

VI. I mercati finanziari

Aspetti salienti

Lo scorso anno i mercati finanziari hanno segnato un'inversione di tendenza. Sulle principali borse del mondo la straordinaria fase ascendente dei corsi azionari durata cinque anni si è conclusa con la deflazione di quella che, a posteriori, appare una "bolla" mondiale dei prezzi delle attività. I mercati che avevano registrato la maggiore espansione hanno subito i cali più netti; gli indici tecnologici sono fra quelli che hanno mostrato la fluttuazione ciclica più pronunciata. Sui mercati obbligazionari, al restringimento degli spreads creditizi nel 1999 ha fatto seguito il loro ampliamento lo scorso anno. Queste inversioni dei prezzi hanno avuto ripercussioni sui mercati emergenti, determinando un aumento degli spreads sui prestiti sovrani e mercati azionari più deboli specie in Asia e in America latina. L'allentamento della politica monetaria statunitense nei primi mesi del 2001 ha indotto un restringimento degli spreads creditizi, ma una ripresa solo esitante dei mercati azionari. Date le prospettive incerte degli utili societari, non è stato chiaro se questa correzione degli indici avesse esaurito il suo corso.

La flessione delle borse nel 2000 ha rappresentato in larga misura una correzione degli eccessi generati dal precedente ottimismo sui risultati economici delle imprese. Nel comparto dei titoli tecnologici, il divario fra il rialzo delle quotazioni e la crescita degli utili si è andato progressivamente ampliando. Allorché è mutato l'atteggiamento degli investitori, i diversi indici tecnologici nazionali hanno subito un calo generalizzato, indipendentemente dalle differenze nella dinamica sottostante dei profitti. Sui mercati creditizi le società di telecomunicazione avevano attinto ingenti fondi quando ancora le loro prospettive erano reputate buone, ma la disponibilità degli investitori ha ben presto lasciato il posto a timori per l'elevata leva finanziaria. Sebbene il rallentamento dell'economia mondiale e le prospettive meno favorevoli dei profitti societari abbiano avuto un chiaro ruolo nella caduta dei mercati, è nondimeno degno di nota il fatto che molte delle forti variazioni di prezzo non trovano un'evidente e immediata spiegazione nei nuovi dati sulle grandezze economiche fondamentali.

Le offerte pubbliche di azioni e le emissioni obbligazionarie dei mutuatari a più alto rischio, in particolare le società tecnologiche, sono rallentate passando da un ritmo estremamente rapido nel primo semestre 2000 a deboli livelli nel secondo. I suddetti mutuatari hanno fatto crescente ricorso al mercato monetario, dove gli spreads non erano aumentati in misura altrettanto pronunciata. Le società più quotate hanno invece continuato a raccogliere ingenti fondi nei mercati primari. Confrontati a un'offerta di titoli di Stato calante, gli investitori alla ricerca di sicurezza nei periodi di deterioramento

delle condizioni creditizie si sono rivolti verso i titoli con elevato merito di credito, come quelli di Fannie Mae e Freddie Mac.

Nonostante il generale peggioramento delle condizioni di finanziamento, gli investitori nei mercati emergenti hanno cercato di operare una selezione fra i potenziali mutuatari in base alla qualità creditizia ma, apparentemente, hanno trovato una scarsa offerta di titoli da parte dei prenditori più affidabili. I perduranti avanzi di bilancia corrente hanno limitato il fabbisogno di finanziamento esterno. Di fatto, grazie ai depositi record dei paesi asiatici e di quelli esportatori di petrolio, nel 2000 i flussi netti dal gruppo dei paesi in via di sviluppo verso le banche dichiaranti alla BRI sono stati superiori ai deflussi netti dovuti soprattutto a rimborsi durante le crisi finanziarie del periodo 1997-99.

Un aspetto degno di nota della recente fase di deterioramento delle condizioni finanziarie è stato l'ordinato funzionamento dei mercati anche in presenza di brusche oscillazioni dei prezzi. Il processo di adeguamento all'offerta decrescente di nuovi titoli di Stato aveva sollevato nella prima parte del 2000 timori circa le modalità operative di taluni importanti mercati, in particolare quello del reddito fisso degli Stati Uniti. Questi timori si sono affievoliti nella seconda metà dell'anno, di pari passo con la crescente disinvoltura con cui gli investitori hanno usato strumenti privati come gli swaps su tassi d'interesse per finalità di copertura, di determinazione del prezzo e altri scopi per i quali erano tradizionalmente utilizzate le emissioni pubbliche.

Mercati azionari

Bolle dei prezzi delle attività e grandezze economiche fondamentali

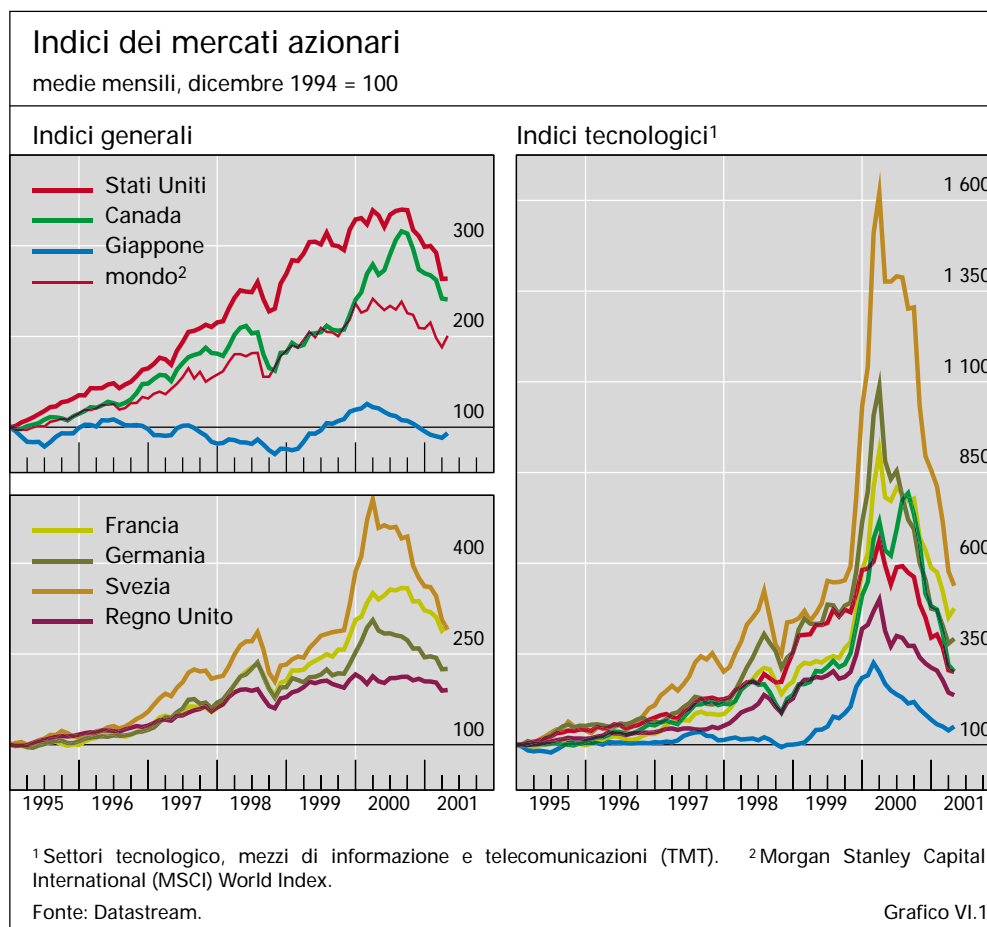
Fra l'aprile 2000 e il primo trimestre 2001 i listini azionari mondiali hanno subito in generale un drastico calo. Ribassi di entità analoga erano stati osservati nel 1990, in corrispondenza con l'ultimo episodio di recessione dell'economia mondiale. Tra i due periodi tuttavia sussistono differenze fondamentali quanto alle cause delle flessioni. Nei mesi di agosto e settembre del 1990, l'indice MSCI World aveva perso il 21%. Tali perdite traevano origine dall'andamento delle grandezze economiche fondamentali, poiché riflettevano prevalentemente lo shock dal lato dell'offerta prodotto dai prezzi del petrolio, raddoppiatisi a seguito dell'invasione irachena del Kuwait. Nell'episodio più recente l'indice MSCI è diminuito del 23% fra aprile 2000 e marzo 2001. Questa volta le perdite paiono però rappresentare la correzione di una "bolla" dei corsi azionari a livello mondiale anziché un crollo dovuto essenzialmente agli andamenti macroeconomici. Ciò nondimeno, la mutata situazione macroeconomica ha indubbiamente contribuito a determinare i tempi e l'entità delle flessioni dei prezzi.

Elementi a conferma della tesi di una "bolla" del mercato azionario possono essere desunti dal fatto che diversi mercati hanno registrato un protratto periodo di rialzi eccezionali, seguito da un annullamento pressoché simultaneo di tali rialzi (grafico VI.1). Questa coincidenza nei movimenti di prezzo si è verificata nonostante fondamentali macroeconomici in parte

I mercati azionari calano nel 2000 così come era avvenuto nel 1990 ...

... ma per differenti motivi

Aumenti eccezionali dei prezzi ...



... seguiti da un'improvvisa inversione di tendenza

divergenti. Nel quinquennio fino al marzo 2000 l'indice S&P 500 si è triplicato. La borsa di Stoccolma ha fatto segnare i guadagni più spettacolari, crescendo di quasi cinque volte nello stesso periodo. Le piazze di Parigi, Amsterdam, Francoforte e Toronto non sono state da meno, con rialzi compresi fra il 150 e il 250%. In larga misura gli aumenti paiono essere stati trainati da una spirale di ottimismo e di comportamenti gregari da parte degli investitori. Quando in marzo hanno raggiunto le punte massime, le valutazioni azionarie statunitensi si situavano a un livello medio pari a 33 volte gli utili unitari, ossia un coefficiente prezzo/utigli senza precedenti. In tutti questi mercati i prezzi hanno iniziato a calare nella primavera del 2000 e i cali sono stati in generale tanto più marcati quanto più forti erano stati i precedenti rialzi.

Nel comparto tecnologico la crescita degli utili non eguaglia quella dei prezzi

Il ciclo di ascesa e successiva inversione dei prezzi è stato particolarmente pronunciato nel comparto tecnologico. Durante la lunga corsa al rialzo degli indici tecnologici gli analisti di mercato avevano spiegato le elevate valutazioni con le attese di una più rapida crescita dei profitti. Taluni osservatori avevano inoltre sostenuto che il settore delle tecnologie era ampiamente immune dagli effetti di un rallentamento economico o di un aumento dei tassi d'interesse. Queste previsioni si sono tuttavia dimostrate infondate. Infatti, la crescita dei profitti non ha mai tenuto il passo con quella delle quotazioni, di modo che i rapporti prezzo/utigli hanno continuato a salire. Nel quinquennio considerato, i corsi azionari del settore tecnologico statunitense sono aumentati a un ritmo quasi cinque volte superiore a quello dell'espansione degli utili

Azioni tecnologiche: rapporti prezzo/utigli, variazioni dei prezzi e degli utigli							
	Rapporti prezzo/utigli			Variazioni percentuali			
	marzo 1995	marzo 2000	marzo 2001	marzo 1995–marzo 2000		marzo 2000–marzo 2001	
				prezzi	utigli	prezzi	utigli
Svezia	34,5	120,8	19,1	1 217	276	- 65	124
Germania	16,9	63,3	30,4	909	169	- 64	- 24
Francia	11,3	63,8	21,0	804	60	- 49	55
Italia	12,8	56,0	26,1	732	90	- 44	19
Paesi Bassi	14,7	64,6	33,0	654	71	- 58	- 18
Canada	20,4	59,0	14,7	586	137	- 53	88
Stati Uniti	19,2	53,2	24,7	509	120	- 55	- 2
Regno Unito	15,4	72,1	36,0	352	- 3	- 49	2
Giappone	57,3	169,3	89,3	254	20	- 55	- 15

Fonti: Datastream; elaborazioni BRI.

Tabella VI.1

(tabella VI.1). Il differenziale di crescita nel segmento tecnologico è stato ancora più ampio sui mercati europei. Nel Regno Unito gli indici tecnologici si sono apprezzati persino in presenza di un calo degli utigli. Inoltre, la flessione dei corsi è iniziata dopo un periodo di tassi d'interesse crescenti e la dinamica dei profitti delle imprese tecnologiche si è indebolita ai primi segni di rallentamento economico. I rapporti prezzo/utigli sono sì calati, ma come spesso avviene a causa di una diminuzione dei primi piuttosto che di un aumento dei secondi.

Una caratteristica di rilievo dei ribassi dei titoli tecnologici è stata la somiglianza delle dinamiche sotto l'aspetto sia temporale che quantitativo. Essi sono infatti per lo più iniziati nel marzo o nell'aprile 2000 e nel marzo 2001 risultavano generalmente di entità compresa fra il 50 e il 70%, nonostante gli andamenti molto differenziati degli utigli nei vari paesi (tabella VI.1). L'elevata sincronia di questi movimenti non può essere interamente spiegata da analogie di fondo nella situazione dei settori tecnologici dei vari paesi. Essa va piuttosto interpretata come una conseguenza dell'elevato grado di incertezza circa le valutazioni, che potrebbe aver indotto gli investitori a ricercare ancoraggi quantitativi in altre borse. Questa funzione pare essere stata svolta principalmente dal Nasdaq, il più quotato fra gli indici del settore. Non essendovi molte indicazioni su cui basarsi se non un generale indebolimento della crescita degli utigli, la maggior parte degli indici tecnologici è perciò caduta insieme al Nasdaq.

Questo processo di ancoraggio contribuisce a spiegare il fatto che, nonostante una certa divergenza fra le grandezze macroeconomiche, durante il 2000 i mercati borsistici europei abbiano seguito al ribasso quelli statunitensi. È vero che negli ultimi anni le numerose fusioni e acquisizioni effettuate oltreoceano da imprese europee hanno stabilito un collegamento fra i profitti di queste ultime e la situazione economica negli Stati Uniti. Nondimeno, le correlazioni dei movimenti di prezzo fra le borse europee e americane appaiono maggiori di quanto spiegabile in base alle sole grandezze fondamentali.

Informazioni economiche e corsi azionari

Il recente calo dei mercati azionari non ha avuto luogo istantaneamente ma è il risultato di un processo durato diversi mesi, comprendente due tornate

L'incertezza fa del Nasdaq un ancoraggio per i prezzi

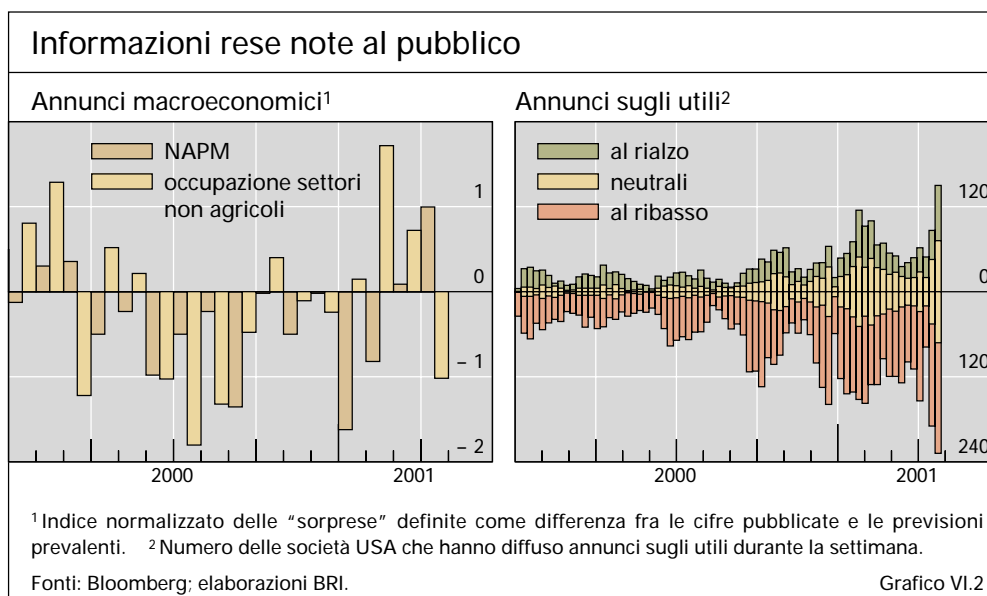
principali di ribassi. La prima ha avuto luogo fra aprile e maggio 2000, mentre la seconda è iniziata in settembre ed è continuata, a parte una breve pausa in gennaio, fino a tutto il primo trimestre 2001. In entrambi i casi, l'attenzione degli operatori di tutto il mondo si è concentrata sulle notizie ritenute in grado di influenzare la politica monetaria statunitense e, in particolare, sul loro effetto sull'indice Nasdaq. Tuttavia, i due episodi si sono notevolmente differenziati per la rilevanza che le informazioni pubblicate hanno avuto nel determinare specifici movimenti giornalieri dei corsi.

L'aspetto più notevole della prima tornata di ribassi è il fatto che non fossero individuabili significative nuove informazioni che potessero giustificare l'improvviso calo delle quotazioni. In questo senso, l'episodio è stato analogo alle crisi borsistiche mondiali dell'ottobre 1929 e dell'ottobre 1987. Nei primi mesi del 2000 i dati macroeconomici più seguiti, come le cifre sull'occupazione nell'industria e nei servizi negli Stati Uniti, segnalavano un persistente vigore dell'economia del paese (grafico VI.2). Ciò ha fatto nascere incertezze sulla portata di un inasprimento della politica monetaria le quali, insieme al crescente nervosismo dei mercati a riguardo delle valutazioni, hanno condotto a un'accentuata volatilità. L'andamento al ribasso del comparto tecnologico nel suo insieme ha però preso avvio solo agli inizi dell'aprile 2000, innescato a quanto pare unicamente da un cambiamento di umore degli investitori. Fa eccezione il 14 aprile, quando il Nasdaq ha perso il 10% a seguito della pubblicazione dei dati sui prezzi al consumo. Il mercato si è tuttavia ripreso nell'arco di una settimana, pur in assenza di nuovi dati macroeconomici. Fra aprile e maggio l'indice Nasdaq è sceso di quasi il 20%, apparentemente trascinato verso il basso dal crescente pessimismo degli investitori in assenza di buone notizie sull'economia.

Per la seconda tornata di ribassi è più facile identificare le informazioni che hanno influito sui mercati. Questa fase ha avuto inizio in settembre, quando un numero crescente di società quotate negli Stati Uniti ha annunciato che gli utili sarebbero stati inferiori alle stime degli analisti. Nei mesi

Assenza di nuove informazioni che possano giustificare i cali dei prezzi

Gli annunci sull'evoluzione degli utili incidono pesantemente sui mercati



immediatamente successivi, la crescente debolezza dei dati macroeconomici USA è culminata con la pubblicazione, il 2 gennaio 2001, di un'indagine della National Association of Purchasing Management (NAPM) secondo cui l'economia stava rallentando a un ritmo più rapido di quanto inizialmente previsto. Con il moltiplicarsi delle correzioni al ribasso dei profitti attesi, gli investitori hanno iniziato a dare maggior peso al nesso fra gli utili delle singole società e l'andamento dell'economia in generale, cosicché sia gli indici tecnologici ristretti che quelli più ampi sono costantemente calati. Fra settembre e la fine dell'anno il Nasdaq ha perso il 42%, mentre il MSCI World è sceso del 13%. I mercati hanno iniziato a riprendere quota il 3 gennaio 2001, quando la Riserva federale ha inaspettatamente abbassato di 50 punti base il tasso sui federal funds. Il Nasdaq ha guadagnato il 14%, l'aumento più alto mai registrato in una sola giornata. Nonostante le ulteriori riduzioni del tasso ufficiale USA, la ripresa è stata però solo temporanea. Sotto l'influsso degli annunci di utili deludenti, i corsi hanno ripreso la loro caduta in febbraio e marzo.

Nell'aprile 2001 una notizia apparentemente di secondaria importanza è stata all'origine di un forte apprezzamento del mercato, durato due settimane, che ha messo in evidenza un ottimismo di fondo a riguardo delle prospettive di profitto delle imprese. Un'importante società produttrice di personal computer ha annunciato agli inizi del mese che gli utili erano stati pari alle stime, e la notizia ha fatto impennare il Nasdaq del 9% e lo S&P 500 di oltre il 4% in una sola giornata. Alcuni giorni dopo, un abbassamento inatteso del tasso sui federal funds da parte della Riserva federale ha rafforzato il movimento di rialzo. Dopo due settimane, il Nasdaq aveva guadagnato il 33% e lo S&P 500 il 14%. L'ascesa dei prezzi ha fatto salire a 27 il rapporto prezzo/utigli per l'indice S&P 500, un livello quasi doppio rispetto alla media storica. Ancora più forte è stato l'ottimismo che ha alimentato il Nasdaq, per il quale il rapporto prezzo/utigli risultava sei volte superiore a quello dello S&P 500.

Gli investitori rimangono ottimisti

Il mercato borsistico di Tokyo e le banche giapponesi

Il mercato di Tokyo ha rappresentato l'eccezione di maggior rilievo alla tendenza quinquennale di espansione che ha connotato le principali borse mondiali. Questo mercato era rimasto debole fino al 1998 (grafico VI.1), allineandosi con il trend globale soltanto nel 1999. Come per gli altri mercati maggiori, lo stimolo proveniva dal boom del settore tecnologico. A ciò si aggiungeva il forte impulso impresso dagli sviluppi nel settore bancario. Nel 1999 gli operatori di mercato avevano infatti interpretato l'iniezione di ¥7,5 trilioni del governo giapponese a favore delle quindici principali banche del paese come la prova di un serio impegno per rafforzare il debole sistema bancario. Ciò aveva destato un'impressione particolarmente favorevole presso gli investitori stranieri, come dimostrato dai consistenti afflussi di capitali dall'estero. Lo slancio del mercato era stato inoltre sostenuto da grandi fusioni bancarie.

Gli sviluppi nel settore bancario ...

La borsa di Tokyo ha poi iniziato nuovamente a flettere nel 2000, in anticipo rispetto agli altri mercati. Nella prima parte dell'anno non vi erano dati facilmente identificabili che giustificassero i prezzi calanti, così come era

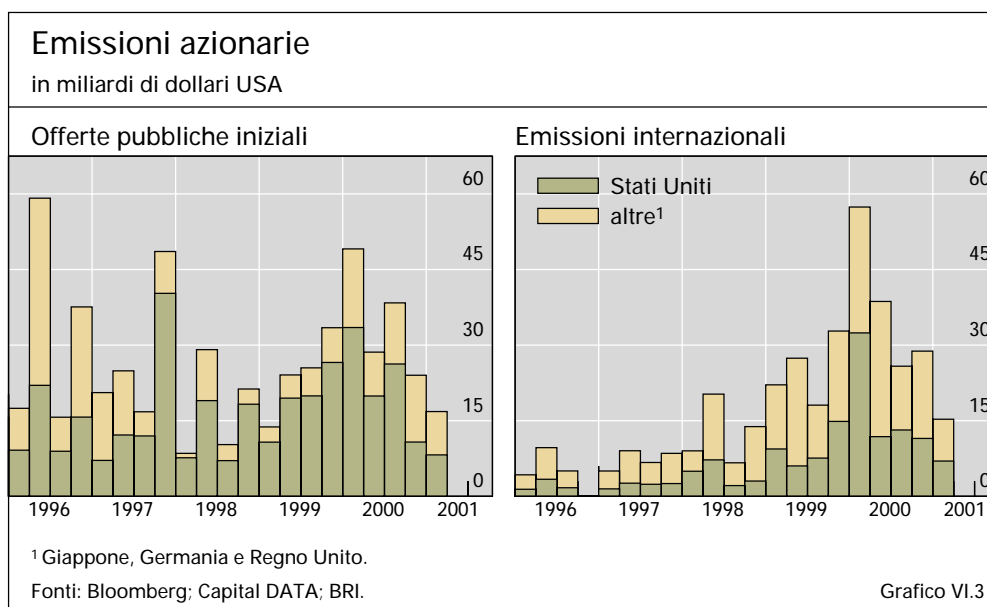
... hanno un ruolo importante sul mercato di Tokyo

avvenuto in occasione della susseguente prima tornata di ribassi del mercato statunitense. Solo in maggio si è evidenziata l'influenza degli indici USA, allorché le quotazioni del comparto tecnologico nipponico sono scese drasticamente in parallelo con quelle del Nasdaq e gli investitori esteri hanno iniziato a vendere. In estate, le stime fornite dalla Financial Services Agency sui prestiti in sofferenza delle banche giapponesi paiono aver inciso pesantemente sul mercato. Le pressioni in vendita si sono intensificate in ottobre con il fallimento della Chiyoda Seimei, una società di assicurazione del ramo vita, e con l'ulteriore calo dell'indice Nasdaq. A causa della debolezza della borsa di Tokyo, le banche nipponiche hanno avuto maggiore difficoltà a reperire fondi mediante la vendita delle loro partecipazioni incrociate e a realizzare profitti sufficienti per assorbire le perdite sui crediti. Agli inizi di quest'anno il governo giapponese ha cominciato a prendere in considerazione l'acquisto di tali partecipazioni in modo che non ne sia ritardata l'auspicata riduzione. Il ritorno de facto alla politica dei tassi d'interesse zero in marzo e l'elezione del Primo Ministro Koizumi in aprile hanno dato nuova forza al mercato.

Implicazioni per l'economia reale

Le ripercussioni sugli investimenti sono già palesi

Lo sgonfiarsi della "bolla" mondiale delle azioni tecnologiche ha già avuto conseguenze percepibili sull'economia reale. In particolare, è stato immediatamente evidente l'effetto prodotto sugli investimenti dal maggiore costo del capitale. Le più colpite sono state le imprese tecnologiche di nuova costituzione, che per raccogliere capitali avevano fatto massicciamente ricorso a offerte pubbliche iniziali (OPI). Il ricavato lordo delle OPI di Stati Uniti, Giappone, Germania e Regno Unito si è contratto da un livello quasi record di \$49 miliardi nel primo trimestre 2000 a \$29 miliardi nel secondo, ed è ulteriormente calato nel primo trimestre 2001 (grafico VI.3). Proporzionalmente, le emissioni azionarie internazionali annunciate di società statunitensi sono diminuite ancor più, mentre quelle delle società non statunitensi sono rimaste su livelli sostenuti per un ulteriore trimestre. Alcune imprese di nuova



Fiducia dei consumatori, disoccupazione e mercato azionario			
	Effetti stimati ¹		
	1992-94	1995-97	1998-2001
Rendimenti Nasdaq Tasso di disoccupazione negli USA	Fiducia dei consumatori USA		
	- 0,081	0,181	0,133*
Rendimenti CAC 40 Tasso di disoccupazione in Francia	Fiducia dei consumatori francesi ²		
	0,009	- 0,134	0,037
	- 0,184*	0,125*	- 0,191
¹ Somma dei coefficienti di regressione rispettivamente sugli sfasamenti di due trimestri dei rendimenti azionari e sugli sfasamenti di due mesi dei tassi di disoccupazione. L'asterisco indica una significatività al livello dell'1% in base a una statistica chi-quadrato in un test di Wald di significatività congiunta dei coefficienti. ² Basata sull'indicatore UE per la Francia.			
Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.			Tabella VI.2

costituzione hanno tratto vantaggio dal modesto recupero dei listini nel corso dell'estate, che ha rivitalizzato temporaneamente il mercato delle OPI.

Il regresso delle quotazioni azionarie si è altresì ripercosso sugli utili di bilancio e sul cash flow delle imprese statunitensi per il tramite dei loro schemi pensionistici a prestazioni definite e delle opzioni azionarie offerte ai dipendenti. Nel 1998 e 1999 i profitti erano stati accresciuti dal fatto che i guadagni in borsa si erano tradotti in un eccesso di finanziamento di tali schemi, che le società potevano dichiarare come reddito. La flessione degli indici nel 2000 ha privato numerose società di questa voce di reddito e, in caso di ulteriori ribassi, tali schemi potrebbero registrare un disavanzo che andrebbe ad aggiungersi ai costi. Al tempo stesso, fra le imprese tecnologiche si era sempre più diffusa la prassi di offrire ai dipendenti opzioni azionarie come forma di retribuzione. Negli Stati Uniti l'esercizio di queste opzioni consentiva alle società di ridurre il carico fiscale e quindi di accrescere i flussi finanziari, anche se a prezzo di un annacquamento del capitale posseduto dagli azionisti preesistenti. Per alcune delle maggiori imprese del settore questi vantaggi fiscali hanno rappresentato fino al 60% degli introiti generati dall'attività operativa. Ai prezzi correnti, tuttavia, una quota consistente di tali opzioni non sarà esercitata. Le imprese sono quindi confrontate a un crescente carico fiscale, nonostante il rallentamento delle vendite e l'aumento dei costi delle scorte.

Le ripercussioni sul clima di fiducia dei consumatori potrebbero essere di portata ancor maggiore. Per quanto gli effetti di ricchezza dei corsi azionari sui consumi dipendano dall'effettiva composizione del portafoglio detenuto dalle famiglie e quindi dalla performance degli indici generali, i recenti mutamenti nel clima di fiducia delle famiglie paiono attribuibili in buona misura ai movimenti del Nasdaq, indice relativamente ristretto. Come mostra la tabella VI.2, negli Stati Uniti per quasi tutti gli anni novanta e in Francia nei primi anni dello stesso decennio la fiducia dei consumatori si era tendenzialmente mossa in linea con il tasso di disoccupazione piuttosto che con i rendimenti azionari.

Le opzioni azionarie consentono alle società di ridurre il carico fiscale

Il Nasdaq condiziona la fiducia dei consumatori USA

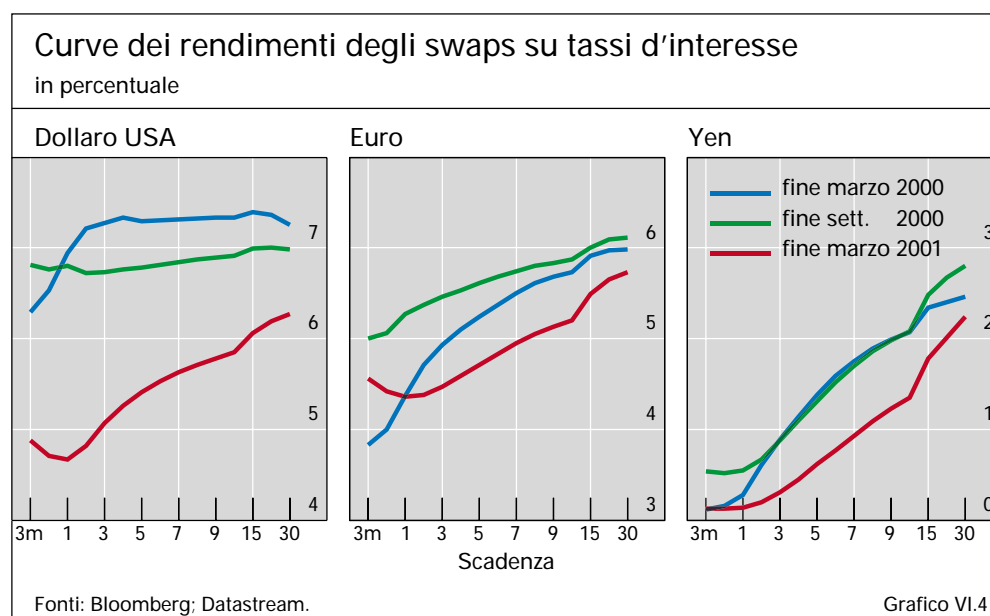
Dal 1998, tuttavia, negli Stati Uniti l'evoluzione del Nasdaq ha assunto un ruolo più importante nel determinare la fiducia dei consumatori rispetto al tasso di disoccupazione. Sebbene i titoli negoziati sul Nasdaq non costituiscano una quota rilevante dei portafogli delle famiglie, è possibile che i loro corsi siano oggi considerati come un indicatore prospettico della produttività del sistema economico. Di conseguenza, essi potrebbero esercitare un influsso sproporzionato sulle decisioni di spesa dei consumatori.

Mercati del reddito fisso

Al pari di quelli azionari, nel 2000 i mercati obbligazionari hanno risentito delle più deboli prospettive reddituali delle imprese e dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori. Gli spreads creditizi sono aumentati per una vasta gamma di strumenti e le emissioni nette di titoli di debito a lungo termine sono rallentate rispetto ai livelli record del 1999. Nel primo semestre gli ampi differenziali e il più elevato livello generale dei tassi d'interesse a lungo termine non hanno impedito ai prenditori, specie le società di telecomunicazione, di raccogliere fondi sul mercato obbligazionario. Nel secondo semestre, tuttavia, gli emittenti con merito di credito più basso hanno incontrato crescenti difficoltà a finanziarsi nel comparto a lungo termine e molti di loro si sono quindi rivolti alle banche. Tali difficoltà non paiono aver riguardato i prenditori più affidabili. In effetti, la minore offerta di titoli di Stato USA ha indotto alcuni di loro a offrire le proprie emissioni come strumenti sostitutivi a fini di garanzia, copertura e benchmark. Nel primo trimestre 2001 il restringimento degli spreads e un calo generalizzato dei tassi d'interesse hanno ricondotto i mutuatari con basso rating verso il mercato mondiale dei capitali.

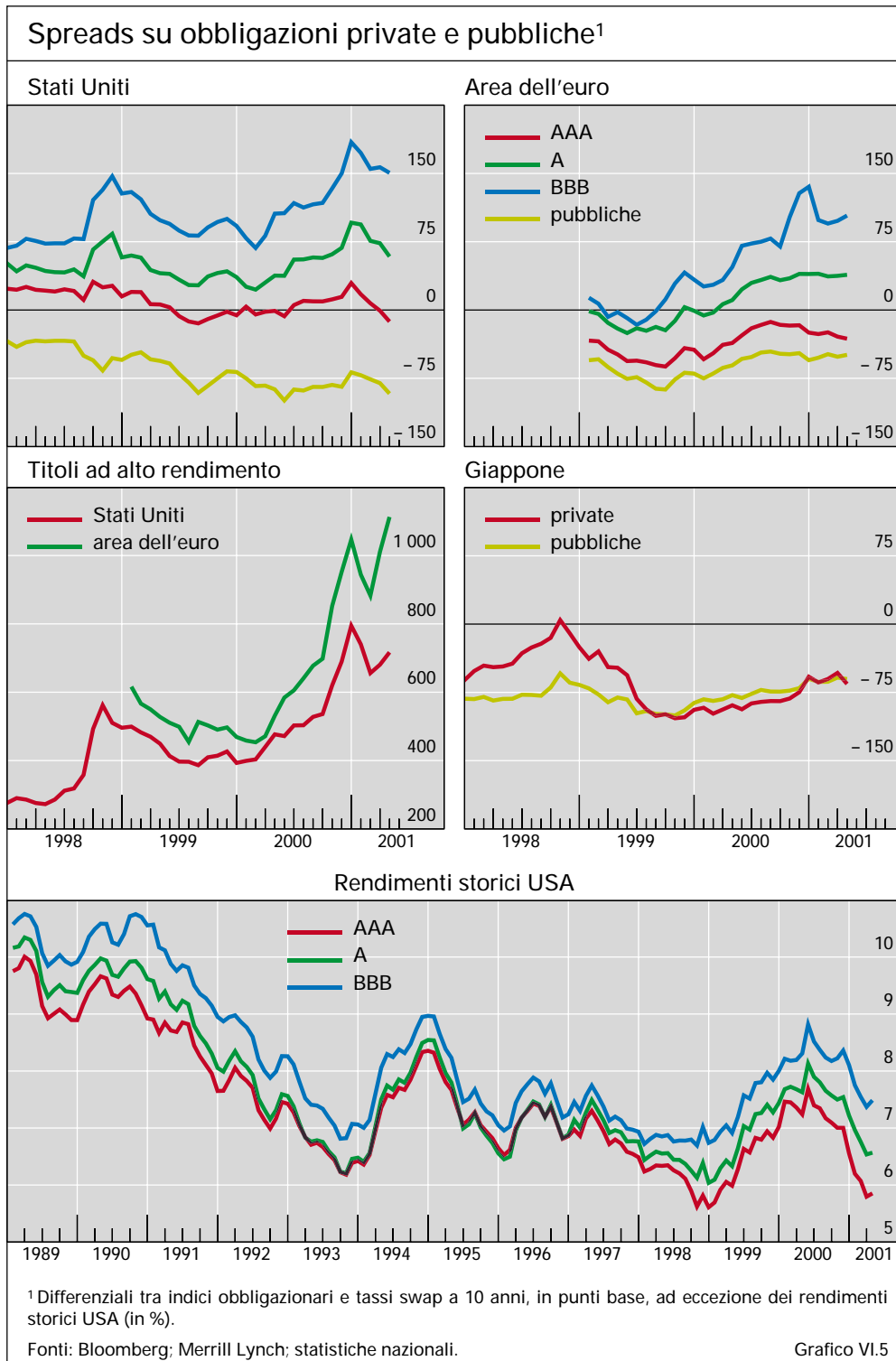
Prezzo del rischio di credito e risposta dei mutuatari

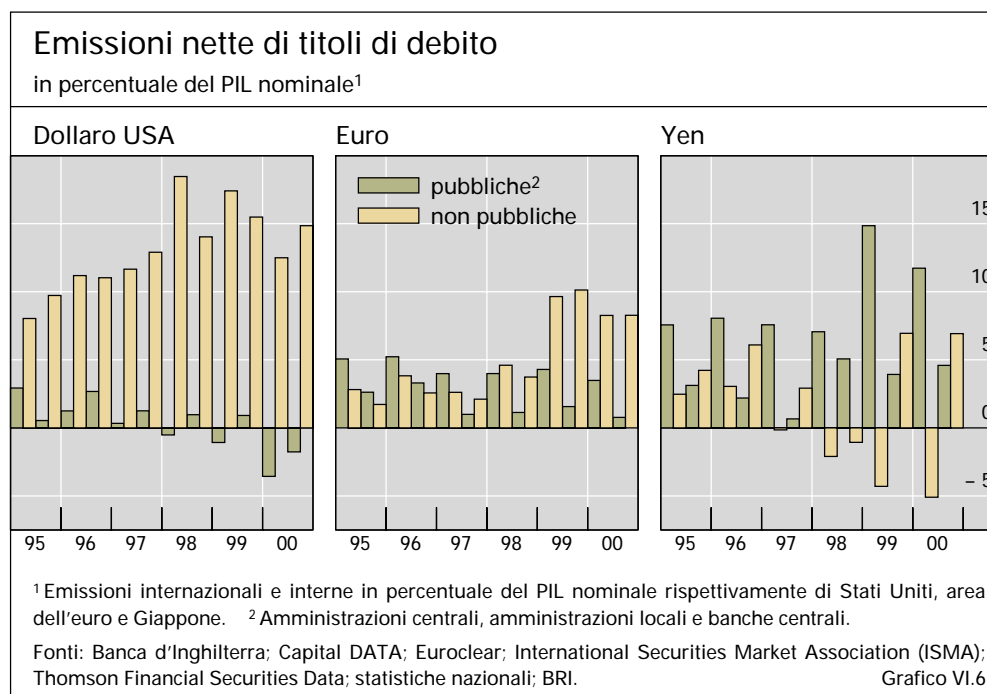
Tre fasi distinte hanno caratterizzato i mercati del reddito fisso nel corso del 2000 e nella prima parte del 2001. Nella prima fase, durata approssimativamente



da gennaio ad agosto, si è assistito all'inclinazione verso l'alto delle curve dei rendimenti e all'ampliamento generalizzato degli spreads creditizi in America del Nord e in Europa (grafici VI.4 e VI.5). Questi andamenti, pur avendo influito sul tipo di strumenti finanziari scelti dai mutuatari, hanno esercitato un impatto modesto sui collocamenti totali. Durante la seconda fase, protrattasi da settembre a dicembre 2000, le curve dei rendimenti hanno iniziato ad appiattirsi e gli spreads si sono fortemente differenziati a seconda

Tre fasi nell'evoluzione del prezzo del rischio creditizio



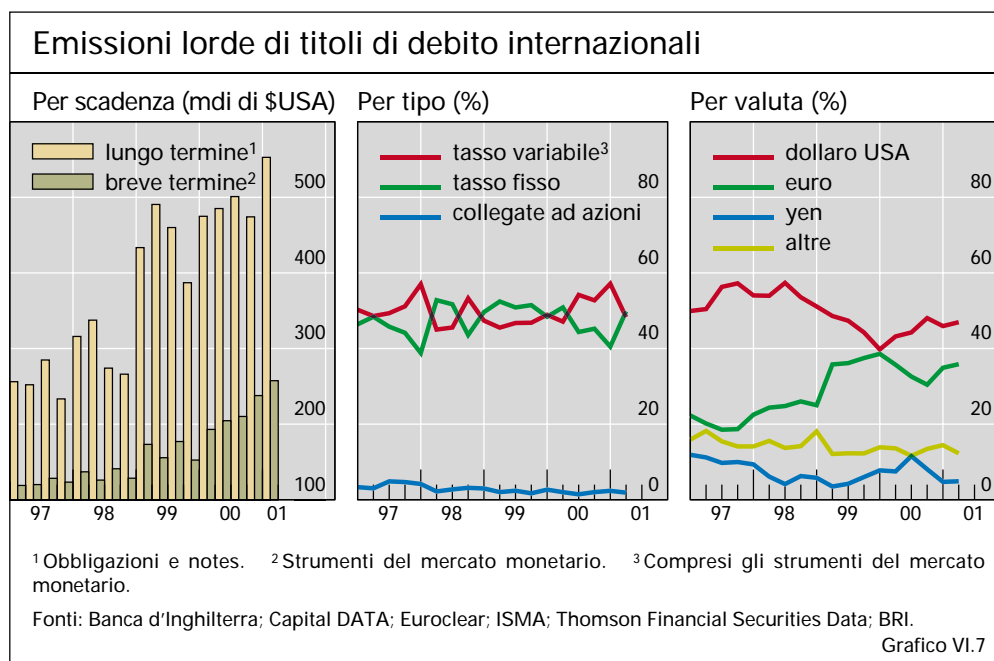


delle classi di strumenti. In particolare, gli investitori hanno mostrato interesse unicamente per le emissioni di prenditori primari. L'ultima fase, protrattasi dalla fine del 2000 ai primi mesi del 2001, ha visto un brusco movimento verso il basso delle curve dei rendimenti e una lieve riduzione degli spreads rispetto agli alti livelli toccati nei mesi precedenti; ciò ha rilanciato l'attività di emissione dei mutuatari a più basso rating.

La prima fase di aumento dei rendimenti e degli spreads non è parsa frenare l'attività complessiva di raccolta sui mercati finanziari. Questo periodo ha compreso l'ultimo rialzo dei mercati azionari e l'inizio della loro flessione. La maggiore incertezza circa le prospettive degli utili societari, segnalata dall'elevata volatilità dei mercati azionari, si è tradotta in un ampliamento degli spreads creditizi per la maggior parte degli strumenti debitori. Fra i titoli di qualità bancaria, l'andamento è stato più pronunciato per le obbligazioni in euro, con un aumento dei differenziali sugli swaps persino per i titoli più quotati. Mentre gli spreads sui titoli AAA in dollari USA sono stati pressoché costanti, quelli su altre classi di strumenti denominati in questa valuta sono saliti ai livelli osservati nei mesi successivi alla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Ciò nonostante, l'attività sul mercato primario ha mostrato una buona tenuta nel primo semestre 2000. Le emissioni nette di mutuatari del settore non pubblico sono rallentate solo lievemente (grafico VI.6). Il dilatarsi degli spreads creditizi nei comparti del dollaro USA e dell'euro ha spinto taluni mutuatari internazionali verso il mercato dello yen, dove i costi per interessi erano relativamente bassi. Le emissioni lorde di titoli di debito internazionali in yen hanno raggiunto la cifra record di \$221 miliardi nel 2000 (grafico VI.7). Le aspettative degli operatori di un ulteriore inasprimento monetario, rispecchiate dall'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti, potrebbero aver indotto alcuni emittenti ad anticipare i loro piani di collocamento.

Una prima fase di ampliamento degli spreads dovuta a utili incerti ...

... non frena l'attività di finanziamento



Durante questa prima fase le società europee di telecomunicazione hanno approfittato delle favorevoli attese del mercato circa le loro prospettive economiche per collocare un ingente volume di titoli. Nel corso del primo semestre tali società hanno complessivamente raccolto \$71 miliardi sul mercato obbligazionario internazionale (grafico VI.8). Il loro fabbisogno di fondi è derivato in buona parte dalle operazioni di fusione e dalle offerte per l'ottenimento delle licenze di telefonia mobile della terza generazione in Europa. La disponibilità di risorse finanziarie e gli elevati prezzi pagati per l'aggiudicazione di queste licenze, specie in occasione delle aste tenutesi nel Regno Unito in aprile e in Germania in agosto, hanno rispecchiato un ottimismo analogo a quello che aveva sostenuto le alte quotazioni di altri titoli tecnologici.

La seconda fase di ampliamento degli spreads creditizi ha avuto un impatto più significativo sull'attività di raccolta. Con il venir meno delle attese di uno scenario di "atterraggio morbido", nel terzo trimestre le curve dei rendimenti si sono appiattite, a indicazione della scarsa probabilità attribuita dal mercato a un ulteriore innalzamento del livello generale dei tassi d'interesse. I differenziali sui titoli di qualità primaria si sono mantenuti più o meno stabili durante il periodo, mentre quelli sulle emissioni con rating BBB o ad alto rendimento si sono drasticamente dilatati, fino a toccare livelli molto alti alla fine dell'anno. Per effetto di questo andamento divergente, verso la fine del 2000 le emissioni con rating più basso sono notevolmente rallentate mentre è rimasta sostenuta la provvista sul mercato primario delle banche europee più quotate e degli enti USA di emanazione governativa.

La vigorosa domanda di strumenti AAA è dipesa in parte dalla scarsità di titoli di Stato. Gli investitori che erano soliti ricorrere a quest'ultima categoria di valori nei periodi di deterioramento delle condizioni creditizie hanno invece acquistato strumenti ad alto rating del settore privato o parastatale. Nel

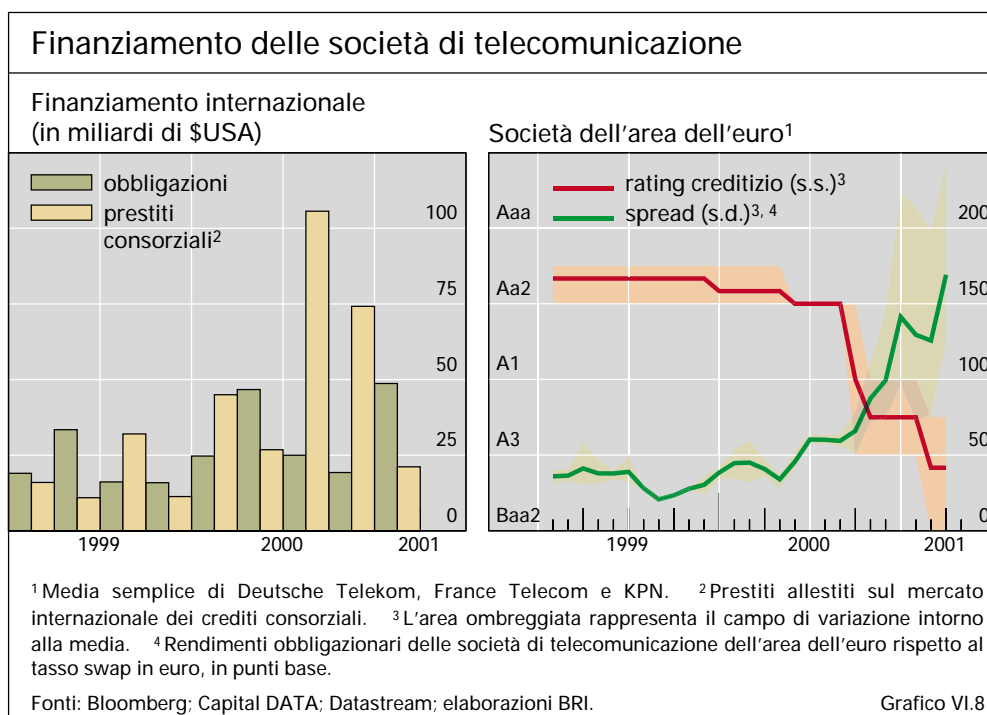
Nella seconda fase diminuiscono le emissioni a più basso rating

Gli enti di emanazione governativa hanno tratto vantaggio dalla minore offerta di titoli di Stato ...

mercato del dollaro USA, i titoli degli enti di emanazione governativa, in particolare le obbligazioni di Fannie Mae e Freddie Mac, sono stati fra gli strumenti preferiti dagli investitori in alternativa ai titoli del Tesoro USA. Negli ultimi anni, Fannie Mae e Freddie Mac hanno cercato di migliorare la liquidità dei loro titoli mediante grandi e regolari emissioni in dollari USA e in euro, con l'obiettivo di affermarne così il ruolo di benchmark per la valutazione di prezzo e la copertura di altri titoli. Nella prima parte dello scorso anno sono sorti timori circa il merito di credito di questi due enti, a seguito delle proposte presentate al Congresso in vista di abolire le linee creditizie pubbliche nonché le agevolazioni fiscali a livello locale di cui essi avevano fino allora beneficiato. Le pressioni sul piano legislativo si sono allentate verso la fine dell'anno, quando gli enti in questione hanno assunto l'impegno di innalzare i propri coefficienti patrimoniali e di migliorare l'informativa al pubblico.

... mentre le telecom risentono di un cambiamento del clima di mercato

Il rapido deterioramento delle condizioni di finanziamento per i prenditori con rating più basso nella seconda parte del 2000 è indicativo del mutato atteggiamento degli investitori riguardo alle prospettive di profitto dei settori delle tecnologie, dei mezzi di informazione e delle telecomunicazioni. Particolarmente penalizzate sono state le società telecom. Gli elevati prezzi raggiunti in Europa alle aste per le licenze di telefonia mobile della terza generazione avrebbero di per sé giustificato un certo declassamento dei ratings creditizi e un ampliamento degli spreads. Tuttavia, l'entità effettiva di entrambi (grafico VI.8) implica altresì una riconsiderazione delle prospettive di reddito in questo settore. In settembre il merito di credito di due delle maggiori imprese europee di telecomunicazioni è stato abbassato di più gradi in una volta sola, il che rappresenta una decisione eccezionalmente drastica nella prassi delle agenzie di rating. Fra settembre e dicembre gli spreads per queste due imprese si sono dilatati in media di 103 punti base. Di conseguenza, il



settore telecom in generale, che nel primo semestre era stato fra i più attivi sul mercato primario dei titoli di debito internazionali, ha diminuito l'attività di emissione nel secondo facendo maggiore ricorso ai prestiti consorziali.

Anziché ridurre le emissioni, alcuni mutuatari hanno risposto all'incerta evoluzione futura dei tassi d'interesse aumentando i collocamenti di strumenti a breve e a tasso variabile (grafico VI.7). Sul mercato internazionale degli strumenti di debito, fra il 1999 e il 2000 la quota dei titoli a breve sulle emissioni lorde complessive è salita dal 27 al 30%, e quella dei titoli a tasso variabile dal 47 al 53%.

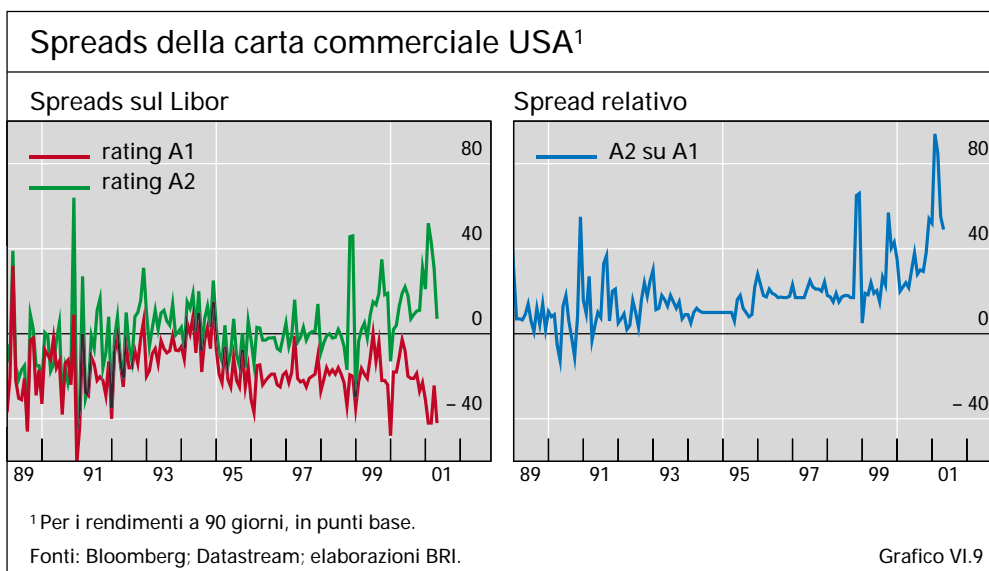
Analogamente, fra la fine del 2000 e l'inizio del 2001 il livello elevato e la volatilità degli spreads nel mercato della carta commerciale, di norma stabile, hanno costretto alcuni prenditori ad attingere a linee creditizie di riserva concordate con le banche. Sebbene negli anni recenti si sia frequentemente assistito nel quarto trimestre a un ampliamento del differenziale fra i titoli in dollari più quotati e quelli con rating più basso, l'incremento registrato a fine 2000 sul mercato della carta commerciale è stato eccezionalmente forte ed è proseguito ben oltre il termine dell'anno (grafico VI.9). Tale andamento è stato il risultato di diversi fattori, fra cui il declassamento del merito di credito di grandi emittenti, come Xerox e Lucent Technologies, la previsione che le aziende elettriche in California si sarebbero rese insolventi in gennaio, lo spostamento dei mutuatari verso strumenti debitori a breve a fine anno e la riluttanza delle banche ad apprestare linee di riserva senza un premio di rischio aggiuntivo. A fronte di tale situazione, numerosi emittenti sono passati a rifinanziare il proprio debito a breve sul mercato a lungo termine allorché le condizioni su quest'ultimo sono migliorate nel primo trimestre 2001.

Durante la terza fase le emissioni dei mutuatari con basso rating si sono riprese. Agli inizi del 2001 le curve dei rendimenti dei mercati degli swaps nelle tre maggiori valute si sono spostate verso il basso a causa del peggioramento delle prospettive di crescita e dell'attesa riduzione dei tassi guida. A ciò si è accompagnata una contrazione degli spreads creditizi, in seguito a un atteggiamento più benevolo degli investitori nei confronti dei declassamenti

I prenditori si rivolgono al mercato monetario ...

... ma vi sono turbolenze nel settore della carta commerciale

Nella terza fase, l'assottigliamento dei rendimenti e degli spreads ...



... stimola le emissioni dei prenditori a basso rating

della fase precedente. Il drastico calo dei costi di finanziamento, conseguito sia allo spostamento della curva dei rendimenti che al restringimento degli spreads, ha incoraggiato i mutuatari a fare ritorno ai mercati dei capitali. Le società di telecomunicazione in particolare hanno prontamente approfittato delle più favorevoli condizioni. Nel primo trimestre 2001 tali società hanno lanciato sul mercato obbligazionario internazionale nuove emissioni per \$49 miliardi, fra cui il prestito di \$16 miliardi collocato da France Telecom, la più grande emissione singola mai effettuata da un'impresa privata.

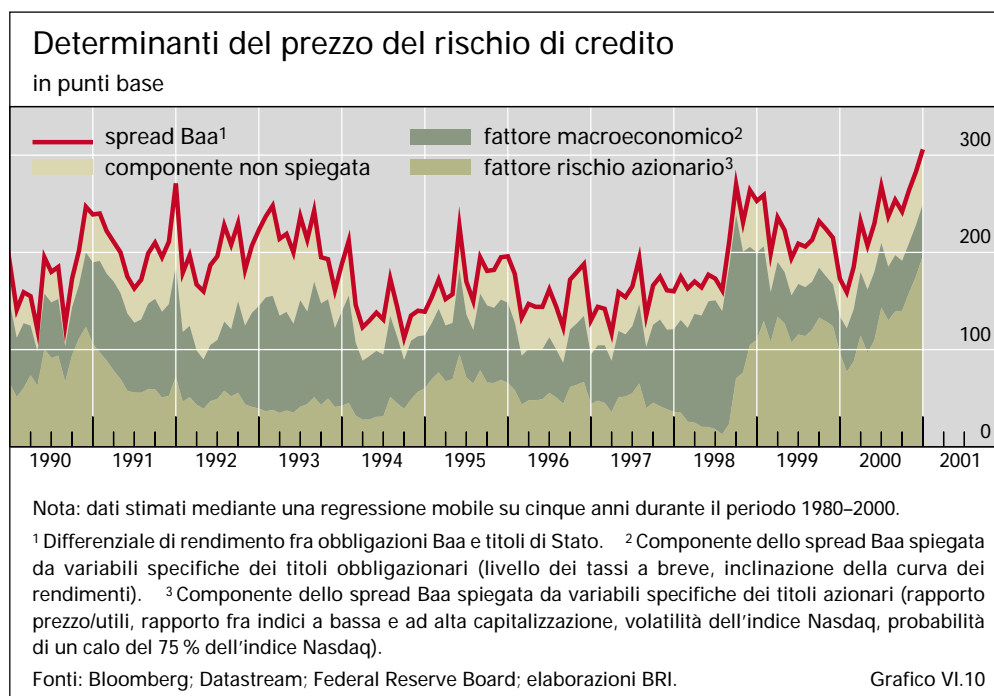
La ripresa dell'attività di emissione va attribuita in parte all'anticipazione dei programmi di finanziamento di mutuatari che ritenevano non duraturo il miglioramento delle condizioni del credito e, in parte, al concretizzarsi della domanda di fondi rimasta latente dall'ultimo trimestre 2000. Se il rallentamento della crescita mondiale si dimostrasse più grave di quanto attualmente previsto, gli spreads creditizi potrebbero riprendere la loro tendenza ad ampliarsi. Per contro, nell'ipotesi di un pronto ristabilimento dell'espansione economica, è possibile che le curve dei rendimenti siano nuovamente sospinte verso l'alto. Di fronte a tale incertezza, i mutuatari paiono aver scelto di assicurarsi il finanziamento sui mercati dei capitali fintanto che i costi di indebitamento rimanevano modesti rispetto ai parametri storici (grafico VI.5).

Agli inizi del 2001 le emissioni rifinanziano i crediti bancari

Anche la prevista contrazione del credito bancario ha sostenuto le emissioni obbligazionarie nella prima parte di quest'anno. In seguito al deteriorarsi delle condizioni di credito nella seconda metà del 2000, le banche si erano trovate con esposizioni indesiderate verso mutuatari a più basso rating. Nel corso dell'anno le banche commerciali avevano fornito alle società di telecomunicazione ingenti volumi di crediti a breve, nell'aspettativa che queste li avrebbero rifinanziati sul mercato dei capitali. L'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali dà una misura del credito bancario alle società telecom; i prestiti allestiti per tali società sono saliti a \$252 miliardi nel 2000 a fronte di \$70 miliardi l'anno precedente. Di fatto, con l'ampliarsi degli spreads nel secondo semestre dello scorso anno, le società del comparto hanno avuto maggiori difficoltà a rifinanziare questi prestiti sui mercati obbligazionari, ponendo così le banche nella situazione di dover ricercare altri modi per ridurre la propria esposizione nei loro confronti.

Cicli creditizi nel 1990 e nel 2000

Nonostante gli ampi differenziali e l'andamento discontinuo delle emissioni, il ridimensionamento delle prospettive di reddito delle imprese è stato in generale meno traumatico per i mercati obbligazionari che per quelli azionari. In alcuni settori, in particolare le telecomunicazioni, il dilatarsi degli spreads nel 2000 ha rispecchiato il crollo del boom dei mercati azionari. Va però detto che rispetto a questi ultimi i mercati degli strumenti debitori si erano ripresi molto più lentamente dalla crisi finanziaria del 1998, quando per l'ultima volta gli spreads avevano toccato livelli paragonabili ai massimi di fine 2000. È quindi logico che anche la loro flessione sia stata più contenuta. Nondimeno, la solidità finanziaria complessiva del settore delle imprese ha effettivamente avuto un ruolo primario nel determinare gli andamenti dei mercati sia azionari che obbligazionari. Da questo punto di vista, il 2000 presenta molti punti in



comune con il 1990. In entrambi gli anni, i timori suscitati dall'eccessiva leva finanziaria, dall'elevato prezzo del petrolio e dal rallentamento economico negli Stati Uniti si sono tradotti in un analogo indebolimento dei mercati azionari e in un ampliamento degli spreads. I due episodi hanno messo in luce le conseguenze dei cicli finanziari sul prezzo di mercato del rischio di credito (Capitolo VII).

Vi sono elementi a riprova del fatto che il mercato obbligazionario ha iniziato a manifestare timori in merito alla valutazione delle attività societarie nell'ultima parte del 1998, vale a dire un anno e mezzo prima che le correzioni al ribasso di tale valutazione innescassero il drastico calo del livello generale delle quotazioni azionarie. Ciò risulta evidente nel grafico VI.10. Quest'ultimo suddivide il differenziale di rendimento fra obbligazioni con rating Baa e titoli paragonabili del Tesoro USA nella componente dovuta a fattori macroeconomici di fondo e in quella spiegata da fattori che condizionano tradizionalmente l'andamento dei prezzi azionari. Questo secondo insieme di fattori, comprendente l'indice prezzo/utigli, le valutazioni dei titoli a bassa e ad alta capitalizzazione e la volatilità di mercato, ha inciso sul differenziale di rendimento in misura relativamente più importante nel 1990 e nel periodo 1998–2000 che negli anni intermedi.

Oltre agli aspetti comuni, gli andamenti dei mercati delle obbligazioni societarie nel 1990 e nel 2000 presentano anche varie importanti differenze. In primo luogo, l'ampliamento dei differenziali nel 2000 ha chiaramente avuto una dimensione mondiale, poiché è stato osservato anche in Europa e in altre regioni. Nel 1990 i mercati delle obbligazioni societarie al di fuori degli Stati Uniti erano molto meno sviluppati e l'aumento dei premi per il rischio di credito era stato un fenomeno prevalentemente statunitense. In secondo luogo, dato che nell'episodio più recente le banche hanno evidenziato in generale bilanci più solidi, il credito bancario non dovrebbe contrarsi tanto nettamente quanto

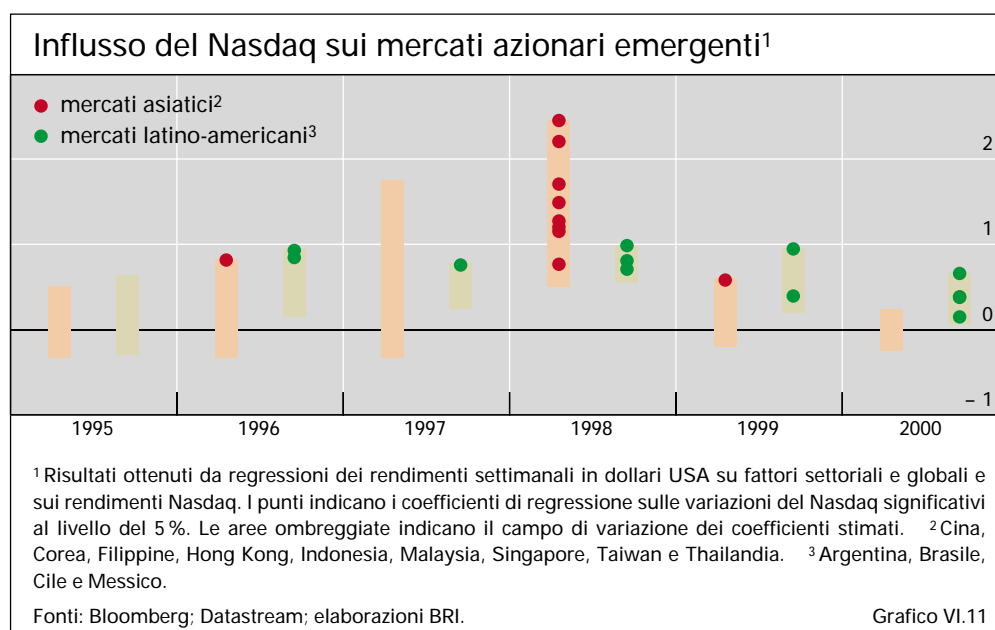
La componente rischio azionario svolge un ruolo importante sia nel 1990 che nel 2000 ...

... sebbene con importanti differenze

nei primi anni novanta. In terzo luogo, nonostante un certo rallentamento dell'attività di emissione nel 2000, soprattutto dei mutuatari con rating medio-basso, non si è verificato nulla di paragonabile al drastico calo dei collocamenti ad alto rendimento del 1990. Infine, nel 1990 lo stock in essere di obbligazioni ad alto rendimento era costituito in prevalenza da titoli di società relativamente affermate che erano state oggetto di acquisizioni finanziate con capitale di prestito. All'epoca gli investitori avevano fiducia nella propria capacità di valutare correttamente le attività sottostanti. Per contro, la recente ondata di emissioni ad alto rendimento è servita a finanziare il capitale circolante dei settori tecnologici in rapida espansione, con una dotazione relativamente scarsa di attività materiali. Di conseguenza, nel 2000 vi è stato un assai più stretto collegamento fra le turbolenze del mercato azionario e quelle del mercato obbligazionario, poiché in entrambi i casi esse rispecchiavano una maggiore incertezza circa la valutazione delle attività.

Finanziamento esterno delle economie emergenti

Il calo dei prezzi sui mercati finanziari dei paesi industriali nel corso del 2000 si è propagato anche a quelli delle economie emergenti. Ciò ha contribuito a un ampliamento dei differenziali di credito e a indici azionari cedenti, in particolare in Asia e America latina. Gli effetti di propagazione sono risultati tuttavia più contenuti rispetto ad altri recenti episodi di deterioramento delle condizioni finanziarie. Inoltre, gli investitori paiono aver operato una più accurata distinzione fra i singoli paesi in base alla specifica situazione economica; gli spreads si sono perciò ampliati per le economie considerate a più alto rischio di credito, mentre per le altre essi non hanno subito variazioni di rilievo. Ciò nondimeno, la debole domanda di finanziamento esterno e i cambiamenti strutturali nel comportamento degli investitori hanno depresso ulteriormente i flussi bancari e mobiliari verso i mercati emergenti.

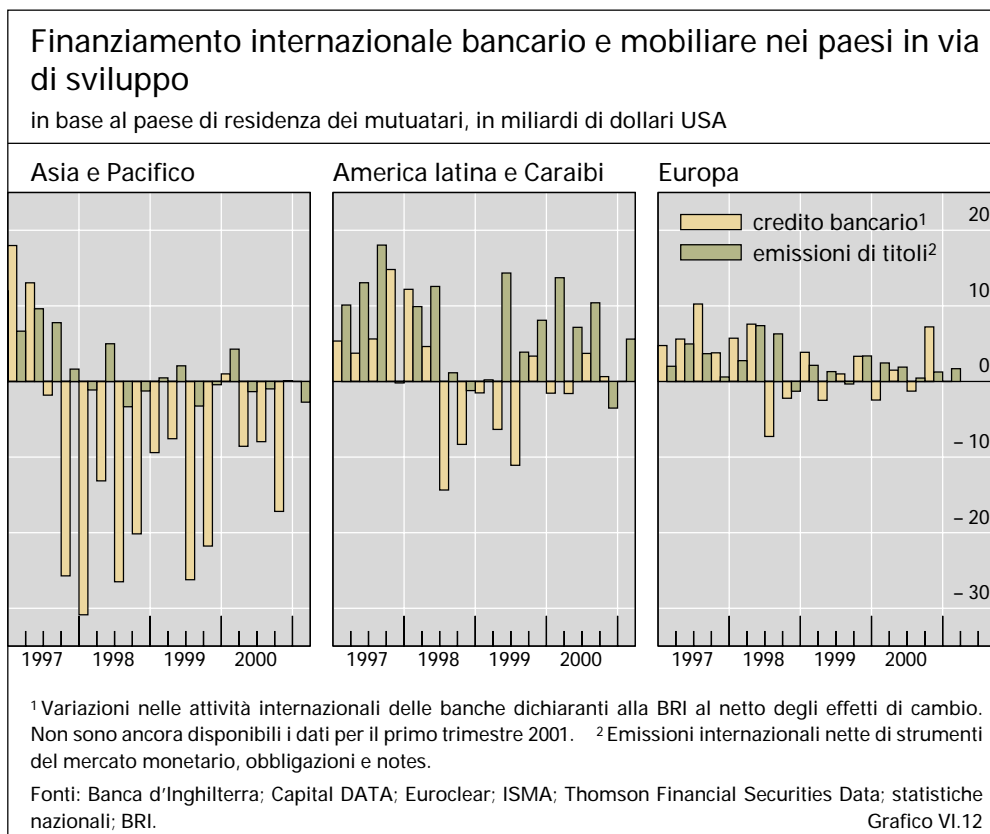


Nel corso del 2000 e nella prima parte del 2001 la maggioranza delle borse delle economie emergenti ha seguito al ribasso quelle dei paesi industriali. I cali più netti sono stati registrati sui mercati asiatici, soprattutto a causa dell'incidenza relativamente forte dei titoli tecnologici (Capitolo III). Per giunta, la flessione del Nasdaq pare aver inciso di per sé sui mercati azionari delle economie emergenti, anche tenendo conto della loro composizione settoriale. Ciò è valso in particolare per l'America latina, come risulta da un esame dei coefficienti stimati di una regressione dei rendimenti azionari nei mercati emergenti su fattori settoriali specifici e sui rendimenti del Nasdaq (grafico VI.11). Il diagramma evidenzia come, una volta eliminati gli effetti settoriali, il Nasdaq di per sé ha solo una debole capacità esplicativa per la maggior parte dei mercati asiatici esaminati e in quasi tutti gli anni considerati, ad eccezione del 1998. Viceversa, nel caso dei mercati latino-americani il Nasdaq ha un effetto autonomo statisticamente significativo, ancorché generalmente modesto, sui rendimenti locali per almeno uno dei quattro mercati e in ogni anno dal 1996.

Correlazioni settoriali influiscono sui mercati azionari emergenti

Mentre gli andamenti nei diversi mercati azionari sono stati simili, gli spreads sul debito sovrano dei mercati emergenti si sono differenziati da quelli sulle emissioni di mutuatari dei paesi industriali con qualità creditizia paragonabile. In alcune occasioni i primi hanno seguito al rialzo i differenziali del comparto ad alto rendimento, specie nel secondo trimestre e verso la fine del 2000, ma nel complesso sono stati più contenuti (grafico III.2). Gli investitori hanno rapidamente modificato la valutazione di prezzo del debito dei paesi confrontati con problemi specifici, come Argentina, Filippine e

Spreads sul debito sovrano più ristretti di quelli nel comparto ad alto rendimento ...



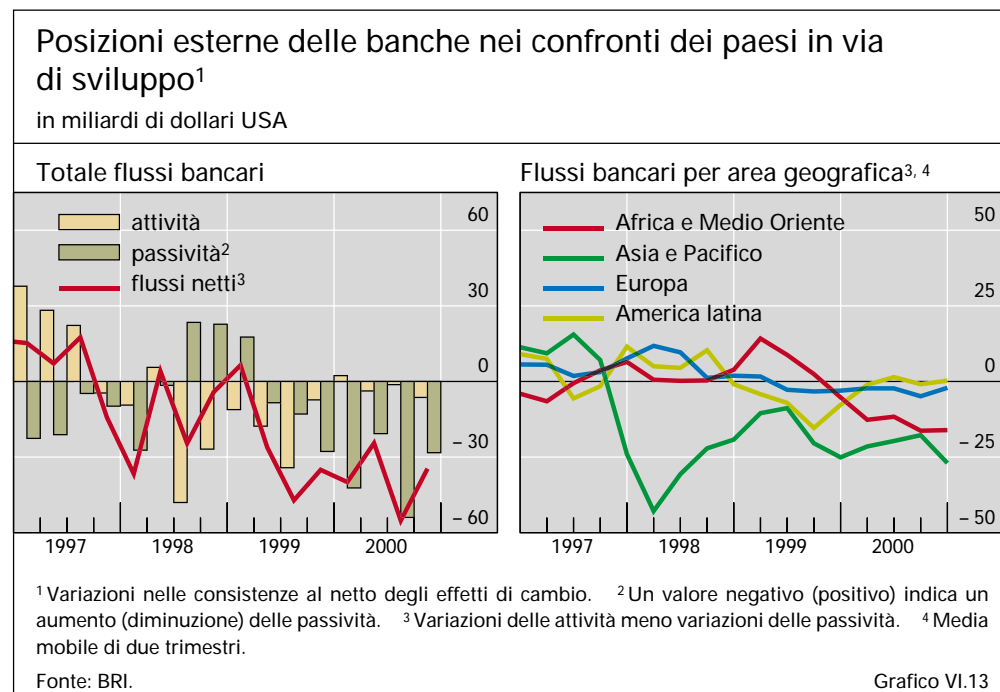
... ma i flussi bancari e immobiliari restano modesti

Turchia, mentre gli spreads per numerosi grandi mutuatari delle economie emergenti, fra cui Brasile, Corea, Messico e Thailandia, si sono mantenuti più o meno costanti nel corso dell'anno.

Nonostante le condizioni di finanziamento relativamente favorevoli, i flussi bancari e mobiliari internazionali verso i paesi in via di sviluppo sono rimasti deboli (grafico VI.12). Le emissioni nette di titoli di debito internazionali di questi paesi sono ammontate a \$42 miliardi, una cifra analoga a quelle del 1998 e 1999. I tre quarti del totale sono attribuibili a quattro paesi: Argentina, Brasile, Messico e Turchia. I prenditori asiatici ed europei hanno attinto al mercato per rifinanziare obbligazioni internazionali in scadenza, ma la raccolta netta in termini di nuovi finanziamenti è stata modesta.

La moderata attività di emissione si è accompagnata a una perdurante debolezza del credito bancario. Le attività sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi in via di sviluppo sono calate di ulteriori \$10 miliardi nel 2000, pur se in misura decisamente inferiore alla diminuzione di \$70 miliardi registrata nel 1999. Le banche hanno di fatto accresciuto la propria esposizione nei confronti di alcuni paesi dell'Europa e dell'America latina, ma questo aumento è stato ampiamente compensato dagli ulteriori rimborsi effettuati dai paesi in via di sviluppo dell'Asia e dell'Africa.

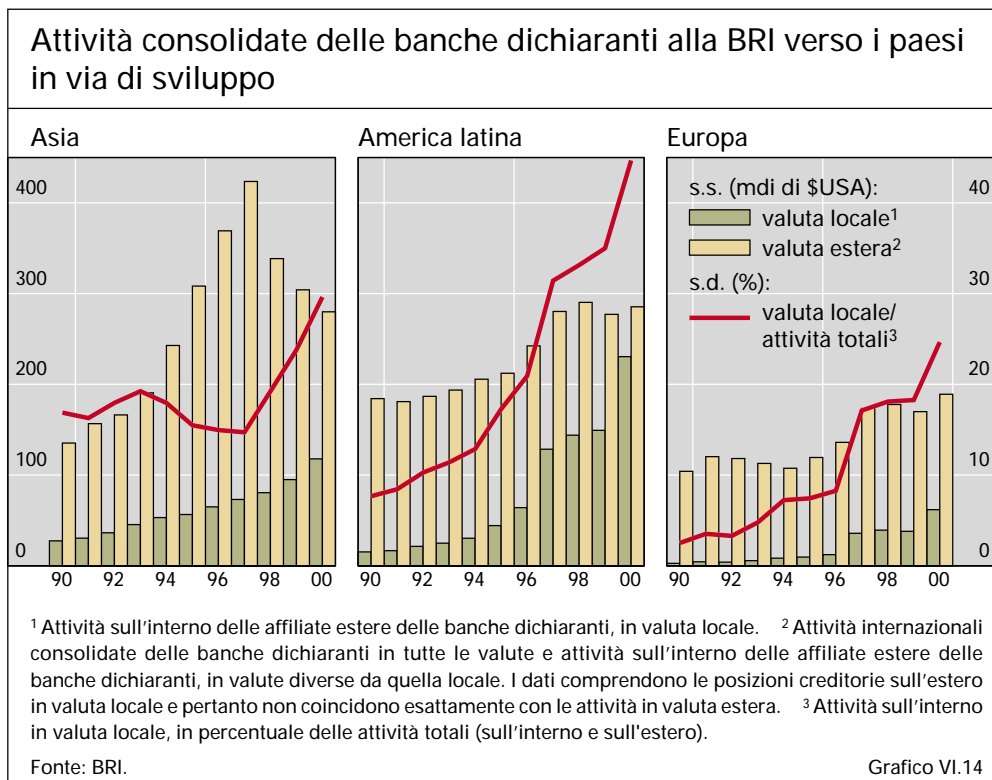
Numerosi fattori hanno contribuito all'andamento difforme degli spreads dei mercati emergenti rispetto a quelli sui titoli ad alto rendimento, nonché al livello persistentemente basso dei flussi di finanziamento ai paesi in via di sviluppo. Un primo fattore, che ha influito sia sulle attività sia sulle passività verso le economie emergenti, è stato il miglioramento della loro posizione sull'estero (Capitolo III). Nel 2000 il gruppo nel suo insieme ha fatto registrare il più ampio avanzo di parte corrente degli ultimi vent'anni. A questo risultato ha concorso in buona parte il rafforzamento della posizione esterna dei paesi esportatori di petrolio.



Nel 1999 gli avanzi correnti registrati dai paesi in via di sviluppo dell'Asia erano riaffluiti in larga misura verso il sistema finanziario internazionale sotto forma di rimborsi di prestiti bancari. Nel 2000 essi sono stati generalmente riconvogliati nel sistema attraverso il deposito delle eccedenze valutarie presso le banche internazionali. Di fatto, grazie ai depositi record effettuati dai paesi asiatici e da quelli esportatori di petrolio, nel 2000 i flussi netti dal gruppo dei paesi in via di sviluppo verso le banche dichiaranti alla BRI hanno superato i deflussi netti cumulativi da tali paesi durante le crisi finanziarie del 1997-99 (grafico VI.13). Nel 2000 queste economie nel loro insieme hanno depositato presso le banche internazionali un ammontare senza precedenti di \$145 miliardi, pari a circa il 125% del loro avanzo corrente aggregato. Tuttavia, diversamente da quanto avvenuto negli anni settanta, quando i petrodollari collocati presso le banche internazionali dai paesi esportatori di greggio avevano sostenuto l'espansione dei finanziamenti internazionali ai paesi in via di sviluppo, i fondi affluiti di recente non sono stati reincanalati verso queste economie.

Gli avanzi correnti sono riconvogliati sotto forma di depositi

Un secondo fattore che negli ultimi anni ha pesato sui flussi creditizi verso i mercati emergenti è stato il profilo più basso degli investimenti effettuati in questi mercati dagli investitori mondiali. Reagendo alle perdite subite durante le crisi finanziarie del periodo 1997-99, gli intermediari finanziari e gli hedge funds hanno ridotto la loro operatività in titoli di debito dei paesi emergenti. Ciò ha avuto conseguenze avverse sulla liquidità di questi strumenti. Nello stesso tempo ha però attenuato l'incidenza delle condizioni creditizie globali e della propensione al rischio sulla determinazione degli spreads dei mercati emergenti, concorrendo così ad allentare i legami fra questi e gli spreads dei titoli ad alto rendimento.



Le banche estere entrano nel sistema bancario locale

Un terzo cambiamento strutturale nel finanziamento dei mercati emergenti è stata la crescente presenza di banche estere nei sistemi finanziari locali. Negli ultimi anni i gruppi spagnoli hanno acquisito numerose banche in America latina, specie in Brasile, Cile e Messico. Tali operazioni hanno contribuito all'aumento, di circa quattro volte fra il 1995 e il 2000, delle attività in moneta locale delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi dell'area (grafico VI.14), che sono ormai quasi pari a quelle in valuta estera. Analogamente, le banche tedesche, italiane e di altri paesi europei hanno esteso la loro presenza in Europa centrale, soprattutto in Polonia, determinando una netta espansione dei crediti sull'estero in moneta locale verso questa regione. La penetrazione delle banche estere in Asia è stata più lenta ma, nonostante il disimpegno delle banche giapponesi verso la fine degli anni novanta, vi è una chiara tendenza ascendente. La maggiore presenza delle banche estere all'interno dei sistemi finanziari locali potrebbe aver agito da freno sugli impieghi creditizi transfrontalieri, nella misura in cui le banche acquirenti sono state indotte a riesaminare la propria esposizione complessiva al rischio paese.

Funzionamento dei mercati

Ordinato funzionamento dei mercati nonostante il calo dei prezzi

Un aspetto rassicurante dei mercati finanziari nel 2000 è stato il loro buon funzionamento di fronte al calo dei prezzi, all'elevata volatilità e ai cambiamenti nella tipologia delle emissioni. Un precedente episodio di "fuga" verso strumenti liquidi e a basso rischio, nel terzo trimestre 1998, aveva innescato un circolo vizioso di deterioramenti della liquidità nei mercati a reddito fisso e azionari, che aveva perturbato gravemente il funzionamento del sistema finanziario globale. Nel corso del 2000 lo sgonfiarsi della "bolla" delle quotazioni azionarie, la rivalutazione del rischio di credito e le incerte prospettive a riguardo dell'offerta sui principali mercati dei titoli di Stato hanno suscitato timori analoghi, ancorché meno gravi, circa la capacità dei mercati di operare in modo ordinato. In questa occasione, tuttavia, sembra che i mercati abbiano reagito a tali pressioni in maniera relativamente composta.

Nonostante il numero eccezionalmente elevato di improvvise e forti variazioni dei prezzi, i mercati azionari hanno continuato a operare, e i prezzi sono parsi riflettere tanto i mutamenti di umore degli investitori quanto le nuove informazioni. Diciannove delle 100 maggiori oscillazioni giornaliere registrate dall'indice S&P 500 dal 1980 si sono prodotte nel 2000 o nel primo trimestre 2001, innescando talvolta meccanismi di interruzione automatica che hanno temporaneamente arrestato le contrattazioni di borsa. Nondimeno, la liquidità ha dato prova di resilienza sulla quasi totalità dei mercati, ed è stato generalmente possibile eseguire le transazioni.

La liquidità dà prova di resilienza sui mercati azionari

Una ragione delle brusche oscillazioni dei prezzi è stato il susseguirsi incessante nel periodo in esame di annunci – positivi, negativi o neutri – sull'andamento degli utili (grafico VI.2, riquadro di destra). La diffusione di queste informazioni è dovuta all'entrata in vigore della nuova normativa della US Securities and Exchange Commission, che impone alle società quotate in borsa di rendere disponibili al pubblico le informazioni rilevanti contestualmente alla loro comunicazione ad analisti e grandi investitori. Le nuove norme

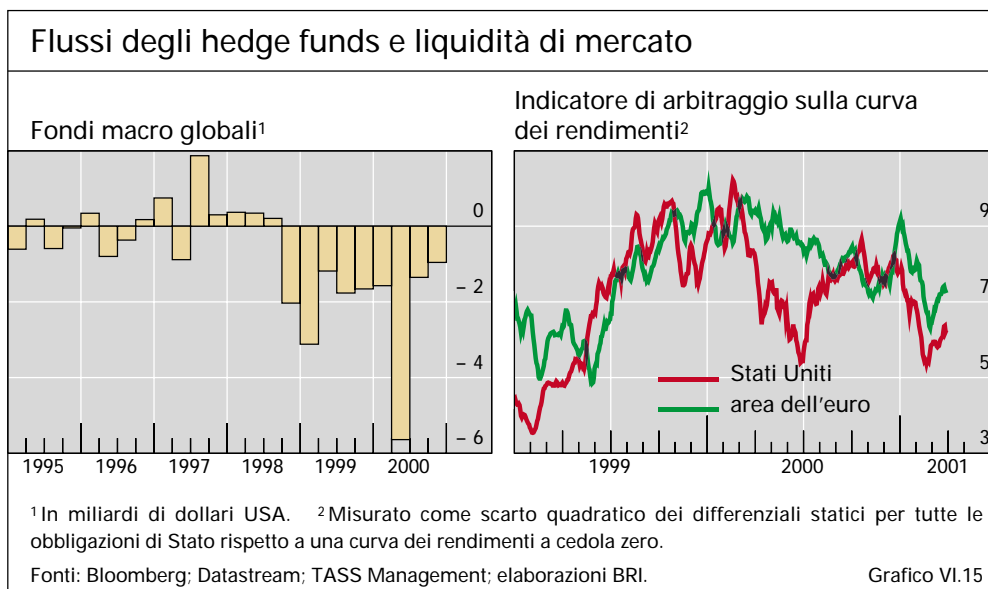
potrebbero aver contribuito non solo ad accelerare la risposta dei mercati alle informazioni concernenti le imprese, ma anche a ridurre l'impatto dei flussi degli ordinativi di borsa sui prezzi. In precedenza, queste informazioni pervenivano al mercato, non senza qualche interferenza, essenzialmente per il tramite degli scambi fra gli investitori meglio informati.

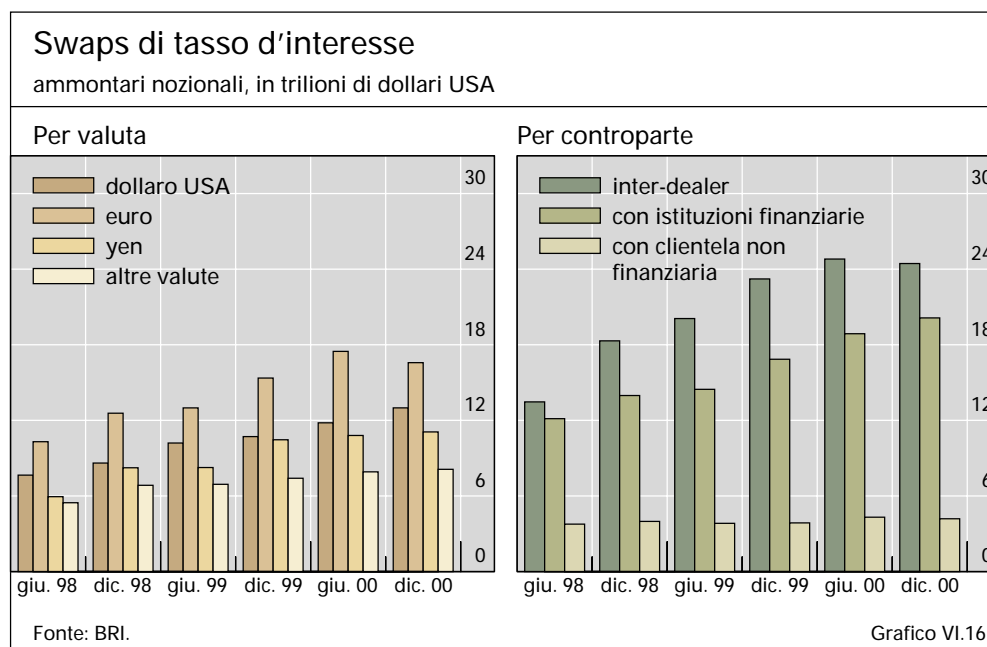
Anche il mercato della carta commerciale ha funzionato in modo ordinato. Il brusco ampliamento degli spreads al volgere dell'anno è stato la conseguenza di un numero insolitamente elevato di declassamenti di grandi emittenti societari, che hanno costretto i principali acquirenti di carta commerciale – i fondi d'investimento del mercato monetario – a vendere i titoli declassati in modo da rientrare nei limiti prudenziali sulle posizioni in strumenti a basso rating. Peraltro, come già notato, le imprese sono riuscite – indipendentemente dal loro merito di credito – a emettere un ingente ammontare di titoli a breve nel quarto trimestre, a riprova del fatto che il mercato nel suo insieme rimaneva vitale. I prenditori che non sono riusciti ad accedervi hanno comunque potuto attingere alle linee creditizie di riserva concordate con le banche proprio in vista di tale eventualità.

Un'ulteriore indicazione del buon funzionamento dei mercati in questo periodo è stata l'assenza di importanti fallimenti di istituzioni attive sui mercati mobiliari, sia nell'intermediazione che nell'assunzione di posizioni in proprio. Nel 1990 l'emissione e la negoziazione di titoli ad alto rendimento erano praticamente cessate a causa del dissesto della Drexel Burnham Lambert, all'epoca il più importante operatore nell'attività di underwriting e di market-making in questo segmento di mercato. Nel terzo trimestre 1998 il rischio di controparte associato a un singolo hedge fund in situazione critica, il Long-Term Capital Management, aveva in breve tempo determinato un drenaggio di liquidità dai mercati a reddito fisso. Questo episodio aveva a sua volta spinto molte grandi istituzioni finanziarie a ridimensionare o a sospendere l'attività di negoziazione in proprio e a sorvegliare più attentamente le proprie esposizioni creditorie. In entrambi i casi, l'improvvisa uscita di scena di un operatore considerato

Taluni mutuatari perdono l'accesso al mercato della carta commerciale ...

... ma possono attingere alle linee di sostegno ...





uno dei principali fornitori di liquidità in determinati settori aveva causato straordinarie ripercussioni sui mercati più in generale. Per contro, nulla di simile si è verificato durante il più recente episodio. Ciò induce a ritenere che le iniziative intraprese dopo la crisi del 1998 per rafforzare la gestione del rischio siano state fruttuose.

Agli inizi del 2000 il processo di adattamento alla diminuita offerta di titoli di Stato sul mercato primario aveva indotto taluni osservatori a esprimere preoccupazioni circa il modo in cui i principali mercati del debito, specie nel segmento del dollaro USA, avrebbero operato in tempi normali e a maggior ragione nei periodi di stress. Gli operatori si erano abituati a fare ricorso a questi titoli come riferimento per il prezzo di altri strumenti debitori, come mezzo per coprirsi e posizionarsi rispetto alla durata finanziaria e alla volatilità, nonché come base per i mercati dei futures e come valore di garanzia a fronte di finanziamenti. L'ordinato funzionamento dei mercati finanziari nel 2000 indica tuttavia che gli operatori hanno individuato strumenti privati in grado di rimpiazzare i titoli di Stato in molte di queste funzioni. Nel comparto del dollaro USA si è assistito a un più diffuso impiego dei titoli delle agenzie federali e degli swaps come parametri di prezzo e strumenti di copertura. Sui mercati denominati in euro il passaggio ai benchmarks privati è stato meno brusco, visto che gli investitori erano già abituati a utilizzare la curva dei tassi swap in euro a fini di prezzo e di copertura. Inoltre, in questo segmento era prevista una minore flessione nelle emissioni di titoli di Stato.

La diminuzione del premio di liquidità durante il 2000 rispecchia questo processo di aggiustamento. La crisi dell'autunno 1998 aveva acuito i timori degli investitori circa il rischio di liquidità, concorrendo a sua volta ad ampi scostamenti di taluni rendimenti pubblici rispetto a una curva di riferimento (grafico VI.15). In termini di entità di tali scostamenti, i timori circa la liquidità hanno raggiunto la punta massima nel primo trimestre 2000. Man mano che gli investitori si sono familiarizzati con la detenzione di titoli di emanazione

Gli investitori individuano strumenti privati ...

... per rimpiazzare i titoli di Stato

privata nei loro portafogli, nonché con la valutazione di prezzo e la copertura di tali emissioni mediante strumenti diversi dai titoli di Stato, questo indicatore è andato calando sui segmenti sia dell'euro sia del dollaro USA. Un passo significativo nella stabilizzazione del premio di liquidità sul mercato dei titoli del Tesoro USA è stato, in settembre, il venir meno dell'anomala inversione nella curva dei rendimenti decennali e trentennali.

Gli swaps di tasso d'interesse sembrano essere il candidato favorito per rimpiazzare i titoli di Stato come principale strumento di riferimento. L'ammontare nozionale in essere di tali contratti è aumentato dell'11% nel 2000, portandosi a \$49 trilioni (grafico VI.16). Il mercato degli swaps nelle valute confluite nell'euro era più ampio in termini nozionali di quello in dollari già prima dell'introduzione della moneta unica. Dal 1999 esso ha rafforzato la propria supremazia, di pari passo con l'utilizzo degli swaps per le stesse funzioni di copertura, di determinazione del prezzo o di altro tipo che erano normalmente assolte dai titoli del Tesoro USA sul mercato del dollaro. Quest'ultimo sta seguendo l'esempio del mercato dell'euro, facendo crescente ricorso agli swaps per le suddette finalità. Peraltro, i titoli del Tesoro USA non sono ancora stati chiaramente spodestati nel ruolo di principale benchmark sul mercato in dollari.

Gli swaps
assurgono al
rango di
benchmark ...

L'idoneità degli swaps ad assumere molte delle funzioni precedentemente svolte dai titoli di Stato è stata propiziata dal graduale attenuarsi di taluni timori a riguardo del rischio di credito. Intermediari e clienti hanno elaborato una serie di standard in materia di garanzie e di documentazione contrattuale che paiono aver trovato ampia accettazione sui mercati degli swaps denominati nelle principali valute mondiali. Riducendo il rischio di credito associato alle posizioni swap in essere, tali misure possono aver contribuito a dissociare l'andamento dei differenziali di swap rispetto a quello degli spreads sulle emissioni societarie nel corso del 2000 e nei primi mesi del 2001.

... anche se
il mercato presenta
una forte
concentrazione

Ciò nonostante, i mercati degli swaps hanno dovuto adeguarsi a un costante calo del capitale proprio allocato all'attività di negoziazione, in conseguenza delle fusioni e della ridotta propensione al rischio fra i grandi operatori in titoli. Ciò traspare dai dati per il secondo semestre 2000, che mostrano come il volume dei contratti swaps negoziati fra intermediari sia diminuito, pur in presenza di un aumento dell'attività totale. Con il progressivo ridursi del numero degli operatori primari in swaps, potrebbe divenire sempre più difficile trovare una contropartita agli ordini della clientela sul mercato inter-dealer. Questo fatto rischia a sua volta di ripercuotersi negativamente sulla liquidità che tali operatori possono offrire alla clientela.