



Comunicato stampa

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

9 settembre 2002

Rassegna trimestrale BRI Settembre 2002

La Rassegna trimestrale BRI pubblicata in data odierna 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 quattro studi: i primi tre prendono in esame vari aspetti dell'insolito vigore dei mercati immobiliari, e l'ultimo l'aumento dei depositi in valuta estera in Cina.

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

Si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti

Nel secondo trimestre 2002 e agli inizi del terzo i mercati finanziari globali sono stati colpiti da una serie di eventi che hanno disorientato gli operatori, intaccando il clima di fiducia. L'evento più significativo, verificatosi intorno alla fine di giugno, è stato la rettifica dei risultati contabili di WorldCom, una grande società di telecomunicazioni USA. I timori di più diffusi problemi nel settore delle imprese hanno accelerato la caduta dei mercati azionari sia negli Stati Uniti che in Europa. Il clima negativo si è esteso persino a un comparto che aveva in precedenza mostrato una buona tenuta, quello dei titoli societari, dove le emissioni sono rallentate a fronte di un ampliamento degli spreads creditizi. In agosto l'assenza di ulteriori cattive notizie è sembrata ristabilire un certo grado di fiducia, e sono emerse indicazioni di un ritorno degli investitori ai mercati azionari e a quelli delle obbligazioni private.

Rispetto a episodi precedenti, il settore finanziario non è uscito altrettanto bene dalla recente fase di debolezza dei mercati. In luglio i corsi azionari delle società assicurative europee sono scesi al disotto dei livelli toccati dopo l'11 settembre 2001. Le banche in Europa e le società finanziarie negli Stati Uniti hanno non solo perso in termini di capitalizzazione di borsa, ma anche subito un brusco ampliamento degli spreads sul loro debito di primo grado. I timori degli operatori sul rischio di controparte associato alle primarie banche commerciali hanno cominciato a riflettersi anche sui differenziali degli

swaps. Questi sviluppi hanno minacciato di coinvolgere la stessa intermediazione finanziaria, aggravando forse le difficoltà del settore non finanziario nella raccolta di fondi.

L'accresciuta avversione al rischio su scala mondiale ha acuito i problemi economici e politici interni di diversi paesi emergenti. Gli investitori hanno penalizzato in misura maggiore le economie in cui i dubbi circa la sostenibilità dell'onere debitorio hanno coinciso con incertezze di natura politica. Al tempo stesso, gli spreads sul debito sovrano hanno avuto la tendenza ad aumentare di pari passo con quelli sui titoli societari di bassa qualità. Nondimeno, anche se le emissioni obbligazionarie dei paesi emergenti sono rallentate in luglio, i mutuatari con più alto merito di credito sono riusciti a mantenere il loro accesso al mercato.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Benché nel *secondo trimestre 2002* le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito abbiano segnato in media una modesta ripresa, verso la fine del trimestre vi sono state indicazioni di un peggioramento delle condizioni finanziarie. Nel periodo sotto rassegna le emissioni nette sono ammontate a \$344 miliardi, con un aumento dell'11% rispetto ai tre mesi precedenti. La domanda relativamente sostenuta di fondi è riconducibile soprattutto al settore privato di Europa e Giappone. Per contro, sono diminuiti i collocamenti netti dei prenditori USA. A partire da giugno, tuttavia, i più elevati spreads societari hanno cominciato a far sentire i loro effetti, e le emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso si sono indebolite. Da segnalare l'assenza dal mercato delle grandi società finanziarie in luglio.

I mercati degli strumenti derivati

Nel *secondo trimestre 2002* il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è rimasto sostenuto. Il valore nozionale dei contratti è cresciuto del 4%, a \$169 trilioni. L'incremento dell'attività ha riguardato le principali categorie di rischio, ossia gli strumenti su tassi d'interesse, valute e azioni. Nel corso del trimestre alcuni eventi destabilizzanti hanno fornito numerose opportunità di contrattazione. Ad esempio, le rivelazioni in merito a irregolarità contabili da parte di società hanno accentuato l'avversione al rischio presso le borse valori, spingendo presumibilmente gli investitori a coprire le proprie posizioni e determinando così un aumento del turnover in contratti su indici azionari.

Il mercato bancario internazionale

Il rallentamento dell'attività bancaria internazionale che aveva caratterizzato buona parte del 2001 è divenuto più pronunciato nel *primo trimestre 2002*. Quasi tutti i segmenti del mercato bancario internazionale hanno mostrato una debole dinamica. Mentre la decelerazione dell'attività nel 2001 era stata essenzialmente determinata dal calo dei crediti interbancari, il rallentamento nel primo trimestre di quest'anno è stato amplificato dalla flessione delle posizioni creditorie verso proprie dipendenze estere e mutuatari non bancari. Tale rallentamento sembra dovuto in ampia misura alla contenuta domanda di credito bancario ma, dal lato dell'offerta, vi ha contribuito altresì la ridotta partecipazione delle banche giapponesi.

Ad eccezione dell'America latina, il rallentamento globale nell'espansione del credito non ha influito in modo particolare sui finanziamenti a favore dei mercati emergenti. Le banche hanno generalmente mantenuto le loro esposizioni verso Asia ed Europa o, nel caso di specifici paesi, le hanno persino aumentate. Tuttavia, le attività bancarie nei confronti delle economie latino-americane hanno subito un calo. In aggiunta a ciò, i residenti dell'America latina e del Medio Oriente hanno rimpatriato fondi depositati all'estero, dando origine per il secondo trimestre consecutivo ad afflussi netti di fondi dalle banche dichiaranti alla BRI verso l'area emergente.

Sezioni monografiche

Boom del rifinanziamento USA: alcuni insegnamenti

Lo studio individua il recente boom del rifinanziamento USA come un'importante ragione alla base dell'inatteso vigore della spesa delle famiglie durante il 2001. Particolarmente degna di nota è stata la tenuta della spesa in consumi negli Stati Uniti, dove la caduta dei prezzi azionari avrebbe potuto verosimilmente esercitare un effetto frenante. Secondo Akash Deep della Harvard University e Dietrich Domanski della BRI, il mercato ipotecario USA ha fornito alle famiglie statunitensi la liquidità che ha consentito loro di impiegare parte della nuova ricchezza derivante dai rincari dei prezzi delle abitazioni. Gli autori esaminano le insolite caratteristiche dell'ondata di rifinanziamenti ipotecari nel 2001 e i relativi fattori di fondo.

Possibili spiegazioni dei movimenti nei prezzi delle abitazioni

Greg Sutton della BRI spiega il recente aumento nei prezzi delle abitazioni ed esamina l'eventualità che la prosecuzione del rallentamento economico mondiale e il calo delle quotazioni azionarie possano in futuro deprimere tali prezzi. L'autore analizza le oscillazioni registrate nel mercato degli immobili residenziali in sei paesi – Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Irlanda, Paesi Bassi e Australia – e si chiede in che misura esse possano essere attribuite a variazioni del reddito nazionale, dei tassi d'interesse e delle quotazioni azionarie. Basando la sua ricerca su un'autoregressione vettoriale, un modello empirico che gli consente di individuare la reazione "normale" dei prezzi degli immobili residenziali ai movimenti e alle interazioni di un ristretto numero di variabili chiave, egli perviene a interessanti conclusioni, fra cui il fatto che i corsi azionari e i tassi d'interesse condizionano sì i prezzi degli alloggi, ma l'entità dell'effetto misurato varia sostanzialmente da paese a paese.

L'anomalia del ciclo congiunturale degli immobili ad uso commerciale

Durante il recente rallentamento dell'economia mondiale il mercato degli immobili commerciali non ha fatto sorprendentemente registrare alcuna fase contrattiva. Partendo da questa constatazione, Haibin Zhu della BRI sostiene che l'assenza di tale inflessione nel ciclo congiunturale del mercato immobiliare è dovuta in parte alla rapida crescita della cartolarizzazione dei crediti ipotecari. A sostegno di tale argomento, l'autore osserva come questo tipo di operazioni abbia fornito un'alternativa al tradizionale finanziamento bancario, migliorato la trasparenza informativa e permesso di ripartire il rischio presso una più ampia gamma di investitori. Al tempo stesso, egli fa tuttavia notare che siffatti sviluppi non implicano il venir meno di un ciclo congiunturale degli immobili commerciali. Al contrario, il mercato dei fabbricati ad uso non residenziale potrebbe in futuro essere soggetto a nuove fonti di volatilità.

Aumento della liquidità in valuta estera in Cina

Guonan Ma e Robert McCauley, entrambi della BRI, ripercorrono il recente aumento della liquidità in valuta estera nel sistema bancario cinese. La comprensione dei fattori che influenzano la domanda di tale liquidità permette di risalire a una fonte significativa del finanziamento del disavanzo di parte corrente USA negli ultimi anni. Gli autori analizzano in particolare le determinanti della domanda di depositi in valuta presso le banche in Cina, rilevando che quasi la metà dei movimenti di tali depositi trae origine dall'operare congiunto di tre fattori: i differenziali di tasso d'interesse, i timori connessi con il tasso di cambio e l'effetto un tantum della parziale liberalizzazione del mercato azionario cinese. Gli autori esaminano altresì la recente tendenza calante dei prestiti in dollari nei portafogli delle istituzioni bancarie in Cina, nonché le sue implicazioni sul rafforzamento della posizione di liquidità in valuta delle banche interne.