



## Comunicato stampa

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

---

### **Rassegna trimestrale BRI Giugno 2002**

La Rassegna trimestrale BRI è suddivisa in due parti. La prima analizza la recente evoluzione dei mercati finanziari, dei flussi creditizi e dell'attività in strumenti derivati. La seconda presenta saggi monografici su argomenti di particolare interesse. In questa edizione vengono proposti tre studi, che trattano vari aspetti del funzionamento dei mercati a reddito fisso statunitensi.

### **Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale**

#### **Cala la fiducia in una ripresa vigorosa**

Nei primi mesi del 2002 è venuta meno l'euforia che aveva prevalso nei mercati finanziari durante il quarto trimestre. Tra l'inizio dell'anno e la prima settimana di maggio i corsi azionari hanno perso terreno, e i tassi USA a lungo termine sono andati diminuendo man mano che si attenuava la fiducia in una ripresa sostenuta dell'economia. In Europa i rincari petroliferi e le nuove contrattazioni salariali hanno riesumato lo spettro dell'inflazione, spingendo in alto i tassi a lunga. Nei mercati azionari le speranze degli investitori sono state vanificate dall'assenza di segnali di un rilancio dei profitti societari, di pari passo con quello dell'economia in generale. Gli indici di borsa sono stati ulteriormente depressi dal perdurante scetticismo circa le procedure contabili e informative delle imprese, da notizie su raccomandazioni viziate da parte di analisti del settore e da un'improvvisa avversione nei confronti delle società che fanno massiccio ricorso all'indebitamento a breve.

Nonostante un'inclinazione relativamente ripida della curva dei rendimenti, le grandi imprese hanno trovato migliore ricettività nel mercato dei titoli di debito a lungo termine che non nel comparto a breve. Talune aziende non sono riuscite ad emettere commercial paper (CP) a causa delle difficoltà nell'ottenere linee creditizie di appoggio. In aprile il maggior fornitore di tali finanziamenti ha annunciato il suo ritiro dall'attività, sbarrando di fatto l'accesso al mercato della CP a molti emittenti societari. Per finanziarsi a tassi d'interesse a breve, alcune imprese si sono rivolte al mercato a lungo termine, collocando prestiti obbligazionari e scambiando poi il servizio del debito a tasso fisso contro variabile sul mercato degli swaps.

Gli investitori nei mercati emergenti paiono aver continuato a confidare che la fiacca ripresa delle economie avanzate non avrebbe pregiudicato le prospettive di sviluppo dei paesi emergenti più favoriti. Fra i mercati azionari che hanno registrato le prestazioni migliori figurano quelli del Messico, della Corea e di alcune economie del Sud-Est asiatico, ritenuti fra i paesi che trarranno il maggiore vantaggio da un rilancio dell'economia statunitense. Malgrado i perduranti problemi economici dell'Argentina, gli spreads sul debito sovrano sono in genere diminuiti in un contesto di bassi tassi d'interesse internazionali.

### **Il mercato internazionale dei titoli di debito**

Alla ripresa dell'attività economica negli Stati Uniti durante il *primo trimestre* 2002 non si è accompagnato un aumento nella domanda di finanziamenti internazionali. Le emissioni *nette* di titoli di debito internazionali sono diminuite del 25% rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, il calo è dovuto in ampia misura a un recupero dell'attività di emissione nel quarto trimestre dopo i rinvii seguiti agli attacchi terroristici dell'11 settembre. Senza questo impulso artificiale, i collocamenti netti sarebbero rimasti pressoché stabili. Invero, le emissioni *lorde* sono cresciute moderatamente nel periodo sotto rassegna, ma l'aumento è stato controbilanciato da un'impennata dei rimborsi, balzati a livelli senza precedenti.

Nel primo trimestre sono inoltre intervenuti mutamenti nella struttura per scadenze e nella composizione dei mutuatari. Mentre le difficoltà nel comparto della CP hanno continuato a spingere i prenditori verso il mercato a lungo termine, sia le istituzioni finanziarie che le imprese hanno ridotto la loro raccolta netta su tale mercato, dal quale gli emittenti telecom sono stati visibilmente assenti. Vi hanno fatto invece ritorno i mutuatari di mercati emergenti quali Brasile, Cina, Filippine e Messico.

### **I mercati degli strumenti derivati**

Nel primo trimestre 2002 il volume aggregato dei contratti negoziati in borsa rilevati dalla BRI è diminuito lievemente dopo il livello record registrato nel trimestre precedente. Il valore nozionale delle transazioni si è ridotto dell'1%, anche perché l'assenza di importanti interventi sui tassi ufficiali ha riportato una certa calma nei mercati del reddito fisso. Sebbene le contrattazioni in futures sull'eurodollaro siano rimaste sostenute, quelle in opzioni su tali futures sono calate nettamente, dopo un anno di intensa attività di copertura indotta dall'ondata di rifinanziamenti ipotecari nei mercati statunitensi.

Un settore che si è distinto per il suo dinamismo è quello dei contratti su indici azionari, i cui scambi hanno registrato un aumento del 5% nel primo trimestre, attribuibile in buona parte a Corea e Giappone. Nel primo paese le negoziazioni di derivati azionari sono aumentate del 20%, promuovendo la borsa di Seoul al secondo posto fra le piazze più attive, dopo Chicago. Il turnover in contratti coreani ha seguito da vicino la notevole performance del sottostante mercato azionario. In Giappone la brusca impennata degli scambi di contratti su indici azionari ha rispecchiato una ripresa dell'attività rispetto al minimo quasi record di gennaio. La crescita potrebbe derivare in parte dalla nuova regola del "minimo incremento" applicata al mercato a pronti, dove la difficoltà di assumere posizioni corte ha indotto gli investitori a rivolgersi ai mercati a termine.

## **Il mercato bancario internazionale**

Nel *quarto trimestre* 2001 i finanziamenti bancari internazionali alle economie emergenti sono aumentati per la seconda volta consecutiva. Gli afflussi netti si sono ragguagliati a \$25 miliardi, con un'inversione di tendenza rispetto a una media trimestrale di deflussi pari a \$38 miliardi nel periodo fra metà 1999 e metà 2001. Le attività verso il Sud-Est asiatico sono cresciute per la prima volta dalla crisi finanziaria che aveva colpito l'area. Anche i flussi verso la Cina e i paesi esportatori di petrolio sono tornati positivi, sebbene ciò sia dovuto più al prelievo di depositi che non a un'espansione del credito. Le banche hanno ridotto la loro esposizione verso l'Argentina, mentre hanno incrementato le attività nei confronti della Russia e di altri mutuatari dell'Est europeo.

Nonostante l'inversione di tendenza dei flussi alle economie emergenti nel quarto trimestre 2001, la crescita del mercato bancario internazionale ha continuato a rallentare, frenata dalla debolezza dell'economia mondiale. I trasferimenti intragruppo e i maggiori acquisti di titoli USA hanno sostenuto l'attività internazionale nel segmento del dollaro. In Europa, tuttavia, la modesta domanda di credito bancario da parte delle imprese e il tentativo di queste ultime di ridurre il loro ricorso all'indebitamento a breve sono all'origine della prima contrazione trimestrale nelle attività transfrontaliere in euro dall'avvio dell'Unione monetaria europea.

Un riquadro esamina l'aumento sorprendentemente elevato dei depositi valutari in Cina negli ultimi anni, tracciandone il percorso verso il sistema bancario internazionale e i mercati mobiliari esteri.

## **Saggi monografici**

### **Mutato contenuto informativo dei tassi di mercato**

Due economisti della Riserva federale USA, Vincent Reinhart e Brian Sack, utilizzano le variazioni di cinque tassi USA a lungo termine per desumere informazioni su altrettanti fattori fondamentali: tasso d'interesse privo di rischio, preferenza per la liquidità, rischio di credito, shock relativi ai mercati dei titoli del Tesoro e degli swaps. Gli autori impiegano quindi tali informazioni per descrivere i cambiamenti nel comportamento dei mercati statunitensi del reddito fisso dall'autunno 1998, epoca della moratoria russa e del quasi fallimento di Long-Term Capital Management. Una delle risultanze cui Reinhart e Sack pervengono è che i rendimenti dei Treasuries negli ultimi anni sono variati soprattutto in conseguenza di shock specifici di tale mercato. Essi hanno altresì riscontrato che sui rendimenti societari hanno influito in misura crescente fattori diversi dal rischio di credito.

### **Fattori all'origine del differenziale di liquidità**

Le variazioni del cosiddetto spread di liquidità – misurato dal differenziale di rendimento fra i titoli off-the-run e on-the-run del Tesoro USA – hanno suscitato molto interesse a partire dalle turbolenze dell'autunno 1998. Craig Furfine ed Eli Remolona, entrambi della BRI, osservano da vicino l'attività di negoziazione alla base delle drastiche oscillazioni dello spread in quell'autunno. Non vi è un'evidenza diretta che tale attività si sia spostata dalle emissioni pregresse a quelle correnti, come indicherebbero i riscontri empirici. Gli autori riescono a documentare questo spostamento solo concentrando l'analisi sul titolo off-the-run più recente e considerando i vari fattori che influiscono sulle contrattazioni. Essi rilevano inoltre che l'impatto degli scambi sui prezzi di entrambe le tipologie di titoli è stato più marcato durante l'autunno 1998, a riprova della ridotta liquidità in un periodo di stress. È infine significativo il fatto che l'incremento dell'effetto di prezzo sia stato molto più pronunciato per il titolo off-the-run; ciò starebbe a indicare che i movimenti dello spread rispecchiano variazioni nella liquidità non tanto in termini assoluti quanto relativi.

### **Feedback positivo delle contrattazioni sul mercato dei titoli del Tesoro USA**

Benjamin Cohen della BRI e Hyun Song Shin della London School of Economics analizzano il processo di "price discovery" nel mercato dei titoli del Tesoro USA. Essi considerano in particolare le interazioni di breve periodo fra i prezzi delle obbligazioni e il flusso di ordini in acquisto e in vendita. Confermando i risultati già acquisiti per i mercati azionari, essi constatano che tali flussi hanno un forte impatto sui prezzi e che questo impatto è maggiore nei giorni in cui le contrattazioni sono relativamente intense e volatili rispetto alle giornate più tranquille. Aspetto ancor più sorprendente, essi forniscono anche evidenze di un feedback positivo, per cui gli operatori accentuano i movimenti di prezzo acquistando quando i corsi salgono e viceversa, specie in situazioni di maggiore volatilità degli scambi. Pur essendo ben noto agli operatori di mercato, questo fenomeno non è stato finora documentato nella letteratura accademica.