolutivi

I mercati azionari segnano ovunque massimi storici

Proseguendo la sostenuta dinamica degli anni precedenti, nel 1999 i mercati azionari hanno segnato nuovi record in tutto il mondo (grafico VI.1). Gli elevati guadagni sono tanto più degni di nota in quanto sono stati conseguiti in un contesto di tassi d'interesse in aumento negli Stati Uniti e in Europa. Persino la borsa di Tokyo, dopo vari anni di debolezza, ha condiviso la tendenza generale, annullando le perdite subite dall'inizio delle recenti crisi finanziarie asiatiche. Brasile, Corea, Messico e altri mercati in ripresa dalla recessione sono fra quelli che hanno fatto registrare le migliori prestazioni a livello mondiale. Il ritmo di

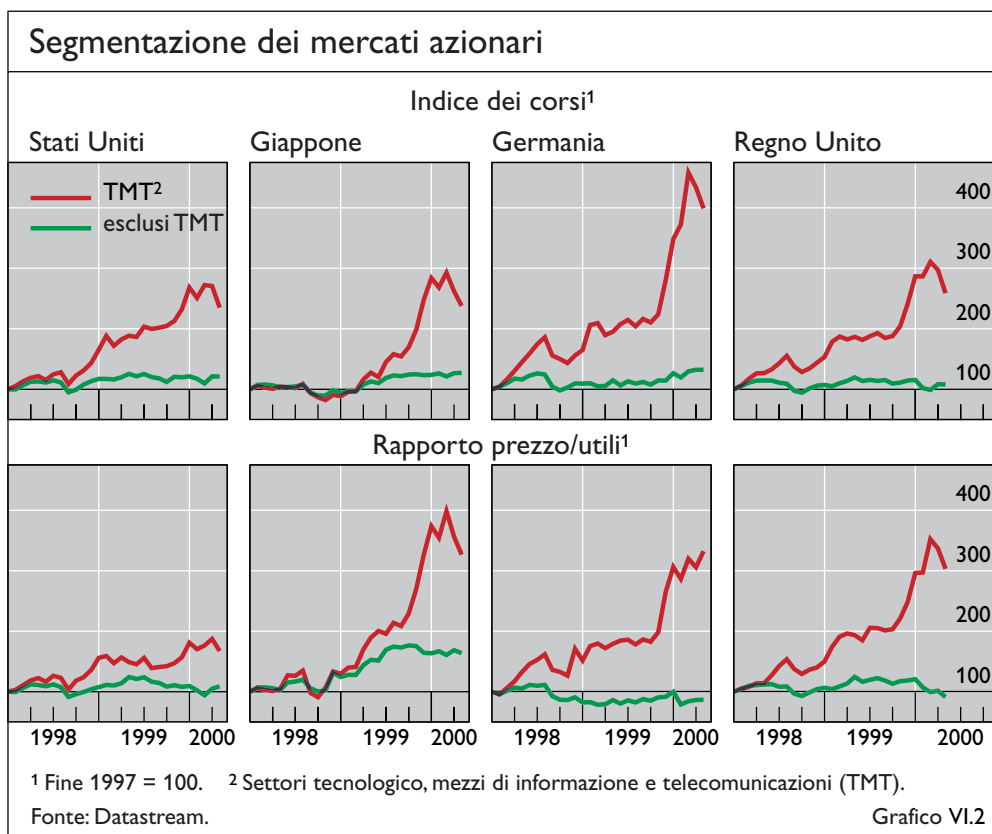


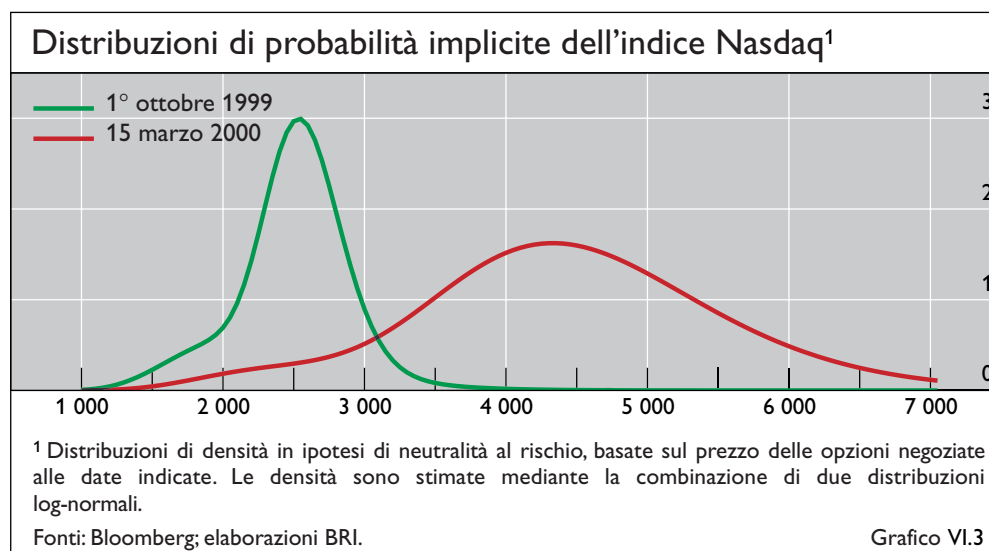
crescita globale ha raggiunto un massimo nell'ultimo trimestre 1999, per poi cominciare a flettere nel nuovo anno.

Dietro la sostenutezza degli indici azionari generali nel 1999 si celano marcate differenze fra i titoli della “nuova economia” e quelli della “vecchia economia”. Negli Stati Uniti, ad esempio, meno della metà delle società comprese nell'indice S&P 500 ha in realtà segnato risultati positivi per l'intero anno. A livello mondiale, i guadagni complessivi sono stati in ampia misura trainati dalle azioni della tecnologia digitale e delle telecomunicazioni, il cui valore si è praticamente raddoppiato negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania, e quasi triplicato in Giappone (grafico VI.2). La divergenza tra i prezzi delle azioni tecnologiche e non tecnologiche è stata particolarmente evidente in Germania, dove ha contribuito a questo fenomeno il premio di acquisizione sulle azioni del comparto delle telecomunicazioni. La performance dei settori della “vecchia economia” ha differito anche a seconda dei paesi: al calo registrato negli Stati Uniti e nel Regno Unito ha fatto riscontro un aumento in Germania e in Giappone.

Guadagni indotti dalle azioni tecnologiche

Le disparità a livello sia di mercati nazionali che di settori economici si sono accentuate ulteriormente nel primo trimestre 2000, allorché è aumentata fortemente la volatilità. Dopo una breve flessione a inizio d'anno, i prezzi delle azioni nell'Europa continentale hanno ripreso il loro trend ascendente, mentre negli Stati Uniti hanno continuato a diminuire. In Giappone l'annuncio a metà marzo di una ricaduta dell'economia nella recessione – con una contrazione relativamente ampia del prodotto nel quarto trimestre 1999 – ha provocato una temporanea ondata di vendite di titoli nipponici. Nel mercato USA i dati diffusi presentavano un'economia reale apparentemente refrattaria





Il “tiro alla fune”
fra azioni
tecnologiche e non
tecnologiche

all'inasprimento monetario e hanno provocato spesso violente oscillazioni dei prezzi da un giorno all'altro. Si è sovente assistito a un vero e proprio “tiro alla fune” fra azioni tecnologiche e non tecnologiche, laddove ai rialzi in un settore si sono accompagnati ribassi nell'altro. La volatilità infragiornaliera è stata talvolta superiore ai valori che sarebbero normali nell'arco di più giorni. Il 4 aprile, ad esempio, l'indice Nasdaq con prevalenza di titoli tecnologici ha perso il 13% durante la giornata, per poi recuperare gran parte delle perdite prima della chiusura. Una settimana più tardi il mercato Nasdaq precipitava, in particolare dopo l'annuncio di un valore dell'inflazione dei prezzi al consumo piuttosto elevato, perdendo \$1,4 trilioni della sua capitalizzazione. Senza che fossero pervenute nuove notizie di rilievo, esso è tornato a salire all'inizio della settimana successiva.

La volatilità di aprile è stata preceduta da un palese accentuarsi dell'incertezza degli operatori circa i futuri corsi azionari. Come mostrano i prezzi delle opzioni, sembra che tale apprensione sia aumentata ancor più della volatilità effettiva, specie per i titoli tecnologici. La volatilità attesa implicita nei prezzi delle opzioni di borsa sull'indice Nasdaq risultava relativamente modesta nell'ottobre 1999, allorché i corsi delle azioni tecnologiche erano in ascesa, a indicazione di una certa fiducia a riguardo delle valutazioni (grafico VI.3). Per contro, quando i corsi hanno iniziato a vacillare nel primo trimestre 2000, la volatilità incorporata nei prezzi delle opzioni è divenuta eccezionalmente elevata. Secondo la distribuzione implicita dei possibili prezzi futuri, a metà marzo 2000 vi erano circa 25 probabilità su 100 di un calo di almeno il 20%, rispetto al 15% di probabilità di un calo analogo nell'ottobre precedente.

Volatilità e cambiamenti nelle valutazioni

L'andamento
altalenante
dei mercati solleva
interrogativi circa
le valutazioni

L'andamento altalenante dei mercati azionari solleva interrogativi sulle cause dei cambiamenti nelle valutazioni. Poiché l'azione rappresenta un diritto sulle future erogazioni della società agli azionisti, il suo prezzo dovrebbe muoversi in linea con le nuove informazioni sugli utili aziendali, e in particolare sul loro ritmo di crescita. Inoltre, esso dovrebbe riflettere il rendimento atteso di strumenti alternativi, quali le obbligazioni, nonché una remunerazione incrementale non

osservabile richiesta dall'investitore per compensare il rischio di prezzo delle azioni (il cosiddetto premio di rischio azionario).

Le recenti oscillazioni a breve dei prezzi paiono essere state indotte da nuove informazioni di entità assai modesta. Ciò non sarebbe di per sé insolito, giacché storicamente i corsi azionari sono aumentati e diminuiti più di quanto possa spiegare l'andamento osservato degli utili. Un siffatto "eccesso di volatilità" può derivare da un'irrazionale volubilità nel comportamento degli operatori. Le variazioni nel premio di rischio non osservabile potrebbero spiegare questo comportamento, benché non siano chiare le ragioni per cui tale premio debba variare così tanto in così breve tempo. Un'ulteriore possibile spiegazione delle ampie oscillazioni dei prezzi azionari risiede nelle differenze esistenti tra le informazioni di cui dispongono gli investitori. Alcuni di essi potrebbero talora essere a conoscenza di importanti informazioni private che trasmettono al mercato solo attraverso le loro transazioni, per cui non è tanto l'informativa disponibile al pubblico a muovere il mercato quanto i flussi degli ordini.

Oscillazioni di prezzo apparentemente indotte da nuove informazioni di entità assai modesta

Se le fluttuazioni a breve dei prezzi azionari sono difficili da spiegare, i movimenti di più lungo periodo mostrano regolarità empiriche alquanto coerenti con le grandezze economiche fondamentali. Quando gli indicatori di valutazione, come il rendimento azionario o il rapporto prezzo/utili, si discostano in modo sostanziale dalla loro relazione normale con il ciclo economico, essi tendono con il tempo a convergere verso la media storica. In genere, bassi rendimenti azionari o elevati rapporti prezzo/utili ritornano ai loro livelli normali per effetto di un calo dei prezzi piuttosto che di un aumento dei dividendi o degli utili.

Viste alla luce dell'evidenza storica, le prospettive per i corsi azionari a fine marzo 2000 non erano favorevoli. Il continuo generale aumento degli indici di borsa aveva sospinto gli indicatori di valutazione del mercato nel suo insieme a livelli estremi. Ad esempio, i rendimenti azionari nella maggioranza dei mercati

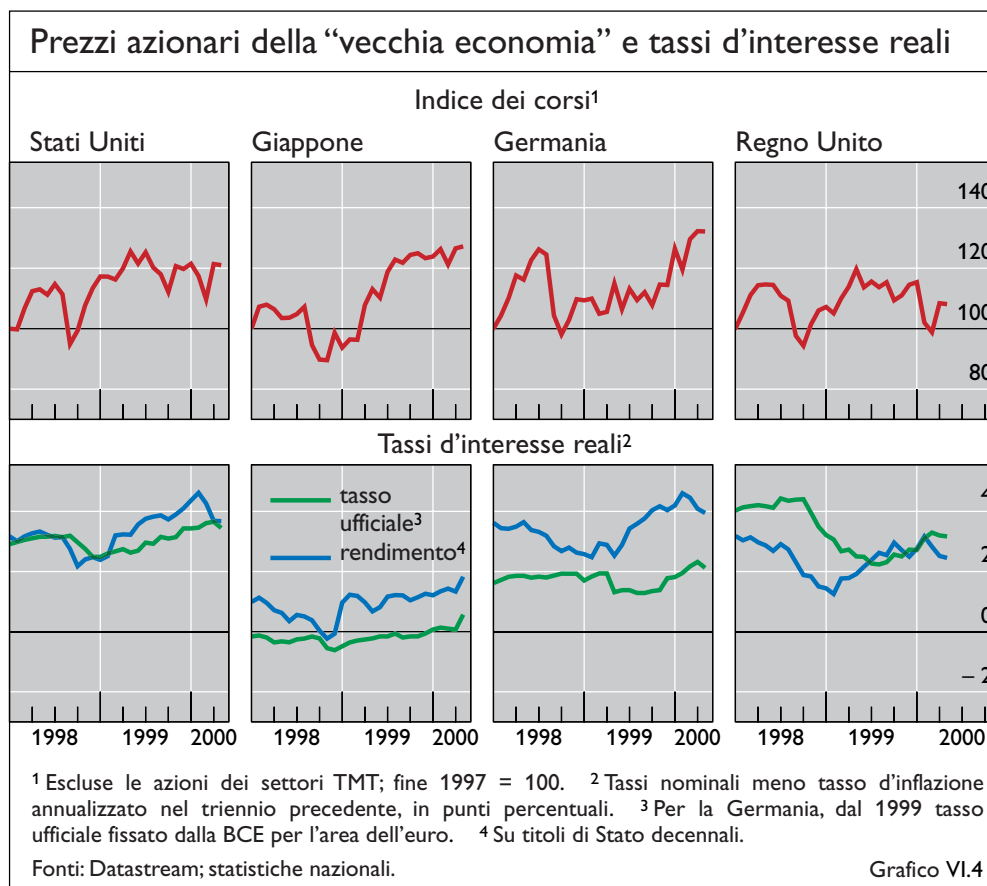
Le prospettive sul mercato azionario non erano favorevoli ...

Indicatori di valutazione dei prezzi azionari ¹									
	Rendimento azionario ²				Rapporto prezzo/utili ³				
	Media	Minimo		Marzo 2000	Media	Sett. 1987	Massimo		Marzo 2000
		livello	data				livello	data	
Stati Uniti	3,6	1,1	dic. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	lug. 1999	28,3
Giappone	1,3	0,4	gen. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	feb. 2000	80,6
Germania	2,7	1,1	feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	gen. 2000	22,8
Francia	4,0	1,6	mar. 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	mag. 1973	26,8
Italia	2,8	1,0	mag. 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	mar. 2000	35,6
Regno Unito	4,7	2,1	mar. 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	gen. 2000	28,1
Canada	3,3	1,1	mar. 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	nov. 1999	32,8
Paesi Bassi	4,6	1,7	gen. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	gen. 2000	26,5
Svizzera	2,3	0,9	mar. 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	mar. 1998	20,1
Svezia	2,5	1,1	mar. 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	mar. 2000	34,2
Belgio	4,0	1,3	gen. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	apr. 1973	17,1

¹ Dal 1973. ² Per la Svezia, dal 1982. ³ Per l'Italia, dal giugno 1986; per il Regno Unito, dal 1980; per il Canada, escludendo gli anni 1991-94, periodo in cui il rapporto è stato eccezionalmente elevato a causa degli utili molto bassi conseguenti allo stralcio di attività (massimo nel 1994: 504); per la Svezia, dal 1982.

Fonte: Datastream.

Tabella VI.1



erano pari, o molto prossimi, ai minimi storici (tabella VI.1). È pur vero che l’accreciuta propensione delle società a distribuire utili agli azionisti sotto forma di riacquisti di azioni proprie piuttosto che mediante il pagamento di dividendi ha agito nel senso di deprimere i rendimenti indipendentemente dal mutare o meno della disponibilità degli operatori ad assumere rischi. Nondimeno, i mercati azionari apparivano sopravvalutati anche sulla base dei rapporti prezzo/utili. Sebbene questi fossero in genere leggermente diminuiti rispetto alle recenti punte massime, essi rimanevano ancora elevati rispetto ai parametri storici e addirittura superiori ai livelli osservati prima del crollo borsistico dell’ottobre 1987.

... e potrebbero dipendere dal settore

L’andamento differenziato tra le azioni della “vecchia” e della “nuova economia” nel corso dell’anno passato farebbe ritenere che le previsioni per il mercato azionario dipendano dal settore specifico. Anche se i rapporti prezzo/utili nel comparto non tecnologico risultavano inferiori a quelli medi di mercato, gli indicatori di valutazione evidenziavano anche per questi titoli una possibile sopravvalutazione. A fine marzo 2000 negli Stati Uniti e nel Regno Unito gli indici prezzo/utili del settore non tecnologico erano pari rispettivamente a 23 e 19, e quindi ben al disopra della media storica, sebbene questi paesi si trovassero in una fase del ciclo economico (Capitolo II) che, almeno in passato, era associata a un ridotto margine di crescita degli utili. Inoltre, negli Stati Uniti i titoli della “vecchia economia” non sembravano essersi del tutto adeguati agli aumenti dei tassi d’interesse (grafico VI.4).

I tradizionali indicatori di valutazione segnalavano rischi ancora maggiori per i titoli del comparto ad alta tecnologia, dove i rapporti prezzo/utili avevano

raggiunto vette senza precedenti. A fine marzo 2000 essi erano pari a 53 negli Stati Uniti e a 169 in Giappone. Tali valutazioni dipendono in parte dalla crescita degli utili, che nel lungo periodo deve convergere con quella dell'economia. Le differenze nelle valutazioni originano quindi dalla rapidità con cui gli utili dovrebbero aumentare a breve termine secondo le previsioni degli investitori, dalla durata del periodo di crescita rapida, nonché dal premio di rischio azionario. In base alle medie storiche della crescita di lungo periodo e dei premi di rischio azionario, gli investitori paiono essere stati molto ottimisti circa le prospettive di sviluppo a breve delle società ad alta tecnologia. Il tasso atteso di incremento degli utili per l'intero settore tecnologico USA desumibile dal rapporto prezzo/utili era pari al 21% annuo in termini reali per il prossimo decennio, valore superiore di oltre cinque volte a quello dell'espansione reale dell'economia sottostante. Nello stesso tempo, il mercato prevedeva che gli utili reali per azione nel settore tecnologico giapponese sarebbero aumentati a un tasso medio annuo del 25% nei prossimi dieci anni. Anche ipotizzando un azzeramento del premio di rischio azionario, i tassi reali impliciti d'incremento degli utili su dieci anni per Stati Uniti e Giappone sarebbero rispettivamente del 12 e del 16%.

Gli indicatori segnalano rischi maggiori per le azioni tecnologiche

Se è vero che gli indicatori di valutazione di molti titoli azionari hanno raggiunto livelli eccezionali, considerati gli utili correnti, altre valutazioni elevate paiono basarsi esclusivamente su ipotesi circa gli utili prospettici, piuttosto che su precedenti storici. In effetti, per molte delle recenti OPI di titoli tecnologici gli utili non esistevano, e i loro presunti tassi di crescita si fondavano su criteri di valutazione inediti e non sperimentati. Taluni di questi criteri si ispiravano a relazioni quali la legge di Metcalfe (dal nome dell'ideatore di Ethernet, il precursore di Internet), secondo cui il valore di una società di rete sarebbe proporzionale al *quadrato* del numero dei sottoscrittori, poiché questo rappresenta il numero dei possibili collegamenti. Un tale criterio potrebbe giustificare l'ipotesi di rendimenti di scala straordinariamente crescenti, che non hanno una stretta correlazione con i tassi d'interesse o il livello generale dell'attività economica. Tali valutazioni paiono trascurare il fatto che una società di rete tende a trovare e collegare la clientela di maggior valore all'inizio e pertanto non può evitare di incorrere in rendimenti decrescenti. Inoltre, criteri come la legge di Metcalfe non possono applicarsi a tutte le società Internet – come i distributori al dettaglio “dotcom” – né a tutte le imprese all'interno di un settore, poiché accanto ai vincenti vi saranno sempre dei perdenti.

Le elevate valutazioni non dipendono dalla dinamica storica degli utili

Rischi di valutazione e potenziali implicazioni economiche

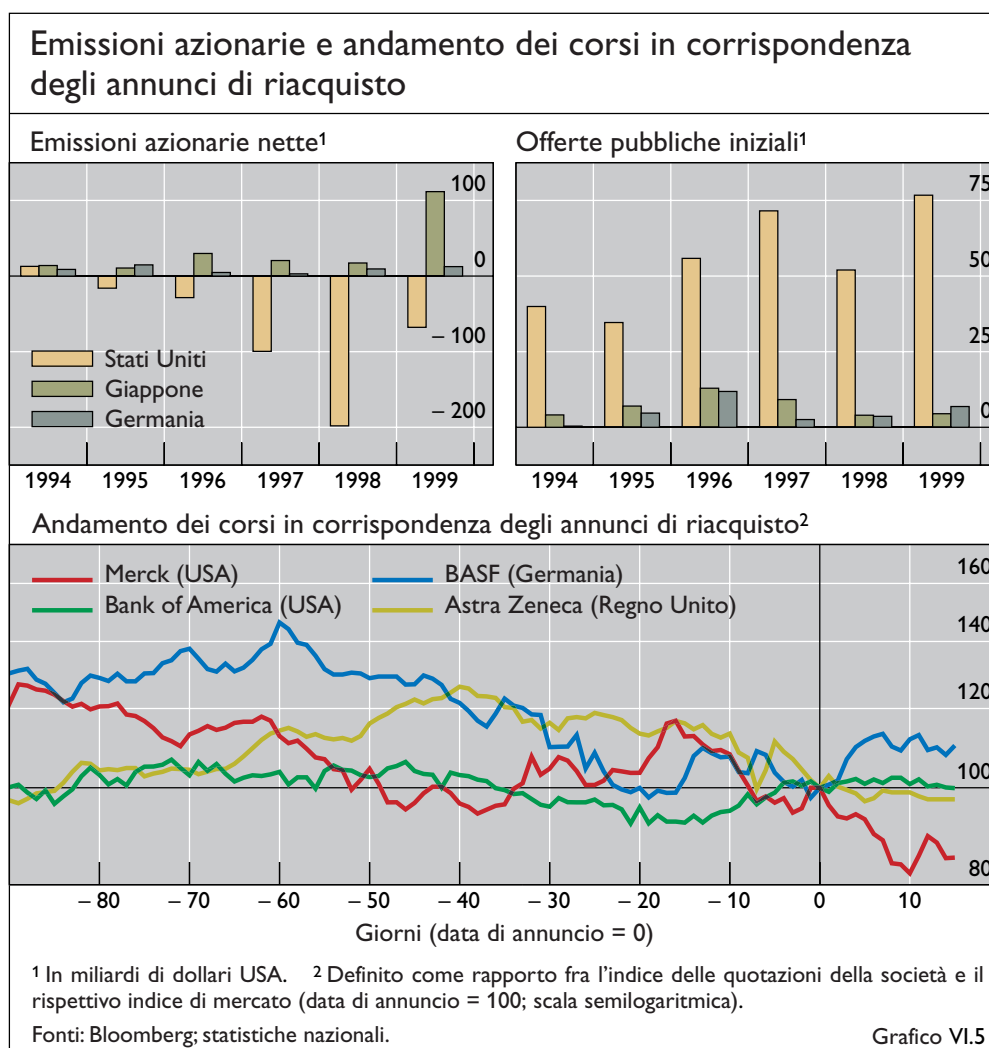
Le valutazioni storicamente elevate dei principali listini azionari comportano chiaramente il rischio di brusche correzioni a livello di mercato. Il settore tecnologico sembrerebbe particolarmente vulnerabile, ma anche quello non tecnologico mostra valutazioni elevate rispetto ai parametri storici. Benché per gran parte del primo trimestre 2000 gli investitori abbiano privilegiato alternativamente l'uno o l'altro settore, un cambiamento di umore che colpisse il comparto tecnologico potrebbe senz'altro ripercuotersi anche sulle azioni tradizionali. Spesso basta molto poco per provocare un simile mutamento di umore degli investitori. Ingenti ordini di vendita possono giungere senza segni

Basta molto poco a far mutare il clima di mercato

premonitori e innescare ulteriori vendite, in quanto altri investitori ne traggono indicazioni negative, indipendentemente dalla presenza di un reale contenuto informativo nelle operazioni iniziali. In passato ciò ha sovente causato una generale perdita di fiducia, allorché i prezzi sono inaspettatamente calati.

I rischi di una sopravvalutazione per l'economia reale non si limitano alla possibilità che una brusca correzione freni i consumi per l'agire degli effetti di ricchezza, oppure riduca gli investimenti attraverso un aumento del costo del capitale (Capitolo II). Eventuali distorsioni nell'allocazione del capitale durante la fase espansiva comportano anche la necessità di successivi aggiustamenti. Le conseguenze sull'economia reale delle variazioni nei prezzi relativi delle azioni tra settori tecnologico e non tecnologico erano già evidenziate dai rilevanti flussi finanziari tra i due settori. Nel 1999 gli operatori in tutto il mondo hanno investito un volume senza precedenti di fondi nelle OPI di nuove società, per lo più del comparto tecnologico (grafico VI.5). Al tempo stesso, le società non tecnologiche con azioni la cui performance era giudicata inferiore alla norma hanno continuato ad annunciare piani di riacquisto di azioni proprie, che hanno fatto riaffluire risorse finanziarie agli azionisti. Una sopravvalutazione delle OPI di titoli tecnologici potrebbe aver incoraggiato eccessivi ingressi di nuove aziende in tale settore, e il conseguente sovrainvestimento potrebbe in un

Volume record di offerte pubbliche iniziali di nuove società



secondo momento tradursi in una minore produttività. Se e quando avverrà una brusca correzione, parte delle perdite di capitalizzazione del mercato potrà giustamente essere attribuita a una revisione verso il basso della futura produttività attesa.

Nel 1999 la riallocazione di capitale ha anche assunto la forma di acquisizioni internazionali, che hanno spesso interessato società di telefonia mobile. Tali operazioni hanno contribuito a finanziare i principali squilibri mondiali di parte corrente. Gli Stati Uniti e l'America latina, in particolare, hanno finanziato i rispettivi deficit esterni anzitutto attraverso i capitali azionari affluiti dall'estero sotto forma di acquisizioni di imprese nazionali. In effetti, la sostenutezza della domanda estera di attività statunitensi ha favorito a tratti l'apprezzamento del dollaro nonostante gli ingenti disavanzi. In Europa, in particolare, un'ondata di fusioni e acquisizioni ha investito il settore delle telecomunicazioni. Contrariamente alla fine degli anni ottanta, molte delle recenti acquisizioni in tutto il mondo sono state regolate con azioni delle società acquirenti piuttosto che in contanti. Traendo vantaggio dagli elevati corsi azionari, le società tecnologiche potrebbero rilevare imprese di altri settori e utilizzare i flussi di cassa di queste ultime per propri fini di investimento. Resta da vedere se tale riallocazione di capitale avrà anche conseguenze per la futura crescita della produttività.

Acquisizioni regolate con azioni anziché in contanti

Mercati obbligazionari

Così come i mercati azionari hanno facilitato uno spostamento della raccolta di fondi dai settori tradizionali a quelli della "nuova economia", anche i mercati obbligazionari in tutto il mondo hanno reso possibili nuove strategie di finanziamento e di investimento. Una tendenza strutturale di particolare importanza, acceleratasi nel periodo in esame, è una certa dislocazione dell'attività di raccolta dal settore pubblico a quello privato. Se da un lato i mercati hanno assorbito un volume senza precedenti di titoli del settore privato, dall'altro la prospettiva di una contrazione nelle emissioni del settore pubblico nel Nord America e in Europa ha determinato un ritiro di capitali di market-making e una ricerca di benchmarks alternativi sui mercati finanziari. Al tempo stesso, il ricordo delle perdite subite nell'autunno 1998 ha influito pesantemente sull'atteggiamento degli arbitraggisti. Questi fattori hanno contribuito a episodi di fluttuazioni erratiche di vari spreads di mercato, rendendo più opaca la distinzione fra premi di credito e di liquidità.

La raccolta di fondi si sposta dai mutuatari sovrani al settore privato

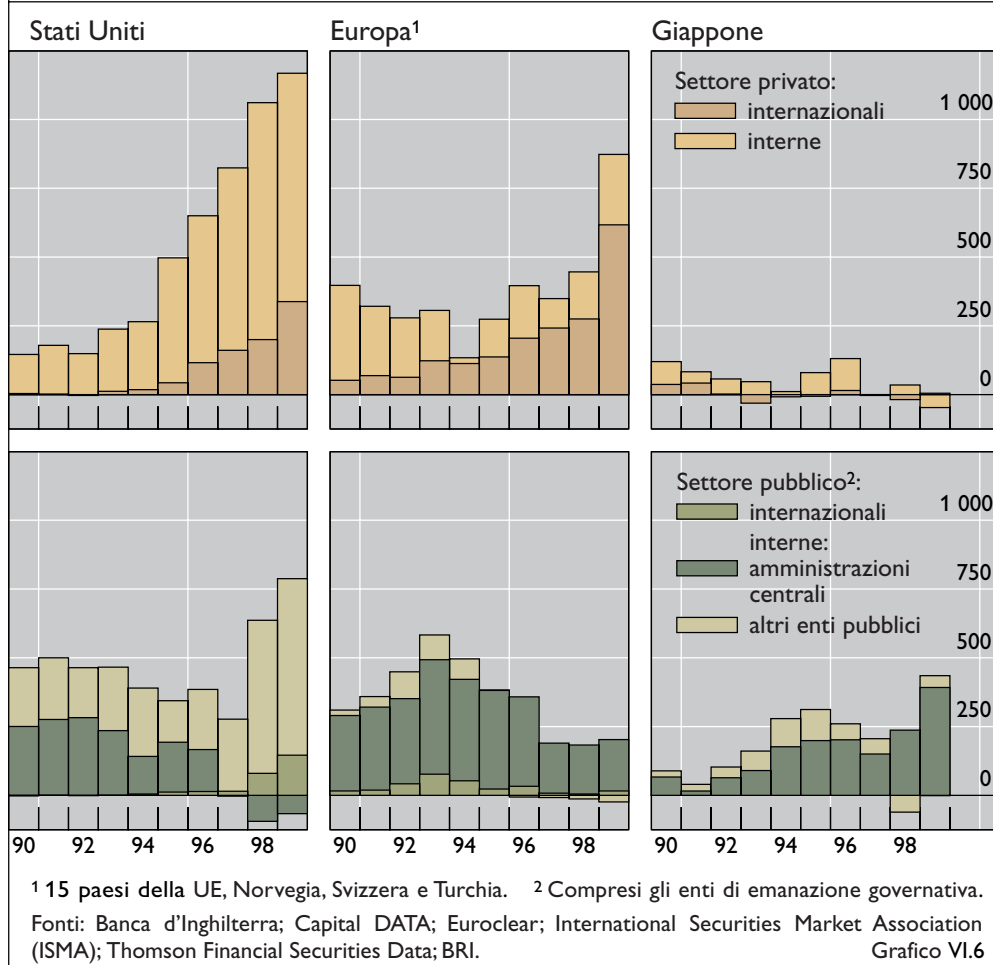
Emissioni del settore privato e spreads creditizi

Il periodo in esame è stato caratterizzato da un certo assottigliamento delle tradizionali misure degli spreads creditizi. Tuttavia, ciò è dovuto non solo alle valutazioni del merito di credito, ma anche alla liquidità del mercato e a fattori dal lato dell'offerta che hanno interessato i mercati sia dei titoli di Stato che degli swaps di tasso d'interesse.

Vi è stato inoltre un volume senza precedenti di emissioni del settore privato. In conseguenza del riequilibrio dei conti pubblici, i collocamenti di titoli di Stato nella maggior parte dei principali paesi industriali, con l'importante eccezione del Giappone, sono diminuiti o hanno ristagnato (grafico VI.6).

Mercati delle obbligazioni internazionali e interne

emissioni nette, in miliardi di dollari USA



Il settore privato ha risposto con emissioni record

Laddove vi è stato un aumento delle emissioni del settore pubblico, esso è riconducibile a enti autonomi e ad altri organismi parastatali, come gli istituti per il finanziamento dell'edilizia residenziale negli Stati Uniti. Il settore privato ha risposto alla maggiore disponibilità di risparmio lanciando prestiti per importi record. Proseguendo una tendenza recente, i mercati internazionali dei titoli di debito hanno assunto un ruolo preminente rispetto ai mercati interni. Al netto dei rimborsi, i collocamenti internazionali dei mutuatari del settore privato sono più che raddoppiati (tabella VI.2). In Europa le emissioni private internazionali hanno sopravanzato quelle interne, poiché l'introduzione dell'euro ha incoraggiato i prenditori ad avventurarsi al di là dei confini nazionali per trarre profitto dalla più ampia base di potenziali investitori nell'area dell'euro (Capitolo VII).

Il boom delle emissioni private ha avuto luogo in presenza di rendimenti nominali dei titoli pubblici in costante ascesa. I dati sulla crescita economica, unitamente ai rincari dei prezzi dell'energia, hanno indotto le autorità monetarie in Europa e negli Stati Uniti a innalzare i tassi ufficiali nell'intento di prevenire le spinte inflazionistiche. Per buona parte del 1999 le aspettative del mercato di un inasprimento monetario hanno sospinto verso l'alto i rendimenti a lungo termine. Nei primi mesi del 2000 i rendimenti hanno mostrato una notevole

volatilità, allorché gli operatori hanno riconsiderato il grado di inasprimento presumibilmente necessario per contrastare l'inflazione e hanno reagito a vari shock di liquidità.

L'effetto del rialzo dei rendimenti pubblici è stato in certa misura contro-bilanciato da una graduale, ancorché disomogenea, flessione degli spreads fra titoli privati e pubblici (grafico VI.7). Tali spreads si erano ampliati notevolmente nel corso delle turbolenze dell'autunno 1998, quando gli investitori si erano riversati sulle emissioni più sicure e liquide per timori circa la qualità creditizia di mutuatari dei mercati emergenti e di talune istituzioni finanziarie dei paesi industriali. Il loro conseguente restringimento segnalava la rinnovata fiducia nella ripresa delle economie emergenti e nelle prospettive economiche delle società emittenti, con l'accelerarsi della crescita nel mondo industriale. Pure al loro livello minimo, gli spreads creditizi rilevati negli Stati Uniti e in Germania erano comunque al disopra dei loro valori di metà 1998. Di fatto, i differenziali degli swaps – che rispecchiano il merito di credito generalmente elevato delle controparti di questo mercato – non si sono ridotti in misura apprezzabile durante il 1999 e i primi mesi del 2000. Ci si può chiedere perché tali differenziali non siano ulteriormente diminuiti pur in presenza di condizioni che apparivano in costante miglioramento e malgrado una rinnovata propensione al rischio.

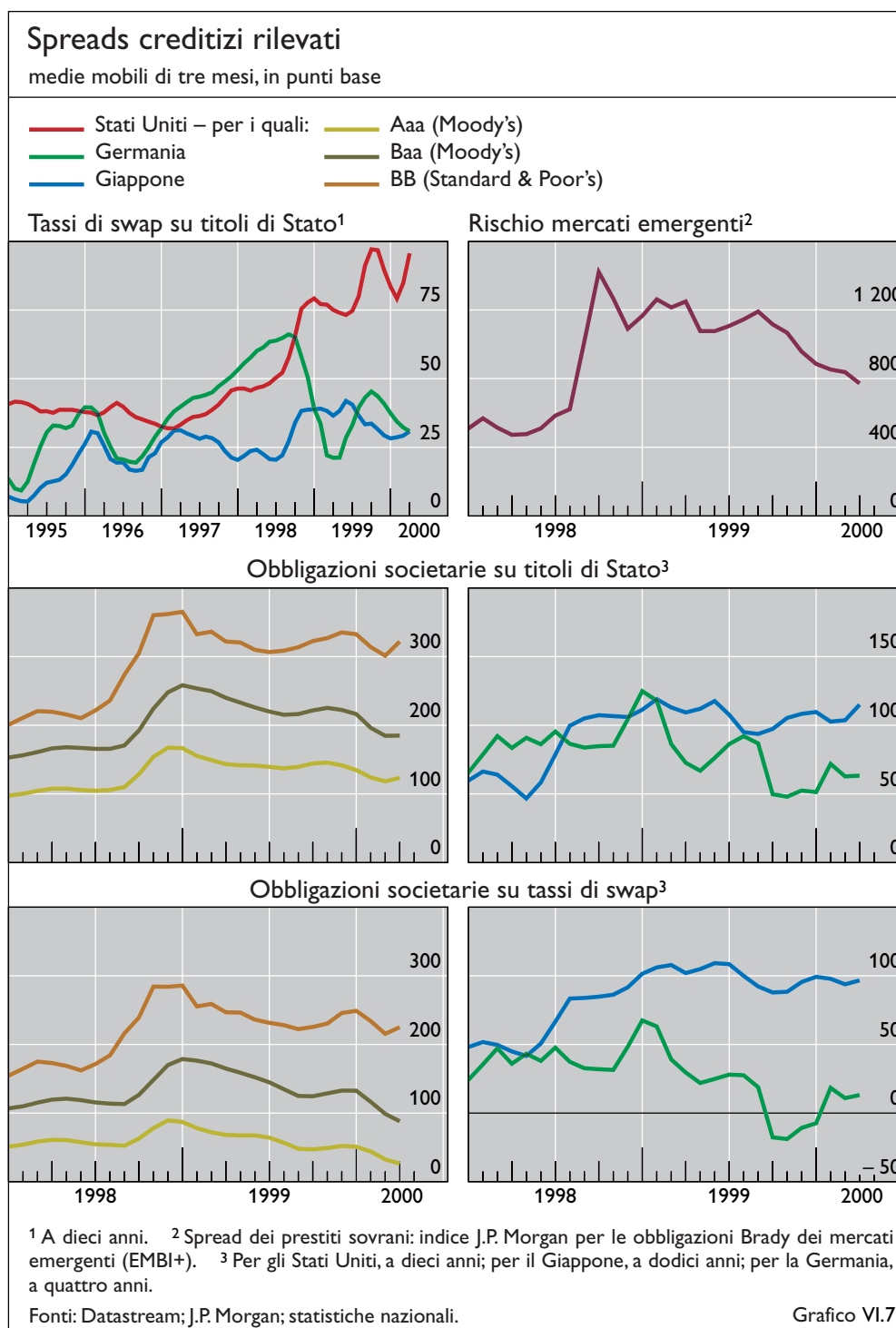
Calo
relativamente
contenuto degli
spreads creditizi

Emissioni nette di titoli di debito internazionali ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Consistenze a fine dic. 1999
	in miliardi di dollari USA						
Totale emissioni nette	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Strumenti del mercato monetario ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Obbligazioni e notes ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Paesi sviluppati	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
Stati Uniti	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Area dell'euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Giappone	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Centri offshore	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Altri paesi	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Istituzioni internazionali	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dollaro USA	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Valute dell'area dell'euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Altre valute	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Istituzioni finanziarie ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Settore pubblico ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Amministrazioni centrali	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Imprese private	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

¹ Tutte le emissioni, eccetto quelle effettuate da residenti in valuta nazionale e non mirate a investitori esteri. Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per gli strumenti del mercato monetario e le notes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ³ Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ⁴ Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

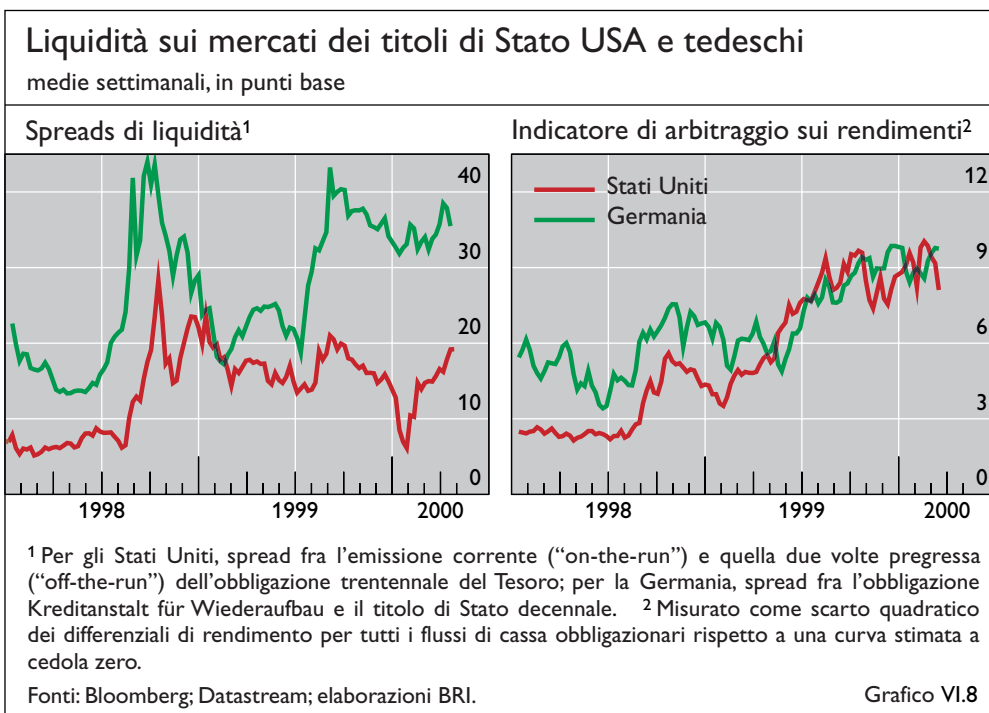
Tabella VI.2



Fattori di liquidità negli spreads creditizi

Due fattori strutturali con effetti avversi sulla liquidità sembrano aver concorso all'ampiezza e alle occasionali turbolenze degli spreads creditizi rilevati. In primo luogo, in previsione di una ridotta attività di emissione di titoli di Stato, gli operatori del mercato secondario avevano ridimensionato il capitale di market-making impiegato per fornire liquidità. Tale ridimensionamento pare essere iniziato già nel 1997. In secondo luogo, l'esperienza dell'autunno 1998 aveva lasciato in retaggio un'accresciuta sensibilità degli operatori al rischio di liquidità,

Gli operatori del mercato secondario ridimensionano il capitale di market-making



la quale aveva reso riluttanti i fondi con strategie di leva e le unità di negoziazione in proprio a impegnarsi in un'attività di arbitraggio in grado di assorbire shock di offerta o eliminare distorsioni nei prezzi relativi lungo la curva dei rendimenti. Di fatto, alcune istituzioni finanziarie potrebbero aver iniziato a incorporare il fattore liquidità nei propri sistemi di gestione del rischio. In conseguenza di questi due fattori strutturali, i premi di liquidità sono divenuti una componente significativa e occasionalmente volatile degli spreads creditizi misurati.

La carenza di attività di market-making e di arbitraggio è evidente anche nell'accresciuta segmentazione dei mercati dei titoli pubblici. Il grafico VI.8 illustra tale segmentazione in termini sia di spreads fra le emissioni pregresse ("off-the-run") e l'emissione più recente ("on-the-run"), sia di anomalie di prezzo. Entrambe le misure mostrano che nel corso del 1999 la liquidità è stata generalmente più bassa rispetto ai primi mesi del 1998. Tre degli indicatori considerati presentano lo stesso andamento anche nella prima parte del 2000. Il premio "on-the-run" USA pare essersi ridotto quest'anno, forse di riflesso a un accresciuto premio di rischio sull'obbligazione trentennale connesso con le incertezze circa il suo ruolo di benchmark dopo la revisione dei programmi di emissione del Tesoro USA. Le anomalie di prezzo evidenziate nel grafico VI.8, che tendevano in precedenza a scomparire rapidamente, paiono ora durare più a lungo. Di conseguenza, è divenuto più difficile prevedere la risposta del prezzo di un determinato titolo obbligazionario ad ampi movimenti nella struttura per scadenze. Questo maggiore rischio specifico ha ridotto l'attrattiva dei titoli di Stato per scopi di copertura.

Nel periodo in esame il ruolo inedito svolto dalla liquidità negli spreads creditizi effettivi è emerso in due occasioni. Nell'estate 1999 si è assistito a un brusco aumento dei differenziali di swaps di tasso d'interesse che ha sul

Le anomalie di prezzo sembrano ora durare più a lungo

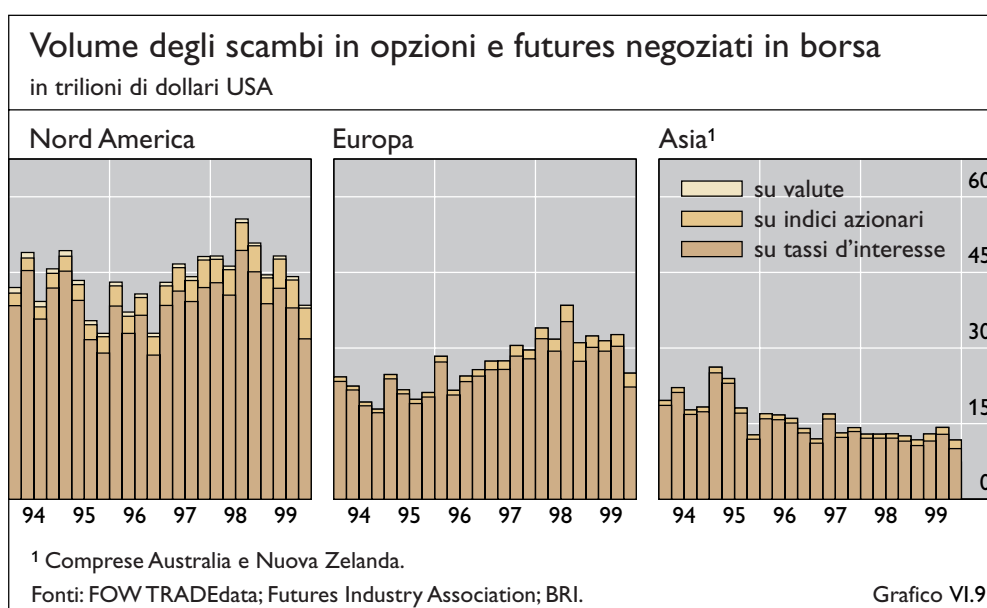
Forte aumento dei differenziali di swaps nell'estate 1999

momento disorientato gli osservatori, alla luce della generale solidità degli indicatori macroeconomici e dei prezzi delle attività finanziarie. A posteriori, tale aumento sembra aver rispecchiato pressioni sulla liquidità degli strumenti disponibili, dovute a uno squilibrio tra il volume record di emissioni societarie da un lato e l'interesse a tratti modesto degli investitori dall'altro. Gli emittenti si sono sentiti costretti ad "anticipare" i piani di emissione in previsione delle avverse condizioni di liquidità che si riteneva avrebbero accompagnato il cambio di millennio. Gli investitori sono parsi riluttanti ad assorbire questo volume aggiuntivo, in parte perché condividevano tali timori circa la liquidità, ma forse anche a causa dell'incertezza sull'evoluzione dei tassi d'interesse a seguito di un orientamento più restrittivo della Riserva federale. Tale squilibrio ha indotto gli intermediari obbligazionari a rivolgersi al mercato degli swaps, nel tentativo di coprire giacenze di insolito ammontare e di evitare al tempo stesso il rischio specifico annesso ai titoli del Tesoro a partire dall'autunno 1998. Il mercato degli swaps, a sua volta impreparato a una siffatta attività di copertura, non è sembrato possedere capacità di market-making atte ad assorbire agevolmente tale domanda.

I timori circa possibili disfunzioni di fine anno sono prontamente rientrati, specie dopo che le banche centrali hanno in generale preso iniziative volte a rassicurare i mercati che, all'occorrenza, sarebbe stata resa disponibile liquidità aggiuntiva. Fra le azioni intraprese figuravano un ampliamento della gamma di titoli stanziabili a garanzia, un aumento del novero delle controparti ammesse al finanziamento, nonché l'istituzione di nuove facilitazioni creditizie. Il passaggio al nuovo anno è di fatto avvenuto senza inconvenienti di rilievo sui mercati. Nondimeno, il grado di rallentamento dell'attività sui mercati finanziari nel quarto trimestre 1999 è osservabile nella netta flessione del volume delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati, specie quelli collegati a tassi d'interesse (grafico VI.9).

Una nuova fase di aumento degli spreads ha interessato i mercati a partire dalla fine del gennaio 2000. L'incertezza circa la strategia di riscatto del debito

Passaggio al nuovo anno senza inconvenienti di rilievo



da parte del Tesoro USA e la prospettiva di un ulteriore inasprimento monetario hanno determinato un'inversione nella curva dei rendimenti in dollari USA e un nuovo spostamento delle attività speculative e di copertura verso il mercato degli swaps. Questo episodio ha indotto a vagliare più attentamente i titoli che avrebbero potuto essere impiegati come benchmarks in luogo delle emissioni del Tesoro USA (si veda oltre). L'ambiguità circa il merito di credito di una categoria di possibili benchmarks – le obbligazioni di enti di emanazione governativa quali la Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac") e la Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae") – ha causato un'ulteriore dilatazione degli spreads nel marzo 2000. In quel periodo è stata proposta, per il prossimo anno, un'iniziativa di legge volta a chiarire gli obblighi del governo nei confronti del debito di questi enti.

L'incertezza sul merito di credito degli enti USA amplifica gli spreads

Ricerca di nuovi benchmarks

Le variazioni nell'offerta relativa di titoli negoziabili pubblici e privati pongono problemi a mercati che si basavano su un'offerta costante e altamente liquida di titoli a rischio zero fungenti da parametro di base nel processo di determinazione del prezzo in termini di tasso d'interesse futuro e nella gestione dei rischi di mercato e di credito. Occorrerà nella fattispecie pervenire a un consenso sul tipo di titoli idonei alla funzione di benchmark; promuovere un'offerta di tali titoli che assicurino una sufficiente copertura della curva dei rendimenti; elaborare meccanismi di prezzo stabili e trasparenti; creare strumenti di sostegno quali pronti contro termine e futures; adottare tecniche di gestione dei rischi di mercato e di credito appropriate ai titoli di riferimento prescelti. La ricerca di un benchmark affidabile per i mercati dei titoli di Stato denominati in euro, trattata più approfonditamente nel Capitolo VII, offre un esempio istruttivo per alcuni dei problemi che si pongono in tale ambito.

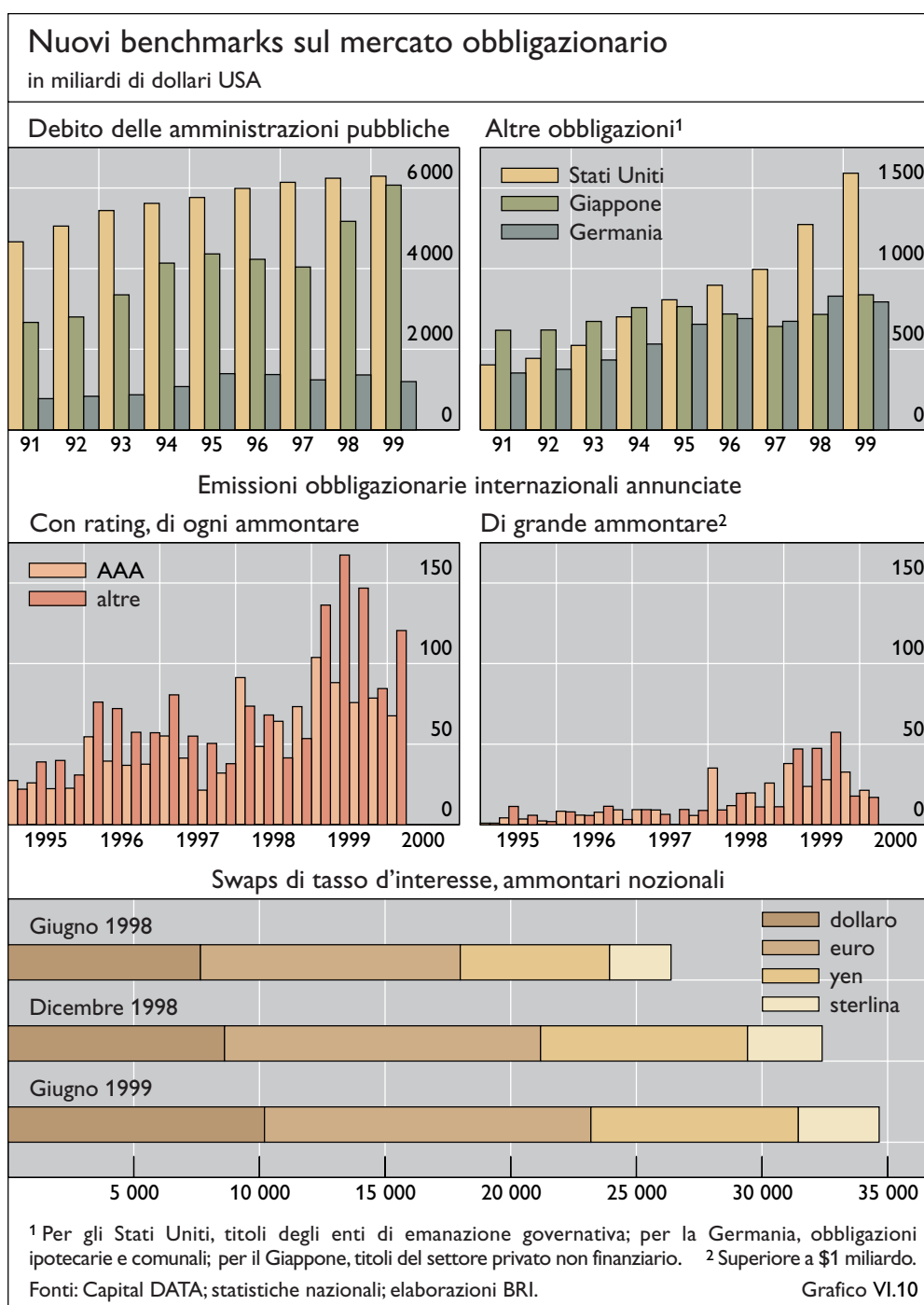
Il requisito essenziale di uno strumento benchmark è, paradossalmente, che esso sia ampiamente accettato in quanto tale. Il processo per cui uno strumento ottiene tale riconoscimento è molto difficile da prevedere o da influenzare mediante mezzi esterni, quali la regolamentazione. Tuttavia, la competizione fra gli emittenti per stabilire nuovi benchmarks a vari livelli di qualità creditizia ha già preso avvio, come mostra il crescente numero di emissioni di grandissimo ammontare durante lo scorso anno (grafico VI.10). Nel periodo in esame gli enti di credito ipotecario statunitensi hanno offerto diverse emissioni di questo tipo con scadenze strategiche, nell'intento di istituire benchmarks alternativi per il dollaro USA al più alto livello di qualità creditizia. In altre classi di rating si sono proposti come valori di riferimento i collocamenti in dollari della AT&T Corp (\$8 miliardi) e della Ford Motor Credit Co (\$5 miliardi), nonché le emissioni in euro collegate ad acquisizioni da parte della tedesca Mannesmann (€3,0 miliardi), della spagnola Repsol (€3,3 miliardi) e dell'italiana Tecnost (€9,4 miliardi).

Un'ampia accettazione è il requisito essenziale di un benchmark

Si è già accennato al rallentamento delle emissioni pubbliche e all'accelerazione di quelle del settore privato in termini di offerta complessiva. Il riquadro centrale del grafico VI.10 mostra che, in concomitanza con l'ampio incremento delle emissioni di obbligazioni societarie sui mercati internazionali, è aumentato fortemente il numero dei prestiti di grande ammontare (oltre \$1 miliardo), e in

Netto aumento delle grandi emissioni, specie con rating inferiore ad AAA

particolare di quelli con rating inferiore ad AAA. Resta peraltro da vedere se i vari emittenti privati riusciranno a raggiungere la massa critica di volumi operativi necessaria al potenziale ruolo di benchmark. Fra gli elementi che concorrono a tale massa critica figurano la fungibilità delle emissioni con scadenze analoghe e la disponibilità di futures, pct e altri strumenti di sostegno. È degno di nota, a questo proposito, il fatto che nel marzo 2000 il Chicago Board of Trade abbia iniziato a trattare futures e opzioni su titoli quinquennali e decennali dei predetti enti USA di emanazione governativa. Negli anni recenti, tuttavia, la negoziazione di strumenti derivati sui mercati organizzati è stata essenzialmente stagnante (grafico VI.9), mentre i mercati OTC hanno continuato a progredire



(grafico VI.10, riquadro inferiore). Ciò induce a ritenere che la disponibilità di derivati OTC costituirà un altro presupposto per l'adozione di futuri benchmarks.

Quanto alla stabilità di prezzo, è da notare che nel primo trimestre 2000 la flessione dei rendimenti sui titoli del Tesoro USA a dieci anni ha pressoché uguagliato l'ampliamento degli spreads. Di conseguenza, il livello complessivo dei rendimenti degli swaps e dei titoli societari di elevata qualità per quel segmento di scadenza è rimasto sostanzialmente invariato. Ciò indica che, in certa misura, investitori e mutuatari potrebbero aver già iniziato a pensare al prezzo dei crediti a rischio in termini generali piuttosto che in relazione a un benchmark. Tuttavia, la trasparenza di prezzo è destinata a rimanere limitata fino a quando gli operatori non raggiungeranno un ampio consenso sugli indici idonei per le varie categorie di strumenti del settore privato. Gli episodi descritti in precedenza illustrano come anche strumenti con mercati ampi e crescenti quali gli swaps possano essere soggetti a improvvisi quanto inattesi mutamenti nella dinamica dei prezzi.

È probabile che il passaggio a nuovi benchmarks non si limiti a modificare il processo di formazione del prezzo nel comparto a reddito fisso, ma influenzi anche molti altri aspetti del sistema finanziario. In particolare, se le obbligazioni del settore privato saranno chiamate a ricoprire il ruolo tuttora svolto dai titoli di Stato, alla gestione dei rischi di mercato e di credito si aggiungerà un ulteriore livello di complessità. Gli operatori dovranno perfezionare le proprie tecniche al fine di incorporare le componenti di rischio creditizio nella gestione delle posizioni di copertura e delle garanzie collaterali. Il compito di valutare e coprire i rischi di credito è stato agevolato dalla rapida crescita del mercato dei derivati creditizi. Gli operatori continueranno senz'altro a elaborare tecniche per assolvere tale compito, ma non è escluso che insorgano nuovi episodi di turbolenza, allorché verrà messa alla prova la liquidità dei diversi possibili strumenti di riferimento, si conosceranno meglio i connessi rischi e si affermeranno nuovi riferimenti di mercato.

La transizione a benchmarks privati solleva taluni problemi per i responsabili delle politiche. Di fronte a eccedenze di bilancio o a disavanzi in calo, i governi stanno adottando tattiche di retroguardia al fine di preservare la liquidità, principalmente mantenendo la dimensione delle emissioni lorde per determinate scadenze, pure in presenza di una contrazione della raccolta netta. Pertanto, la questione che si pone per la gestione del debito pubblico risiede nella scelta di titoli che non solo siano rilevanti come benchmarks, ma il cui uso sia difficile da replicare per i mercati privati. Al tempo stesso, le banche centrali si trovano confrontate con la crescente presenza di fattori di disturbo nelle curve dei rendimenti e negli spreads rilevati, che offuscano le informazioni circa l'evoluzione prospettica delle grandezze macroeconomiche e del credito e alterano in modo imprevedibile il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Le autorità dovranno infine prepararsi a improvvise strette di liquidità, che potrebbero destabilizzare il sistema finanziario.

Maggiore rilevanza del prezzo complessivo dei crediti a rischio

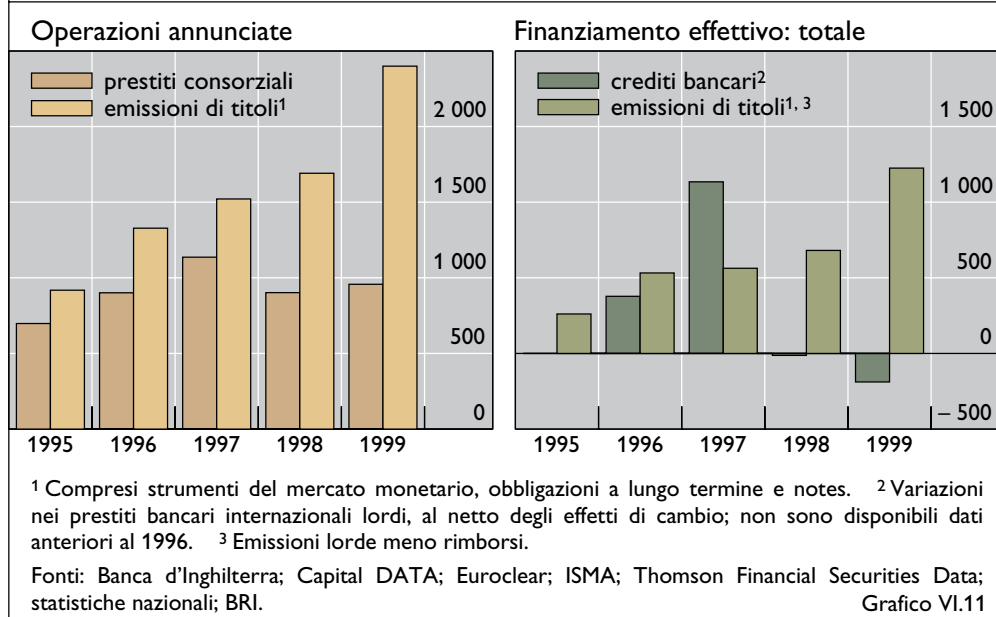
Fattori di disturbo nelle curve dei rendimenti e negli spreads alterano il meccanismo di trasmissione

Mercato bancario internazionale

Nel 1999, alla forte espansione del finanziamento mediante titoli internazionali ha fatto riscontro la perdurante debolezza del credito bancario (grafico VI.11).

Attività sul mercato bancario e mobiliare internazionale

in miliardi di dollari USA



La tradizionale attività di credito delle maggiori banche relegata in secondo piano

Le maggiori banche mondiali paiono non aver avuto altra scelta che contribuire a tale andamento, investendo massicciamente in titoli di debito, e relegare in secondo piano la tradizionale attività creditizia. Ciò nonostante, il credito al settore non bancario nei paesi sviluppati ha iniziato a segnare un recupero rispetto ai bassi livelli del 1998, in particolare grazie ad alcune operazioni di elevato ammontare collegate a fusioni e acquisizioni. Viceversa, i prenditori delle economie emergenti latino-americane hanno mostrato una chiara preferenza per il finanziamento mediante titoli, piuttosto che per i prestiti bancari, mentre quelli asiatici hanno intensificato i rimborsi nella seconda parte dell'anno. Dopo una fase contrattiva nel primo semestre 1999, il mercato interbancario nei paesi sviluppati ha registrato un repentino e ingente afflusso di fondi, che le banche paiono aver avuto difficoltà a collocare presso nuovi prenditori.

Flussi bancari verso i paesi industriali

Per le maggiori banche mondiali è stato più facile partecipare al mercato dei titoli di debito in piena espansione che ricercare opportunità di impiego sui tradizionali mercati del credito. Nel 1999, gli acquisti netti di titoli di debito sono ammontati a più di \$300 miliardi, un importo oltre tre volte superiore ai finanziamenti netti erogati al settore non bancario nei paesi sviluppati (tabella VI.3). Le banche hanno fornito l'impulso più forte al mercato mobiliare nel primo trimestre, durante il quale hanno effettuato circa un terzo del totale degli acquisti in titoli per l'intero anno. Impiegando gli abbondanti fondi provenienti dal rimborso di loro crediti sull'estero, nel corso dell'anno le banche in Giappone hanno collocato quasi \$130 miliardi in strumenti di debito. Anche in Germania e in Francia le banche hanno investito fortemente in titoli, principalmente in obbligazioni statunitensi, tedesche e italiane.

Le banche in Giappone, Germania e Francia sono i principali investitori in titoli

Aspetti principali delle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI ¹								
	1998	1999	1998	1999				Consistenze a fine dic. 1999
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
in miliardi di dollari USA								
Attività verso paesi sviluppati	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7 562,9
Crediti interbancari	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4 416,7
Crediti a soggetti non bancari	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1 319,0
Titoli di debito ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1 827,3
Attività verso centri offshore	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1 207,9
Crediti interbancari	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Crediti a soggetti non bancari	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Titoli di debito ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Attività verso paesi in via di sviluppo ³	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Crediti interbancari	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Crediti a soggetti non bancari	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Titoli di debito ²	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Attività non classificate	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Totale	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9 823,5
Crediti interbancari	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5 684,0
Crediti a soggetti non bancari	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1 966,8
Titoli di debito ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2 172,7
<i>Per memoria:</i>								
<i>prestiti consorziali⁴</i>	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² Dati parzialmente stimati. Comprese anche altre attività, che ammontano a meno del 5% del totale in essere. ³ Compresa l'Europa orientale. ⁴ Nuove operazioni annunciate.

Tabella VI.3

L'aumento nel 1999 del credito netto concesso dalle banche al settore non bancario nei paesi sviluppati rappresenta semplicemente la ripresa di un'attività che si era praticamente ridotta a zero l'anno precedente. Gran parte delle nuove operazioni si è concentrata nel secondo trimestre 1999, periodo in cui le banche hanno erogato \$67 miliardi di finanziamenti netti, un importo pari a oltre il 90% dei loro acquisti di titoli effettuati nel trimestre stesso. Le principali prestatrici sono state le banche in Giappone e nel Regno Unito, e i crediti maggiori sono stati in genere quelli destinati a finanziare fusioni e acquisizioni. I flussi creditizi si sono ridotti nel terzo trimestre, allorché i mutuatari non bancari negli Stati Uniti hanno effettuato rimborsi per \$25 miliardi, ma sono ripresi in certa misura nel quarto.

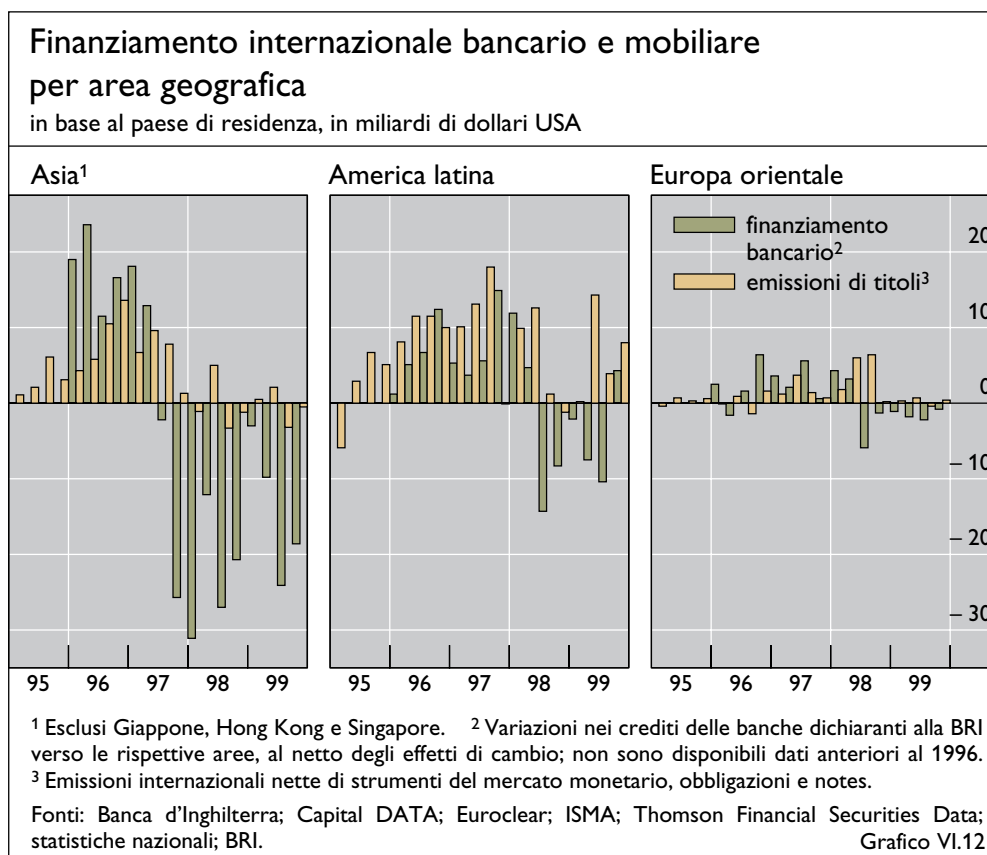
Flussi verso i mercati emergenti

Dopo essere stati marginalizzati dalle banche internazionali sia durante la crisi asiatica del 1997 che sulla scia della moratoria sul debito russo nel 1998, i prenditori dei mercati emergenti hanno riguadagnato il favore delle banche nel 1999. Nel secondo trimestre, nonostante la crisi valutaria brasiliana in gennaio, le banche parevano disposte a riprendere in misura sostanziale i finanziamenti a favore dei paesi emergenti. In effetti, due società elettriche brasiliane hanno ottenuto prestiti consorziali, anche se con spreads di oltre 800 punti base.

Pochi sono stati tuttavia gli altri mutuatari dei mercati emergenti. Questi ultimi, dopo essersi limitati per anni al servizio del debito, hanno repentinamente accelerato i rimborsi nel secondo trimestre. Di conseguenza, nel trimestre successivo è intervenuta la più forte contrazione delle attività bancarie verso i paesi in via di sviluppo dopo quella registrata nel periodo corrispondente del 1998. La flessione è stata pari a \$35 miliardi, quasi quattro volte il calo del primo trimestre. Una simile accelerazione dei rimborsi alle banche, a notevole distanza dalla stretta creditizia del 1998, è indicativa di un ridimensionamento del credito bancario indotto dai prenditori.

Gran parte dei rimborsi proviene dalle economie emergenti dell'Asia

Mentre la maggior parte dei rimborsi è provenuta dalle economie emergenti dell'Asia, lo spostamento di preferenza dai prestiti bancari al finanziamento mediante titoli è stato più evidente in America latina (grafico VI.12). In Asia, le eccedenze di parte corrente e gli afflussi di capitali azionari hanno fatto venir meno l'esigenza di ricorrere all'indebitamento esterno. Per l'intero 1999 i rimborsi provenienti dalla regione sono ammontati a \$56 miliardi, di cui 24 nel solo terzo trimestre e 19 nel quarto. I pagamenti più rilevanti sono stati effettuati da Cina, Thailandia e Indonesia. In America latina i disavanzi correnti hanno reso necessario un certo finanziamento debitorio, per il quale tuttavia si è fatto maggiore ricorso al mercato mobiliare che a quello dei prestiti bancari. Nel corso dell'anno i mutuatari latino-americani hanno effettuato rimborsi netti per \$16 miliardi, di cui quelli relativi al terzo trimestre, pari a \$10 miliardi, hanno più che compensato il nuovo indebitamento netto nel quarto. I rimborsi più elevati vanno attribuiti a Brasile e Messico.

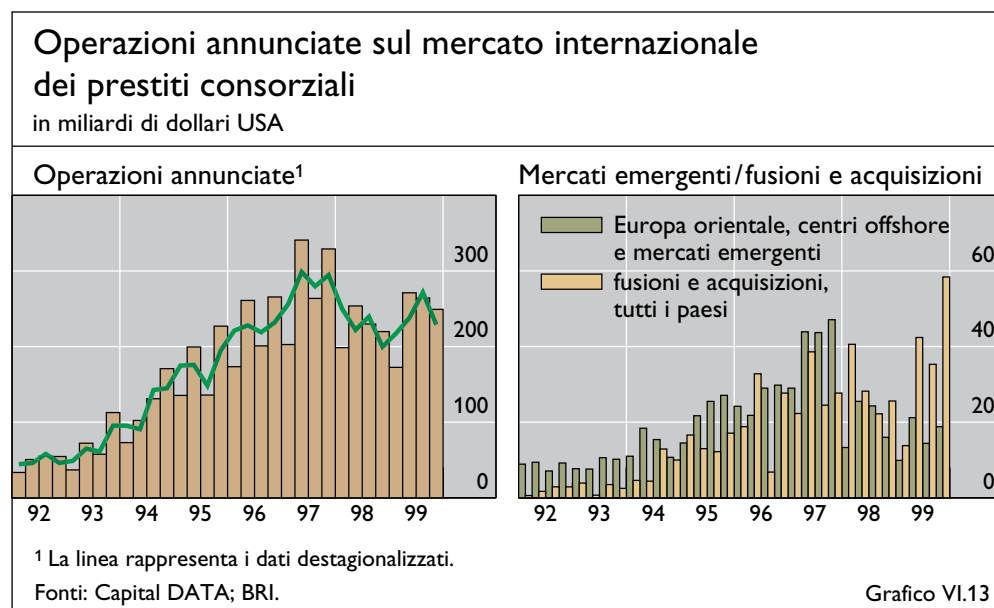


Mercato interbancario e centri offshore

Il disimpegno delle principali banche dai centri offshore ha coinciso con la corsa verso il mercato dei titoli. Nel 1999 le posizioni creditorie delle banche nei confronti di questi centri si sono ridotte di \$106 miliardi. La flessione, che ha interessato la prima metà dell'anno, è imputabile in ampia misura a Hong Kong e Singapore. Essa risulta in buona parte da un'inversione nei flussi circolari di fondi bancari che dal Giappone venivano convogliati a Hong Kong, e in misura minore a Singapore, per tornare in Giappone sotto forma di prestiti al settore non bancario. Questa inversione nei flussi, iniziata a metà 1997, è proseguita fino al terzo trimestre dello scorso anno. Nei primi tre trimestri del 1999 il settore non bancario giapponese ha rimborsato \$40 miliardi alle banche di Hong Kong e Singapore. A loro volta, queste ultime hanno utilizzato tali fondi a parziale copertura dei prelievi effettuati da banche situate in Giappone, chiudendo in tal modo il cerchio. Parte dei fondi riaffluiti in Giappone pare essere stata destinata all'acquisto di valori mobiliari.

Inversione dei flussi circolari di fondi dal Giappone a Hong Kong e Singapore

Il mercato interbancario nei paesi sviluppati ha segnato un forte recupero nel secondo semestre dell'anno. Fino a quando le banche hanno potuto reperire facilmente nuovi mutuatari o altre opportunità di investimento per collocare i fondi ricevuti dalla clientela non bancaria, esse non hanno dovuto ricorrere in misura rilevante a crediti reciproci. Ciò è quanto pare essere accaduto nella prima metà del 1999, allorché i prestiti interbancari sono diminuiti di \$98 miliardi. Nel corso del terzo trimestre, invece, le banche hanno ricevuto rimborsi insolitamente elevati, pari a \$35 miliardi da parte dei mercati emergenti e a \$25 miliardi dai mutuatari non bancari negli Stati Uniti. Per poter assorbire questi fondi, il mercato interbancario li ha fatti transitare attraverso una catena di banche nell'ambito di un processo di aggiustamenti di portafoglio che ha determinato una temporanea espansione delle posizioni interbancarie. Pertanto, nei paesi sviluppati queste ultime sono aumentate fortemente, a \$124 miliardi nel terzo trimestre, dopo essersi ridotte per diversi trimestri consecutivi.



Prestiti consorziali internazionali

Operazioni
collegate
ad acquisizioni
all'origine
dell'aumento dei
prestiti consorziali

I prestiti consorziali hanno costituito la componente principale del nuovo credito al settore non bancario nel 1999. Nel corso dell'anno, le facilitazioni annunciate a livello aggregato sono ammontate a \$957 miliardi, segnando un modesto incremento rispetto al 1998 ma rimanendo al disotto del picco del 1997 (grafico VI.13). La ripresa del mercato è per lo più riconducibile ai prestiti collegati a fusioni e acquisizioni. Questa attività è stata dominata da poche operazioni di grande ammontare, fra cui un finanziamento di \$12 miliardi in tre tranches a fronte dell'acquisizione della statunitense Airtouch Communications da parte della britannica Vodafone Plc nel terzo trimestre, e un prestito di £8 miliardi in due tranches per cofinanziare l'acquisto della britannica Orange Plc da parte della tedesca Mannesmann AG nel quarto trimestre. Grazie a queste transazioni, per l'anno nel suo insieme le operazioni collegate a concentrazioni societarie hanno registrato un nuovo record (\$150 miliardi di prestiti annunciati). In contrasto con il vigore di questo comparto, i prestiti consorziali a favore di mutuatari dei mercati emergenti sono rimasti su livelli modesti, con un totale per l'anno pari a \$64 miliardi, inferiore del 23% rispetto al 1998.