



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

10 marzo 2003

Rassegna trimestrale BRI Marzo 2003

La *Rassegna trimestrale BRI* pubblicata in data odierna è suddivisa in due parti. La prima analizza la recente evoluzione dei mercati finanziari, i flussi creditizi nei mercati bancario e dei titoli di debito, nonché l'attività in strumenti derivati. La seconda presenta saggi monografici su argomenti di particolare interesse. In questa edizione vengono proposti tre studi sulle seguenti tematiche: scelta degli strumenti nella gestione delle riserve ufficiali in dollari; mercato degli swap di tasso d'interesse in euro; relazione tra volatilità e turnover nelle contrattazioni di borsa in strumenti derivati.

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

L'incertezza deteriora il clima di ottimismo

Negli ultimi mesi la persistente minaccia di una guerra in Iraq ha generalmente posto in secondo piano le notizie sull'evoluzione dell'economia globale. In ottobre e novembre 2002 l'ottimismo degli investitori aveva sospinto i mercati delle azioni e delle obbligazioni societarie, accentuando la pendenza delle curve dei rendimenti. A partire da dicembre, tuttavia, le incertezze circa le conseguenze economiche di un eventuale conflitto hanno cominciato a incidere più pesantemente sull'andamento dei mercati. Al venir meno del clima di ottimismo, gli investitori sono sembrati attribuire scarsa importanza agli annunci macroeconomici. A metà febbraio il premio di rischio bellico aveva riassorbito la maggior parte dei guadagni conseguiti sui mercati azionari nell'ultima parte del 2002. Le curve dei rendimenti risultavano più piatte rispetto a fine novembre, continuando nondimeno a scontare una ripresa dell'economia, sebbene più modesta che in passato.

Pur offrendo condizioni di finanziamento più favorevoli, il mercato delle obbligazioni societarie internazionali non è ancora riuscito a riprendere slancio in termini di nuove emissioni nette. La mediocre domanda di fondi ha rispecchiato la riluttanza delle imprese ad aumentare il loro grado di leva in presenza delle incerte prospettive economiche. L'esigenza di ridurre il debito è stata avvertita in modo particolare dalle società recentemente declassate al disotto del livello di qualità bancaria. Agli inizi del 2003 piani di ristrutturazione intesi a privilegiare i creditori esistenti a scapito degli azionisti hanno consentito di separare la dinamica degli indici obbligazionari privati da quella delle

quotazioni azionarie; nonostante il calo di queste ultime, infatti, i differenziali sui titoli societari sono rimasti stabili.

Intorno a fine anno l'accoglienza dei mercati dei capitali si è estesa anche ai mutuatari dei paesi emergenti. Sulla scia delle elezioni presidenziali, il Brasile ha beneficiato di un netto miglioramento del clima di fiducia; benché gli spread sovrani siano rimasti ampi, i prenditori brasiliani sono rapidamente tornati sui mercati internazionali per rifinanziare passività in scadenza. Situazione opposta in Venezuela, dove è proseguito lo sciopero nazionale contro l'azione di governo; associatosi ai venti di guerra in Iraq, ciò ha causato un aumento dei prezzi petroliferi, pregiudicando ulteriormente le aspettative circa il vigore della ripresa economica mondiale.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

La raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha continuato a rallentare nel *quarto trimestre* 2002. Con una crescita dell'economia mondiale in fase di stallo, le emissioni nette hanno toccato il livello insolitamente basso di \$185 miliardi. Una simile frenata dell'indebitamento netto non si registrava dalle turbolenze del secondo semestre 1998. Il fenomeno ha interessato in modo particolare le istituzioni finanziarie private. In termini lordi, i collocamenti sono invece saliti a \$501 miliardi, con un aumento del 15% rispetto al terzo trimestre. Gli introiti, tuttavia, sono stati utilizzati essenzialmente per i rimborsi, che nel periodo in esame hanno raggiunto livelli senza precedenti.

Considerato il restringimento degli spread sul credito societario nel trimestre sotto rassegna, la causa principale della debolezza delle emissioni nette sarebbe stata la mediocre domanda di fondi da parte delle imprese. Il rallentamento dell'attività economica globale e la riluttanza delle società a contrarre nuovi prestiti sono con tutta probabilità i fattori più significativi alla base della flessione della domanda. Nondimeno, le condizioni creditizie sono rimaste tese per alcuni mutuatari, specie gli emittenti di carta commerciale a basso rating.

I mercati degli strumenti derivati

Nel *quarto trimestre* 2002 il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è calato del 12% in termini di valore, a \$170 trilioni, dopo un aumento del 14% nel periodo precedente. Il calo dell'attività ha interessato tutte le principali categorie di rischio, ossia i contratti su reddito fisso, valute e indici azionari, sebbene la flessione registrata da questi ultimi sia stata solo di lieve entità. Gli scambi hanno toccato valori record in ottobre, parallelamente ai rialzi delle borse statunitensi ed europee cominciati nella seconda settimana di quel mese, per poi diminuire gradualmente nei due mesi successivi. Nel segmento OTC è stata avviata la negoziazione di un nuovo tipo di contratto, le opzioni sui principali annunci macroeconomici USA.

Il mercato bancario internazionale

L'attività sul mercato bancario internazionale nel *terzo trimestre* 2002 è parsa rispecchiare l'accresciuta avversione al rischio manifestata dagli investitori globali durante questo periodo. Le banche dichiaranti alla BRI hanno investito ingenti somme in titoli pubblici e in altre attività a basso rischio di Stati Uniti e paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso, il credito internazionale a imprese e altri soggetti bancari è rimasto debole. Anche i flussi ai mercati emergenti hanno fatto registrare un miglioramento qualitativo. L'America latina è stata interessata dal più cospicuo deflusso di capitali bancari dal terzo trimestre 1999, mentre all'Est asiatico è affluito un ammontare record di fondi.

Saggi monografici

La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari

Per i gestori delle riserve valutarie ufficiali la ridotta offerta di titoli del Tesoro USA non costituisce più un problema. Essi si trovano piuttosto a dover operare scelte di portafoglio in un contesto di bassi tassi d'interesse. Robert McCauley e Ben Fung incentrano la loro attenzione sulle riserve in dollari USA per analizzare il modo in cui le banche centrali hanno risposto a questa sfida negli ultimi anni. Essi affrontano tre quesiti: come sono investite le disponibilità ufficiali in dollari? Come si è evoluta nel tempo la scelta degli strumenti? E quale è stato l'influsso che su questa evoluzione hanno avuto sviluppi recenti quali la recessione, il disavanzo pubblico USA, il calo dei rendimenti sui titoli del Tesoro e le insolvenze di emittenti societari? Nel rilevare come sia proseguita la diversificazione dei portafogli in dollari a scapito delle obbligazioni del Tesoro e a favore di quelle emesse da agenzie federali e da società private, essi concludono che i recenti sviluppi hanno rallentato, ma non invertito, tale processo.

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro è uno dei più ampi e liquidi mercati finanziari al mondo. Esso è stato fra i primi a integrarsi sulla scia dell'Unione monetaria europea e ha rapidamente acquisito il ruolo di benchmark. Eli Remolona e Philip Wooldridge analizzano lo sviluppo di questo mercato, cresciuto fino a imporsi come parametro di riferimento, prendendo in esame la costante rilevanza del rischio di controparte, la crescente concentrazione degli intermediari e la robustezza della liquidità. A loro parere, la crescita del mercato degli swap in euro sarebbe da ricondurre in parte alla perdurante segmentazione dei comparti dei titoli pubblici e PcT in Europa. Gli autori non mancano peraltro di osservare come, nonostante la liquidità di questo mercato sia elevata, essa rischi di prosciugarsi in periodi di volatilità.

Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile

La volatilità del mercato determina un aumento delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati? Stando alle passate ricerche empiriche basate su dati giornalieri o con frequenza anche maggiore, la risposta è affermativa. Serge Jeanneau e Marian Micu affrontano tale quesito con un approccio inedito, chiedendosi se i risultati che emergono dalle frequenze giornaliere o infragiornaliere siano validi anche per quelle mensili. Prima di affrontare la questione da un punto di vista empirico, essi trattano le varie motivazioni operative che potrebbero condurre a una relazione fra volatilità e turnover. Gli autori prendono in esame due diversi segmenti, i contratti sull'indice S&P 500 e quelli sull'obbligazione decennale del Tesoro USA, considerando inoltre due misure concettualmente distinte della volatilità, ossia quella effettiva derivante dalle reali oscillazioni dei prezzi e quella implicita nei prezzi delle opzioni. Sorprendentemente, essi rilevano l'assenza di una relazione attendibile fra volatilità e turnover per il contratto sulla Treasury note e l'esistenza di una relazione negativa per quello sull'indice S&P 500. Secondo gli autori, inoltre, non vi sarebbero differenze fra gli effetti prodotti dai due tipi di volatilità.