



Comunicato stampa

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

Rif. n.:

2 giugno 2003

Rassegna trimestrale BRI Giugno 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 articoli, uno sui flussi di capitale nell'Est asiatico dalla crisi del 1997 e due sui modi in cui misurare e spiegare i cambiamenti nella propensione al rischio degli investitori azionari.

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

Mercati dinamici, economie deboli

Nei mesi di aprile e maggio 2003 si è osservata un'insolita divergenza nelle opinioni degli operatori circa le prospettive della crescita globale. I mercati azionari e creditizi hanno segnato forti rialzi in questo periodo, anche quando le curve dei rendimenti si sono appiattite. Una serie di deludenti annunci macroeconomici ha portato gli investitori in swap e titoli di Stato a rivedere al ribasso le aspettative sull'espansione dell'economia. Per contro, gli operatori nei mercati azionario e creditizio hanno trascurato la debolezza dei dati macroeconomici, focalizzando invece l'attenzione su segnalazioni di utili societari migliori del previsto.

I differenziali sui titoli a più alto rendimento, sia societari che sovrani, sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta, allorché la crescita mondiale era nettamente più forte di quella attuale. Di fronte a rendimenti nominali eccezionalmente bassi, gli investitori – alla ricerca di guadagni più elevati – sono sembrati disposti ad accrescere la loro esposizione al rischio di credito. Malgrado l'impennata dei collocamenti di obbligazioni societarie nel primo trimestre e le scarsissime emissioni azionarie, le aspettative di un ulteriore rafforzamento dei bilanci paiono essere rimaste invariate. Le economie emergenti pesantemente indebitate come Brasile e Turchia, che non più tardi del luglio 2002 si erano viste estromettere dai mercati internazionali dei capitali, hanno potuto farvi ritorno a condizioni relativamente favorevoli.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

L'attività di raccolta sui mercati internazionali da parte di istituzioni finanziarie dell'area dell'euro è fortemente aumentata nel *primo trimestre 2003*. In conseguenza di ciò, le emissioni nette aggregate di titoli di debito internazionali hanno raggiunto \$352 miliardi, quasi il doppio del trimestre precedente. I collocamenti su base lorda sono saliti del 58%, al massimo storico di \$774 miliardi, il che spiega il balzo registrato dalle emissioni nette nonostante l'ammontare record dei rimborsi.

La ripresa dell'attività netta di emissione nel primo trimestre 2003 si è accompagnata a un calo dei rendimenti pubblici a lungo termine in gennaio e febbraio. I collocamenti di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso sono fortemente cresciuti su base netta, poiché istituzioni finanziarie e imprese hanno aumentato la raccolta per assicurarsi bassi costi di finanziamento. Anche i mutuatari emergenti hanno approfittato di questa opportunità – favorita in parte dalla maggiore domanda di attività più remunerative – per incrementare ancora una volta i collocamenti netti.

I mercati degli strumenti derivati

Nel *primo trimestre 2003* il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati ha segnato una forte ripresa. Il valore complessivo degli scambi nelle varie tipologie di contratti è aumentato del 16%, a \$197 trilioni. L'attività è stata diseguale fra le principali categorie di rischio: sono sensibilmente cresciute le negoziazioni di contratti sul reddito fisso, mentre quelle di prodotti su indici azionari hanno subito un calo marginale. Straordinariamente dinamici sono stati gli scambi di contratti su obbligazioni europee. Le borse valori hanno continuato a introdurre numerosi nuovi strumenti, tra cui futures su tassi EONIA (euro overnight index average).

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano una significativa crescita dei valori lordi di mercato nel *secondo semestre 2002*, che erano saliti a fine dicembre del 43%, a \$6,4 trilioni. L'espansione, per lo più imputabile agli swap di tasso d'interesse, è derivata in parte dal brusco calo dei rendimenti swap tra luglio e gli inizi di ottobre. Per evitare di incorrere in perdite, gli operatori che corrispondevano il tasso fisso potrebbero aver liquidato le proprie posizioni sottoscrivendo nuovi swap. Questa interpretazione è del resto suffragata dalla rapida crescita in termini di ammontare nozionale di tali contratti nel periodo. A livello di mercato globale OTC, i valori nozionali aggregati sono saliti dell'11%, a \$142 trilioni.

Il mercato bancario internazionale

Nel *quarto trimestre 2002* le banche hanno venduto titoli di debito e convogliato capitali verso il mercato interbancario internazionale. Tali fondi si sono collocati al livello insolitamente alto di \$430 miliardi, mentre i crediti verso imprese e altri mutuatari non bancari hanno ristagnato. Gli acquisti di titoli da parte delle banche avevano dominato i flussi nei due trimestri precedenti; l'attuale preferenza per i depositi interbancari starebbe a indicare uno spostamento verso scadenze più brevi, attuato forse nell'intento di scongiurare le perdite derivanti da eventuali aumenti dei tassi d'interesse.

Nel trimestre in esame sono proseguiti i deflussi di fondi dall'insieme dei mercati emergenti verso banche dell'area dichiarante. Per la regione Asia-Pacifico, che ha registrato un'inversione di tendenza rispetto agli afflussi netti del primo trimestre, i fondi in uscita sono stati insolitamente cospicui, e sono in parte scaturiti dalla liquidazione di operazioni PcT effettuata da alcuni paesi. Ingenti capitali sono ancora defluiti dall'America latina, specie da Argentina e Brasile, per il rimborso di prestiti bancari. In contrasto con l'andamento generale, le banche hanno incanalato ulteriori fondi verso l'Europa emergente, in particolare verso i paesi impegnati nei negoziati per l'adesione all'Unione europea.

Saggi monografici

Flussi di capitale nell'Est asiatico dalla crisi del 1997

L'Est asiatico non si limita al ruolo di esportatore netto di capitali verso il resto del mondo, ma è altresì impegnato in uno scambio internazionale di rischio che sta accrescendo la resilienza delle economie della regione. Attraverso l'acquisto di titoli di elevata qualità emessi da governi e agenzie statunitensi, europei e giapponesi, e la vendita di attività reali, azioni e obbligazioni di qualità medio-bassa, la regione sta accumulando all'estero attività relativamente sicure, importando nel contempo capitali in cui il rischio resta in capo al prestatore. Robert McCauley della BRI, dopo aver documentato il profilo descritto, analizza le critiche mosse a tale strategia e illustra le possibili linee di azione con cui affrontare le problematiche connesse. Fra queste linee figurano la messa a punto della ristrutturazione dei settori bancario e societario, lo sviluppo di istituzioni finanziarie non bancarie e mercati obbligazionari interni, e il minore ricorso alle esportazioni per trainare la crescita economica. L'autore sostiene che una risposta costruttiva a tali sfide consentirebbe all'economia globale di promuovere una maggiore sostenibilità dei saldi correnti e dei flussi di capitale.

Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni

Sovente, gli osservatori dei mercati finanziari attribuiscono le oscillazioni dei prezzi ai mutamenti nella propensione al rischio degli investitori. Le misure indicative dell'avversione al rischio possono contribuire ad accrescere l'efficienza della gestione del rischio di mercato da parte delle singole istituzioni, nonché migliorare il monitoraggio e l'interpretazione delle condizioni di mercato da parte dei policymaker. Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis e Dimitrios Karampatos della BRI elaborano un indicatore ampio dell'avversione al rischio sui mercati azionari. Attingendo alla moderna teoria della finanza, essi costruiscono l'indicatore comparando la probabilità statistica di un brusco calo dei corsi azionari, stimata in base a dati storici, con la corrispondente probabilità derivata dai prezzi prospettici delle opzioni. Grazie all'impiego di questo indicatore, gli autori rilevano che i periodi di elevata avversione al rischio tendono a coincidere con quelli caratterizzati da rendimenti negativi e forte volatilità sui mercati delle azioni, e da un minore comovimento tra questi ultimi e i mercati obbligazionari. Viene altresì riscontrato un significativo comovimento dell'avversione al rischio in mercati azionari di vari paesi, a indicazione del fatto che l'umore degli investitori presenta una importante componente transnazionale.

Determinanti dell'avversione al rischio degli investitori

Martin Scheicher della Oesterreichische Nationalbank si prefigge di spiegare i movimenti giornalieri della propensione al rischio degli investitori. A questo scopo, egli adotta una misura dell'avversione al rischio simile a quella impiegata da Tarashev et al. (si veda sopra), utilizzando però una frequenza giornaliera anziché mensile. L'analisi è incentrata sul Dax, l'indice che raggruppa i corsi azionari di 30 importanti società tedesche, e copre il periodo dicembre 1995 – maggio 2002. Al fine di spiegare le variazioni dell'avversione al rischio, l'autore esamina gli effetti prodotti da aspettative di crescita economica, volatilità di mercato, premi per il rischio di credito e nuovi annunci negativi. Egli rileva che l'avversione al rischio degli investitori sul mercato azionario tedesco è costantemente aumentata dal 1998; su di essa, inoltre, esercitano un forte impatto le variazioni dei corsi azionari USA.