

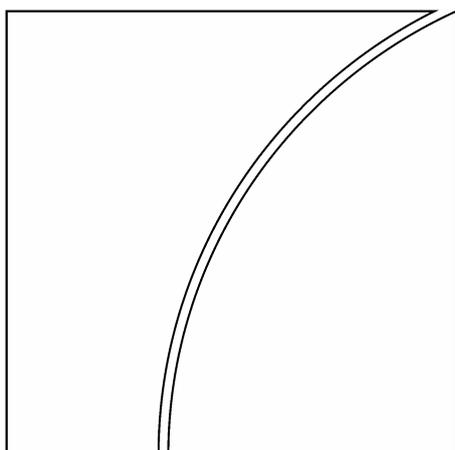


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2005

Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento monetario ed economico

Comitato editoriale:

Claudio Borio
Már Gudmundsson
Robert McCauley

Frank Packer
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Per informazioni di carattere generale sul contenuto della presente Rassegna rivolgersi a Frank Packer (tel. +41 61 280 8449, e-mail: frank.packer@bis.org). Per quesiti relativi a specifiche sezioni del documento rivolgersi agli autori, i cui nominativi figurano in apertura di ogni sezione. I quesiti concernenti dati statistici vanno sottoposti a Philippe Mesny (tel. +41 61 280 8425, e-mail: philippe.mesny@bis.org).

Le richieste di copie delle pubblicazioni o di integrazioni/modifiche della mailing list vanno inviate a:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Stampa e comunicazione
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 e +41 61 280 8100

Questa pubblicazione è disponibile sul sito internet della BRI (www.bis.org).

© *Banca dei Regolamenti Internazionali 2005. Tutti i diritti riservati. Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.*

ISSN 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2005

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

| | |
|--|----|
| 1. Quadro generale degli sviluppi: mercati in rialzo grazie alle migliori prospettive | 1 |
| <i>Vigorosa ascesa dei mercati azionari grazie ai forti profitti societari</i> | 1 |
| <i>Ripresa dei mercati creditizi</i> | 6 |
| <i>Riquadro: La gestione del nuovo regime valutario del renminbi</i> | 8 |
| <i>I mercati emergenti incontrano il favore degli investitori</i> | 11 |
| <i>Le aspettative circa i tassi ufficiali si muovono verso l'alto</i> | 12 |
| 2. Il mercato bancario internazionale | 17 |
| <i>L'attività interbancaria traina la crescita del credito</i> | 17 |
| <i>Gli afflussi all'Asia-Pacifico superano i deflussi da altre regioni</i> | 22 |
| <i>Presenza delle banche estere in importanti mercati emergenti</i> | 25 |
| <i>Riquadro: Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati</i> | 33 |
| 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito | 35 |
| <i>Rimangono sostenute le emissioni nell'area dell'euro</i> | 35 |
| <i>Riquadro: Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e note</i> | 38 |
| <i>Ancora esitante la raccolta netta statunitense</i> | 42 |
| <i>Quadro composito in Giappone</i> | 43 |
| <i>Il comparto ad alto rendimento risente delle turbolenze nel settore automobilistico</i> | 44 |
| <i>La raccolta dei paesi emergenti si mantiene su ritmi elevati</i> | 45 |
| <i>Aumenta l'interesse per le emissioni in moneta locale</i> | 48 |
| 4. I mercati degli strumenti derivati | 51 |
| <i>Crescita robusta dei contratti su tassi di interesse a breve termine</i> | 52 |
| <i>Rallenta la crescita dei derivati azionari</i> | 55 |
| <i>Riquadro: Divergenze di opinione e attività in derivati</i> | 56 |
| <i>Impennata dei contratti su valute</i> | 58 |
| <i>Si intensifica l'attività su merci al crescere dell'economia</i> | 60 |

Sezioni monografiche

| | |
|--|----|
| Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti | 61 |
| <i>Robert McCauley</i> | |
| <i>Riserve mondiali in dollari e averi ufficiali in attività USA</i> | 62 |
| <i>Motivazioni politiche ed economiche degli investimenti offshore</i> | 65 |
| <i>Riquadro: Iniziative delle autorità per limitare gli averi in dollari offshore</i> | 69 |
| <i>Implicazioni e conclusioni</i> | 74 |
| Le statistiche bancarie consolidate della BRI: struttura, applicazioni e recenti miglioramenti | 79 |
| <i>Patrick McGuire e Philip Wooldridge</i> | |
| <i>Evoluzione delle statistiche bancarie consolidate</i> | 79 |
| <i>Struttura delle statistiche bancarie consolidate</i> | 82 |
| <i>Applicazioni delle statistiche bancarie consolidate</i> | 86 |

| | |
|---|-----|
| <i>Miglioramenti futuri delle statistiche bancarie consolidate</i> | 91 |
| <i>Riferimenti bibliografici</i> | 92 |
| Aumento e diminuzione della volatilità dei tassi di interesse in dollari: evidenze tratte dalle swaption | 95 |
| <i>Fabio Fornari</i> | |
| <i>Andamento recente della volatilità sui mercati delle swaption</i> | 96 |
| <i>L'aumento delle volatilità implicite rispecchia semplicemente le aspettative?</i> | 98 |
| <i>Cosa determina il premio per il rischio di volatilità?</i> | 101 |
| <i>Riquadro: Modellizzazione della volatilità storica e genesi delle previsioni di volatilità</i> | 102 |
| <i>Conclusioni</i> | 106 |
| Modelli strutturali di insolvenza: insegnamenti tratti dai dati a livello di impresa .. | 109 |
| <i>Nikola Tarashev</i> | |
| <i>Tre modelli strutturali rappresentativi per il rischio di credito</i> | 110 |
| <i>Dati</i> | 111 |
| <i>PD generate dal modello e tassi di insolvenza effettivi</i> | 111 |
| <i>Riquadro: Calibrazione di modelli strutturali del rischio di credito</i> | 112 |
| <i>PD generate dal modello per debitori effettivamente insolventi</i> | 113 |
| <i>PD generate dal modello e profilo temporale dei tassi di insolvenza</i> | 114 |
| <i>Conclusioni</i> | 118 |
| Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria | |
| <i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> | 121 |
| <i>Comitato sul sistema finanziario globale</i> | 124 |
| <i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i> | 124 |
| <i>Forum per la stabilità finanziaria</i> | 125 |
| <i>Conferenza della BRI: "Passato e futuro della cooperazione fra banche centrali"</i> | 125 |
| Allegato statistico | A1 |
| Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI | B1 |
| Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI | B2 |

Convenzioni adottate nella Rassegna

| | |
|------------|---|
| e | dato stimato |
| s.s., s.d. | scala sinistra, scala destra |
| trilione | mille miliardi |
| ... | dato non disponibile |
| . | dato non applicabile |
| – | valore nullo o trascurabile |
| \$ | dollaro USA se non diversamente specificato |

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati in rialzo grazie alle migliori prospettive

Il miglioramento delle prospettive economiche ha favorito un rialzo dei mercati azionari e creditizi tra metà maggio e metà agosto. L'ascesa dei listini azionari, che in Giappone e in Europa hanno raggiunto il livello più alto da alcuni anni a questa parte, è riconducibile ai positivi rapporti sugli utili. Le condizioni sui mercati creditizi si sono stabilizzate, contribuendo al calo degli spread societari dai picchi dello scorso maggio. Nel contempo, i differenziali sui titoli dei mercati emergenti si sono approssimati ai minimi storici osservati in precedenza durante l'anno, nonostante la sostenuta attività di emissione internazionale dei prenditori di quest'area.

La serie di "sorprese" verificatesi nel periodo in esame non ha perturbato lo slancio dei mercati. Gli attacchi terroristici di luglio a Londra non sono riusciti a frenare l'entusiasmo degli investitori. Le incertezze politiche di Brasile e Filippine hanno influito solo temporaneamente sui paesi emergenti. La tanto attesa rivalutazione del renminbi cinese è stata accolta in maniera ordinata e ha prodotto scarsi effetti durevoli sui prezzi nei principali mercati finanziari. I timori connessi con gli alti corsi petroliferi hanno tuttavia finito per erodere parte dei guadagni conseguiti dai listini azionari e obbligazionari.

La propensione degli investitori per le attività a più alto rischio ha continuato a trarre sostegno dal basso livello dei rendimenti nominali. Di fatto, i segnali di una robusta crescita e le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno innalzato i rendimenti a lunga tra fine giugno e metà agosto, specie nei mercati del dollaro e dello yen. I tassi hanno tuttavia seguito a oscillare entro l'intervallo osservato nell'ultimo anno.

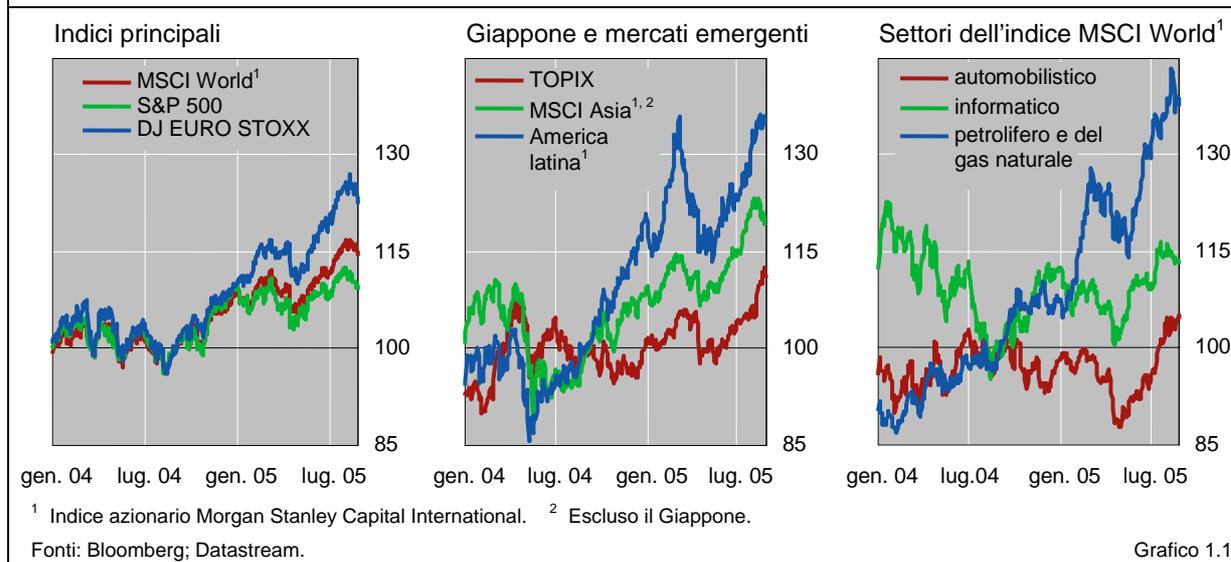
Vigorosa ascesa dei mercati azionari grazie ai forti profitti societari

Dopo le vendite di marzo e aprile, i mercati azionari hanno segnato una forte ripresa a partire da maggio (grafico 1.1). Fra il 13 maggio, data del più recente minimo, e il 26 agosto l'indice S&P 500 ha guadagnato più del 4%; il DJ EURO STOXX e il TOPIX sono cresciuti in misura ancor maggiore, fino a toccare i livelli massimi da alcuni anni. Le borse valori di America latina e Asia emergente hanno messo a segno progressi anche più elevati, pari rispettivamente al 19 e al 9%.

La ripresa dei
mercati azionari ...

Prezzi delle azioni per area geografica e per settore

in valuta locale; 1° settembre 2004 = 100



Il principale fattore propulsivo dei mercati azionari è stato l'inaspettato vigore degli utili delle imprese. Dopo gli straordinari aumenti del 2004, gli investitori si attendevano per il 2005 un rallentamento dei profitti, che però si è rivelato inferiore al previsto. In Europa e negli Stati Uniti gli utili societari sono aumentati nel secondo trimestre 2005 di oltre il 10% sul periodo corrispondente, meno dell'anno precedente, ma comunque a un tasso superiore di diversi punti percentuali rispetto a quanto anticipato. In effetti, come già nel primo trimestre, all'interno dell'indice S&P 500 le società che hanno annunciato profitti superiori alle attese hanno superato quelle con profitti inferiori; tale scarto è il più alto dal marzo 2004 (grafico 1.2). In Europa gli annunci sugli utili hanno mostrato un profilo analogo. I risultati di importanti operatori della distribuzione al dettaglio, quali Amazon e Wal-Mart, e primarie società tecnologiche, come Microsoft ed eBay, hanno largamente superato le aspettative. Sorprese positive sono in genere provenute anche dalle case automobilistiche, specie in Europa, dove Fiat e Volkswagen hanno segnalato risultati ben al di sopra delle previsioni degli analisti. Gli utili migliori del previsto di AIG, la grande compagnia assicurativa che quest'anno aveva reso note irregolarità contabili, hanno concorso a un aumento di quasi l'1% dell'S&P 500 nella mattina del 10 agosto.

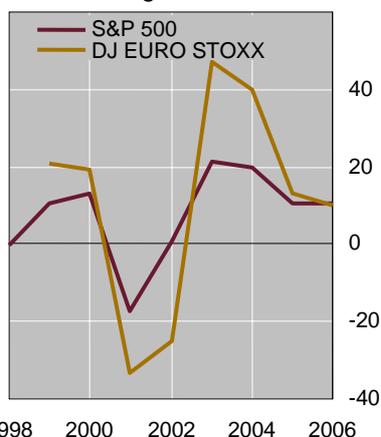
Un miglioramento delle prospettive economiche ha rafforzato i rialzi dei listini azionari, specie di quelli statunitensi e giapponesi. Negli Stati Uniti una serie di indicatori economici inaspettatamente positivi – tra cui i risultati dell'indagine ISM di luglio e agosto e quelli del rapporto sull'occupazione nei settori non agricoli di agosto – segnalava la prosecuzione di una crescita robusta (grafico 1.3). In Giappone le buone notizie macroeconomiche provenienti dall'indagine Tankan per il mese di luglio e dai dati particolarmente elevati sugli ordinativi di macchinari in agosto hanno indotto gli economisti a innalzare le previsioni di crescita.

... è riconducibile all'inaspettato vigore degli utili ...

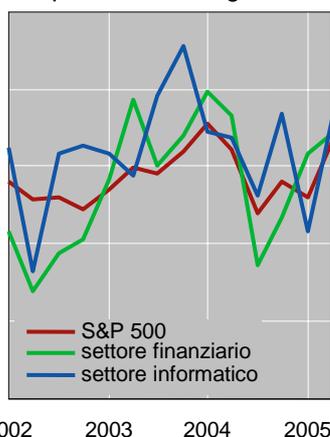
... e alle buone prospettive economiche ...

Utili societari

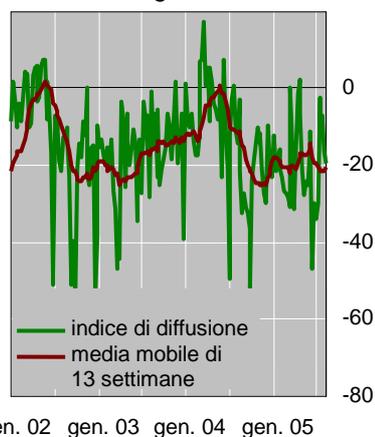
Crescita degli utili¹



Sorprese relative agli utili^{2,3}



Profit warning^{2,4}



¹ Variazione percentuale annua della media ponderata degli utili operativi per azione; per il 2004, stime; per il 2005-2006, previsioni.
² Società comprese nell'indice S&P 500. ³ Numero di società con utili trimestrali annunciati superiori alle attese, in percentuale delle società che effettuano annunci sugli utili trimestrali. ⁴ Numero di società che hanno annunciato revisioni positive degli utili prospettici meno numero di società che hanno annunciato revisioni negative, in percentuale delle società che hanno annunciato revisioni positive, neutre o negative.

Fonti: Bloomberg; I/B/E/S; elaborazioni BRI.

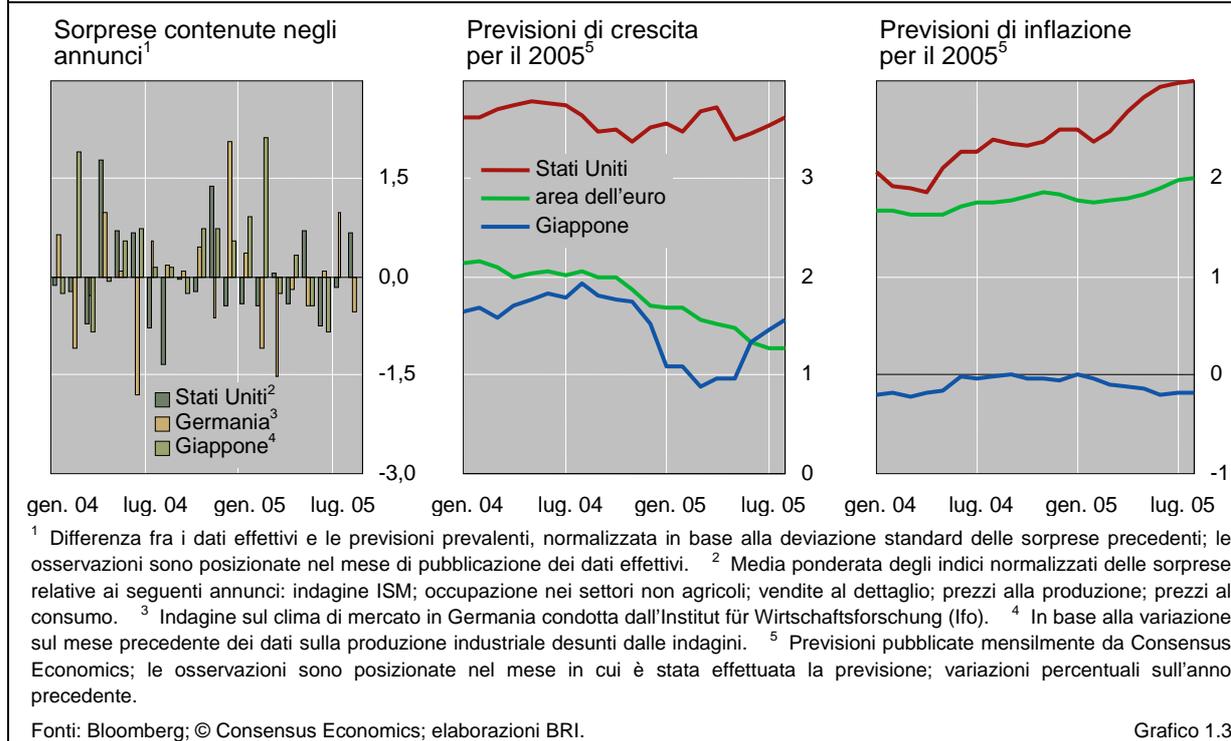
Grafico 1.2

... e non risente particolarmente dei rincari petroliferi

I nuovi rincari dei corsi petroliferi non sono riusciti a frenare l'entusiasmo degli investitori. Il prezzo del greggio di qualità Brent è aumentato costantemente dai \$47 al barile di metà maggio al livello record (in termini nominali) di \$67 a metà agosto. I crescenti prezzi energetici sono stati uno dei fattori spesso citati negli annunci di revisione delle prospettive sugli utili da parte delle imprese. Eppure nella prima metà di quest'anno le società sembrano essere riuscite a compensare i rincari di materie prime ed energia attraverso un aumento dei prezzi di vendita e ulteriori abbattimenti dei costi, così mantenendo – o persino incrementando – i margini di profitto. Verso la fine di agosto si sarebbero intensificate le incertezze riguardo alla possibile prosecuzione di questa tendenza nella seconda metà del 2005, e i mercati azionari hanno perso parte dei precedenti guadagni.

Gli investitori sono rimasti sensibili alle variazioni del ritmo previsto dell'inasprimento monetario e, in particolare, ai segnali di un surriscaldamento dell'economia statunitense che potesse indurre a una stretta meno "misurata" da parte della Federal Reserve. Le correzioni al rialzo della dinamica attesa dei tassi ufficiali USA in giugno e luglio non hanno compromesso la fase rialzista dei mercati azionari poiché si sono accompagnate a un rafforzamento delle prospettive di crescita (cfr. oltre). Per converso, i dati migliori del previsto sull'occupazione non agricola diffusi il 5 agosto hanno accresciuto i timori che la Federal Reserve potesse essere costretta ad accelerare il ritmo dell'inasprimento per evitare l'accumularsi di pressioni inflazionistiche, determinando quel giorno un calo pronunciato delle quotazioni azionarie mondiali. Il più forte aumento giornaliero segnato dall'S&P 500 durante la fase di rialzo (pari all'1,2%) si è verificato l'8 luglio, quando il rapporto sull'occupazione di giugno, lievemente inferiore alle aspettative, ha dissipato i timori di un surriscaldamento dell'economia.

Annunci macroeconomici



Un segnale del vigore di fondo della fase ascendente è stata la capacità di tenuta di cui hanno dato prova i mercati azionari di fronte agli attacchi terroristici di Londra del 7 luglio. A differenza di quanto accaduto l'11 settembre 2001 negli Stati Uniti, gli attentati di Londra non hanno danneggiato l'infrastruttura su cui poggia l'intensa attività finanziaria della città. Di conseguenza, gli scambi sono proseguiti come di consueto. Quel giorno gli indici FTSE e DJ EURO STOXX hanno sì perso l'1½% circa, ma il calo è stato prontamente riassorbito ed entrambi gli indici sono tornati ai livelli precedenti gli attentati nel giro di qualche giornata. Ciò contrasta nettamente anche con quanto verificatosi in occasione degli attentati di Madrid nel marzo 2004, quando occorre più di un mese affinché gli indici recuperassero le perdite subite.

I mercati azionari hanno resistito bene anche alla rivalutazione del renminbi cinese il 21 luglio (cfr. il riquadro a pag. 8). In un primo momento le azioni di società esportatrici giapponesi hanno duramente risentito del provvedimento, che si pensava potesse preludere a un forte apprezzamento dello yen. Nel giorno della rivalutazione della moneta cinese lo yen si è apprezzato del 2% rispetto al dollaro USA e all'apertura del giorno seguente la borsa di Tokyo ha perso più dell'½%. Tuttavia, poiché l'apprezzamento della valuta nipponica si è rivelato solo temporaneo, ha avuto vita breve anche l'impatto sui listini azionari, tornati ai livelli preesistenti in meno di una settimana. Altri mercati asiatici hanno avuto la tendenza ad aumentare nei giorni successivi all'annuncio e il mercato azionario A cinese è balzato del 2,5%. Le borse statunitensi ed europee si sono mosse solo di poco.

I mercati resistono bene di fronte agli attacchi terroristici di Londra ...

... e alla rivalutazione del renminbi

In Giappone le incertezze di natura politica hanno destabilizzato il mercato di Tokyo nella prima settimana di agosto. Il giorno 5 i listini sono bruscamente calati sullo sfondo delle crescenti aspettative di un veto sulla legge di privatizzazione del servizio postale. Essi sono però tornati a salire dopo la bocciatura del provvedimento l'8 agosto e il successivo annuncio di elezioni politiche.

Rimane modesta la propensione al rischio ...

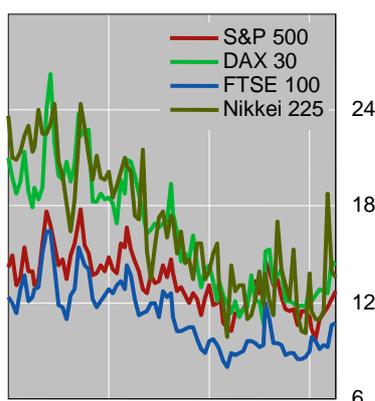
Tra le cause della ripresa dei mercati azionari mondiali non sembra invece figurare un aumento della propensione al rischio (grafico 1.4). A dire il vero, le misure ricavate dai prezzi delle opzioni su indici azionari e dalla loro correlazione con la volatilità effettiva avevano segnalato un netto incremento della tolleranza al rischio negli Stati Uniti e in Germania tra la primavera e l'estate. Tuttavia, questi indicatori sono tornati a scendere in agosto all'aumentare delle volatilità implicite. La componente principale delle misure della propensione al rischio calcolate sugli indici DAX, FTSE ed S&P 500 si è situata in quel mese in prossimità dei livelli prevalenti dopo le ondate di vendite di marzo e aprile, e ben al disotto dei massimi stimati a fine 2004.

... e i rapporti prezzo/utigli risultano in linea con le medie storiche

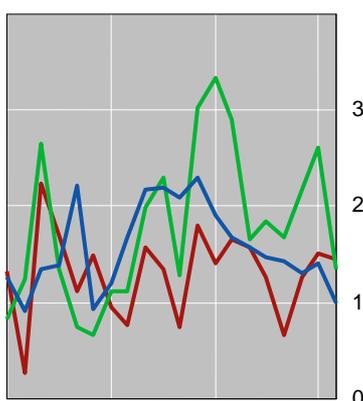
La propensione al rischio relativamente modesta spiega forse perché, nonostante l'ascesa delle quotazioni azionarie, i rapporti prezzo/utigli prospettici dei principali mercati siano rimasti in linea con le medie storiche. Ipotizzando una crescita dei profitti nell'anno successivo pari all'11%, in agosto il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 è stato pari a circa 15, contro una media di 16 negli anni novanta. Storicamente gli analisti hanno avuto la tendenza a sovrastimare la crescita degli utili, sicché le attuali previsioni in materia potrebbero rivelarsi ottimistiche. Allo stesso tempo, negli ultimi trimestri i profitti hanno di fatto superato le previsioni.

Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari

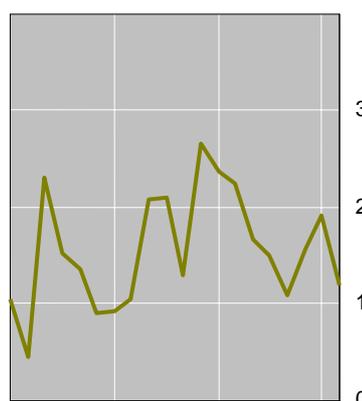
Volatilità implicite¹



Indicatori della propensione al rischio²



Componente principale³



¹ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari su indici azionari; medie settimanali. ² Ricavati dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. ³ Prima componente principale dei tre indicatori della propensione al rischio.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.4

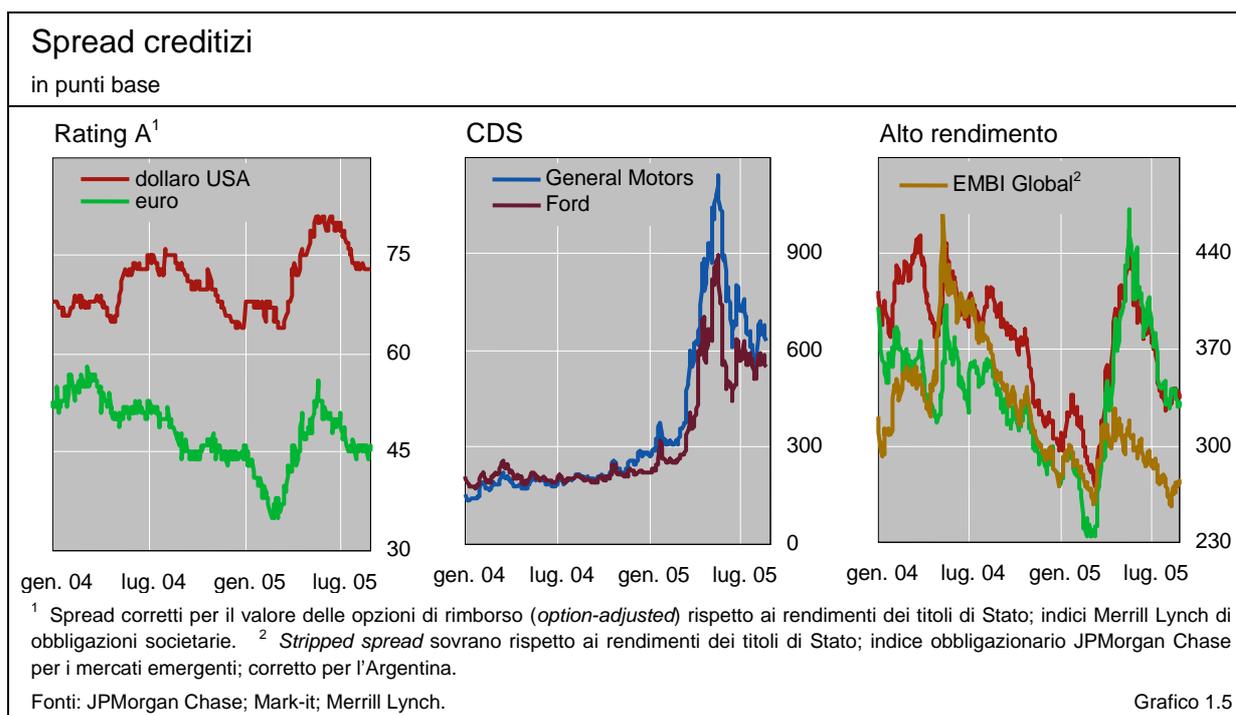
Ripresa dei mercati creditizi

Anche sui mercati creditizi si è osservato lo stesso miglioramento del clima di fiducia degli investitori che ha caratterizzato i mercati azionari. Dopo l'ampliamento intervenuto tra metà marzo e metà maggio gli spread sulle obbligazioni societarie e sui *credit default swap* sono calati costantemente nei tre mesi successivi. Il differenziale tra titoli privati quotati A e titoli del Tesoro USA, che era salito dai 65 punti base del 16 marzo agli 81 punti del 18 maggio, era tornato a quota 73 il 26 agosto (grafico 1.5). Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento si sono ristretti in misura ancor maggiore: il 26 agosto si collocavano a 334 punti base, solo 63 punti al disopra del minimo di marzo e 123 al disotto del picco di maggio.

A rafforzare la fiducia degli investitori a fine maggio e in giugno ha contribuito la limitatezza del contagio ad altri segmenti dei mercati creditizi delle perturbazioni verificatesi agli inizi di maggio sui mercati degli strumenti derivati a causa del declassamento di General Motors e Ford. I timori di potenziali difficoltà di finanziamento per una o più grandi istituzioni finanziarie e di un'eventuale liquidazione di attività degli hedge fund si sono rivelati infondati. Taluni fondi speculativi, specie quelli coinvolti nell'attività di arbitraggio su obbligazioni convertibili, hanno di fatto subito ingenti perdite nella prima metà del 2005, e sono stati posti in liquidazione. Tuttavia, nel secondo trimestre il settore nel suo complesso ha continuato a beneficiare di afflussi netti di nuove sottoscrizioni. La liquidità ha tardato a tornare sul mercato delle *index tranche* e i prestiti sindacati avrebbero rimpiazzato gli strumenti sintetici quale principale strumento di garanzia collaterale per le nuove emissioni di *collateralised debt obligation* (CDO). In giugno e in luglio le emissioni di CDO hanno tuttavia segnato un forte recupero rispetto ai bassi

Spread creditizi in costante calo ...

... grazie al limitato contagio delle tensioni di maggio sui mercati derivati



livelli di maggio, a indicare che il funzionamento dei mercati dei derivati su crediti non ha subito danni durevoli.

Nondimeno, gli eventi del maggio 2005 lasciano irrisolti taluni quesiti riguardo a come i mercati creditizi potrebbero reagire di fronte a un diffuso deterioramento della qualità del credito. Il comparto dei derivati ha indubbiamente accresciuto la liquidità dei mercati creditizi in generale e facilitato la gestione e il monitoraggio delle esposizioni al rischio di credito. Al tempo stesso, la complessità di alcuni prodotti e dei connessi sistemi di gestione del rischio, la crescente presenza sui mercati creditizi di operatori ad alta leva finanziaria e la possibilità che le strategie di investimento siano meno differenziate di quanto atteso rendono arduo prevedere quale sarà il funzionamento dei mercati del credito in condizioni di maggiore stress.

Ciò detto, la probabilità di un diffuso deterioramento della qualità creditizia nel breve termine resta bassa. I sostenuti ritmi di crescita dell'attività economica e degli utili negli ultimi mesi hanno contribuito a ripristinare la fiducia degli investitori nelle prospettive per la qualità creditizia dopo la fase di vendite. Vero è che l'indebitamento a breve è tornato a crescere nei trimestri più recenti, specie fra le imprese USA, e il rapporto fra avanzamenti e declassamenti di rating sembra aver toccato il punto di svolta superiore nella prima parte del 2005. Inoltre, secondo Standard & Poor's i tassi di inadempienza di società della classe "speculativa" dovrebbero aumentare gradualmente nel corso del prossimo anno. Tuttavia, si prevede che in generale i tassi di inadempienza rimangano ben al disotto della loro media di lungo periodo. In effetti, da anni i bilanci societari negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone non sono così solidi.

Così come già accaduto con l'ondata di vendite di quest'anno, anche la recente ascesa sui mercati creditizi è stata trainata dal settore automobilistico (grafico 1.5). Sebbene la maggior parte delle principali agenzie di rating abbia relegato General Motors e Ford al disotto della qualità bancaria, il debito delle due società continua a figurare in misura significativa nei portafogli di molti investitori e su di esso si basano inoltre numerosi prodotti strutturati. Gli investitori sono stati incoraggiati dalle iniziative intraprese da General Motors al fine di ottenere un avanzamento di rating – presumibilmente alla qualità bancaria – per la sua affiliata finanziaria, General Motors Acceptance Corporation (GMAC).

Nemmeno il perdurare delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) è sembrato turbare gli investitori. Nella prima metà del 2005 queste operazioni hanno raggiunto il livello massimo dagli anni ottanta (grafico 1.6). Inoltre, è aumentato il loro taglio medio. Se le LBO avevano contribuito alla fase di cessioni sui mercati creditizi nel secondo trimestre, in giugno e in luglio i timori riguardo a queste operazioni paiono essere venuti meno. In maggio gli investitori hanno annunciato un piano per l'acquisto di una partecipazione di maggioranza nella società italiana di telefonia mobile Wind per €12 miliardi. In luglio gli investitori di *private equity* non hanno avuto grosse difficoltà a reperire sui mercati delle obbligazioni ad alto rendimento e dei prestiti sindacati un finanziamento per l'LBO su SunGard Data Systems. L'operazione, pari a

La solidità dei
fondamentali
ripristinata la fiducia

Ascesa trainata dal
settore
automobilistico

Dissipati i timori
relativi ai *leveraged
buyout* ...

La gestione del nuovo regime valutario del renminbi

Guonan Ma, Corrinne Ho, Robert McCauley ed Eli Remolona

Giovedì 21 luglio 2005 la People's Bank of China (PBC) ha annunciato la modifica del regime valutario del renminbi, passato da un ancoraggio *de facto* al dollaro USA a una fluttuazione controllata con riferimento a un paniere di monete. La modifica si è accompagnata a una prima rivalutazione del 2% nei confronti del dollaro e alla fissazione di un margine di oscillazione giornaliero del $\pm 0,3\%$ rispetto alla moneta statunitense. Nei giorni successivi la banca centrale ha precisato le sue intenzioni riguardo a ulteriori variazioni del cambio, rendendo altresì note le valute che compongono il paniere. Il presente riquadro passa in rassegna gli sviluppi intervenuti nei mercati finanziari dal giorno dell'annuncio e offre alcune possibili spiegazioni della limitatezza degli effetti prodotti a tutt'oggi dalla transizione.

I mercati valutari hanno risposto ordinatamente a questo evento atteso da lungo tempo. In un primo momento le monete asiatiche hanno reagito quasi di riflesso, ma in maniera composta: cinque di esse – won coreano, yen giapponese, baht thailandese, dollaro di Singapore e nuovo dollaro di Taiwan – hanno subito ricalcato il movimento del tasso a pronti del renminbi. La risposta delle altre valute dell'Asia è stata relativamente blanda, e limitata quella di euro e dollaro australiano. Il tasso di cambio a un anno del dollaro di Hong Kong si è mosso di appena lo 0,2%, quello a pronti del ringgit malese ha guadagnato meno dell'1% sul dollaro USA.

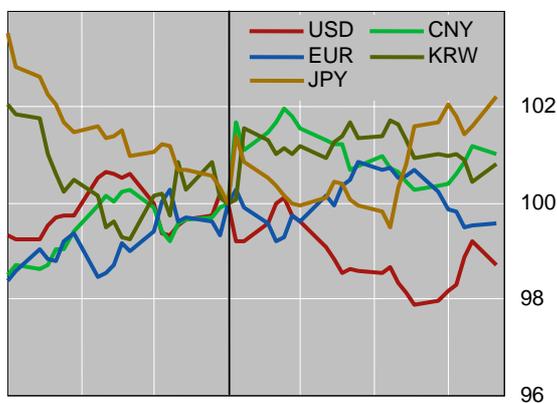
A due giorni dal 21 luglio, gli andamenti sono parsi condizionati, come in precedenza, dai movimenti delle maggiori valute, specie dal tasso yen/dollaro. In termini effettivi, nelle settimane seguenti tre delle "valute principali" del paniere di riferimento – yen, euro e won – si sono apprezzate, mentre il dollaro ha perso terreno. Il tasso di cambio effettivo nominale del renminbi si è moderatamente apprezzato al confronto con i livelli precedenti l'annuncio, ma a fine agosto era arretrato dello 0,5% circa rispetto al valore assunto dopo la rivalutazione del 2% (grafico A).

I mercati obbligazionari mondiali non hanno pressoché risentito del provvedimento, benché vi siano state oscillazioni passeggero. Nelle prime ore di contrattazione a Londra e New York dopo l'annuncio il rendimento del titolo decennale *benchmark* del Tesoro USA è salito di 10 punti base, una variazione notevole rispetto a quelle di solito osservate in risposta a eventi sui mercati valutari, ma equivalente alla normale reazione innescata ad esempio da una "sorpresa" positiva media (pari a 80 000 unità) relativa ai dati sull'occupazione nei settori non agricoli USA. Questa prima reazione è parsa rispecchiare le attese di un calo nella domanda cinese di Treasuries dopo la transizione al nuovo regime valutario. I rendimenti hanno però continuato ad aumentare, verosimilmente per effetto dei dati positivi sull'economia e del prospettato inasprimento da parte della Federal Reserve, piuttosto che per le aspettative di variazioni nella domanda cinese.

Una delle possibili spiegazioni della reazione piuttosto pacata dei mercati finanziari risiede nel fatto che l'annuncio è intervenuto 12 settimane dopo un breve episodio che gli operatori hanno considerato essere una sorta di "prova generale". Il 29 aprile il renminbi aveva infranto il limite superiore della sua stretta fascia di oscillazione *de facto*, rimanendone al di fuori per 20 minuti. Molti operatori pensarono che si trattasse già della transizione a un nuovo regime e reagirono di conseguenza. In quell'occasione furono il dollaro australiano, il won e lo yen a segnare le maggiori oscillazioni, segnando guadagni pari al 90% circa dell'apprezzamento del *non-deliverable forward* (NDF) a un anno sul renminbi. In seguito a quest'episodio si era inoltre verificata una breve fase di cessioni sul mercato dei Treasuries.

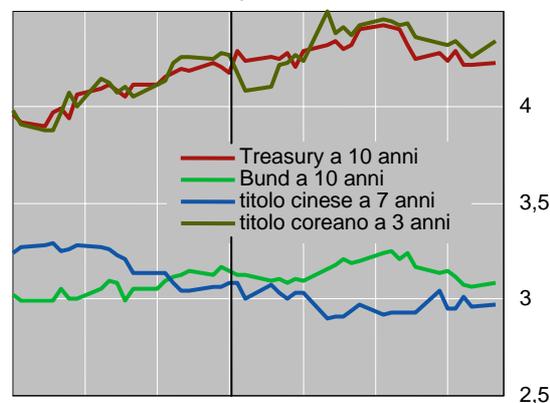
Tassi di cambio effettivi e rendimenti dei titoli pubblici¹

Tassi di cambio effettivi nominali²



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

Rendimenti dei titoli pubblici³



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

¹ Le linee verticali nere indicano l'ultimo prezzo di chiusura prima dell'annuncio. ² 20 luglio 2005 = 100. ³ In percentuale.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; BRI.

Grafico A

Il modesto impatto prodotto dalla rivalutazione del renminbi potrebbe inoltre riflettere il lavoro preparatorio delle autorità cinesi e di quelle di altre economie. A posteriori si può rilevare come i tempestivi affinamenti operativi apportati dall'autorità monetaria di Hong Kong al *currency board* lo scorso maggio abbiano fatto sì che le aspettative si focalizzassero, seppure a scapito dell'attività sui mercati in valuta locale, in parte spostandosi verso i più competitivi mercati del dollaro. L'immediata reazione della Bank Negara Malaysia, che a poche ore dal provvedimento cinese ha anch'essa annunciato un mutamento del regime di cambio, non ha nemmeno lasciato agli operatori il tempo di speculare su quando sarebbe intervenuta la mossa successiva. Ciò nonostante, le riserve ufficiali della Malaysia sono balzate in luglio di quasi \$3,5 miliardi per effetto degli acquisti di dollari (specie il 22 del mese) con cui sono stati assorbiti gli afflussi ai mercati obbligazionari locali. Nello stesso mese l'incremento delle riserve cinesi è stato alimentato dal prelievo di quasi \$5 miliardi in valuta precedentemente depositati da residenti presso banche in Cina, indotto dal timore di ulteriori apprezzamenti e verificatosi malgrado l'aumento di 50 punti base del tasso di remunerazione dei depositi in dollari il 21 luglio. Il 23 agosto la PBC ha innalzato tale tasso di ulteriori 37,5 punti base.

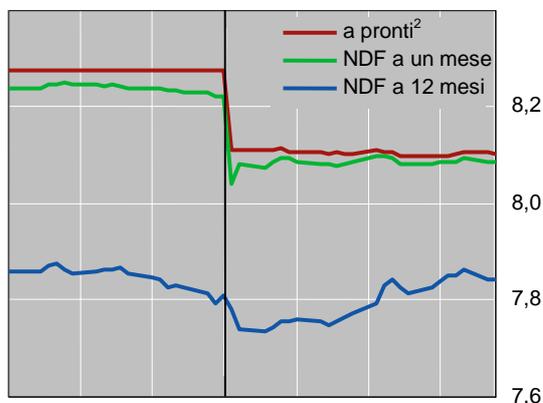
La PBC ha finora gestito le aspettative di mercato in modo da evitare le cessioni di dollari che molti si sarebbero aspettati in simili circostanze. La reazione degli NDF in renminbi davanti all'aumento del 2% del tasso a pronti all'apertura dei mercati dopo l'annuncio fa ritenere che la sorpresa sia derivata più che altro dai tempi dell'annuncio stesso. Come si evince dal grafico B, mentre il tasso NDF a un mese si è mosso *overnight* del 2% circa, quello a 12 mesi ha approssimativamente guadagnato appena 500 pip (lo 0,7%), a segnalare un impatto modesto sul livello atteso del tasso a pronti del renminbi sull'orizzonte annuale. Di fatto, benché il contratto a termine secco a un anno sembrasse indicare un apprezzamento del 7% rispetto al cambio a pronti contro il dollaro prevalente alla vigilia dell'annuncio, a metà agosto l'apprezzamento indicato risultava pari solo al 3%. Data la lentezza con cui si è apprezzato il cambio a pronti in questo periodo, le contrattazioni di NDF a più breve termine hanno rispecchiato anche un graduale allentamento delle aspettative di ulteriori apprezzamenti nel breve periodo.

Benché i mercati delle opzioni sul renminbi non siano fra i più liquidi, anch'essi veicolano segnali di aspettative alquanto moderate. Le volatilità implicite per l'NDF in renminbi avevano registrato un balzo in diversi precedenti episodi di accresciuta sensibilità a un possibile mutamento del regime valutario, come ad esempio a fine novembre 2004, quando un esponente cinese aveva richiamato l'attenzione su dati statunitensi che segnalavano l'esiguità degli acquisti di Treasuries da parte di residenti cinesi; o ancora in seguito ai già citati avvenimenti del 29 aprile. Nei giorni precedenti il 21 luglio le opzioni sono state scambiate a prezzi più elevati, a indicare un clima di maggiore volatilità in vista del provvedimento cinese. Quest'ultimo, tuttavia, ha provocato un calo della volatilità *ex ante*, come dimostrano le opzioni alla pari sugli NDF in renminbi. Tra la vigilia dell'annuncio e metà agosto la volatilità implicita è scesa dal 7% circa a meno del 4%. L'annuncio ha evidentemente dissipato parte delle incertezze connesse con la natura del nuovo regime di cambio, indicando forse che questo si sarebbe accompagnato a una volatilità minore del previsto. La più bassa volatilità implicita risulta inoltre in linea con la stabile dinamica dell'NDF in renminbi con scadenza a un anno all'indomani del provvedimento, a riprova della relativa stabilità delle aspettative a lungo termine.

Fino a oggi le autorità cinesi sembrano aver gestito la transizione a un regime di cambio più flessibile in modo tale per cui l'impatto sui mercati finanziari e sulle aspettative a breve termine è stato relativamente contenuto.

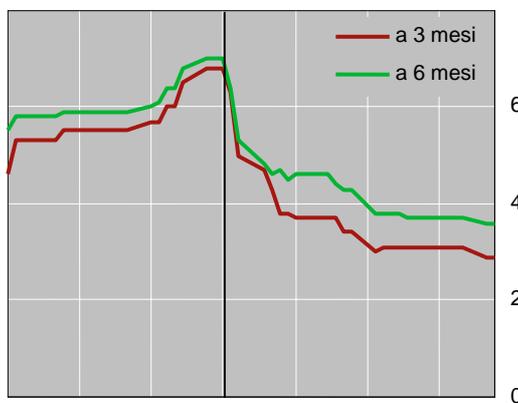
Tasso di cambio, NDF e volatilità implicite del renminbi¹

Tasso a pronti e NDF



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

Volatilità implicite²



23 giu. 02 lug. 11 lug. **20 lug.** 29 lug. 07 ago. 16 ago.

¹ Le linee verticali indicano l'ultimo prezzo di chiusura prima dell'annuncio. ² Renminbi per dollaro USA. ³ Annualizzate, in percentuale.

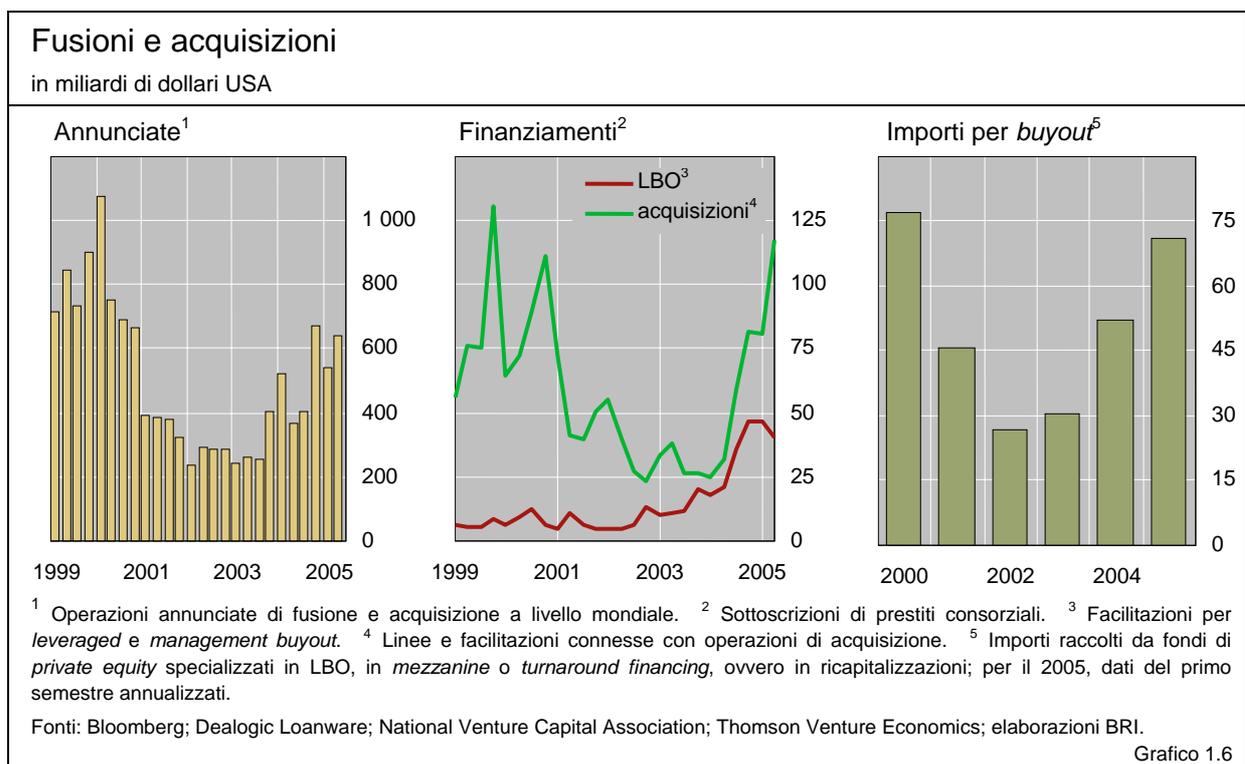
\$11 miliardi, è la più ingente della specie mai realizzata dopo l'acquisizione di RJR Nabisco nel 1989.

Il fatto che gli investitori di *private equity* intravedano ora opportunità per accrescere il grado di leva finanziaria delle imprese costituisce una riprova della solidità dei bilanci societari. Tuttavia, un più importante stimolo a questa attività proviene forse dalla ricerca di maggiori rendimenti e dalla conseguente pronta disponibilità di finanziamenti. Oltre a incrementare i loro investimenti in fondi speculativi negli ultimi anni, i fondi pensione e altri investitori hanno altresì incanalato cospicui capitali nei fondi di *private equity*, in particolare quelli specializzati in LBO. Nel primo semestre 2005 questi ultimi hanno raccolto quasi \$36 miliardi su scala mondiale, il 74% in più rispetto allo stesso periodo del 2004. Nel contempo, gli investitori si sono mostrati disposti ad acquistare titoli emessi a fronte di LBO, la cui qualità creditizia è spesso molto scarsa. Ad esempio, nel corso dell'anno passato diverse società europee hanno emesso cosiddetti *payment-in-kind bond*, ossia obbligazioni rimborsabili in titoli laddove l'emittente non disponga di un *cash flow* sufficiente per onorare il servizio del debito. Tali prestiti consentono agli investitori di *private equity* di recuperare prontamente il loro investimento azionario iniziale.

... e gli investitori di *private equity* sfruttano le opportunità esistenti

Negli ultimi mesi le operazioni di fusione e acquisizione da parte di imprese sono aumentate anche più rapidamente di quelle di LBO messe in atto da fondi di *private equity*. Dopo diversi anni di ristagno, nel secondo trimestre gli annunci di fusioni e acquisizioni (compresi LBO) hanno raggiunto il livello più alto dal quarto trimestre 2000 (grafico 1.6). La ripresa dell'attività non è stata confinata agli Stati Uniti, ma si è estesa su scala mondiale, coinvolgendo Europa e Giappone, nonché società di mercati emergenti, come ad esempio quelle cinesi, attivatesi – peraltro senza successo – nel tentativo di acquisire

Forte rilancio su scala mondiale dell'attività di fusione e acquisizione



alcune note imprese statunitensi. Visto il calo (ancorché da livelli altissimi) della crescita degli utili, le società cominciano a subire le pressioni degli investitori azionari affinché utilizzino il *cash flow* per mantenere i rapidi ritmi di crescita degli utili degli ultimi anni. E a tal fine fusioni e acquisizioni sembrano rappresentare una strategia sempre più allettante. Nella misura in cui tali operazioni realizzano le sinergie promesse e sospingono la crescita dei profitti, esse non sono pregiudizievoli per gli interessi dei creditori. Tuttavia, la precedente ondata di fusioni e acquisizioni del 1999-2000 aveva in genere eroso valore, più che accrescerlo. Qualora la recente ripresa dell'attività dovesse condurre a un aumento del grado di leva delle imprese, essa potrebbe ancora contribuire a un deterioramento delle condizioni creditizie.

I mercati emergenti incontrano il favore degli investitori

Gli spread sui titoli dei mercati emergenti tornano presto ai minimi storici ...

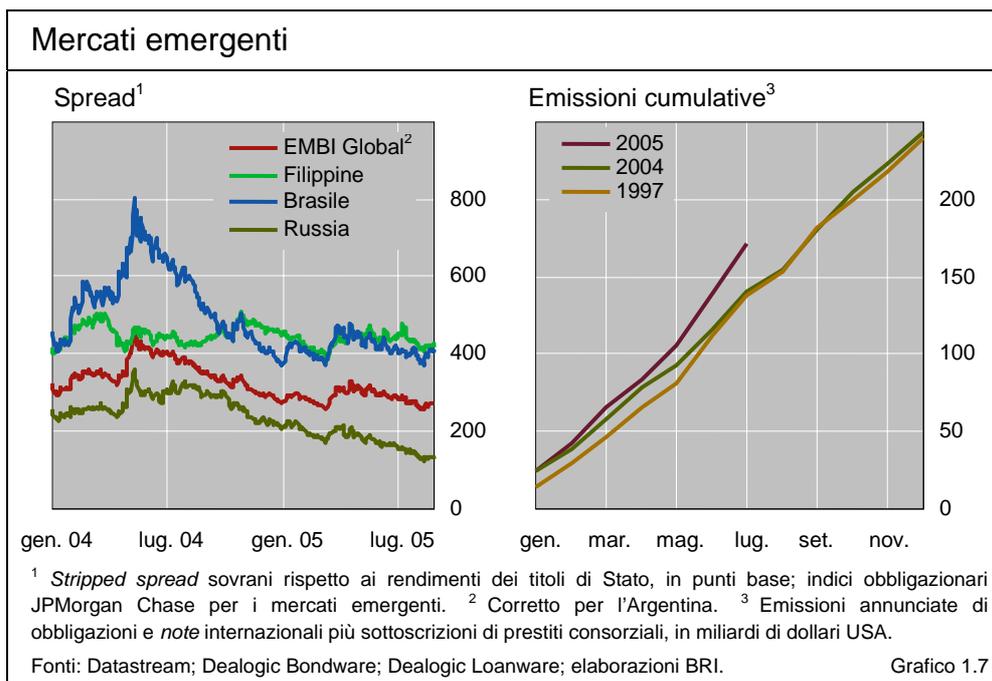
Rispetto a quelli sui titoli societari, gli spread nei mercati emergenti hanno risentito meno delle turbolenze sui mercati creditizi in maggio. Di conseguenza, essi hanno toccato prima (a metà aprile) il punto di svolta superiore e sono tornati più rapidamente (agli inizi di agosto) sui bassi livelli precedentemente osservati. Il 26 agosto l'indice EMBI Global (esclusa l'Argentina) ha chiuso a 272 punti base, circa 55 punti al di sotto del massimo di aprile e non lontano dal minimo (storico) di marzo.

... nonostante talune incertezze di natura politica

Incertezze di natura politica hanno influito sui differenziali applicati a taluni paesi. Quelli sui titoli pubblici filippini in dollari sono saliti dai 440 punti base circa di metà giugno a quasi 470 punti ai primi di luglio, pure in presenza di un generalizzato calo degli spread sovrani. A minare la fiducia degli investitori nelle Filippine sono state le richieste di dimissioni della Presidente e gli impedimenti incontrati dai tentativi di riforma fiscale del governo. A metà giugno i timori circa l'impatto della perdurante incertezza politica sulla (già debole) posizione di bilancio pubblico hanno spinto Standard & Poor's e Fitch a rivedere in negativo le previsioni sull'affidabilità creditizia del paese.

Il Brasile ritira le obbligazioni Brady ...

In Brasile le accuse di corruzione hanno condotto alle dimissioni di vari alti funzionari del partito di governo. A tratti le incertezze politiche hanno fatto sì che gli spread sul debito pubblico del paese si discostassero da quelli degli altri mercati emergenti, come ad esempio verso la fine di luglio e a metà agosto. In generale, tuttavia, gli investitori non sono sembrati dar troppo peso alle difficoltà dell'esecutivo. Anzi, alla fine di luglio l'accoglienza da essi riservata ai titoli pubblici brasiliani è stata così positiva da consentire al governo di ritirare buona parte delle sue obbligazioni Brady in essere. Il Brasile ha scambiato \$4,4 miliardi di obbligazioni C – un tempo il titolo emergente più attivamente trattato – contro euroobbligazioni. L'operazione ben simboleggia il miglioramento dei fondamentali dell'economia brasiliana dall'epoca delle ristrutturazioni del debito negli anni ottanta e nei primi anni novanta. Proprio agli inizi dello scorso decennio l'emissione di obbligazioni Brady aveva contribuito a caratterizzare il debito dei mercati emergenti quale classe di attività a sé stante. Da allora il mercato ha conosciuto una progressiva maturazione: lo stock di debito Brady è sceso dal massimo di circa



\$150 miliardi a fine 1996 a meno di \$50 miliardi a metà 2005 e rappresenta oggi meno del 5% delle obbligazioni internazionali emesse da mutuatari dei mercati emergenti.

Un altro paese che ha voluto sottolineare la svolta nel suo standing creditizio attraverso un'operazione di gestione del debito è stata la Russia. In maggio il paese ha concordato il rimborso anticipato di \$15 miliardi del debito di epoca sovietica contratto nei confronti dei creditori ufficiali bilaterali del Club di Parigi. Il riscatto è stato agevolato dagli alti corsi petroliferi, che hanno contribuito a un netto miglioramento della situazione di bilancio del paese dopo la moratoria del 1998.

... e la Russia rimborsa il debito di epoca sovietica

Altri paesi hanno approfittato delle favorevoli condizioni per prefinanziare il loro fabbisogno. Nei primi sette mesi del 2005 i mutuatari di paesi emergenti hanno raccolto sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti importi senza precedenti, con un aumento del 22% sul corrispondente periodo dell'anno precedente (grafico 1.7). Gli investitori esteri hanno inoltre mostrato un crescente interesse per il debito in moneta locale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"), attratti dagli alti tassi di interesse offerti su taluni mercati nazionali e, in alcuni casi, dalle aspettative di un apprezzamento della moneta locale sul dollaro USA. Il Messico, un tempo uno dei principali mutuatari sui mercati internazionali, soddisfa attualmente la maggior parte delle sue esigenze di finanziamento con emissioni in valuta locale.

Crescente interesse per il debito in moneta locale

Le aspettative circa i tassi ufficiali si muovono verso l'alto

La propensione degli investitori per gli strumenti azionari e creditizi ha continuato a trarre sostegno dal basso livello dei rendimenti nominali. I tassi di interesse a lungo termine nei principali mercati sono sì aumentati tra giugno e agosto (grafico 1.8), senza però uscire dall'intervallo all'interno del quale hanno oscillato nell'ultimo anno (grafico 1.9). Di fatto, ai primi di giugno e

I tassi a lunga restano bassi entro un intervallo ristretto ...

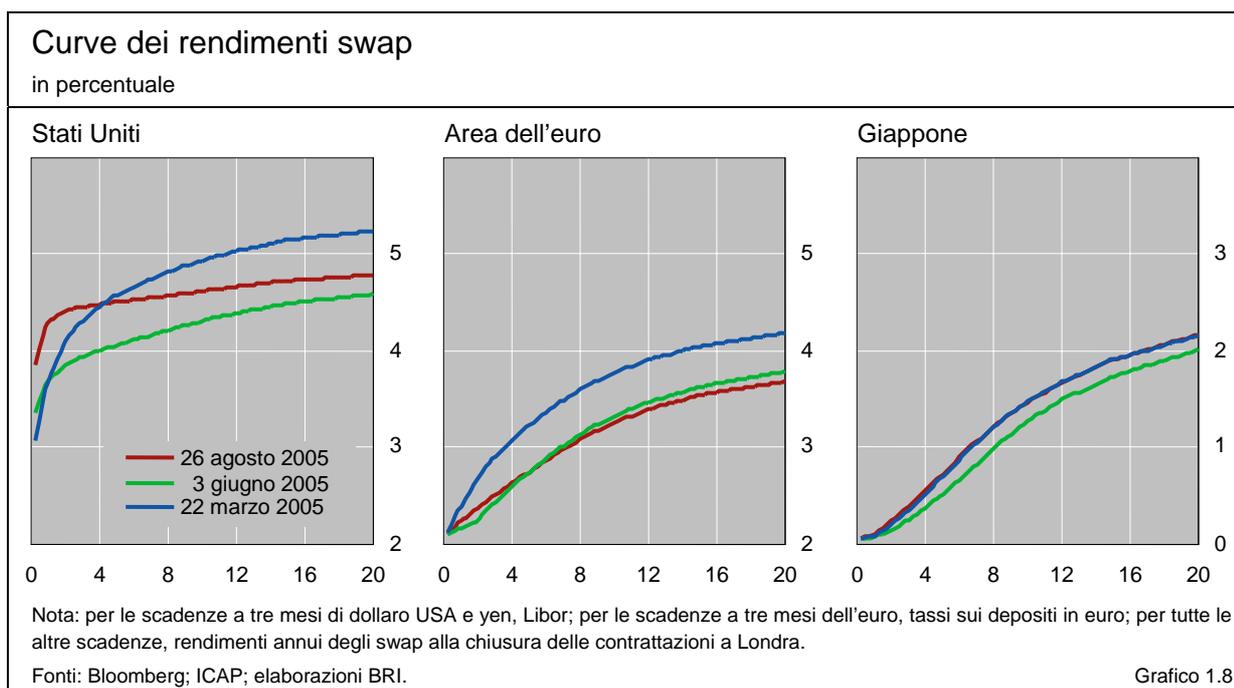
ancora verso la fine del mese i rendimenti sui titoli del Tesoro USA decennali sono addirittura scesi al 3,9%, il livello più basso da oltre un anno. Essi sono quindi risaliti, fino al picco del 4,4% l'8 agosto, e poi nuovamente calati. Anche nei comparti dell'euro e dello yen i rendimenti a lunga sono rimasti ben al di sotto dei livelli di un anno fa, nonostante l'incremento registrato fra giugno e agosto.

... malgrado le correzioni verso l'alto dei tassi ufficiali attesi ...

Le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno concorso all'aumento dei tassi a lungo termine in gran parte dei principali mercati (grafico 1.10). In particolare, i contratti futures sui *federal fund* con scadenza agli inizi del 2006 si situavano verso fine agosto a quasi 50 punti base sopra il livello dei primi di giugno, quando i mercati preconizzavano una pausa significativa nel ciclo di inasprimenti prima della fine dell'anno. Persino nell'area dell'euro il mutevole tenore di alcune dichiarazioni di membri del Comitato esecutivo della BCE ha modificato le aspettative degli operatori riguardo alla direzione della successiva mossa di politica monetaria, da un taglio a un innalzamento dei tassi entro gli inizi dell'anno prossimo. In Giappone gli investitori obbligazionari hanno preso nota delle dichiarazioni rilasciate il 27 luglio dal Governatore della banca centrale Fukui secondo cui vi era un'alta probabilità che la variazione sul periodo corrispondente dell'indice di fondo dei prezzi al consumo diventasse positiva intorno al volgere dell'anno. Tali dichiarazioni si sono accompagnate a una revisione al rialzo della valutazione economica effettuata dalla banca centrale. Sebbene pochi analisti anticipassero la fine della politica del tasso zero per gli inizi del 2006, i rendimenti dei futures su euroyen con scadenza marzo 2006 hanno guadagnato 5 punti base fra giugno e metà agosto.

... e i positivi dati macroeconomici statunitensi

Gli annunci macroeconomici positivi in provenienza dagli Stati Uniti durante il periodo in esame hanno in genere avuto un forte impatto sui mercati obbligazionari. Ad esempio, il 1° luglio i dati relativi all'indagine ISM – ben



Rendimenti obbligazionari

in percentuale

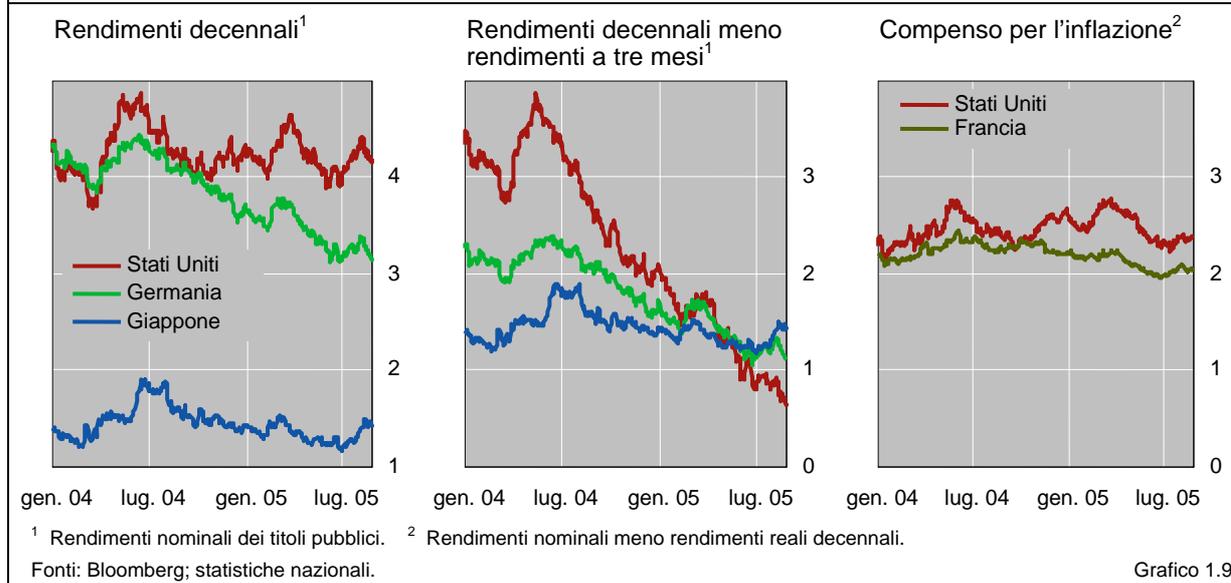


Grafico 1.9

al di sopra delle stime prevalenti – unitamente ai segnali di un miglioramento nella fiducia dei consumatori, hanno contribuito a un inusuale aumento di 14 punti base dei rendimenti decennali, mentre la sorpresa positiva proveniente dai dati sull'occupazione di luglio pubblicati il 5 agosto ha determinato un incremento di 7 punti. I timori di pressioni inflazionistiche sono sembrati svolgere un ruolo più marginale. A dire il vero, le previsioni sull'inflazione a breve termine si sono mosse al rialzo di fronte ai rincari petroliferi (grafico 1.3, diagramma di destra), ma gli annunci mensili sull'inflazione di fondo sono rimasti contenuti, così come anche le previsioni prevalenti per l'andamento dei prezzi sugli orizzonti più lunghi. Inoltre, la stabile differenza tra i rendimenti nominali e quelli indicizzati indica che l'incremento dei rendimenti negli Stati Uniti in luglio e agosto è quasi interamente riconducibile ai più alti tassi reali (grafico 1.9, diagramma di destra).

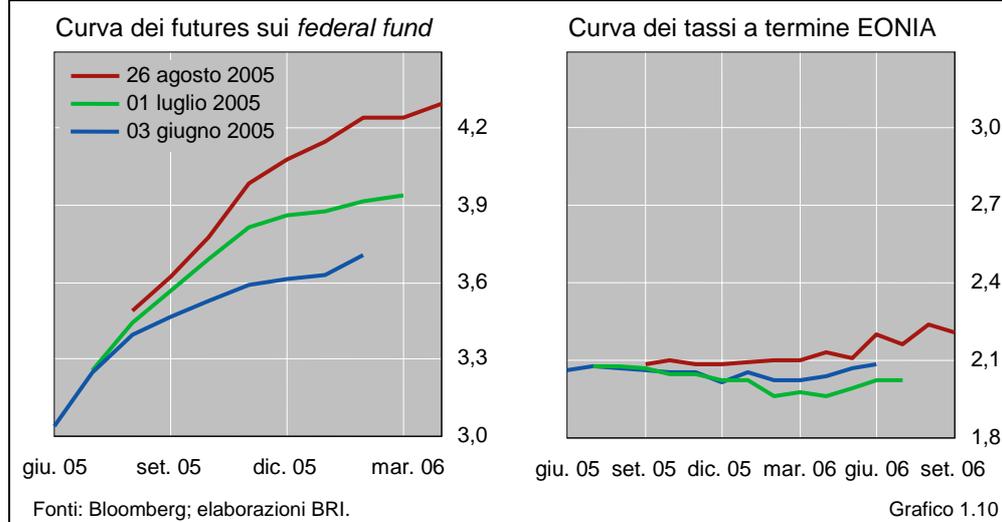
In Giappone i rendimenti sono stati molto meno volatili. Benché i dati economici siano stati per lo più fonte di sorprese positive, i singoli annunci non hanno avuto impatti significativi sui rendimenti in yen a lungo termine. Ad esempio, la reazione degli investitori obbligazionari davanti al rapporto migliore del previsto sugli ordinativi di macchinari il 9 agosto è stata smorzata dalle prospettive prudenti riguardo a questo stesso indicatore.

Nell'area dell'euro i dati non hanno pressoché fornito stimoli alla crescita dei rendimenti. Le previsioni per l'espansione economica sono state ancora riviste al ribasso e la successione dei dati ha inviato segnali contrastanti. Persino indicatori positivi come l'indagine Ifo del 26 luglio non sono riusciti a sospingere i rendimenti sui Bund, che al contrario hanno registrato uno degli aumenti più significativi del periodo il 5 agosto in risposta a un rapporto superiore alle attese sull'occupazione USA.

Nonostante le diverse posizioni cicliche delle economie di Stati Uniti, area dell'euro e Giappone, l'inclinazione della curva dei rendimenti nei tre mercati

I dati economici non innalzano i rendimenti in Giappone e nell'area dell'euro

Curve dei futures



Il profilo piatto delle curve dei rendimenti su scala mondiale solleva interrogativi sul loro contenuto informativo

presenta forti analogie. Verso la fine di agosto i rendimenti pubblici decennali si collocavano tra 65 e 140 punti base sopra ai tassi a tre mesi nei segmenti del dollaro, dell'euro e dello yen (grafico 1.9). Inoltre, la struttura a termine dei tassi nelle tre valute, specie il dollaro, si è appiattita sensibilmente nell'ultimo anno. La pendenza delle curve in euro e yen si è lievemente accentuata in luglio e agosto, pur rimanendo molto più piatta di quanto non fosse nella prima metà dell'anno. Storicamente, un appiattimento della curva dei rendimenti ha preannunciato un indebolimento dell'attività economica e un calo dell'inflazione. Oggi, tuttavia, l'inclinazione analoga delle curve nei tre principali mercati induce a chiedersi se negli ultimi anni il contenuto informativo delle strutture a termine non si sia modificato.

In misura ancor maggiore rispetto a quanto osservato per i mercati azionari, l'attacco terroristico del 7 luglio a Londra sembra aver prodotto effetti solo transitori per i mercati del reddito fisso. Sebbene si sia osservata un'eccezionale volatilità infragiornaliera negli Stati Uniti e nell'area dell'euro e un'iniziale flessione dei rendimenti indotta dalla "fuga verso la sicurezza", i cali giornalieri infine osservati sono stati piuttosto modesti (rispettivamente nell'ordine di 1 e 4 punti base per il Treasury e il Bund decennali). Gli attentati londinesi di due settimane dopo non hanno pressoché avuto effetti sul mercato.

Le reazioni sono state più marcate di fronte alla rivalutazione del renminbi annunciata il 21 luglio. In quest'occasione, nel giro di poche ore le speculazioni sulla possibilità che il provvedimento potesse contrarre significativamente la domanda di titoli del Tesoro USA hanno innalzato di quasi 10 punti base il rendimento del titolo decennale. Per contro, il rendimento del Bund è calato di quasi 3 punti base in previsione di una propagazione di tale effetto di domanda. Tuttavia, l'impatto della rivalutazione cinese è stato di breve durata, poiché ha continuato a esservi incertezza circa l'andamento futuro del renminbi dopo il cambiamento di regime valutario e la misura in cui tale cambiamento comporterebbe una riduzione della domanda di attività in dollari (cfr. il riquadro a pag. 8).

La rivalutazione del renminbi produce effetti solo passeggeri

2. Il mercato bancario internazionale

Nel primo trimestre 2005 le attività hanno registrato un'impennata. Sia i prestiti interbancari nel segmento in euro del mercato sia i crediti al settore non bancario negli Stati Uniti sono cresciuti sensibilmente. Inoltre, le banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a incanalare fondi verso soggetti non bancari del Regno Unito e dei centri offshore, dove l'attività finanziaria non bancaria è considerevole. Il credito verso tali prenditori ha alimentato notevolmente i flussi creditizi complessivi negli ultimi trimestri, concorrendo per il 40% all'incremento totale dei prestiti al settore non bancario a livello mondiale da fine 2002. Sebbene i dati sulle posizioni aggregate delle banche verso i centri offshore rispecchino numerosi tipi di attività finanziaria, difficili da discernere, vi sono indicazioni secondo cui gli hedge fund potrebbero aver contribuito all'aumento dei prestiti a soggetti non bancari in talune aree.

I mercati emergenti hanno registrato un afflusso netto di fondi piuttosto ingente, riconducibile al maggiore credito internazionale verso le banche dell'Asia-Pacifico, una regione che dal 2001 registra con una certa regolarità cospicui afflussi netti trimestrali, malgrado l'aumento degli avanzi correnti in molti dei paesi che ne fanno parte. In America latina i fondi depositati all'estero hanno surclassato l'incremento delle attività verso la regione, causando flussi netti in uscita. Altrove, le banche in Russia sono state all'origine di un deflusso netto dall'Europa emergente, prodottosi nonostante la forte crescita degli impieghi verso i prenditori nei nuovi paesi membri della UE. Dal 2002 lo stock delle attività nette delle banche dichiaranti nei confronti dell'America latina e dell'Europa emergente si è mosso in sintonia con i saldi di parte corrente dei paesi di tali regioni.

In molti mercati emergenti è in aumento la presenza di banche che hanno sede all'estero. Le stime indicano che la quota del credito bancario totale erogata da istituti esteri va espandendosi dal 1995 in America latina e nell'Europa emergente, mentre è rimasta comparativamente modesta nell'Asia-Pacifico.

L'attività interbancaria traina la crescita del credito

I crediti internazionali hanno segnato un balzo nel primo trimestre 2005, soprattutto per effetto dell'aumento dell'attività interbancaria nel segmento in euro e dei maggiori impieghi verso prenditori non bancari negli Stati Uniti e nei

| Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------|--------------|-------------------------|
| variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹ | | | | | | | | |
| | 2003 | 2004 | 2004 | | | | 2005 | Stock a fine marzo 2005 |
| | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | |
| Attività internazionali totali | 1 076,7 | 2 262,0 | 1 228,8 | 240,0 | 227,2 | 565,9 | 1 040,1 | 19 792,6 |
| settore bancario | 530,6 | 1 344,7 | 819,8 | 191,3 | -5,4 | 339,1 | 602,1 | 12 552,8 |
| settore non bancario | 546,1 | 917,3 | 409,0 | 48,8 | 232,6 | 226,8 | 438,0 | 7 239,8 |
| Prestiti: settore bancario | 453,4 | 911,0 | 607,5 | 130,1 | -105,4 | 278,8 | 372,1 | 10 605,1 |
| settore non bancario | 277,9 | 439,3 | 271,9 | -25,8 | 57,5 | 135,7 | 261,8 | 3 740,7 |
| Titoli: settore bancario | 75,6 | 265,6 | 190,8 | 51,0 | -11,1 | 35,0 | 112,8 | 1 378,5 |
| settore bancario | 208,5 | 362,1 | 118,5 | 33,5 | 162,8 | 47,3 | 113,0 | 3 004,5 |
| Attività totali per valuta | | | | | | | | |
| Dollaro USA | 580,7 | 1 113,1 | 618,8 | 61,5 | 9,6 | 423,1 | 267,0 | 8 315,5 |
| Euro | 502,7 | 808,4 | 400,1 | 81,0 | 202,4 | 125,0 | 584,6 | 7 884,8 |
| Yen | -127,2 | 96,3 | -21,5 | 50,7 | 36,8 | 30,2 | -29,8 | 1 059,3 |
| Altre valute ² | 120,5 | 244,2 | 231,4 | 46,8 | -21,6 | -12,4 | 218,2 | 2 533,1 |
| Settore non bancario, per residenza del mutuatario | | | | | | | | |
| Economie avanzate | 452,3 | 673,8 | 362,0 | 29,6 | 131,1 | 151,1 | 371,0 | 5 628,4 |
| Area dell'euro | 157,6 | 239,3 | 151,1 | 33,2 | 11,0 | 44,1 | 110,8 | 2 476,3 |
| Giappone | 38,4 | 73,3 | 0,1 | 21,4 | 15,6 | 36,3 | -32,8 | 230,3 |
| Stati Uniti | 172,5 | 164,6 | 105,1 | -25,1 | 38,9 | 45,7 | 207,0 | 1 871,5 |
| Centri offshore | 100,0 | 238,8 | 41,6 | 33,8 | 106,0 | 57,4 | 55,8 | 936,9 |
| Economie emergenti | 6,1 | 50,4 | 24,5 | 2,3 | 1,2 | 22,4 | 17,8 | 625,9 |
| Non classificate ³ | -13,5 | -40,7 | -15,8 | -14,3 | -6,2 | -4,3 | -6,9 | 20,2 |
| <i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i> | <i>415,1</i> | <i>221,0</i> | <i>188,6</i> | <i>34,2</i> | <i>3,2</i> | <i>-5,0</i> | <i>231,2</i> | <i>2 919,0</i> |

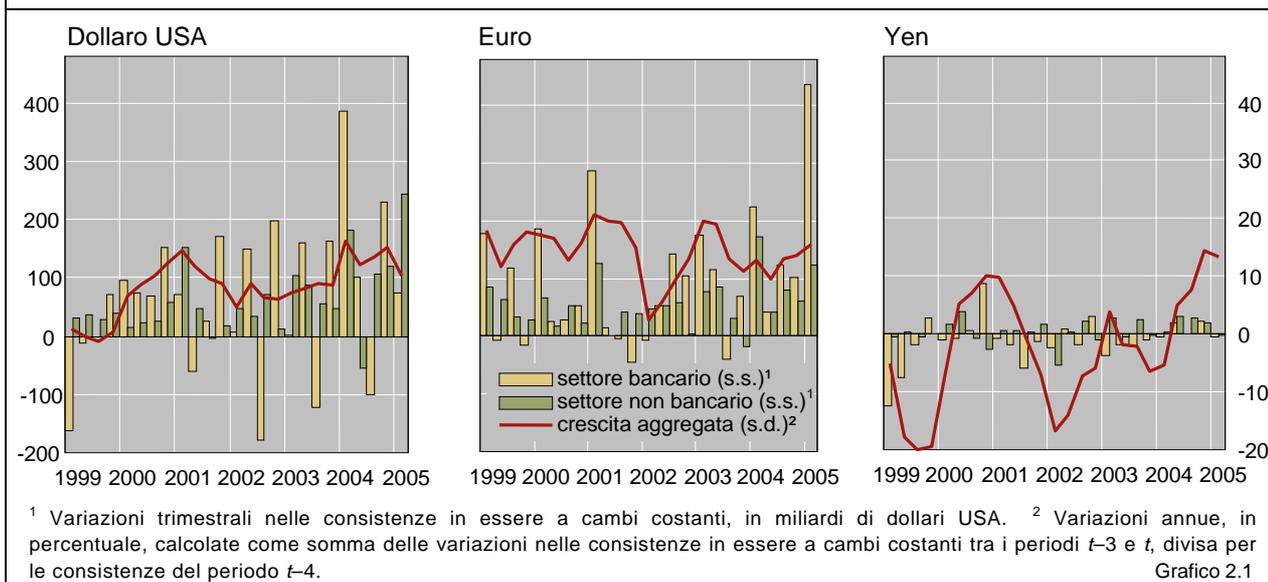
¹ Non deperate degli effetti stagionali. ² Comprese quelle non classificate. ³ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁴ Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

centri offshore. Le attività totali sono salite di \$1,0 trilioni, a \$19,8 trilioni (tabella 2.1), facendo registrare il secondo maggiore aumento trimestrale da quando la BRI ha iniziato a compilare queste statistiche. L'espansione trimestrale più ingente si era verificata nel 2004; di conseguenza, la crescita delle attività rispetto al corrispondente periodo di quell'anno è di fatto scesa nel primo trimestre 2005 al 12%, dal 14% del periodo precedente.

Oltre la metà dell'incremento trimestrale degli impieghi totali è il frutto dell'attività interbancaria, che a livello mondiale è salita di \$602 miliardi, con una crescita particolarmente forte nel segmento dell'euro (grafico 2.1). Le attività in euro sono aumentate di \$467 miliardi, rispecchiando i maggiori prestiti alle banche nell'area dell'euro e nel Regno Unito, dovuti in parte a operazioni intragruppo: le banche tedesche, olandesi e francesi hanno tutte trasferito fondi da dipendenze nel Regno Unito a filiazioni in altri paesi.

Cresce notevolmente l'attività interbancaria in euro

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



Attività degli hedge fund nei Caraibi e negli Stati Uniti

L'incremento dei prestiti verso soggetti non bancari nei centri offshore ...

Le attività verso soggetti non bancari hanno segnato una forte espansione in seguito all'aumento del credito a mutuatari negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore. In particolare, mai da quando vengono compilate le statistiche BRI l'incremento trimestrale dei prestiti al settore non bancario statunitense era stato così elevato (\$185 miliardi). Tali prestiti sono stati erogati per la maggior parte dalle banche nel Regno Unito e nei centri offshore dei Caraibi, probabilmente a istituti finanziari non bancari (come società di intermediazione mobiliare e hedge fund). Anche gli impieghi verso soggetti non bancari *situati* nel Regno Unito e nei centri offshore dei Caraibi – aree contraddistinte da una notevole attività finanziaria non bancaria – sono saliti, concorrendo per quasi un terzo all'incremento totale degli impieghi verso il settore non bancario.

... è in linea con le tendenze di più lungo periodo ...

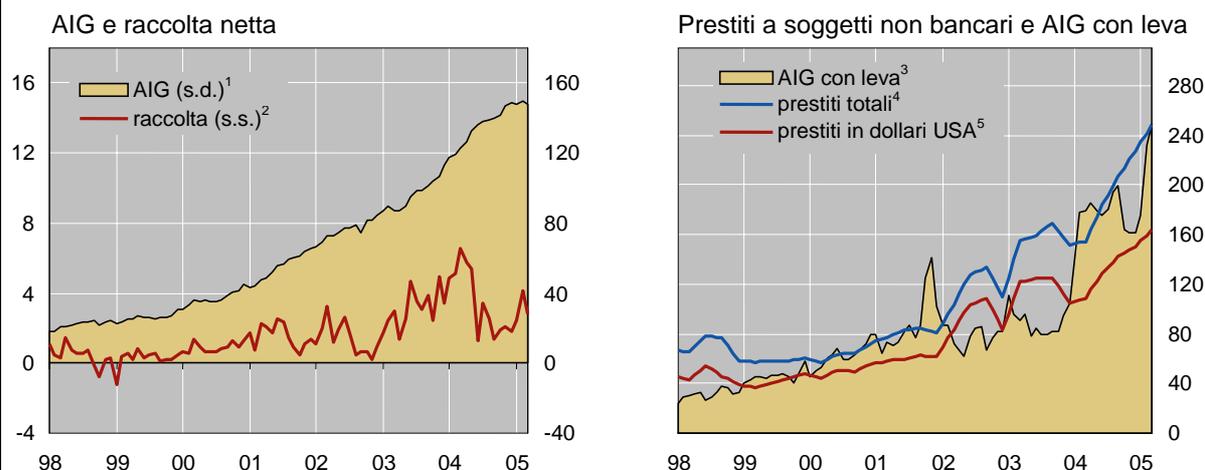
Nel più lungo periodo, lo stock dei prestiti in essere verso prenditori non bancari in queste tre aree è fortemente aumentato, assumendo un ruolo preminente nella dinamica trimestrale degli impieghi totali negli ultimi anni. Ad esempio, da fine 1999 i prestiti delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari nei centri offshore e nel Regno Unito sono saliti del 169%, toccando \$1 trilione nell'ultimo trimestre¹. Analogamente, i prestiti internazionali a mutuatari non bancari negli Stati Uniti sono cresciuti ogni trimestre, salvo tre, per un incremento totale di oltre \$560 miliardi (ossia del 110%). Ciò contrasta nettamente con l'aumento complessivo relativamente modesto osservato in quel periodo per il credito erogato a questi stessi mutuatari sull'interno².

¹ In termini di stock, essi rappresentavano il 27% dei prestiti totali al settore non bancario a livello mondiale nel primo trimestre 2005, dal 18% del 1999.

² Le consistenze in essere di prestiti alle imprese commerciali e industriali contabilizzati da banche residenti negli Stati Uniti erano pari a \$964 miliardi nel primo trimestre 2005, in rialzo

Attività degli hedge fund nelle Isole Cayman

in miliardi di dollari USA



¹ Attività in gestione (AIG) totali dei 1 175 hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman ricompresi nella banca dati di Hedge Fund Research (HFR). ² Raccolta netta stimata di hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman. Si presume che i fondi non più presenti nella banca dati di HFR abbiano interrotto le segnalazioni; essi non vengono pertanto considerati nel calcolo a partire dal mese in cui non figurano più nella banca dati. ³ La stima delle AIG con leva si basa sulla procedura descritta in P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005. Il grado di leva viene stimato separatamente per le diverse famiglie di hedge fund regredendo i rendimenti dei fondi su vari fattori di rischio basati sul mercato impiegando una finestra mobile di 24 mesi. Tale stima costituisce un indicatore grezzo sia del grado di leva assunto in bilancio tramite indebitamento (*balance sheet leverage*), sia di quello fuori bilancio ottenuto per esempio tramite strumenti derivati (*instrument leverage*), e non permette di operare una distinzione tra i due. Le AIG con leva per una data famiglia di fondi sono il prodotto fra le AIG totali (media della finestra di 24 mesi) e il grado di leva stimato. Le AIG con leva totali sono ottenute sommando i valori per le singole famiglie. ⁴ Prestiti transfrontalieri erogati da banche dichiaranti alla BRI (escluse quelle in Giappone) in qualunque valuta a mutuatari non bancari nelle Isole Cayman. ⁵ Prestiti internazionali erogati da banche dichiaranti alla BRI (escluse quelle in Giappone) in dollari USA a mutuatari non bancari nelle Isole Cayman.

Fonti: HFR; elaborazioni BRI.

Grafico 2.2

Nel complesso gli impieghi internazionali verso i soggetti non bancari nelle Isole Cayman e negli Stati Uniti riflettono vari tipi di attività economica, il che rende praticamente impossibile individuare con certezza le determinanti dei loro flussi trimestrali. Ad esempio, le Isole Cayman ospitano diverse attività, fra cui gestori di fondi, hedge fund, operatori di finanza strutturata e assicurazioni³, tutte classificate come soggetti non bancari nell'ambito delle statistiche BRI. Similmente, i prestiti internazionali a mutuatari non bancari negli Stati Uniti comprendono sia i prestiti a imprese e famiglie, sia quelli a società mobiliari e hedge fund.

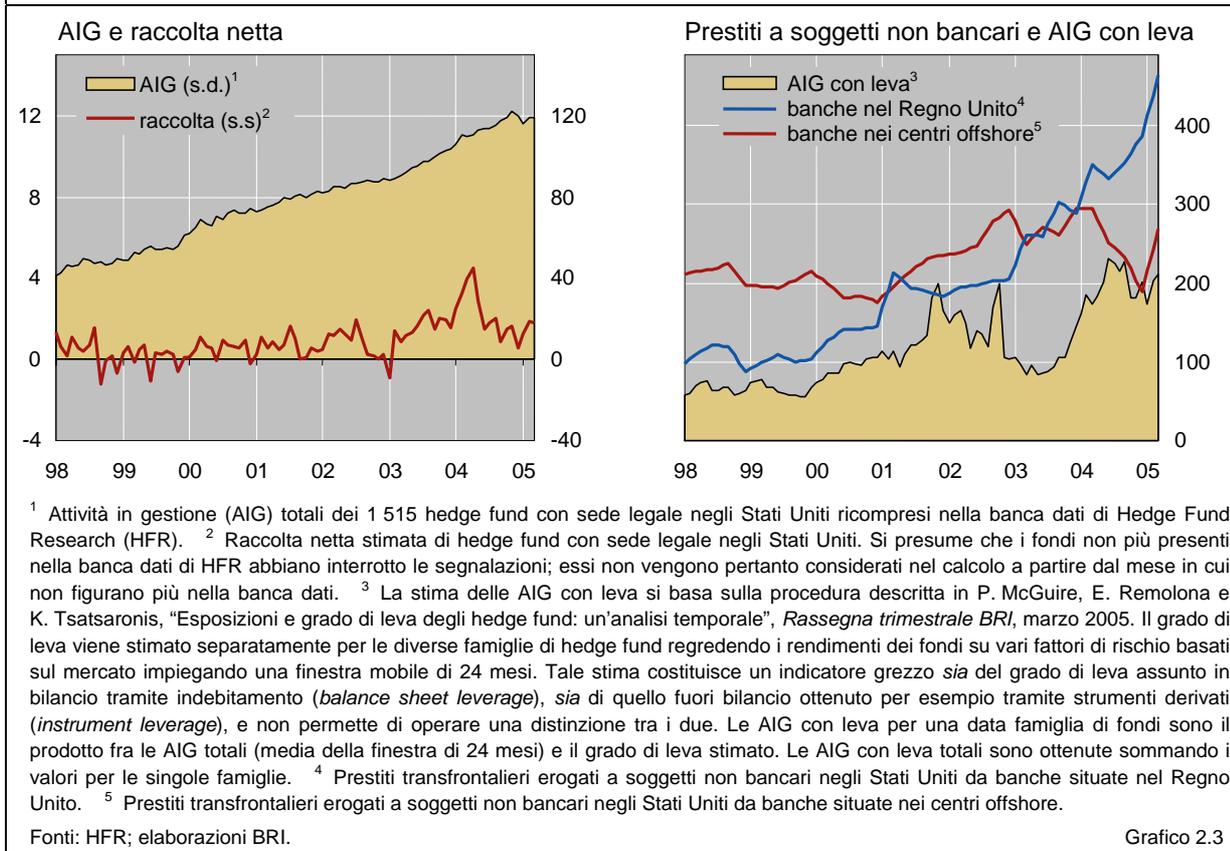
In entrambe le aree, tuttavia, l'attività degli hedge fund è cresciuta notevolmente da fine 1999. I dati di Hedge Fund Research (HFR), che rilevano i rendimenti mensili e le attività in gestione (AIG) per un vasto campione di

di \$36 miliardi dal livello di fine 1999. Questi prestiti erano scesi tra gli inizi del 2001 e la metà del 2004, ma sono andati aumentando da allora. Nel primo trimestre 2005 essi sono saliti di \$32 miliardi. Tali dati possono sottostimare i prestiti totali alle imprese commerciali e industriali negli Stati Uniti perché escludono i crediti contabilizzati offshore. Cfr. R. McCauley e R. Seth, "Foreign bank credit to U.S. corporations: the implications of offshore loans", *FRBNY Quarterly Review*, primavera, 1992.

³ Cfr. E. Dixon, "Financial flows via offshore financial centres", Bank of England, *Financial Stability Review*, giugno 2001.

Attività degli hedge fund negli Stati Uniti

in miliardi di dollari USA



fondi⁴, indicano che le AIG totali degli hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman sono quasi quadruplicate da fine 1999. Del pari, quelle degli hedge fund negli Stati Uniti sono quasi raddoppiate nello stesso periodo (grafici 2.2 e 2.3, diagrammi di sinistra).

Su orizzonti temporali più brevi vi sono anche indicazioni indirette secondo cui l'uso della leva finanziaria da parte degli hedge fund, unitamente all'incremento delle AIG, potrebbe aver contribuito all'aumento dei prestiti verso i soggetti non bancari in queste aree. Come illustrato dal diagramma di destra del grafico 2.2, la crescita dei prestiti verso tali mutuatari nelle Isole Cayman è aumentata, per gradi, dopo il 2003. Parallelamente, le stime del grado di leva impiegato dagli hedge fund nelle stesse Isole – approssimato da un indicatore della sensibilità dei loro rendimenti a diversi fattori di rischio⁵ –

⁴ La banca dati di HFR non comprende la totalità degli hedge fund e, pertanto, sottostima le AIG e la raccolta totali.

⁵ La regressione dell'analisi di stile che genera la stima del grado di leva è illustrata in dettaglio in P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005. La stima costituisce un indicatore grezzo sia del grado di leva assunto in bilancio tramite indebitamento (*balance sheet leverage*), sia di quello fuori bilancio ottenuto per esempio tramite strumenti derivati (*instrument leverage*), e non permette di operare una distinzione tra i due. Successivamente alla pubblicazione la procedura statistica è stata affinata; attualmente incorpora fattori di rischio addizionali e si basa su una specificazione empirica a effetti fissi.

... e potrebbe in parte riflettere un accresciuto ricorso alla leva finanziaria da parte degli hedge fund

sono andate aumentando da verso la fine del 2003. Ciò ha determinato un incremento dell'ammontare totale *stimato* delle *AIG con leva* nelle Isole Cayman, sostanzialmente in linea con l'aumento dei prestiti delle banche dichiaranti alla BRI. Una tendenza analoga, sebbene meno chiara, si riscontra negli Stati Uniti, dove la fluttuazione osservabile dal 2003 nelle AIG con leva degli hedge fund aventi sede legale nel paese si è pressoché accompagnata al rialzo dei prestiti di banche nel Regno Unito e al conseguente calo di quelli convogliati da banche nei centri offshore (grafico 2.3, diagramma di destra).

Gli afflussi all'Asia-Pacifico superano i deflussi da altre regioni

Nel primo trimestre 2005 i mercati emergenti hanno registrato un afflusso netto di fondi relativamente cospicuo derivante dal consistente incremento delle attività internazionali delle banche dichiaranti verso omologhe nella regione Asia-Pacifico. Viceversa, gli ingenti collocamenti di depositi all'estero da parte di banche in America latina e nell'Europa emergente hanno determinato deflussi netti da queste regioni. La relazione di più lungo periodo fra le attività nette verso le economie emergenti e i saldi di parte corrente di queste ultime fornisce indicazioni sulla misura in cui le variazioni delle posizioni sull'estero vengono intermedate dalle banche dichiaranti alla BRI.

La tendenza alla raccolta di dollari USA da parte delle banche nella regione Asia-Pacifico, in atto da metà 2002, è proseguita nel trimestre in esame. Gli impieghi totali verso la regione sono cresciuti di \$34 miliardi, a \$442 miliardi. In particolare, quelli verso le banche in Cina sono saliti di \$9 miliardi, raggiungendo quota \$77 miliardi, dal minimo di \$31 miliardi toccato dopo la crisi asiatica nel secondo trimestre 2002. I nuovi crediti alle banche hanno prodotto un incremento degli impieghi totali anche verso Corea e Taiwan (Cina)⁶. Questa rapida crescita ha interessato le attività in dollari USA verso il settore bancario⁷, mentre quelle sia verso soggetti non bancari, sia verso banche ma in altre valute sono relativamente stabili dal 2002. Le passività per depositi nei confronti dell'Asia-Pacifico non hanno subito variazioni di rilievo nel primo trimestre di quest'anno. Il settore bancario della regione, comprese le banche centrali, ha rimpatriato \$8 miliardi di fondi benché le consistenze delle riserve valutarie collocate presso banche all'estero siano rimaste stabili per molti paesi (come Corea, India, Malaysia e Thailandia). Le banche in Corea e a Taiwan hanno ridotto i depositi all'estero – principalmente in dollari USA – per complessivi \$9 miliardi, mentre gli istituti in Malaysia e in Thailandia li hanno accresciuti.

A differenza dell'Asia-Pacifico, altri mercati emergenti hanno registrato deflussi netti. Per quanto riguarda l'America latina, le banche in Brasile e

Le banche dichiaranti convogliano dollari USA verso banche dell'Asia-Pacifico

⁶ Di seguito, Taiwan.

⁷ Al segmento del dollaro USA si deve l'88% dell'incremento del credito verso banche della regione Asia-Pacifico dal terzo trimestre 2001. Tale quota sale al 96% se si considerano anche gli impieghi verso Hong Kong SAR e Singapore, che nelle statistiche BRI vengono classificati come centri offshore.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA

| | Posizioni delle banche ¹ | 2003 | 2004 | 2004 | | | | 2005 | Stock a fine marzo 2005 |
|-----------------------------------|-------------------------------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------------|
| | | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | |
| Totale ² | Attività | 64,9 | 131,6 | 67,9 | 26,0 | 1,6 | 36,2 | 76,1 | 1 256,9 |
| | Passività | 72,3 | 201,1 | 107,2 | 20,8 | 49,7 | 23,3 | 63,2 | 1 510,5 |
| Argentina | Attività | -8,5 | -5,3 | -2,6 | -1,1 | -0,8 | -0,7 | -0,8 | 17,9 |
| | Passività | -0,8 | -0,3 | 0,3 | 0,1 | -0,3 | -0,5 | -0,3 | 24,3 |
| Brasile | Attività | -7,2 | -7,4 | 1,8 | -4,0 | -2,1 | -3,1 | 4,5 | 81,6 |
| | Passività | 14,4 | -4,8 | 5,0 | -3,6 | -7,0 | 0,9 | 13,6 | 66,1 |
| Cina | Attività | 13,5 | 24,0 | 13,9 | 9,9 | -3,1 | 3,2 | 10,0 | 101,5 |
| | Passività | -6,4 | 25,8 | 21,6 | 20,3 | -2,6 | -13,5 | -3,4 | 114,6 |
| Corea | Attività | -1,0 | 12,6 | 14,3 | -8,6 | 0,8 | 6,1 | 8,8 | 98,9 |
| | Passività | 7,3 | 13,8 | 21,7 | -4,9 | 2,9 | -5,9 | -4,6 | 49,5 |
| Indonesia | Attività | -4,6 | 0,4 | 0,3 | -0,9 | 0,2 | 0,7 | -0,7 | 30,2 |
| | Passività | 0,2 | -2,3 | -0,2 | -1,3 | -0,1 | -0,6 | 0,1 | 10,5 |
| Messico | Attività | -0,7 | -0,8 | 7,5 | -0,6 | -6,7 | -1,0 | 4,4 | 69,9 |
| | Passività | 6,2 | -4,7 | 4,0 | -0,7 | -6,4 | -1,6 | 2,0 | 59,7 |
| Polonia | Attività | 3,3 | 5,9 | 2,4 | 2,0 | 1,5 | -0,1 | 5,5 | 46,6 |
| | Passività | -0,1 | 11,3 | 3,0 | 3,9 | -0,2 | 4,6 | 1,6 | 32,3 |
| Rep. ceca | Attività | 3,7 | 2,7 | -1,7 | 0,8 | 0,4 | 3,1 | 0,7 | 24,0 |
| | Passività | -2,4 | 0,8 | -2,6 | 2,5 | -0,6 | 1,5 | -0,8 | 10,3 |
| Russia | Attività | 12,1 | 8,9 | 3,4 | -0,3 | -1,8 | 7,6 | 3,3 | 65,4 |
| | Passività | 16,2 | 23,9 | 5,0 | 7,8 | 5,5 | 5,6 | 28,1 | 110,7 |
| Sudafrica | Attività | -1,2 | 0,4 | -0,1 | 0,5 | -0,3 | 0,3 | -0,2 | 19,3 |
| | Passività | 9,5 | 6,8 | 4,1 | 1,9 | 0,7 | 0,1 | 0,5 | 40,0 |
| Thailandia | Attività | -1,6 | 0,2 | -1,0 | -0,4 | 1,7 | -0,1 | 0,5 | 20,0 |
| | Passività | 5,7 | 2,4 | -1,5 | 1,2 | 1,7 | 1,0 | 2,6 | 23,1 |
| Turchia | Attività | 5,3 | 9,1 | 4,2 | 3,4 | 0,0 | 1,5 | 2,9 | 57,5 |
| | Passività | -0,4 | 6,9 | 2,9 | 0,9 | 1,1 | 2,0 | -1,5 | 26,2 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | | |
| nuovi paesi della UE ³ | Attività | 20,9 | 30,3 | 3,9 | 6,6 | 8,4 | 11,5 | 15,1 | 175,5 |
| | Passività | -0,4 | 17,4 | 3,2 | 4,8 | 0,0 | 9,4 | 0,7 | 84,3 |
| membri OPEC | Attività | -6,5 | 21,4 | 9,2 | 1,7 | 4,9 | 5,6 | 5,3 | 161,7 |
| | Passività | -14,9 | 34,5 | 16,4 | -1,7 | 24,1 | -4,2 | 8,6 | 298,2 |

¹ Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. ² Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. ³ Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Tabella 2.2

Le banche in Russia continuano a collocare fondi all'estero

Venezuela hanno incrementato i fondi collocati presso banche dichiaranti, più che compensando l'aumento delle attività verso banche in Brasile e soggetti non bancari in Messico e producendo un deflusso netto di \$8 miliardi dalla regione. Nell'Europa emergente il consistente collocamento di depositi (\$28 miliardi) presso banche dichiaranti da parte di istituti bancari in Russia ha

superato i nuovi prestiti accordati a mutuatari di altri paesi della regione, determinando un deflusso netto di \$6 miliardi⁸. Il crescente avanzo di conto corrente della Russia fa del paese un caso isolato rispetto alle altre economie emergenti europee, deficitarie. Dopo l'inadempienza sovrana del 1998 il settore bancario russo ha accumulato considerevoli depositi all'estero; le corrispondenti passività delle banche dichiaranti alla BRI si sono accresciute di un fattore pari a 15 dal terzo trimestre 1998, portandosi a \$101,6 miliardi nel periodo in rassegna. Solo una parte di questo incremento riflette collocamenti della banca centrale⁹.

Lo stock delle attività nette delle banche dichiaranti alla BRI può essere influenzato dalle variazioni nelle posizioni esterne dei paesi mutuatari. In generale, i movimenti delle attività nette verso un determinato paese riflettono la redistribuzione dei saldi di parte corrente e le variazioni dello stock delle riserve ufficiali depositate presso banche all'estero. Questo nesso è stato particolarmente evidente in America latina e nell'Europa emergente negli ultimi anni. Il protratto calo delle attività nette verso l'America latina è cominciato all'indomani dell'inadempienza argentina, in concomitanza con il passaggio a una situazione di avanzo di parte corrente (grafico 2.4, diagramma di sinistra)¹⁰. Ciò contrasta con il periodo fra la fine del 1998 e il 2001, durante il quale la minore esposizione delle banche estere verso la regione si era associata al finanziamento dei ricorrenti deficit da parte di altri intermediari finanziari. Nell'Europa emergente lo stock di attività nette verso i nuovi Stati membri della UE ha continuato ad aumentare nel primo trimestre 2005, proseguendo una tendenza osservabile dal terzo trimestre 2002, quando è divenuto chiaro che questi paesi avrebbero aderito all'Unione europea (grafico 2.4, diagramma centrale)¹¹. Da allora l'esposizione delle banche dichiaranti ha ricalcato gli andamenti dei deficit di parte corrente nella regione, che in precedenza erano stati finanziati principalmente attraverso investimenti diretti esteri.

A differenza dell'America latina e dell'Europa emergente, nella regione Asia-Pacifico il comovimento fra attività nette e saldi sull'estero osservabile fra

Le attività nette verso i mercati emergenti riflettono le posizioni esterne dei mutuatari

⁸ I nuovi crediti a mutuatari nei paesi di recente adesione alla UE hanno contribuito a un incremento relativamente elevato (\$23 miliardi) delle attività verso l'Europa emergente.

⁹ I depositi della banca centrale costituiscono attualmente il 53% dello stock di passività di deposito delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti del settore bancario russo. Essi rappresentavano pressoché un terzo (\$9,3 miliardi) dell'incremento di tali passività nel primo trimestre 2005. Al tempo stesso, le disponibilità della banca centrale russa in titoli sono calate di \$4,4 miliardi. Cfr. anche il grafico 2 in R. McCauley, "Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti", in questa *Rassegna trimestrale*.

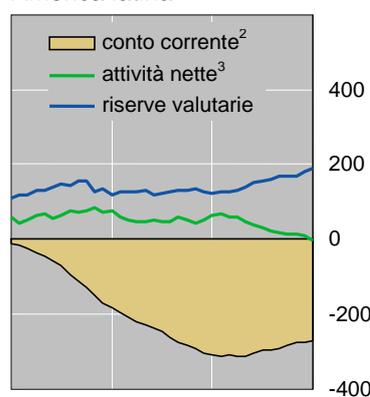
¹⁰ Le riserve valutarie dei paesi dell'America latina hanno cominciato a espandersi nel 2002, principalmente per effetto dell'investimento in titoli.

¹¹ Nel novembre 2002 ha avuto luogo il referendum irlandese sul Trattato di Nizza, che con il suo esito positivo ha di fatto sancito l'irreversibilità del processo di adesione. Da allora l'afflusso di fondi verso l'Europa centrale è stato favorito dalla sempre più diffusa presenza di soggetti dell'Europa occidentale a capo delle banche nei paesi aderenti.

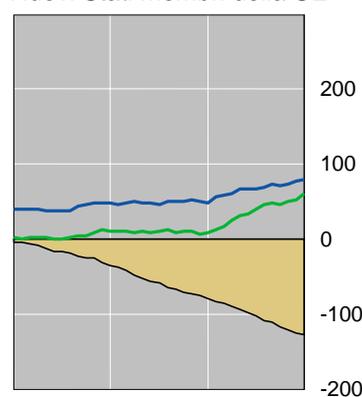
Attività nette verso i mercati emergenti e loro posizioni sull'estero

in miliardi di dollari USA

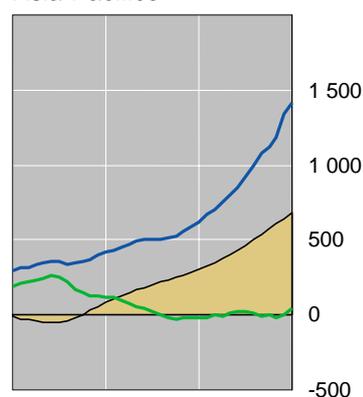
America latina¹



Nuovi Stati membri della UE⁴



Asia-Pacifico⁵



¹ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. ² Saldo cumulativo di conto corrente a partire dal 4° trimestre 1995. ³ Stock totale di attività nette delle banche dichiaranti alla BRI. ⁴ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁵ Cina (segnalazioni annuali; la conversione alla frequenza mensile postula che i flussi siano equamente distribuiti nel corso di ciascun anno), Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia (a partire dal 1° trimestre 1997), Taiwan (Cina) e Thailandia.

Fonti: FMI; BRI.

Grafico 2.4

il 1996 e il 2001 negli ultimi anni si è indebolito. L'aumento degli impieghi in dollari USA verso il settore bancario (cui si è accennato in precedenza) non solo ha arrestato, ma ha persino invertito il calo dello stock di attività nette verso la regione (grafico 2.4, diagramma di destra). Tali afflussi, registrati in un contesto di sostenuti avanzi di parte corrente e interventi ufficiali sul mercato dei cambi, hanno contribuito alla ripresa della crescita delle riserve valutarie dei paesi dell'Asia-Pacifico.

Presenza delle banche estere in importanti mercati emergenti

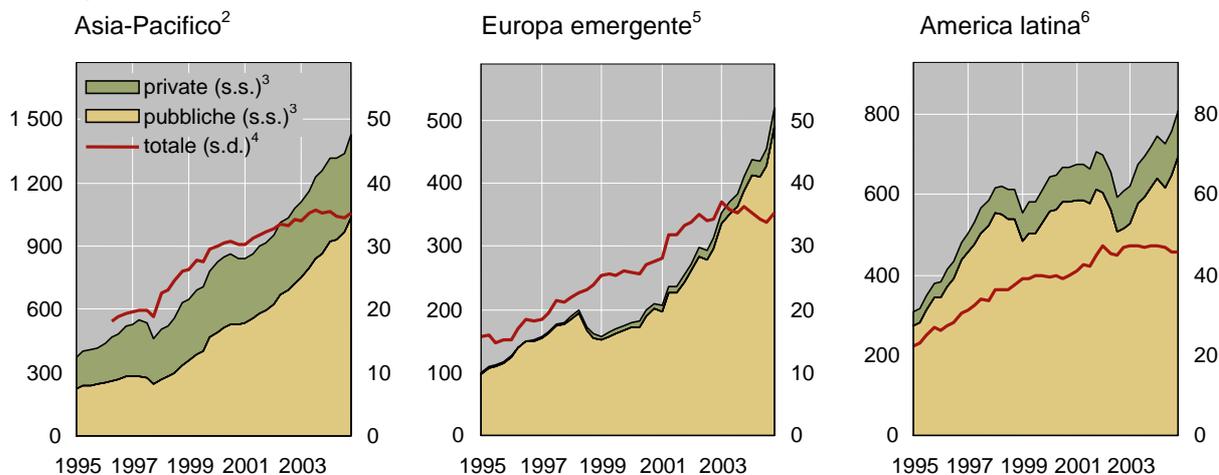
La deregolamentazione, la liberalizzazione dei movimenti di capitale dalla fine degli anni ottanta e lo sviluppo dei mercati obbligazionari nazionali hanno determinato importanti cambiamenti nella struttura del finanziamento delle imprese e dei governi in numerosi mercati emergenti. In alcuni paesi ciò ha ridotto l'importanza complessiva del finanziamento *mediante prestiti* rispetto al finanziamento *mediante titoli di debito*. Tuttavia, in tutte le regioni emergenti le banche rimangono la fonte primaria di finanziamento del *debito* dei soggetti non bancari. Sebbene l'aumento delle emissioni obbligazionarie nazionali e internazionali abbia permesso ai prenditori non bancari di accedere a una gamma più ampia di investitori, le banche continuano a fornire gran parte del credito attraverso il prestito o l'acquisto diretto di obbligazioni (grafico 2.5).

Più avanti vengono proposti due indicatori del grado di penetrazione delle banche estere (ossia con sede all'estero) nei mercati del credito (bancario) nazionali. Essi possono far luce sulle tendenze di più lungo periodo, in

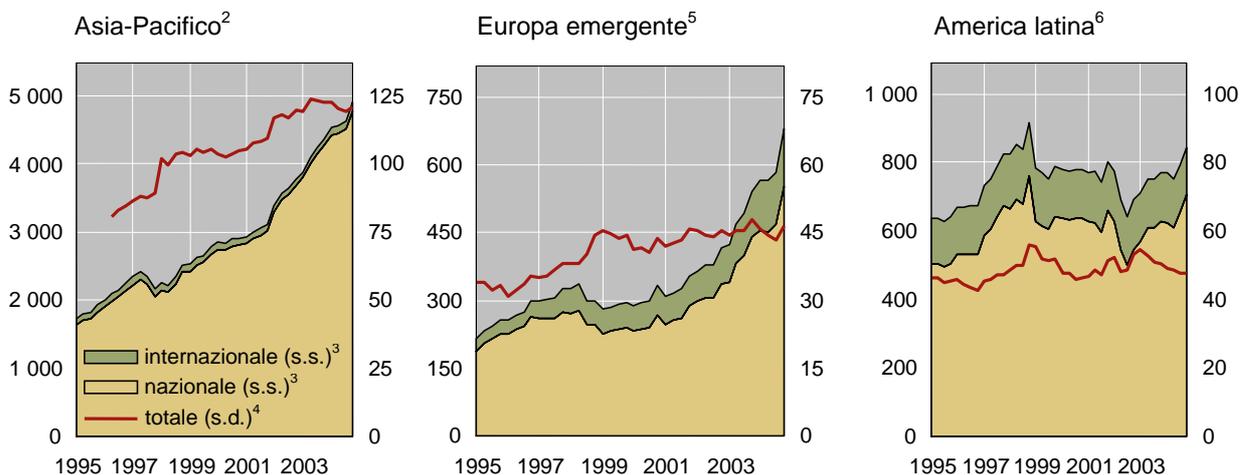
La quota delle banche estere nei mercati creditizi nazionali ...

Credito al settore non bancario, in base alla regione¹

Obbligazioni in essere



Credito bancario



¹ Dati fino al 4° trimestre 2004. ² Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Thailandia e Taiwan (Cina). ³ In miliardi di dollari USA. ⁴ In percentuale del PIL. ⁵ Polonia, Repubblica ceca, Russia, Ungheria e Turchia. ⁶ Brasile, Cile, Messico e Venezuela.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

Grafico 2.5

particolare sull'integrazione dei sistemi bancari nazionali e sulla crescita dei prestiti locali concessi da banche estere. Questi aspetti sono discussi anche con riferimento ai dati sui prestiti consorziali nel riquadro a pagina 33.

Nel complesso gli indicatori rivelano che la quota delle banche estere sul credito bancario totale verso soggetti *non bancari* è fortemente aumentata dopo il 1995 nelle economie sia dell'Europa emergente sia dell'America latina, senza peraltro crescere ulteriormente negli ultimi anni. Nella regione Asia-Pacifico, dove i sistemi finanziari nazionali sono molto più ampi e sviluppati (grafico 2.5), le banche estere erogano una porzione relativamente modesta del credito bancario totale al settore non bancario, seppure con importanti differenze da paese a paese.

*Indicatori della partecipazione delle banche estere ai mercati nazionali*¹²

Le due misure qui proposte fungono da indicatori del grado e della natura del finanziamento da parte di banche estere a residenti non bancari di un determinato paese. Il primo indicatore coglie l'importanza dell'attività bancaria transfrontaliera diretta, od "offshore", per il mercato creditizio nazionale. Questa forma di finanziamento, erogato o quantomeno contabilizzato da dipendenze di banche estere situate al di fuori del paese di residenza del mutuatario, non viene generalmente colta dalle statistiche bancarie nazionali. In particolare, l'indicatore è dato dal rapporto tra il credito bancario transfrontaliero (XB) e il credito totale al settore non bancario, ossia $XB/(XB+DC)$. Il denominatore del rapporto è la somma del credito transfrontaliero (XB) e di quello interno (DC), e include sia i prestiti sia i titoli¹³. Come illustrato nell'edizione di giugno 2005 della *Rassegna trimestrale BRI*, negli ultimi due decenni l'importanza dell'attività bancaria transfrontaliera nei paesi sviluppati è cresciuta.

Il secondo indicatore coglie la partecipazione delle banche estere in modo probabilmente più completo, incorporando i prestiti concessi localmente da banche estere, ossia quelli erogati dalle dipendenze situate nel paese di residenza del mutuatario. Esso è dato dal rapporto tra, al numeratore, la *somma* degli impieghi locali e quelli transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI verso il settore non bancario e, al denominatore, il credito bancario totale a questo settore, ossia da $(INT + LL)/(XB + DC)$ ¹⁴. Al numeratore, le attività internazionali (INT) comprendono i crediti transfrontalieri e quelli locali in valuta estera verso il settore non bancario. Gli impieghi locali in valuta locale (LL) non vengono disaggregati per settore, sicché comprendono anche il credito interbancario. Pertanto, nei grafici seguenti la misura è espressa come un intervallo delimitato dai valori ottenuti includendo ed escludendo LL dal numeratore¹⁵. Una stima puntuale all'interno di questo intervallo è ottenuta applicando a LL la scomposizione settoriale disponibile per le attività

¹² Questi indicatori, esaminati in dettaglio nell'edizione di giugno 2005 della *Rassegna trimestrale BRI*, misurano unicamente la partecipazione delle banche dichiaranti alla BRI. Ciò può portare a una sottostima del grado di partecipazione totale delle banche estere se, ad esempio, in un determinato paese è significativa la presenza di istituti non appartenenti all'area dichiarante. Inoltre, questi indicatori tendono a sottostimare la partecipazione estera complessiva ove, ad esempio, le banche nazionali siano di proprietà di soggetti esteri non bancari (come società di *private equity*).

¹³ Tale misura potrebbe sottostimare il ruolo delle istituzioni estere in quanto non tiene conto dei prestiti locali concessi da loro dipendenze situate nel paese considerato. Nel contempo, essa potrebbe anche sovrastimare il ruolo delle stesse istituzioni estere laddove le dipendenze all'estero di banche nazionali erogano una quota significativa del credito transfrontaliero ricevuto dai mutuatari non bancari interni (è questo un esempio dei cosiddetti "flussi circolari" di prestiti).

¹⁴ Le singole componenti utilizzate per la costruzione dei due indicatori sono convertite in dollari USA a tassi di cambio correnti piuttosto che costanti. Dal punto di vista dei mutuatari questi indicatori rappresentano il valore delle passività contratte nei confronti di banche estere sul valore delle passività totali verso l'insieme delle banche.

¹⁵ Il limite superiore equivale a ipotizzare che tutte le attività locali in valuta locale siano nei confronti del settore non bancario, mentre il limite inferiore, che esclude LL dal numeratore, equivale a ipotizzare che tali attività siano nei confronti di banche.

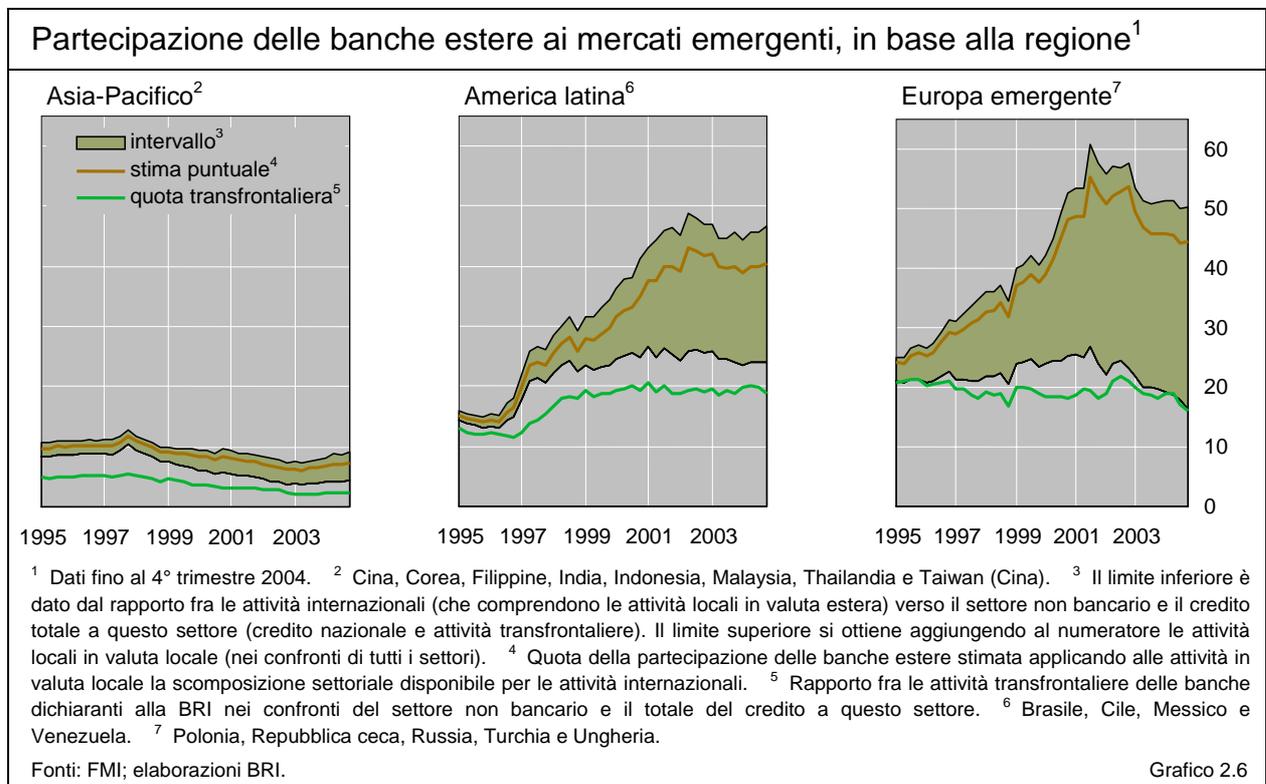
internazionali (*INT*). Sebbene per alcuni paesi questa operazione possa fornire risultati più precisi, essa può risultare fuorviante per i paesi dove le distribuzioni settoriali dei crediti internazionali e di quelli in valuta locale differiscono.

Applicazione degli indicatori ai dati

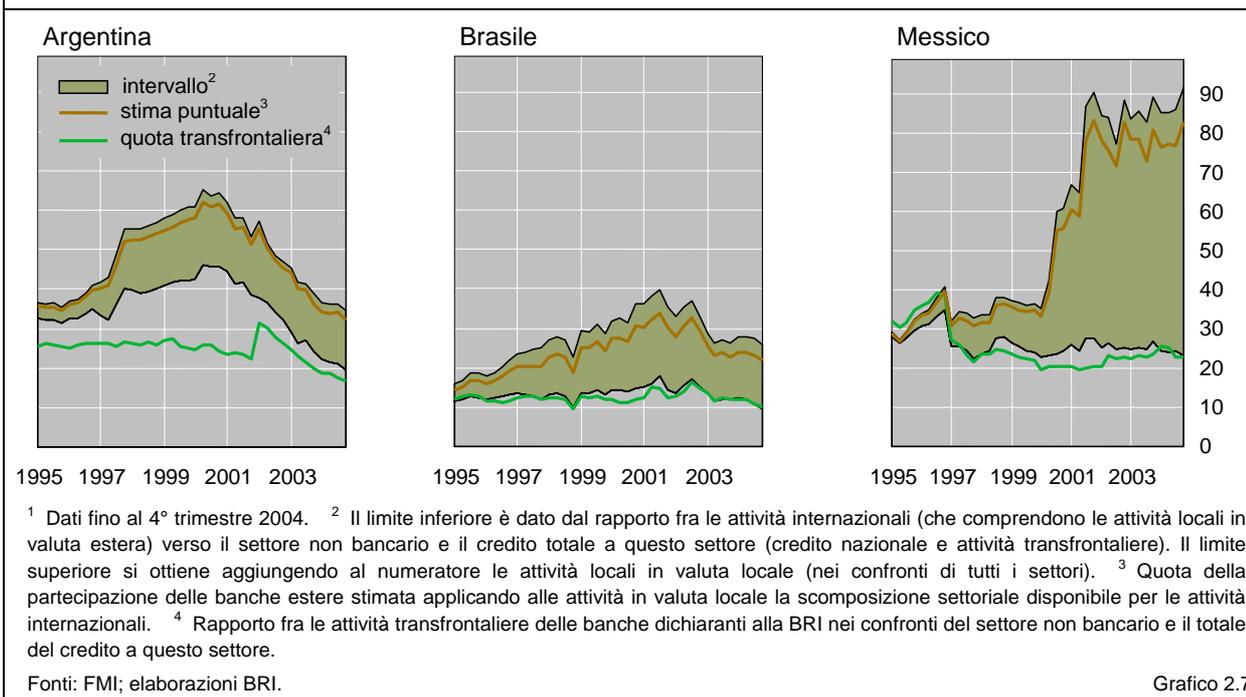
Dall'applicazione di questi indicatori emerge che le banche estere forniscono una porzione significativa del credito bancario totale in America latina e nell'Europa emergente, mentre la loro partecipazione è considerevolmente inferiore nell'Asia-Pacifico (grafico 2.6). L'attività bancaria transfrontaliera, misurata dal primo indicatore, è rimasta perlopiù invariata in tutte e tre le regioni, a quasi il 20% del credito bancario totale in America latina e in Europa, ma a meno del 10% nella regione Asia-Pacifico. La partecipazione totale delle banche estere, tuttavia, sembra essere significativamente aumentata in alcune regioni, soprattutto per effetto dell'incremento dei crediti erogati localmente. Essa è cresciuta costantemente nell'Europa emergente e in America latina fino al 2002, per poi segnare il passo nella prima regione e subire un'inversione di tendenza nella seconda. Per contro, nell'Asia-Pacifico le banche estere rappresentano una quota relativamente modesta del credito bancario totale al settore non bancario.

In America latina l'aumento del tasso stimato di partecipazione delle banche estere rispecchia soprattutto le maggiori attività locali, principalmente in Messico (grafico 2.7). Lo stock dei crediti erogati localmente in questo paese si è espanso dopo il 2000 in seguito all'acquisizione di numerose banche

... è cresciuta in America latina ...



Partecipazione delle banche estere in determinati paesi dell'America latina¹



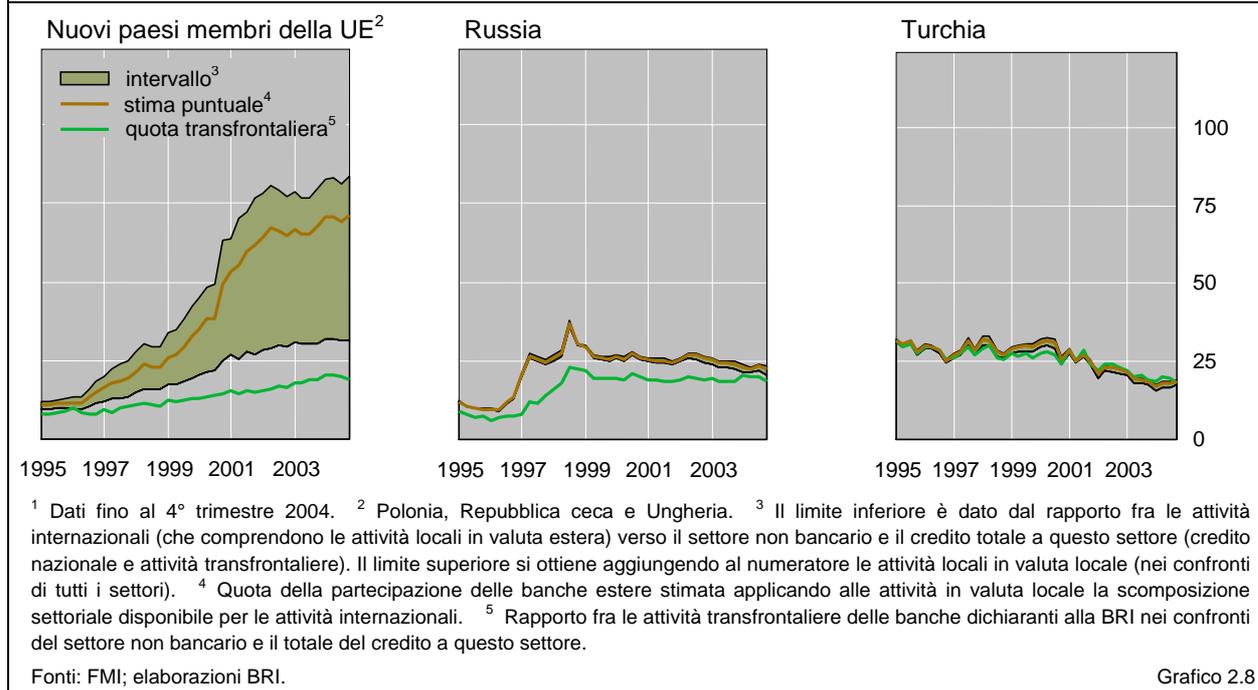
nazionali da parte di istituzioni estere (spagnole e statunitensi)¹⁶. Di conseguenza, il limite superiore dell'intervallo stimato per il Messico è salito oltre l'80%, da meno del 35% di fine 1999. Per quanto riguarda altri paesi latinoamericani, in Argentina gli istituti esteri concorrevano per il 60% del credito bancario totale a prestatori non bancari nel quarto trimestre 2000, da meno del 40% del 1995. Tuttavia, dopo l'insolvenza sui titoli di Stato, la riduzione dei prestiti transfrontalieri da parte delle banche dichiaranti ha fatto tornare tale quota al disotto del 40% nel quarto trimestre 2004.

... e nell'Europa emergente ...

Come in America latina, anche nell'Europa emergente le banche estere erogano una percentuale relativamente elevata del credito bancario totale. Il limite inferiore dell'intervallo calcolato per questa regione è rimasto pressoché costante dal 1996, mentre quello superiore è cresciuto in maniera significativa, rispecchiando un incremento dei prestiti in valuta locale (grafico 2.6). Come si evince dal grafico 2.8, la partecipazione delle banche estere è andata aumentando nei mercati dei nuovi paesi membri della UE, per i quali sia il limite superiore dell'intervallo sia quello inferiore hanno mostrato una tendenza al rialzo. Per quanto concerne i singoli paesi, nel quarto trimestre 2004 le banche estere concorrevano per il 40-60% del credito bancario totale in Ungheria e per il 35-80% in Polonia. Sebbene questi intervalli siano piuttosto

¹⁶ Gli impieghi di banche negli Stati Uniti rappresentano una percentuale significativa delle attività verso il Messico. Le segnalazioni degli Stati Uniti si basano sulla distinzione fra attività locali e transfrontaliere, piuttosto che su quella tra attività internazionali e attività locali in valuta locale. Ciò abbassa il limite inferiore dell'intervallo stimato per la quota delle banche estere nei mercati creditizi nazionali, innalzandone al tempo stesso il limite superiore.

Partecipazione delle banche estere in determinati paesi dell'Europa emergente¹



ampi, il loro limite inferiore è di fatto aumentato in entrambi i casi dal 1995. Per contro, in Russia e in Turchia i tassi della partecipazione estera restano modesti e le posizioni in valuta locale esigue.

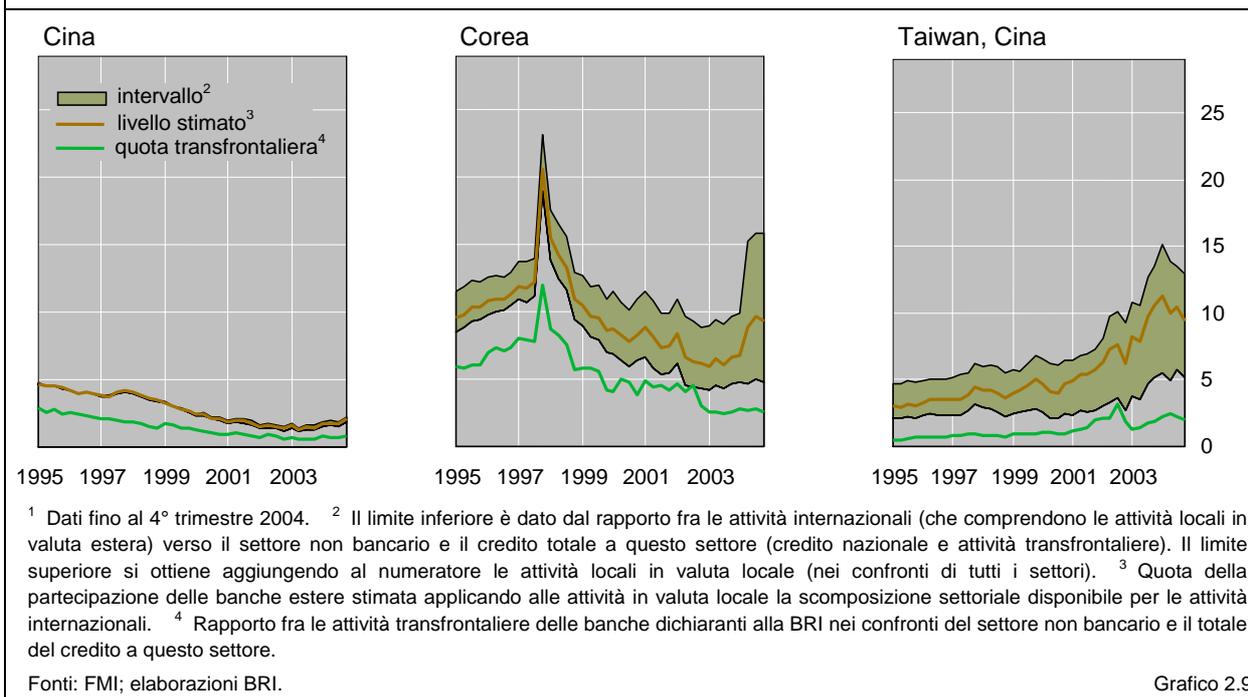
In generale, la quota del credito bancario totale verso il settore non bancario erogata dalle banche dichiaranti alla BRI è minore nella regione Asia-Pacifico, sebbene vi siano sostanziali differenze fra i vari paesi (grafico 2.9)¹⁷. Benché questa quota complessiva sia leggermente cresciuta negli ultimi trimestri, l'Asia-Pacifico si differenzia dall'America latina e dall'Europa emergente sotto almeno due aspetti. In primo luogo, il livello globale della partecipazione delle banche estere rimane inferiore a quello delle altre regioni. In secondo luogo, le posizioni in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI si sono espanse meno che altrove. Sebbene ciò sia parzialmente ascrivibile alla Cina e all'India, che hanno sistemi bancari relativamente chiusi e ampi mercati creditizi interni, anche in Corea e a Taiwan la partecipazione delle banche estere è piuttosto bassa¹⁸. Per contro, in altri paesi, come Malaysia e Filippine, il tasso di partecipazione si avvicina a quelli delle altre regioni emergenti.

... ma non nell'Asia-Pacifico

¹⁷ In termini assoluti, le attività delle banche dichiaranti alla BRI verso l'Asia-Pacifico sono piuttosto ingenti. Le consistenze in essere di attività estere (in base al rischio ultimo) nei confronti dell'insieme dei settori di questa regione si situavano a \$600 miliardi nel primo trimestre 2005, contro i \$495 miliardi registrati verso l'Europa emergente e i \$515 miliardi verso l'America latina. Le attività internazionali verso mutuatari non bancari nella regione Asia-Pacifico ammontavano a \$241 miliardi, rispetto ai \$252 miliardi nei confronti dell'Europa emergente e ai \$180 miliardi verso l'America latina.

¹⁸ Questi dati non rendono conto della proprietà di banche locali da parte di fondi di investimento esteri.

Partecipazione delle banche estere in determinati paesi dell'area Asia-Pacifico¹



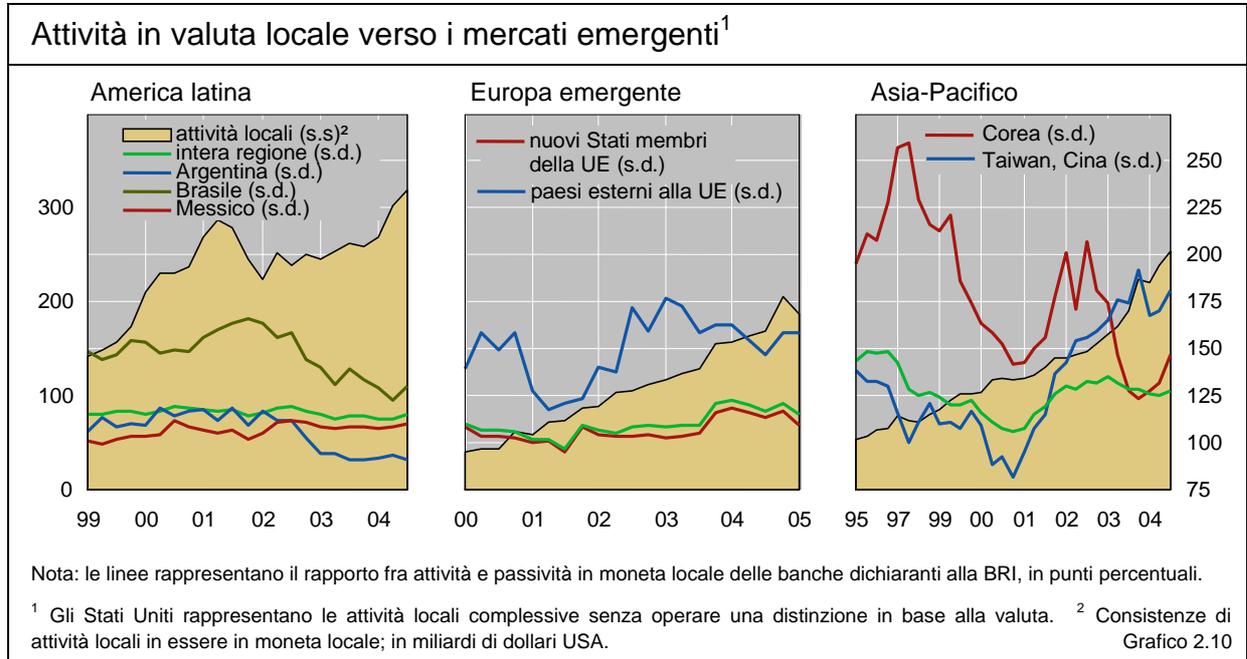
Finanziamento delle posizioni in valuta locale

L'eccezionale incremento dei crediti locali in valuta locale erogati dalle banche dichiaranti, desumibile dall'ampliamento dell'intervallo della partecipazione delle banche estere illustrato nei grafici precedenti, è andato di pari passo con un aumento pressoché equivalente delle loro passività in valuta locale. Ciò ha contribuito in ampia misura a proteggere le banche estere dal rischio di cambio. Tuttavia, come mostra il grafico 2.10, il rapporto fra attività e passività in valuta locale delle banche dichiaranti è generalmente superiore all'unità, probabilmente per il vantaggio che le banche estere detengono nell'attività locale di prestito (rispetto a quella di deposito) e per la loro capacità di finanziare questi impieghi raccogliendo valuta estera in altri mercati ed effettuando operazioni di swap contro valuta locale. Inoltre, gli impieghi locali potrebbero anche riflettere gli acquisti di obbligazioni nazionali indicizzate ai movimenti valutari, che possono essere finanziati in moneta estera senza incorrere nel rischio di cambio.

La variabilità nel tempo del rapporto tra attività e passività in valuta locale, così come il suo livello complessivo, è diversa da paese a paese. In America latina tale rapporto è rimasto stabile e prossimo all'unità dal 1999, ma ha recentemente piegato verso il basso, soprattutto in Brasile e in Argentina dopo l'inadempienza di quest'ultimo paese nel 2002¹⁹. Per contro, esso è cresciuto in media nell'Europa emergente parallelamente al progredire dell'integrazione dei nuovi Stati membri della UE con i mercati finanziari dell'area dell'euro.

¹⁹ Nel caso del Brasile ciò potrebbe essere collegato al rallentamento delle emissioni di titoli pubblici indicizzati, che nelle statistiche BRI figurerebbero fra le attività in valuta locale.

Nella regione Asia-Pacifico lo stesso rapporto è divenuto volatile a partire dalla crisi asiatica; dal secondo trimestre 2001 esso è aumentato, principalmente per effetto degli andamenti relativi a Corea e Taiwan.



Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati

Blaise Gadanecz

Attività vivace nel secondo trimestre 2005

Nel secondo trimestre 2005 l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è stata vivace. Le sottoscrizioni sono ammontate a \$703 miliardi, con un aumento di circa \$270 miliardi sul trimestre precedente e di \$180 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2004^o. Dato che nel secondo trimestre l'attività è tradizionalmente robusta e che la dinamica del mercato è stata sostenuta negli ultimi trimestri, su base destagionalizzata il volume totale risulta lievemente inferiore a quello del primo trimestre di quest'anno.

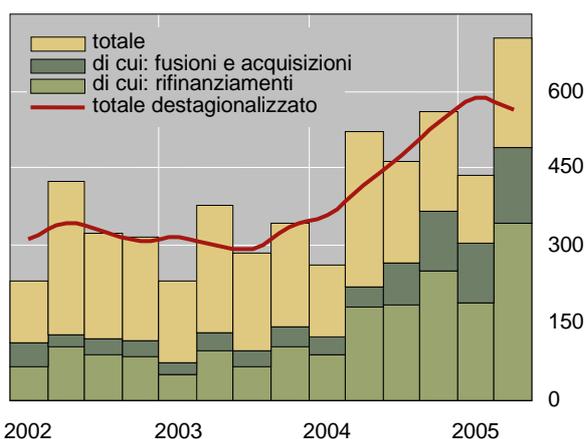
Analogamente ai trimestri precedenti, l'attività nei paesi industrializzati è stata trainata dal segmento delle fusioni e delle acquisizioni e dai rifinanziamenti. Negli Stati Uniti le operazioni collegate a fusioni sono rimaste sostenute. I mutuatari dell'Europa occidentale hanno approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per assicurarsi spread bassi e rinnovare prestiti per la cifra record di \$200 miliardi, quasi il doppio del loro volume di rifinanziamenti del primo trimestre. Le condizioni per i prenditori dei paesi industrializzati hanno in effetti continuato a essere vantaggiose, come dimostra la perdurante ristrettezza dei differenziali medi su Libor ed Euribor – in particolare nel segmento di qualità bancaria – nonostante il lieve accorciamento delle scadenze medie. Sul mercato primario, benché gli spread obbligazionari siano rimasti relativamente elevati dopo i declassamenti di General Motors e Ford, i differenziali sui prestiti si sarebbero mantenuti al di sotto di quelli praticati per rischi analoghi sui mercati dei CDS o delle obbligazioni. Il desiderio di promuovere le relazioni banca-cliente ha probabilmente concorso a tali differenze di prezzo.

I prestiti ai mercati emergenti hanno raggiunto \$45 miliardi, un livello non più osservato dalla fine del 1997. A eccezione dell'Asia-Pacifico, tutte le regioni hanno beneficiato di spread inferiori rispetto al trimestre precedente. In numerosi nuovi paesi membri della UE, come Slovenia e Ungheria, i grandi prenditori finanziari non sono riusciti a spuntare condizioni di prezzo prossime a quelle dei loro omologhi dell'Europa occidentale. In America latina i mutuatari dei settori del petrolio e del cemento hanno ottenuto crediti eccezionalmente vantaggiosi.

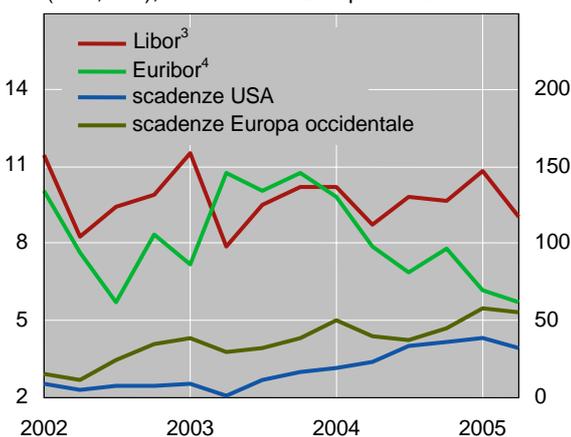
Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni



Media ponderata¹ di prezzo² (p.b., s.d.) e scadenze (anni, s.s.), Stati Uniti ed Europa occidentale



¹ In base alle dimensioni dell'operazione. ² Spread + commissioni. ³ Prestiti denominati in dollari USA, con prezzo fissato rispetto al Libor e concessi a mutuatari statunitensi. ⁴ Prestiti denominati in euro, con prezzo fissato rispetto all'Euribor e concessi a mutuatari dell'Europa occidentale.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

^o L'attività del trimestre in esame ha superato anche quella del quarto trimestre 2004, quando le sottoscrizioni avevano toccato il picco di \$559 miliardi.

Integrazione regionale del mercato dei prestiti sindacati nei paesi emergenti

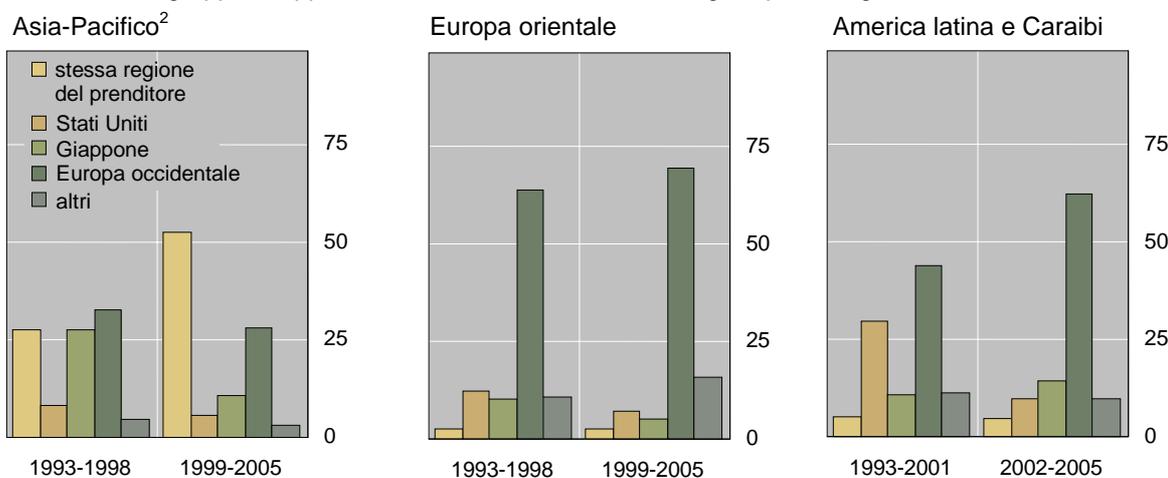
Analizzando la struttura dei consorzi finanziatori è possibile individuare l'origine dei flussi creditizi verso i paesi emergenti e valutare quindi l'integrazione geografica dei mercati dei prestiti sindacati. Questo esame mostra che gran parte dei finanziamenti a favore dei paesi emergenti proviene da banche giapponesi, statunitensi e dell'Europa occidentale, mentre la parte restante è costituita principalmente da prestiti erogati a livello nazionale, e non regionale.

Nell'ultimo decennio la quota preponderante dei fondi raccolti dai mutuatari dell'Asia-Pacifico proveniva da banche con casa madre in quella stessa regione. In detto periodo tale quota si è attestata in media intorno al 40% (cfr. grafico sottostante) e dopo la crisi asiatica è aumentata a scapito di quella di pertinenza delle banche nipponiche. Nell'Europa orientale e in America latina, invece, gli istituti bancari esterni alla regione hanno svolto un ruolo nettamente più importante e la quota degli istituti regionali sul totale degli impegni non ha superato il 10%. Forte e in crescita è stata la presenza in America latina delle banche dell'Europa occidentale – fra cui quelle spagnole –, che insieme ai prestatori statunitensi hanno erogato oltre il 70% dei fondi negli ultimi dieci anni.

Un esame circostanziato della nazionalità dei singoli prestatori consente di analizzare più approfonditamente la composizione dei prestiti sindacati in Asia, il mercato in cui risulta massima l'attività delle banche regionali. Dalla scomposizione per paese (non raffigurata) emerge che gran parte dei prestiti intraregionali asiatici sono di fatto prestiti nazionali, in linea con l'esiguità dei flussi di prestiti bancari transnazionali all'interno dell'Asia rilevabile dalle statistiche della BRI. La maggior parte di tali operazioni nazionali è stata allestita in Cina, Corea e Taiwan, mentre la partecipazione dei mutuatari (e delle banche) degli altri paesi asiatici al mercato dei prestiti sindacati è stata significativamente inferiore.

Provenienza geografica dei prestiti sindacati¹ verso i paesi emergenti

nazionalità del gruppo di appartenenza dei finanziatori, in % degli importi erogati, media del 1993-2005



¹ Compresi i prestiti nazionali. ² Inclusi Hong Kong SAR e Singapore.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2005 la domanda di titoli di debito internazionali è rimasta relativamente sostenuta nonostante le turbolenze nei mercati creditizi globali suscitate dagli eventi che hanno coinvolto i costruttori automobilistici statunitensi. Sebbene il ritmo delle emissioni lorde complessive di obbligazioni e *note* internazionali sia sceso lievemente, il calo è sostanzialmente in linea con i profili stagionali passati e, di fatto, l'attività di emissione è cresciuta del 27% rispetto al corrispondente periodo del 2004 (tabella 3.1). I collocamenti lordi di mutuatari giapponesi sono aumentati e quelli di soggetti dell'area dell'euro si sono mantenuti su livelli elevati. Su base netta, le emissioni mondiali di obbligazioni e *note* sono calate del 4%, pur rimanendo nella maggior parte dei casi superiori a quelle del secondo trimestre 2004 (tabella 3.2).

Dopo diversi trimestri di forte crescita, le emissioni ad alto rendimento delle economie sviluppate hanno subito una drastica flessione in aprile e maggio, riflettendo l'accresciuta incertezza che ha fatto seguito ai declassamenti di rating di General Motors e Ford, ma hanno segnato un deciso recupero in giugno. Per contro, la maggior parte dei mutuatari dei mercati emergenti non ha pressoché risentito delle turbolenze della scorsa primavera: i collocamenti lordi di tali emittenti sono ancora saliti, proseguendo la tendenza verso volumi record di raccolta osservabile dal 2003.

Rimangono sostenute le emissioni nell'area dell'euro

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali in euro effettuati da soggetti dell'area sono aumentati dell'1,2%, a €418 miliardi, crescendo in realtà ben oltre quanto prevedibile sulla base dei profili stagionali passati: si stima infatti che nel secondo trimestre le emissioni lorde dell'area dell'euro diminuiscano in media di circa il 16% rispetto al primo trimestre (cfr. il riquadro a pagina 38). Se espressi in dollari USA, tuttavia, tali collocamenti risultano calati del 4,8% a causa del deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

Su base netta i collocamenti di obbligazioni e *note* nell'area dell'euro sono saliti del 2,6% nel secondo trimestre, portandosi a \$289 miliardi, pari al 61% della raccolta netta complessiva sul mercato internazionale nel periodo. Per il

Nell'area dell'euro aumentano le emissioni sia lorde ...

... sia nette, soprattutto a opera di mutuatari tedeschi

| Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle <i>note</i> internazionali | | | | | | | |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| in miliardi di dollari USA | | | | | | | |
| | 2003 | 2004 | 2004 | | | 2005 | |
| | Anno | Anno | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. |
| Totale emissioni annunciate | 2 885,2 | 3 300,7 | 768,7 | 726,1 | 822,8 | 1 074,9 | 975,7 |
| Obbligazioni | 1 610,8 | 1 786,5 | 402,5 | 378,2 | 435,4 | 593,9 | 532,1 |
| <i>Note</i> | 1 274,4 | 1 514,3 | 366,3 | 347,9 | 387,4 | 480,9 | 443,6 |
| A tasso variabile | 962,6 | 1 257,3 | 306,4 | 285,2 | 328,2 | 336,9 | 410,8 |
| Ordinarie a tasso fisso | 1 834,5 | 1 986,1 | 444,0 | 430,3 | 483,3 | 723,5 | 558,2 |
| Collegate ad azioni ¹ | 88,1 | 57,4 | 18,3 | 10,5 | 11,2 | 14,5 | 6,6 |
| Dollaro USA | 1 171,8 | 1 154,4 | 257,3 | 255,5 | 284,4 | 313,6 | 299,1 |
| Euro | 1 287,8 | 1 597,8 | 379,0 | 350,2 | 389,8 | 570,1 | 530,4 |
| Yen | 102,7 | 111,4 | 33,8 | 22,4 | 25,9 | 30,5 | 27,0 |
| Altre valute | 322,9 | 437,1 | 98,7 | 98,0 | 122,6 | 160,8 | 119,2 |
| Paesi sviluppati | 2 620,5 | 3 010,3 | 694,7 | 655,8 | 752,6 | 952,0 | 883,9 |
| Stati Uniti | 739,9 | 771,9 | 167,8 | 169,7 | 184,7 | 215,2 | 176,5 |
| Area dell'euro | 1 302,5 | 1 469,8 | 358,2 | 306,1 | 363,1 | 531,2 | 505,6 |
| Giappone | 48,3 | 62,0 | 19,8 | 12,1 | 9,9 | 13,9 | 14,9 |
| Centri offshore | 32,0 | 41,3 | 7,0 | 13,9 | 13,5 | 11,7 | 12,7 |
| Mercati emergenti | 140,2 | 152,0 | 36,7 | 35,0 | 34,9 | 82,9 | 50,2 |
| Istituzioni finanziarie | 2 282,0 | 2 687,2 | 603,4 | 606,5 | 688,8 | 840,0 | 810,5 |
| Private | 1 913,3 | 2 276,5 | 515,4 | 500,4 | 592,8 | 696,7 | 674,1 |
| Pubbliche | 368,7 | 410,7 | 88,0 | 106,1 | 96,0 | 143,3 | 136,4 |
| Imprese | 268,2 | 271,3 | 72,1 | 62,3 | 75,0 | 58,3 | 55,5 |
| Private | 217,8 | 231,4 | 60,6 | 57,0 | 60,9 | 54,9 | 42,0 |
| Pubbliche | 50,4 | 39,9 | 11,5 | 5,3 | 14,0 | 3,4 | 13,5 |
| Governi | 242,6 | 245,2 | 62,9 | 35,9 | 37,3 | 148,3 | 80,7 |
| Organizzazioni internazionali | 92,5 | 97,1 | 30,3 | 21,3 | 21,8 | 28,3 | 28,9 |
| Emissioni perfezionate | 2 866,3 | 3 304,3 | 796,4 | 708,9 | 864,7 | 1 014,3 | 998,0 |
| <i>Per memoria: rimborsi</i> | 1 502,6 | 1 752,1 | 456,8 | 405,0 | 439,8 | 521,7 | 524,5 |

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.1

secondo trimestre consecutivo sono aumentate le emissioni nette in Germania, di riflesso alle notizie positive sull'economia. La raccolta netta è altresì cresciuta in Spagna, mentre ha registrato un calo nei Paesi Bassi e in Francia. In quest'ultimo paese la flessione è riconducibile sia alle istituzioni finanziarie che al governo; le imprese non finanziarie hanno invece accresciuto le emissioni nette da -\$2,6 miliardi nel primo trimestre a \$4,7 miliardi nel secondo.

L'emissione maggiormente degna di nota del periodo è stata probabilmente quella obbligazionaria in dollari perfezionata dalla Repubblica federale di Germania il 1° giugno, che, con un valore nominale di \$5 miliardi, risulta una delle più grandi emissioni in dollari di un organismo sovrano o sovranazionale sul mercato internazionale. Il titolo quinquennale è stato collocato con uno spread di 12 punti base sul Treasury con scadenza maggio

Emissione in dollari record della Germania

2010, il che, considerati i tassi swap applicabili, ha probabilmente consentito di ridurre i costi di finanziamento rispetto a un prestito obbligazionario in euro.

Vivace l'attività di diversi altri mutuatari sovrani, compresa la Grecia

Le due emissioni più ingenti del periodo (pari ciascuna a €5 miliardi) sono state opera di mutuatari sovrani dell'area dell'euro, la Grecia e la Finlandia. L'emissione quinquennale della Repubblica ellenica, destinata soprattutto a non residenti, è stata perfezionata il 20 aprile con uno spread di 13 punti base sul Bobl (la *note* federale tedesca) con scadenza aprile 2010. Sebbene tale spread sia inferiore a quelli già applicati nelle negoziazioni di obbligazioni greche nel corso dell'anno, l'accoglienza da parte del mercato non è parsa entusiastica. Ciò può essere ascrivibile a diversi fattori, tra cui l'ingente volume di prestiti precedentemente lanciati dal governo durante l'anno, la relativa difficoltà incontrata nel collocare obbligazioni con scadenze a medio termine e la maggiore incertezza nei mercati finanziari dell'area dell'euro dopo l'esito negativo dei referendum sulla Costituzione europea in Francia e nei Paesi Bassi in primavera. Tra gli aspetti positivi vi è il fatto che l'obbligazione è andata a completare il programma di emissioni *benchmark* della Grecia per il 2005.

Altri ingenti collocamenti sovrani in euro sono stati quello di €4,5 miliardi della Repubblica d'Austria e quelli, pari a €4 miliardi ciascuno, della Caisse

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle *note* internazionali

in miliardi di dollari USA

| | 2003 | 2004 | 2004 | | | 2005 | | Stock a fine giugno 2005 |
|-------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|
| | Anno | Anno | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | |
| Totale emissioni nette | 1 363,7 | 1 552,2 | 339,6 | 303,9 | 424,9 | 492,5 | 473,5 | 13 392,2 |
| A tasso variabile | 384,2 | 637,3 | 161,3 | 129,7 | 193,9 | 99,9 | 236,8 | 3 714,5 |
| Ordinarie a tasso fisso | 958,6 | 921,1 | 170,6 | 176,8 | 235,4 | 397,1 | 242,1 | 9 338,8 |
| Collegate ad azioni | 20,9 | -6,2 | 7,7 | -2,7 | -4,4 | -4,5 | -5,4 | 338,9 |
| Paesi sviluppati | 1 282,5 | 1 432,6 | 311,3 | 276,6 | 397,1 | 459,3 | 444,8 | 11 889,2 |
| Stati Uniti | 258,9 | 218,5 | 4,2 | 34,8 | 64,1 | 64,4 | 45,7 | 3 306,9 |
| Area dell'euro | 733,4 | 780,8 | 205,1 | 139,8 | 220,4 | 282,1 | 289,4 | 5 878,1 |
| Giappone | -1,6 | 17,4 | 10,0 | 1,9 | 0,4 | 4,9 | -0,6 | 270,0 |
| Centri offshore | 16,5 | 21,4 | 4,4 | 8,5 | 8,9 | 2,6 | 8,0 | 161,2 |
| Mercati emergenti | 42,3 | 75,3 | 15,1 | 13,0 | 21,6 | 28,7 | 15,2 | 816,8 |
| Istituzioni finanziarie | 1 105,1 | 1 302,5 | 275,0 | 277,0 | 365,5 | 392,2 | 419,7 | 9 930,3 |
| Private | 907,4 | 1 087,2 | 234,7 | 220,3 | 316,8 | 317,4 | 349,5 | 8 379,6 |
| Pubbliche | 197,7 | 215,2 | 40,3 | 56,7 | 48,7 | 74,8 | 70,2 | 1 550,7 |
| Imprese | 108,5 | 75,7 | 11,5 | 12,3 | 42,9 | 13,9 | 10,8 | 1 504,2 |
| Private | 90,1 | 55,9 | 5,9 | 12,6 | 34,8 | 21,9 | 3,4 | 1 271,1 |
| Pubbliche | 18,4 | 19,8 | 5,7 | -0,3 | 8,1 | -8,1 | 7,4 | 233,1 |
| Governi | 127,6 | 151,2 | 44,3 | 8,8 | 19,2 | 84,5 | 37,4 | 1 432,7 |
| Organizzazioni internazionali | 22,5 | 22,9 | 8,8 | 5,8 | -2,7 | 2,0 | 5,5 | 524,9 |

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.2

Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e note

Jeffery D. Amato e Jhuvesh Sobrun

I dati sui titoli di debito internazionali riportati nelle statistiche della BRI non sono depurati degli effetti stagionali. Per certi scopi, tuttavia, al fine di trarre migliori inferenze in merito a tendenze e cicli, può essere interessante conoscere se sia presente una forte componente stagionale. Ad esempio, allorché si analizza la variazione delle emissioni lorde su base trimestrale è utile sapere quanta parte di essa può essere ricondotta all'attività di finanziamento tipica di un periodo particolare dell'anno e quanta ad altri fattori. La stagionalità delle emissioni può derivare dall'esigenza di livellare i flussi monetari in presenza di squilibri sistematici di reddito-spesa nel corso dell'anno, ma anche le condizioni macroeconomiche possono dar luogo ad andamenti ciclici nell'attività di finanziamento.

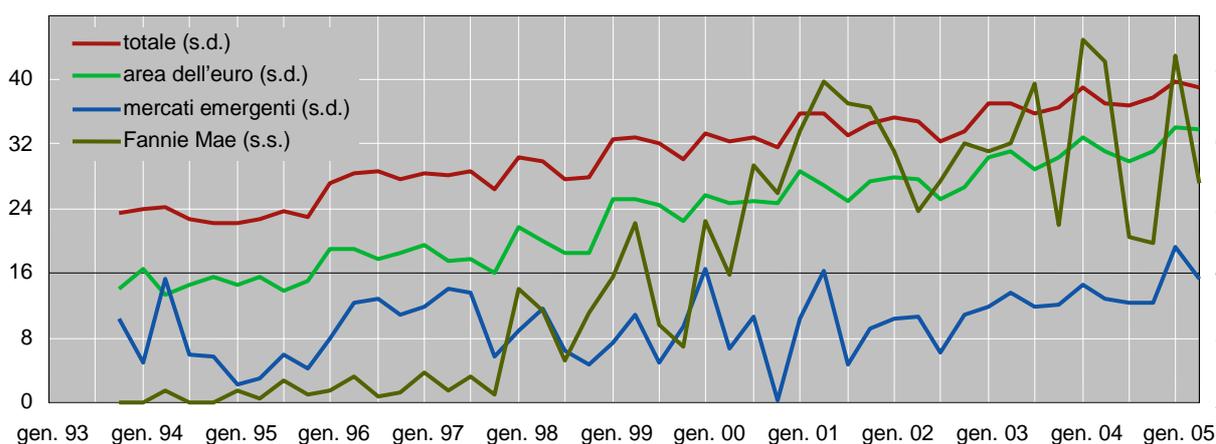
Questo riquadro fornisce la prima evidenza sul grado di stagionalità dei dati della BRI sulle emissioni internazionali di obbligazioni e note. Quattro sono le conclusioni cui si perviene: a) in generale, le emissioni lorde presentano un grado di stagionalità elevato; b) la raccolta tende a essere massima nel primo trimestre per poi calare progressivamente durante l'anno; c) in alcuni casi i profili stagionali sono mutati nel tempo; d) le emissioni nette presentano una minore stagionalità, a indicazione di un fattore stagionale di rifinanziamento nelle emissioni lorde.

Metodologia e risultati

L'analisi è stata condotta su un'ampia gamma di dati trimestrali BRI su base lorda e netta: emissioni totali; emissioni per regione economica, per settore, per valuta; emissioni di un gruppo selezionato di grandi emittenti sovrani e non. La banca dati della BRI contiene statistiche raccolte secondo una metodologia unificata risalente al quarto trimestre 1993 (o a periodi precedenti nel caso di alcune serie). Al fine di garantire coerenza e confrontabilità, tale trimestre è utilizzato come data di partenza per l'analisi. Nel grafico A sono rappresentate alcune serie temporali delle emissioni lorde, utilizzando una scala logaritmica per quelle serie che presentano una crescita esponenziale. Per gran parte del periodo campione le serie evidenziano regolarità di calendario. Ad esempio, le emissioni dell'area dell'euro sono in genere più elevate nella prima metà dell'anno, in particolare nel primo trimestre. Nell'analisi che segue sono fornite stime della significatività quantitativa di queste dinamiche.

Un metodo comune per la destagionalizzazione dei dati è la procedura X-12-ARIMA del Census Bureau statunitense, che viene utilizzata per correggere varie serie statistiche ufficiali, non solo negli Stati Uniti. Essenzialmente, la metodologia X-12 si avvale di medie mobili per stimare i fattori stagionali in una serie^①. Esistono procedure alternative, che peraltro in genere producono risultati analoghi^②.

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali¹



¹ Le serie (originariamente in miliardi di dollari USA) sono espresse in logaritmi naturali, salvo quella relativa a Fannie Mae.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico A

^① Per maggiori informazioni sulla metodologia X-12 cfr. *X-12-ARIMA Reference Manual, Final Version 0.2*, Washington, D.C., US Census Bureau, 2002. ^② Per una descrizione di altre procedure di destagionalizzazione e dei loro pregi cfr. B. Fischer, *Decomposition of time series – comparing different methods in theory and practice*, documento di lavoro di Eurostat, 1995.

Fattori stagionali nelle emissioni lorde e nette di obbligazioni e note internazionali¹

| | Fattori stagionali medi | | | | | | | | Test F di verifica della stagionalità ² | |
|------------------------------------|-------------------------|----------|----------|----------|-----------------|----------|----------|----------|--|---------|
| | Emissioni lorde | | | | Emissioni nette | | | | Lorde | Nette |
| | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | | |
| Totale | 1,139 | 1,072 | 0,949 | 0,840 | 34,735 | 24,719 | -23,557 | -35,393 | 32,252* | 10,717* |
| Per regione | | | | | | | | | | |
| Area dell'euro | 1,214 | 1,050 | 0,866 | 0,874 | 19,795 | 13,594 | -18,400 | -13,588 | 39,071* | 14,373* |
| Mercati emergenti | 1,060 | 1,298 | 0,860 | 0,772 | 1,762 | 3,240 | -0,203 | -5,022 | 7,087* | 2,171 |
| Stati Uniti | 1,128 | 1 037 | 0,990 | 0,842 | 8,243 | -4,203 | 2,966 | -7,680 | 17,676* | 2,352 |
| Per settore | | | | | | | | | | |
| Società non finanziarie | 1,006 | 1,159 | 0,954 | 0,879 | -2,483 | 5,739 | -3,868 | 0,330 | 6,983* | 4,449 |
| Società finanziarie | 1,151 | 1,029 | 0,963 | 0,857 | 21,697 | 10,410 | -18,854 | -13,421 | 29,076* | 7,322* |
| Settore pubblico | 1,328 | 1,241 | 0,798 | 0,636 | 14,793 | 3,141 | -3,909 | -13,336 | 13,100* | 9,656* |
| Per emittente sovrano ³ | | | | | | | | | | |
| Francia | 0,986 | 0,988 | 1,006 | 1,021 | -0,019 | -0,018 | -0,018 | 0,052 | 35,997* | 2,505 |
| Germania | 1,691 | 1,270 | 0,766 | 0,648 | 1,426 | 0,284 | -0,532 | -1,025 | 8,402* | 8,143* |

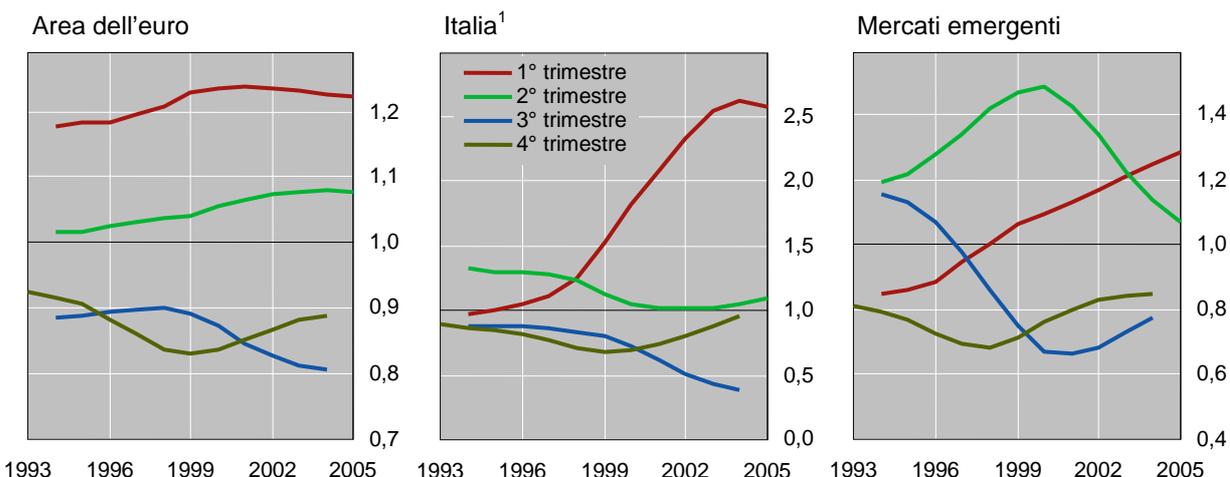
¹ Fattori moltiplicativi per le emissioni lorde e additivi (in miliardi di dollari USA) per le emissioni nette, se non diversamente specificato. Il periodo campione va dal 4° trimestre 1993 al 2° trimestre 2005. ² Il simbolo * indica significatività al livello di confidenza dello 0,1%. ³ Per le emissioni lorde, fattore additivo espresso come esponenziale del rapporto fra emissioni lorde stagionali ed emissioni lorde medie nel periodo campione, allo scopo di facilitare il confronto con i fattori moltiplicativi delle altre serie.

Nella tabella sono riportate alcune stime dei fattori stagionali medi (del campione) per ciascun trimestre[®], nonché i risultati dei test statistici per verificare la presenza di stagionalità. L'ipotesi nulla di "assenza di stagionalità" viene respinta ai livelli di significatività convenzionali per la maggior parte delle serie sulle emissioni lorde, il che induce a concludere che queste mostrano perlopiù una forte stagionalità[®]. Le emissioni totali presentano un chiaro andamento decrescente degli effetti stagionali dal primo al quarto trimestre dell'anno. Ad esempio, nostre stime indicano che le emissioni lorde sono generalmente superiori di circa il 14% circa alla media nel primo trimestre e inferiori del 16% alla media nel quarto trimestre. La stagionalità evidente nelle emissioni totali trova riflesso anche in molti sottoaggregati, in particolare quelli relativi ad area dell'euro e Stati Uniti. Analogamente, essendo le società finanziarie i principali emittenti di queste economie, anche in questo settore le emissioni risultano relativamente sostenute nel primo trimestre. L'effetto stagionale del primo trimestre è massimo nel caso delle emissioni lorde di soggetti sovrani delle economie sviluppate ed emergenti. Nel complesso, le emissioni di questo gruppo sono del 33% superiori alla media nei primi tre mesi dell'anno e calano decisamente con il procedere dell'anno. Al contrario, il gruppo costituito dall'insieme dei mutuatari dei mercati emergenti tende a effettuare maggiori emissioni internazionali nel secondo trimestre[®].

La natura della stagionalità è inoltre mutata nel tempo. Il grafico B riporta le serie temporali stimate dei fattori stagionali per le emissioni lorde in tre casi: area dell'euro, Italia e mercati emergenti. Mentre per l'area dell'euro nel suo insieme l'andamento stagionale delle emissioni lorde dal 1993 è piuttosto stabile, il Governo italiano, uno dei maggiori emittenti dell'area, ha notevolmente accresciuto le emissioni del primo trimestre intorno al 1999. Ciò è forse imputabile a un cambiamento della strategia di raccolta dell'Italia derivante dall'avvento dell'unione monetaria europea. In particolare, a partire dall'introduzione dell'euro si è agito di concerto per conseguire un maggior coordinamento nell'emissione di debito pubblico da parte dei governi dell'area. Diversamente da quanto osservato per questa regione, i profili stagionali delle

[®] Su richiesta sono disponibili i risultati per molte altre serie. Per le emissioni lorde sono stimati nella maggior parte dei casi fattori stagionali moltiplicativi (ossia il cui prodotto è uguale a 1), mentre per tutte le emissioni nette, che possono essere negative, sono stimati fattori additivi (la cui somma è uguale a 0). [®] Con la sola eccezione di sottocategorie relativamente esigue di emittenti. [®] Si riscontra anche una stagionalità delle emissioni disaggregate per valuta, grosso modo analoga a quella osservata per l'area economica della corrispondente valuta.

Variazione nel tempo dei fattori stagionali nelle emissioni lorde



1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005

¹ I fattori additivi sono espressi come esponenziale del rapporto fra emissioni lorde stagionali ed emissioni lorde medie nel periodo campione. Grafico B

emissioni sono variati in modo considerevole nel caso dei paesi dei mercati emergenti, che, va notato, sempre più hanno anticipato le emissioni alla prima parte dell'anno, in linea con la dinamica osservabile per l'area dell'euro e gli Stati Uniti.

L'effetto della destagionalizzazione sui dati relativi alle emissioni lorde è osservabile nel grafico C, che riporta le variazioni percentuali sul trimestre precedente dei dati grezzi e di quelli corretti. Le due serie si muovono in stretta sintonia, ma è altresì evidente che la destagionalizzazione ha smussato molte delle brusche oscillazioni segnate dai dati grezzi.

Infine, la tabella riporta anche le stime medie dei fattori stagionali trimestrali per le emissioni nette. In complesso, si evidenzia una minore stagionalità che nel caso delle emissioni lorde. Ad esempio, se da un lato l'area dell'euro presenta la stessa forte componente stagionale riscontrata per le emissioni lorde (rilevabile anche per le emissioni del Governo tedesco), dall'altro le emissioni nette dei mutuatari degli Stati Uniti e dei mercati emergenti non mostrano stagionalità alcuna.

Interpretazioni e conclusioni

Quali sono i motivi all'origine delle dinamiche stagionali stimate per le emissioni lorde e nette? Primo, è probabile che l'attività del mercato risenta dell'impatto dei tradizionali periodi di vacanza. Agosto e dicembre sono generalmente mesi di calma sui mercati primari dal momento che molti operatori sono in ferie; spesso gli emittenti non cercano nemmeno di effettuare collocamenti in questi periodi.

Emissioni lorde su base destagionalizzata

variazioni trimestrali, in percentuale

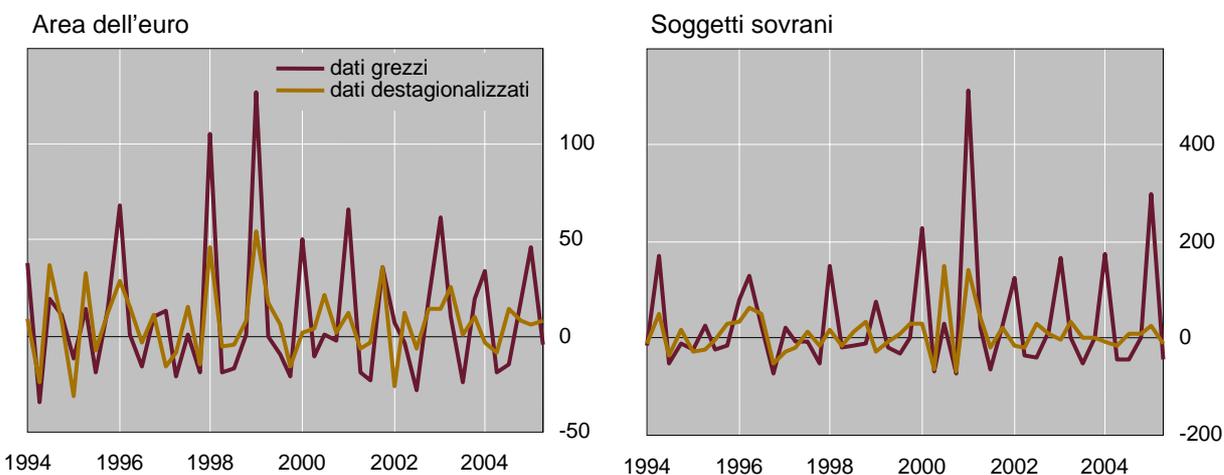
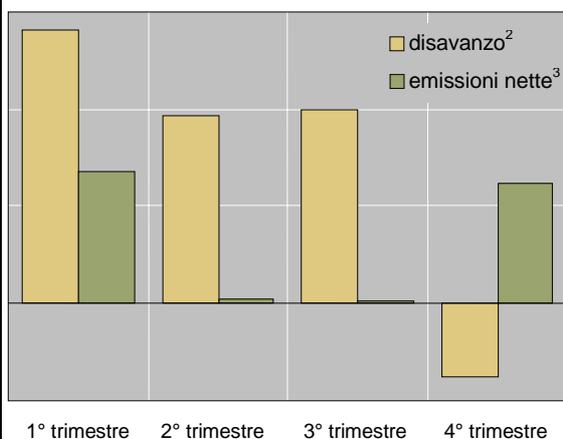


Grafico C

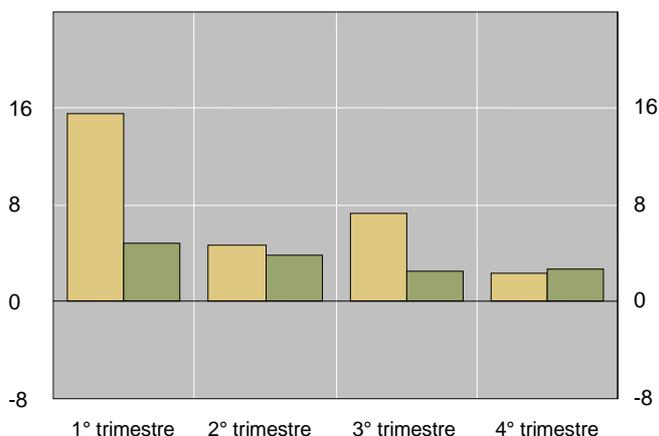
Disavanzo e raccolta del settore statale

in miliardi di dollari USA, per trimestre¹

Francia



Germania



¹ Media del periodo 4° trimestre 1993-2° trimestre 2005. ² Uscite meno entrate delle amministrazioni centrali. ³ Emissioni internazionali di obbligazioni e *note*; per la Francia gli importi sono stati decuplicati per agevolare il confronto con i dati sul disavanzo.

Fonti: FMI/IFS; elaborazioni BRI.

Grafico D

Secondo, è possibile che i tempi della raccolta debbano essere adeguati a una data dinamica dei flussi di cassa: per alcuni emittenti può accadere in maniera sistematica che gli introiti siano largamente superiori agli esborsi in determinati periodi e inferiori in altri. Ad esempio, in alcuni paesi la normativa fiscale fa sì che le entrate siano di gran lunga maggiori in certi mesi dell'anno. Il grafico D mostra come i disavanzi medi trimestrali delle amministrazioni centrali di Francia e Germania siano massimi nel primo trimestre e minimi nel quarto trimestre. Nella misura in cui il Tesoro ricorre al mercato internazionale per finanziare il deficit, è lecito attendersi che le emissioni nette siano generalmente più elevate nel primo trimestre e più basse nel quarto. Le risultanze relative alla Germania confermano in effetti questa ipotesi, mentre quelle per la Francia indicano semmai che l'attività netta di emissione è stata relativamente forte nell'ultimo trimestre. Di fatto però, le emissioni nette totali del Governo francese sul mercato internazionale hanno rappresentato una quota solo modesta del disavanzo medio annuo, a indicazione che l'Agence France Trésor attinge al mercato interno per coprire gran parte del suo fabbisogno netto. Questo esempio pone in evidenza un ostacolo che si presenta allorché si cerca di spiegare gli andamenti stagionali in funzione delle emissioni sul mercato internazionale, e cioè che per molti emittenti questo mercato costituisce soltanto una delle varie fonti potenziali di raccolta[®].

Terzo, a prescindere dal tipo di emittente, è possibile che gestori del debito avversi al rischio preferiscano anticipare la raccolta all'inizio dell'esercizio finanziario. È prassi corrente per molti emittenti quella di fissare *ex ante* obiettivi annui per l'emissione di strumenti negoziabili a lungo termine. Al fine di ridurre il rischio di non raggiungere l'obiettivo, i gestori cercheranno di effettuare una quota relativamente ampia delle emissioni annue programmate agli inizi dell'esercizio finanziario, anche quando il loro fabbisogno di fondi è uniformemente distribuito durante l'anno. Ciò potrebbe in particolare spiegare l'ampio fattore stagionale positivo riscontrato nel primo trimestre per molti emittenti sovrani, per i quali l'esercizio finanziario spesso coincide con l'anno civile.

Infine, le maggiori indicazioni di una stagionalità nelle emissioni lorde rispetto a quelle nette fa ritenere che le prime risentano di un effetto stagionale di rifinanziamento, dovuto al fatto che le passività giungono normalmente a scadenza in alcuni periodi dell'anno. Ad esempio, certi prenditori strutturano le emissioni in modo che le scadenze ricorrano solo a gennaio e luglio.

[®] Inoltre, la presente analisi è incentrata sui titoli a media e lunga scadenza (obbligazioni e *note*), ma potrebbero esservi forti effetti stagionali anche per quanto riguarda le emissioni di strumenti del mercato monetario.

d'amortissement de la dette sociale e della Kreditanstalt für Wiederaufbau. La maggiore emissione privata, un *asset-backed security* per €3,5 miliardi garantito da un portafoglio di attività pensionistiche, è stata perfezionata dalla società veicolo German Postal Pensions Securitisation Plc.

Ancora esitante la raccolta netta statunitense

Nel secondo trimestre 2005 i collocamenti lordi statunitensi sul mercato internazionale delle obbligazioni e delle *note* sono diminuiti del 18%, ma su base stagionalizzata risultavano cresciuti dell'8,4%. Gran parte (95%) dell'attività USA continua a essere riconducibile alle imprese finanziarie. Fannie Mae ha perfezionato diversi ingenti collocamenti (si veda oltre), così come Federal Home Loan Banks, Global Mtg Sec 2005-A e Wells Fargo.

Le emissioni nette di obbligazioni e *note* di prenditori statunitensi sono scese del 29%, a \$45,7 miliardi, un importo comunque ben superiore ai \$4,2 miliardi del secondo trimestre 2004. Se si considerano anche gli strumenti del mercato monetario, il calo è stato ancora maggiore, da \$72,2 a 49 miliardi (tabella 12A dell'Allegato statistico). La presenza di imprese non finanziarie USA sul mercato internazionale ha continuato a ridursi: le loro emissioni nette di titoli di debito di ogni tipo sono state pari a -\$3,9 miliardi nell'ultimo trimestre.

In una prospettiva di più lungo periodo, la presenza statunitense sul mercato internazionale dei titoli di debito in questi ultimi anni non è stata forte come in passato. Dopo l'ultima recessione molte imprese americane si sono impegnate a ridurre la leva finanziaria e risanare i bilanci. La flessione della raccolta netta nel molto più ampio mercato domestico ha trovato riscontro anche in quello internazionale. È altresì evidente, tuttavia, che le emissioni di imprese USA su quest'ultimo mercato non si sono ancora risollevate, sebbene il ciclo del credito possa già aver raggiunto un punto di svolta, come farebbe ritenere l'attività sul mercato nazionale (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

La situazione è inevitabilmente più eterogenea a livello di singoli mutuatari. Recentemente, ad esempio, le attività di raccolta dei due maggiori prenditori USA sul mercato internazionale, Fannie Mae e Freddie Mac, hanno seguito andamenti divergenti. Da un lato, Fannie Mae ha effettuato nel secondo trimestre diverse ingenti emissioni, ottenendo \$27,1 e 17,8 miliardi rispettivamente su base lorda e netta (grafico 3.1); dall'altro, le emissioni nette di Freddie Mac sono state negative (-\$6,1 miliardi). Entrambe le agenzie di emanazione governativa sono state oggetto di ristrutturazioni finanziarie in seguito alla scoperta di irregolarità contabili. Nonostante ciò, Fannie Mae continua ad attingere regolarmente ai mercati internazionali dei capitali.

Due altri grandi emittenti statunitensi nel mercato internazionale, General Motors e Ford, hanno parimenti incontrato difficoltà finanziarie, benché di natura diversa. Colpiti da utili inferiori alle previsioni e declassati dalle principali agenzie, nel secondo trimestre questi mutuatari non si sono rivolti al mercato internazionale dei titoli di debito. Di fatto, la loro presenza su tale mercato è in diminuzione dal 2002: la raccolta netta è stata spesso negativa, soprattutto nel caso di Ford (grafico 3.1).

Le imprese finanziarie USA annunciano diversi collocamenti obbligazionari ...

... ma la raccolta netta statunitense cala

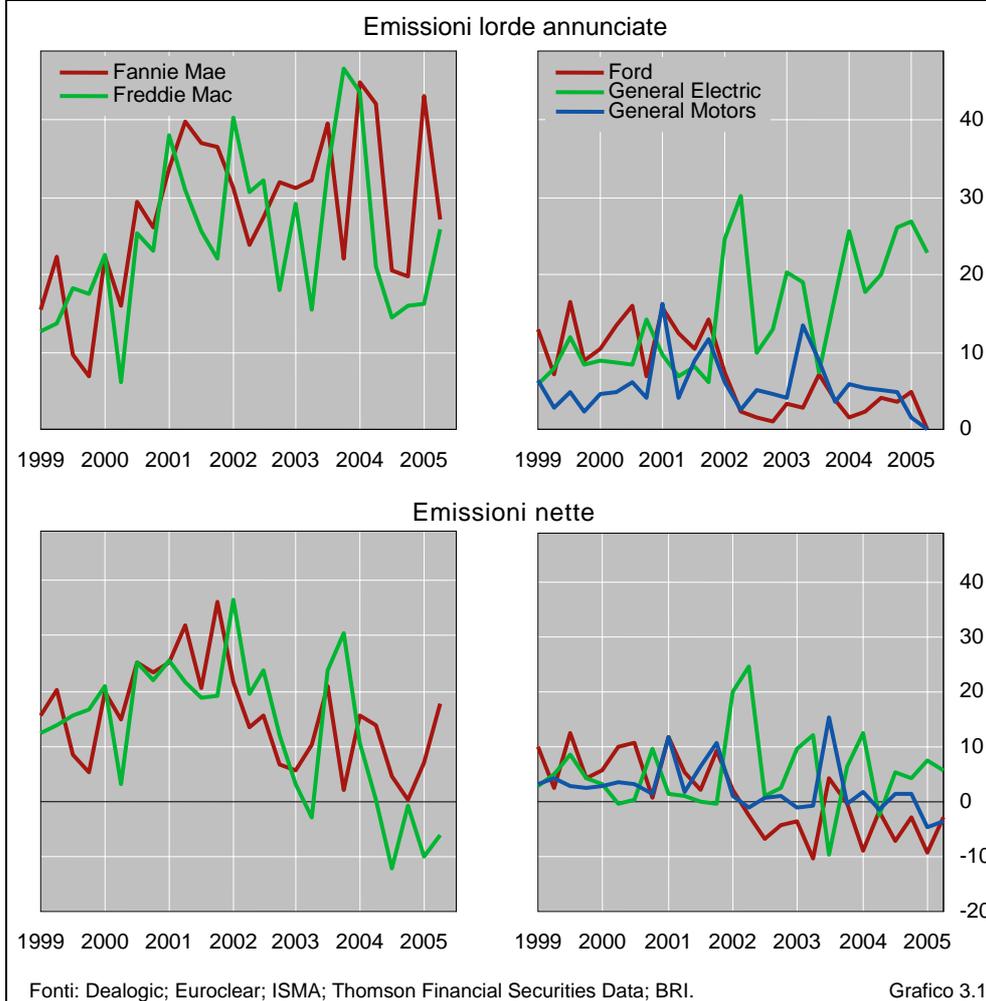
Si riduce l'attività dei mutuatari USA sul mercato internazionale ...

... di fronte all'andamento divergente della raccolta di Fannie Mae e Freddie Mac ...

... e al ridimensionamento del ruolo di General Motors e Ford

Emissioni di titoli di debito internazionali di alcuni mutuatari statunitensi selezionati

in miliardi di dollari USA



Quadro composito in Giappone

L'attività lorda di emissione dei soggetti giapponesi è vigorosa ...

Su base lorda, i collocamenti di obbligazioni e *note* di mutuatari giapponesi sono aumentati da \$13,9 a 14,9 miliardi nel secondo trimestre. In termini di yen l'incremento risulta ancora più elevato per il deprezzamento del 3,2% della moneta giapponese sul dollaro USA tra il 1° aprile e il 30 giugno. Alcuni dei più ingenti collocamenti nipponici sono stati perfezionati da soggetti operanti all'esterno del paese, come ad esempio CIT Group Canada, che ha emesso obbligazioni quinquennali e decennali in dollari con valore nominale di \$1 e 0,7 miliardi rispettivamente. Diverse società veicolo pubbliche hanno parimenti annunciato emissioni cospicue, come quelle, tutte assistite da garanzia pubblica, di Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises, Japan Bank for International Cooperation e Development Bank of Japan.

... ma quella netta cala

Nonostante la crescita della raccolta lorda, le emissioni nette di obbligazioni e *note* di soggetti nipponici sono diventate negative nel periodo in esame (-\$0,6 miliardi). I nuovi collocamenti netti, effettuati per la maggior parte

da imprese, sono stati più che controbilanciati dal marcato calo della raccolta netta delle istituzioni finanziarie.

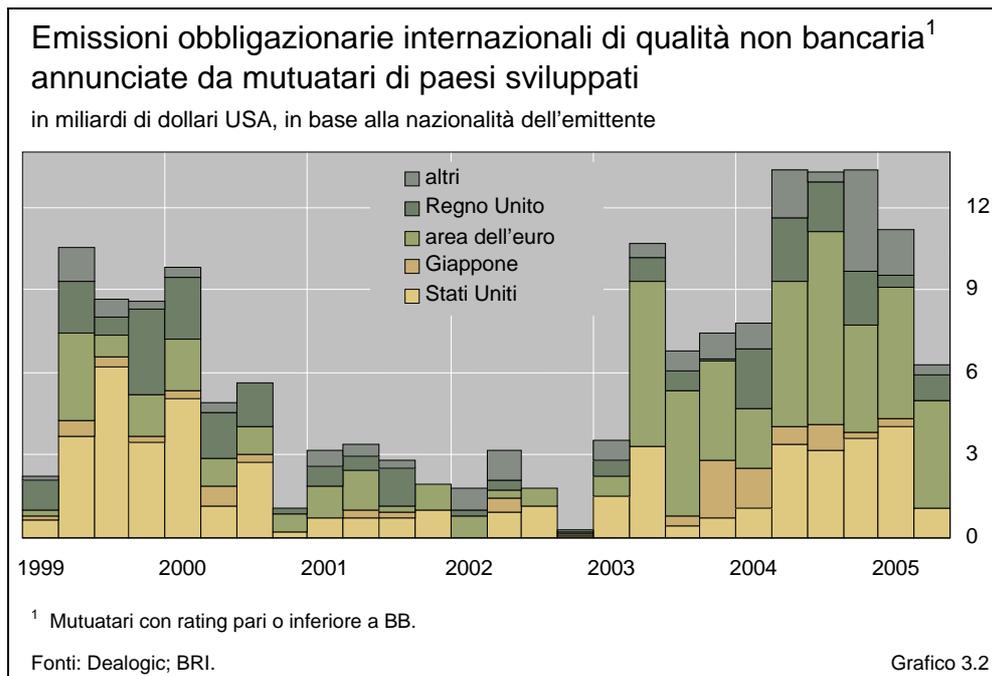
Il comparto ad alto rendimento risente delle turbolenze nel settore automobilistico

La raccolta degli emittenti *high-yield* nelle economie sviluppate si è contratta del 44% durante il trimestre, seppur dai livelli insolitamente alti degli ultimi due anni (grafico 3.2). In seguito alle turbolenze sui mercati creditizi in aprile e maggio le condizioni si sono deteriorate: sul mercato secondario gli spread applicati alle obbligazioni USA ad alto rendimento sono saliti repentinamente dai 355 punti base del 1° aprile ai 457 del 17 maggio, e quelli sulle obbligazioni europee hanno registrato un ampliamento ancora maggiore. Il forte aumento delle consistenze di titoli *high-yield* dovuto al declassamento di General Motors e Ford al di sotto della qualità bancaria ha generato notevole incertezza riguardo al volume di nuove emissioni speculative che poteva essere assorbito, in un clima di mercato improntato all'ansia e all'esitazione (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005). Le condizioni sono tuttavia considerevolmente migliorate in giugno: a fine mese gli spread erano diminuiti a 385 punti base e nell'ultima parte del trimestre sono stati lanciati diversi nuovi prestiti.

I collocamenti ad alto rendimento sono frenati dalle turbolenze nel settore automobilistico

Nel secondo trimestre i collocamenti maggiori sono stati perfezionati soprattutto da soggetti dell'area dell'euro e del Regno Unito. Tra questi figurano le emissioni delle francesi Cap Gemini SA e FG4 SA, pari rispettivamente a €437 e 265 milioni, la prima quotata BB+ da Standard & Poor's, la seconda B1 da Moody's. I collocamenti più ingenti di soggetti USA sono stati di fatto effettuati da società operanti al di fuori degli Stati Uniti, come

I principali emittenti sul mercato internazionale dell'alto rendimento sono imprese europee



TFM SA de CV, una società di trasporto ferroviario attiva in Messico, che ha emesso un'obbligazione con valore facciale di \$460 milioni annunciata e perfezionata a metà aprile, prima dell'impennata degli spread sui titoli USA ad alto rendimento.

Una delle più ingenti emissioni di qualità non bancaria (escludendo i mercati emergenti) annunciate nel secondo trimestre mette in evidenza la crescente importanza del mercato degli indici di *credit default swap* (CDS)¹. Si tratta di un'obbligazione a tasso fisso per €500 milioni collocata dalla società veicolo iBond Securities plc e garantita da un portafoglio di 35 obbligazioni europee di emittenti non finanziari costruito in modo da replicare l'indice Dow Jones iTraxx Crossover. Il titolo, quotato B+ da Standard & Poor's all'emissione, pagherà una cedola semestrale del 6,25% e giungerà a scadenza il 20 giugno 2010, alla data di revisione dell'indice.

La raccolta dei paesi emergenti si mantiene su ritmi elevati

In forte aumento
le emissioni delle
economie
emergenti

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali dei paesi emergenti sono nuovamente cresciute nel secondo trimestre, del 6% rispetto al primo trimestre 2005 e del 37% rispetto allo scorso anno². Questi dati sono sorprendenti per diversi motivi. Il primo, e il più ovvio, è che confermano la tendenza a segnare aumenti record che caratterizza la raccolta dei paesi emergenti sul mercato internazionale dei titoli di debito dagli inizi dello scorso anno (grafico 3.3). Il secondo è che l'incremento rispetto al trimestre precedente è avvenuto nonostante i cambiamenti osservabili nei fattori stagionali, per cui una parte crescente delle emissioni dei mercati emergenti avviene nel primo trimestre, mentre la raccolta del secondo trimestre è continuamente scesa dal 2000 (cfr. riquadro). Il terzo motivo è che, sebbene le prospettive macroeconomiche continuino a essere solide in molti paesi emergenti e favoriscano quindi in teoria un'ulteriore espansione del credito, l'esperienza del passato suggerisce che i mutuatari di tali mercati rischiavano di essere esposti a fluttuazioni negative potenzialmente rilevanti dell'umore degli investitori dovute alle turbolenze sui mercati creditizi statunitensi. La reazione del mercato si è rivelata però molto più contenuta di quella dei mercati *high-yield* statunitensi ed europei: fra il 1° e il 15 aprile gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase si sono ampliati da 392 a 414 punti base. Alla fine del trimestre i differenziali si erano ridotti al minimo storico (di allora) di 304 punti base. Infine, come mostra l'ulteriore aumento segnato nel secondo trimestre anche dalla raccolta netta³, le condizioni di finanziamento sono state chiaramente favorevoli in tutto

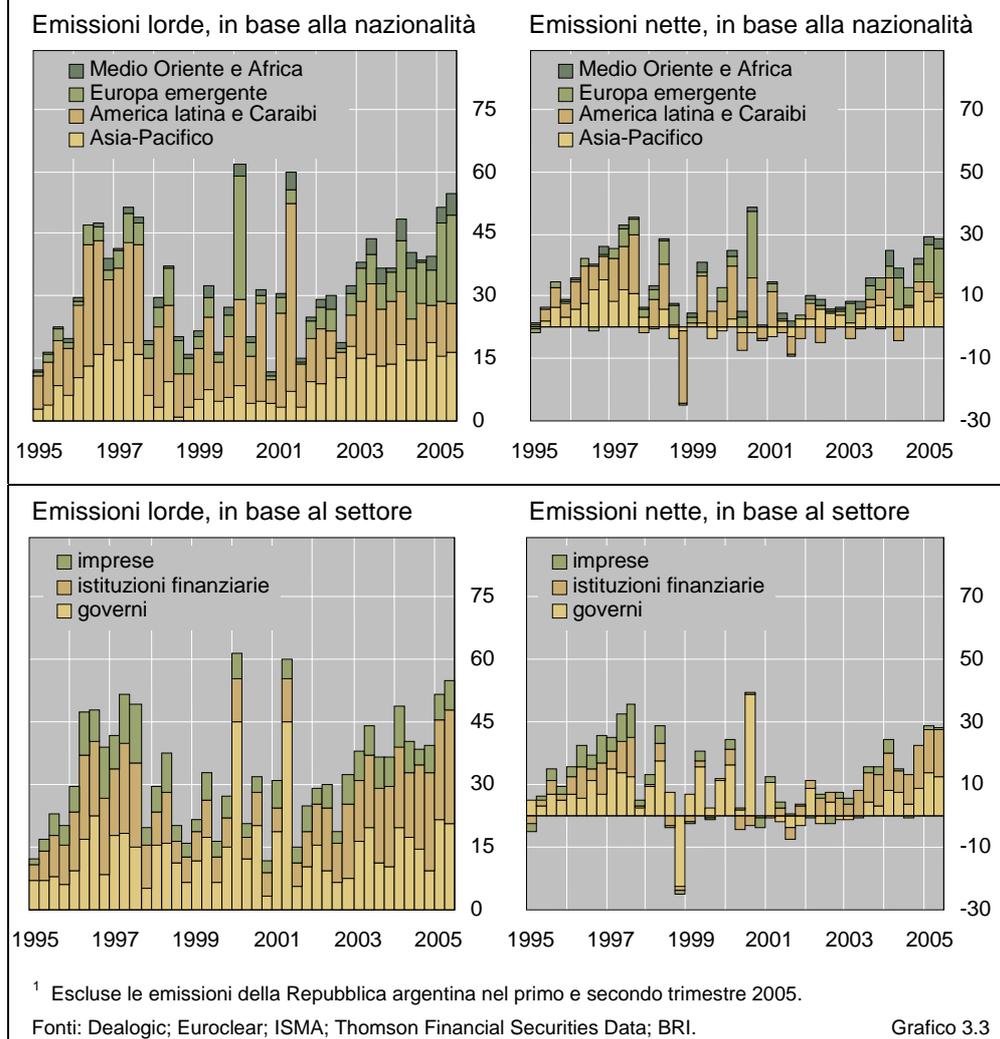
¹ Per ulteriori informazioni sugli sviluppi strutturali nel mercato dei CDS si rimanda al Capitolo VI della 75ª *Relazione annuale* BRI.

² I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono le emissioni recentemente scambiate dalla Repubblica argentina, pari complessivamente a \$35,6 miliardi. Per ulteriori informazioni, cfr. *infra*.

³ I dati non tengono conto dei rimborsi (pari a \$48,6 miliardi) effettuati nel secondo trimestre 2005 dalla Repubblica argentina a completamento dell'offerta di concambio del debito.

Emissioni di titoli di debito internazionali di mutuatari dei mercati emergenti¹

in base alla nazionalità o al settore dell'emittente, in miliardi di dollari USA



il periodo sotto rassegna, poiché la domanda mondiale di debito dei mercati emergenti è rimasta sostenuta.

In generale, i soggetti sovrani sono stati i principali prenditori su tutti i mercati a eccezione di Medio Oriente e Africa. Nell'Europa emergente essi sono stati all'origine di ben il 53,6% dei collocamenti lordi di titoli di debito, complessivamente pari a \$21,1 miliardi. Dopo l'emissione record di €3 miliardi del primo trimestre, negli ultimi mesi la Repubblica di Polonia è stata particolarmente attiva, collocando diversi tipi di obbligazioni. Agli inizi di aprile ha perfezionato l'emissione di una *medium-term note* in euro con un valore facciale di €1,5 miliardi (\$1,89 miliardi). Il nuovo strumento presenta una scadenza a 15 anni ed è stato collocato con uno spread di 37,8 punti base sulle OAT con cedola 4,25% e scadenza aprile 2019. Quindi, a inizio giugno, la Polonia ha emesso un'obbligazione samurai con un valore nominale record (per un mutuatario della regione) di ¥75 miliardi (\$697 milioni). Successivamente, nel corso dello stesso mese, anche la Repubblica di Ungheria ha emesso due obbligazioni samurai per lo stesso ammontare complessivo. Infine,

La Polonia emette diversi tipi di strumenti

rispondendo alla recente domanda di titoli a lunga scadenza, soprattutto da parte di fondi pensione dell'area dell'euro, agli inizi di luglio la Repubblica di Polonia ha emesso un'obbligazione a 50 anni (per ulteriori informazioni sull'accresciuta domanda di obbligazioni a lunga durata finanziaria, si veda questo stesso capitolo nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005).

Il governo filippino perfeziona un'emissione a 25 anni nonostante le tensioni politiche

Nel secondo trimestre sono state annunciate 175 emissioni da parte di mutuatari della regione Asia-Pacifico per un totale di \$16,3 miliardi. I prenditori sovrani asiatici che hanno lanciato i prestiti più ingenti sul mercato internazionale sono stati la Repubblica di Indonesia e la Repubblica delle Filippine. La prima ha collocato un'obbligazione decennale in dollari con valore facciale di \$1 miliardo. Più sorprendente è il fatto che la Repubblica delle Filippine sia stata in grado di perfezionare un'emissione di grandi dimensioni nonostante il protrarsi di tensioni politiche e il deterioramento dei conti pubblici del paese. In certa misura, le difficoltà del paese hanno avuto un riscontro nel mercato secondario. Ad esempio, dopo aver toccato un minimo di 385 punti base agli inizi di marzo, gli spread sul debito pubblico filippino si sono ampliati tra fine marzo e inizio aprile e successivamente hanno mostrato maggiore volatilità (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Il titolo di Stato emesso il 16 maggio aveva una scadenza di 24,75 anni ed è stato collocato con uno spread di 510,5 punti base rispetto alla cedola del 5,375% corrisposta dall'obbligazione del Tesoro USA con scadenza febbraio 2031.

Nel periodo in esame la raccolta dei prenditori di Medio Oriente e Africa è cresciuta su base sia lorda che netta, ma la regione continua a rappresentare una quota molto più modesta del mercato internazionale dei titoli di debito rispetto alle altre tre dell'area emergente. Tra i principali mutuatari nel trimestre vi sono state imprese bancarie e finanziarie di Emirati Arabi Uniti e Kuwait.

I governi latinoamericani sono attivi sul mercato ...

A differenza dell'Europa emergente e della regione Asia-Pacifico, i collocamenti lordi dell'America latina sono diminuiti del 6,9%, a \$12,1 miliardi. Nondimeno, i Governi di Venezuela, Brasile e Messico hanno perfezionato emissioni obbligazionarie per importi considerevoli (\$1,6, 1,1 e 0,9 miliardi rispettivamente).

... e l'Argentina completa l'offerta di concambio del debito

Nel mercato internazionale dei titoli di debito il secondo trimestre potrebbe dimostrarsi di fondamentale importanza per l'America latina per almeno due ragioni. In primo luogo, come si vedrà più avanti, i prenditori latinoamericani hanno continuato a emettere obbligazioni internazionali in moneta locale. In secondo luogo, in giugno si è finalmente conclusa l'offerta di concambio del debito della Repubblica argentina, annunciata in febbraio, cui hanno aderito i creditori detentori di circa il 76% dei titoli. Una quota considerevole del debito da ristrutturare era stata collocata sul mercato internazionale, dove secondo i termini dell'offerta sono stati registrati anche tutti i \$35,6 miliardi delle nuove emissioni. Particolarmente significativo è il fatto che il 44% del debito di nuova emissione sia denominato in peso.

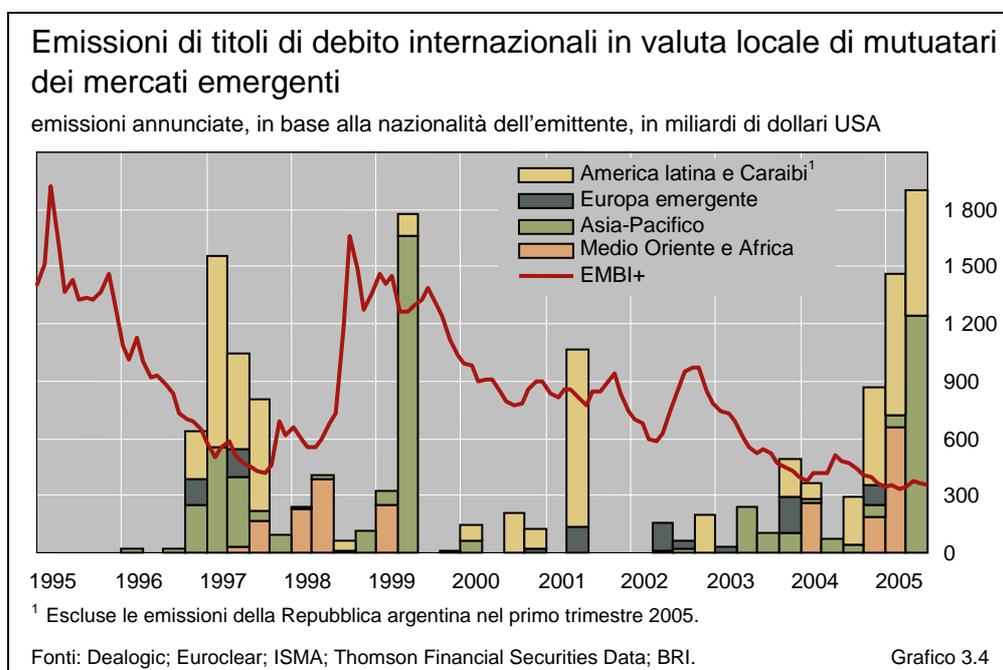
Aumenta l'interesse per le emissioni in moneta locale

Nel secondo trimestre è proseguita la tendenza al rialzo delle emissioni di titoli di debito internazionali in moneta locale da parte di soggetti dei mercati emergenti, cresciute su base lorda di circa il 30% in termini di dollari USA (grafico 3.4). In particolare, ciò si è verificato nonostante quelle che sembrerebbero condizioni globali sfavorevoli, poiché nel periodo si è osservato un aumento generalizzato dell'avversione al rischio dovuto alle difficoltà nel settore automobilistico USA. Inoltre, l'accresciuta disponibilità degli investitori ad assumersi il rischio connesso con il debito emergente in moneta locale ha coinciso con una marcata riduzione degli spread nei mercati emergenti, così come era avvenuto nel 1996-1997, altro periodo in cui le emissioni in valuta locale erano rimaste elevate per diversi trimestri (grafico 3.4).

L'America latina continua a guidare la crescita del segmento in moneta locale del mercato obbligazionario internazionale. Sia i prenditori sovrani (Uruguay, Colombia e Argentina) che quelli privati (in particolare le banche brasiliane) sono stati attivi in quest'area negli ultimi anni. Nel secondo trimestre le imprese brasiliane hanno collocato nel mercato internazionale diverse obbligazioni in valuta locale per un totale di \$660 milioni, fra cui le *medium-term note* di tre banche (Banco Bradesco SA, Banco Itau Europa SA e Unibanco-Uniao de Bancos Brasileiros SA) e un'obbligazione ordinaria quinquennale a tasso fisso di Eletricidade de São Paulo SA con valore facciale di 474,1 milioni di real (\$198,7 milioni). Inoltre, come già accennato, la ristrutturazione del debito della Repubblica argentina comprendeva una quota

Crescono le emissioni in moneta locale dei mercati emergenti ...

... grazie all'attività di diverse banche brasiliane ...



Emissioni nette di obbligazioni e *note* internazionali per regione e per valuta¹

in miliardi di dollari USA

| | | 2003 | 2004 | 2004 | | | 2005 | |
|----------------|--------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | | Anno | Anno | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. |
| Stati Uniti | Dollaro USA | 203,5 | 131,2 | -27,0 | 5,0 | 51,1 | 42,2 | 47,7 |
| | Euro | 41,4 | 48,4 | 20,2 | 14,7 | 7,4 | 13,7 | -3,2 |
| | Sterlina | 11,8 | 22,5 | 5,4 | 10,6 | 4,7 | 5,1 | 1,6 |
| | Yen | 1,2 | 4,8 | 1,7 | 1,5 | 0,3 | -1,1 | -0,3 |
| | Altre valute | 1,0 | 11,7 | 3,9 | 3,0 | 0,5 | 4,5 | -0,1 |
| Area dell'euro | Dollaro USA | 75,9 | 57,6 | 25,5 | 9,8 | 15,9 | 15,4 | 12,7 |
| | Euro | 627,6 | 655,6 | 157,0 | 115,4 | 195,3 | 236,3 | 262,1 |
| | Sterlina | 13,9 | 32,6 | 12,6 | 8,2 | 5,3 | 12,0 | 6,9 |
| | Yen | -9,5 | 3,1 | 3,8 | 0,6 | -3,0 | 5,0 | 0,2 |
| | Altre valute | 25,6 | 31,8 | 6,1 | 5,8 | 6,9 | 13,3 | 7,6 |
| Altre regioni | Dollaro USA | 140,1 | 183,5 | 50,4 | 39,2 | 46,3 | 37,4 | 30,2 |
| | Euro | 114,8 | 219,2 | 43,4 | 62,6 | 47,8 | 61,1 | 52,8 |
| | Sterlina | 59,5 | 79,2 | 19,1 | 8,2 | 29,0 | 31,5 | 25,1 |
| | Yen | 12,0 | 19,2 | 9,5 | 5,2 | 0,9 | 0,1 | -6,4 |
| | Altre valute | 45,0 | 51,8 | 7,8 | 14,1 | 16,5 | 15,9 | 36,7 |
| Totale | Dollaro USA | 419,4 | 372,3 | 48,9 | 53,9 | 113,3 | 95,1 | 90,5 |
| | Euro | 783,7 | 923,2 | 220,7 | 192,8 | 250,5 | 311,1 | 311,7 |
| | Sterlina | 85,2 | 134,2 | 37,1 | 27,0 | 39,0 | 48,6 | 33,7 |
| | Yen | 3,7 | 27,2 | 15,0 | 7,3 | -1,8 | 4,0 | -6,5 |
| | Altre valute | 71,7 | 95,3 | 17,9 | 22,9 | 23,9 | 33,7 | 44,2 |

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

di obbligazioni internazionali in moneta locale per \$15,6 miliardi⁴. Ciò spiega la considerevole crescita della raccolta internazionale nelle monete esterne al G3 del secondo trimestre (tabella 3.3).

... e a un ingente collocamento in renminbi

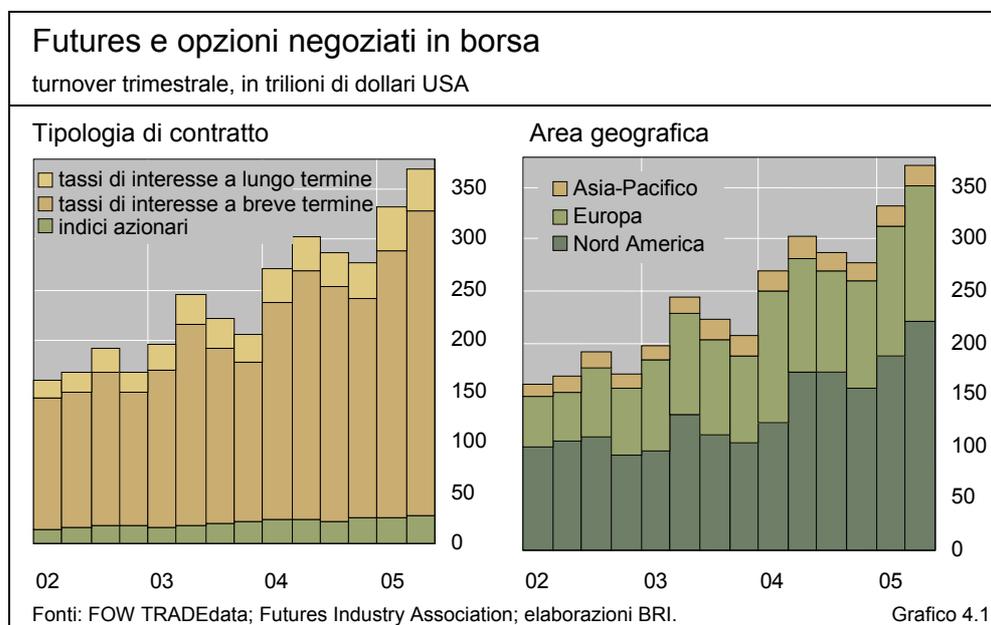
Nonostante le varie emissioni di soggetti latinoamericani, nel periodo sotto rassegna sono stati i mutuatari della regione Asia-Pacifico a emettere la quota più cospicua di titoli di debito internazionali in moneta locale, pari a \$1 238 milioni. Benché elevato, tale importo risulta da due sole emissioni, di cui quella di gran lunga più ingente è stata la *note* a tasso variabile per 10 miliardi di renminbi (\$1 208 milioni) collocata all'estero mediante *private placement* da Agricultural Development Bank of China. L'altra obbligazione, denominata in won coreani, è stata emessa da SKC Inc., un'impresa di ingegneria appartenente alla società coreana SK Corp. e operativa negli Stati Uniti.

⁴ Tale quota è omessa nel grafico 3.3 in quanto farebbe apparire esigue tutte le altre emissioni in moneta locale dal 1995. Poiché il grafico illustra i collocamenti annunciati (e non quelli completati), le emissioni argentine sarebbero state incluse nel totale del primo trimestre 2005.

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2005 gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali hanno continuato a essere vigorosi. Il turnover complessivo di prodotti su reddito fisso, indici azionari e valute è cresciuto dell'11%, a \$372 trilioni, dopo l'aumento del 20% segnato nel primo trimestre.

L'incremento dell'attività è dovuto principalmente alle mutevoli percezioni degli operatori riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse ufficiali. Di conseguenza, l'aumento degli scambi è stato maggiore nel comparto dei contratti su tassi a breve (sia futures che opzioni), mentre l'attività nel segmento a lunga ha subito una leggera flessione (grafico 4.1). Il volume delle contrattazioni su indici azionari è salito per il terzo trimestre consecutivo, seppure a un ritmo inferiore. Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa ha registrato un balzo del 15%, a \$3 trilioni, ma rimane modesto rispetto a quello degli strumenti su tassi di interesse e indici azionari¹.

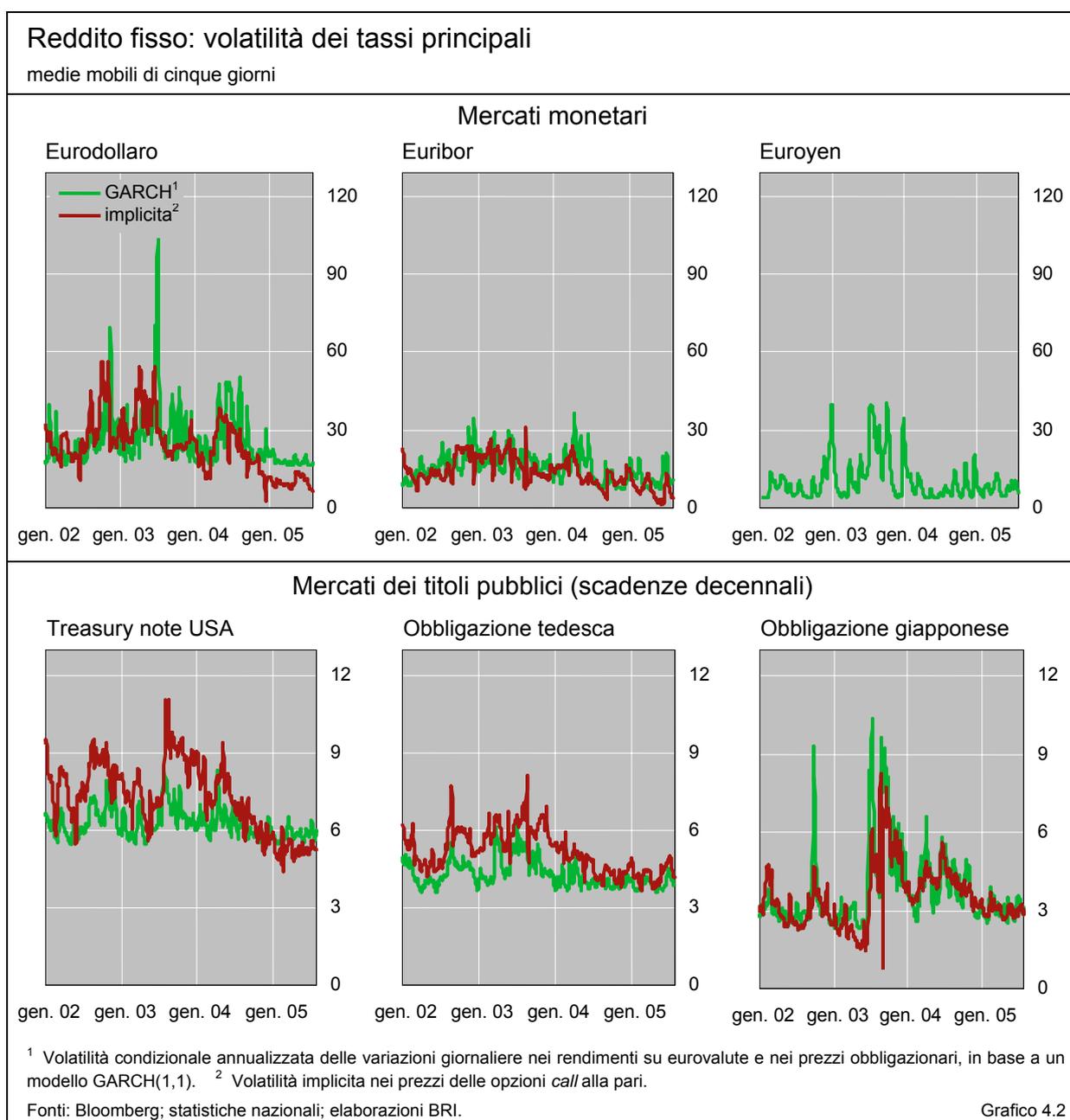


¹ Il presente capitolo tratta esclusivamente dei derivati di borsa. Le statistiche semestrali sul mercato OTC sono pubblicate nelle edizioni di giugno e di dicembre della *Rassegna trimestrale BRI*. Dallo scorso dicembre la BRI raccoglie dati sui *credit default swap* e sul grado di concentrazione nel mercato OTC, che nel maggio di quest'anno sono stati pubblicati nelle tabelle 4 e 5 del comunicato stampa *OTC derivatives market activity in the second half of 2004* (disponibile sul sito internet della Banca).

Crescita robusta dei contratti su tassi di interesse a breve termine

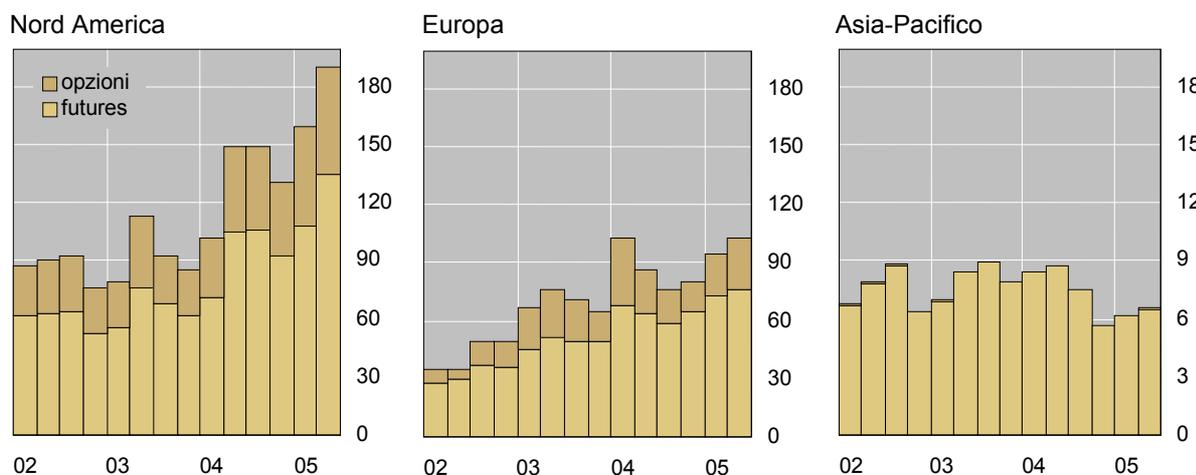
Benché la volatilità dei tassi del mercato monetario sia rimasta contenuta per gran parte del secondo trimestre (grafico 4.2), il mutare delle attese degli investitori circa gli interventi futuri di politica monetaria ha stimolato le contrattazioni in derivati. Negli Stati Uniti le notizie negative sull'attività economica in aprile hanno indotto un appiattimento del segmento a breve della curva dei rendimenti, in quanto gli operatori si attendevano che la Federal Reserve moderasse il ritmo di innalzamento dei tassi. Ciò ha concorso a un'impennata degli scambi di derivati su tassi a breve in dollari, saliti in aprile a \$71 trilioni, la cifra mensile più alta mai registrata in questo segmento. Nei mesi seguenti l'economia si è ripresa ed è divenuto chiaro che la Fed avrebbe mantenuto la politica di incrementi gradualisti dei tassi. Nel prosieguo del

Si modificano le aspettative sui tassi di interesse negli Stati Uniti ...



Contratti su tassi di interesse a breve termine

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 4.3

trimestre il turnover nei detti contratti è sceso a una media mensile di \$59 trilioni, sebbene le posizioni aperte (*open interest*) abbiano continuato ad aumentare in maggio. Nell'insieme del periodo gli scambi di derivati su tassi di interesse a breve denominati in dollari hanno raggiunto \$190 trilioni, di cui \$56 trilioni ascrivibili al comparto delle opzioni (grafico 4.3).

... e in Europa

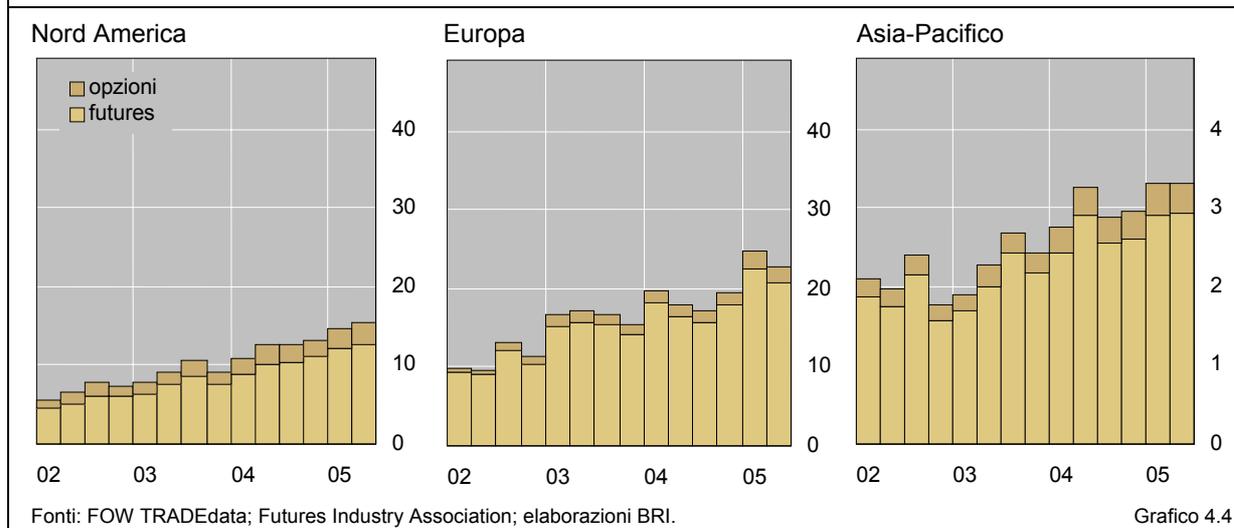
In Europa i segnali di rallentamento dell'economia e le dichiarazioni rilasciate da funzionari della BCE verso la fine del trimestre hanno indotto i mercati a rivedere le aspettative circa il futuro corso della politica monetaria. Invece di incorporare nei prezzi le attese di un inasprimento (come in aprile e in maggio), gli operatori hanno iniziato ad assegnare una piccola probabilità all'eventualità di una riduzione dei tassi. In giugno la volatilità implicita nelle opzioni sull'Euribor a tre mesi si è impennata. Di fronte alle prospettive sempre più incerte per i tassi ufficiali, in quel mese le negoziazioni di opzioni su tassi a breve in euro sono più che raddoppiate, a \$9 trilioni, e l'attività nei futures sottostanti è salita a \$23 trilioni, dai \$15 trilioni di maggio. Nell'insieme del secondo trimestre le negoziazioni di derivati su tassi di interesse a breve in euro hanno raggiunto \$74 trilioni, in rialzo del 6% sul periodo precedente. Una ripresa è stata osservata anche per le contrattazioni degli analoghi contratti in sterline britanniche, cresciute di circa il 20% per il secondo trimestre consecutivo, allorché tra gli investitori si rafforzava la convinzione dell'imminenza di una riduzione dei tassi.

L'attività in contratti su obbligazioni diminuisce nell'area dell'euro ...

L'attività di borsa in derivati su tassi di interesse a lungo termine è stata nell'insieme più contenuta rispetto a quella nel segmento a breve, scendendo del 3%, a \$41 trilioni, nel secondo trimestre. La flessione è principalmente riconducibile a un calo del 9% del turnover in contratti in euro (grafico 4.4), che, a \$22 trilioni, resta comunque superiore a quello complessivo per l'insieme delle altre valute. L'attività è stata debole in aprile e maggio, ma si è ripresa in giugno.

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Sul mercato del dollaro, invece, il turnover è aumentato lievemente, a \$15 trilioni. In aprile gli scambi sono stati modesti, ma i livelli record di contratti aperti indicano che gli operatori hanno ulteriormente incrementato le posizioni sui tassi di interesse a lunga rispetto ai valori già elevati di fine marzo. In maggio le contrattazioni di futures su obbligazioni pubbliche statunitensi sono aumentate più rapidamente in presenza di rendimenti ancora in calo, mentre le posizioni aperte sono scese su un livello analogo a quello prevalente nei primi due mesi dell'anno. È interessante notare come né il breve rialzo dei rendimenti né l'impennata dei rimborsi anticipati di prestiti ipotecari in giugno abbiano determinato un'espansione visibile degli scambi di derivati, che sono anzi calati nel segmento dei futures e aumentati solo lievemente in quello delle opzioni. Il livello inferiore di volumi e posizioni aperte in giugno segnala che l'attività di copertura è stata soltanto modesta prima del calo dei corsi obbligazionari nel mese successivo.

... ma aumenta negli Stati Uniti

Il calo dell'attività in giugno non sembra connesso con i timori di una carenza di titoli consegnabili per il future sul Treasury decennale USA con scadenza in giugno, dal momento che gli scambi su obbligazioni con altre scadenze hanno evidenziato nel tempo un profilo analogo. L'annuncio del Chicago Board of Trade il 29 giugno di una disposizione che poneva un limite alle consegne di obbligazioni sottostanti ha depresso i prezzi dei futures ma è intervenuto troppo tardi per produrre effetti di rilievo sui volumi in quel mese.

I timori di una carenza di Treasuries consegnabili non influiscono sui volumi

Nella regione Asia-Pacifico gli scambi di derivati su tassi di interesse sono saliti del 4%, a \$10 trilioni, grazie soprattutto alla crescita degli strumenti in dollari australiani (+11%, a \$5 trilioni). Come nella maggioranza delle altre aree geografiche, le contrattazioni si sono concentrate nel segmento a breve della curva dei rendimenti per la revisione al ribasso delle aspettative sui tassi degli operatori. Gli scambi di opzioni su tassi australiani a breve si sono incrementati in misura notevole (+58%), con volumi elevati in aprile e maggio. Ciò nonostante, a \$104 milioni, essi restano irrisori al confronto con quelli dei corrispondenti futures (\$4,7 trilioni). A differenza di gran parte degli altri grandi

Cresce il turnover nelle valute dell'Asia-Pacifico

mercati, quello dei contratti su tassi di interesse denominati in yen ha registrato livelli di attività sostanzialmente invariati (\$4,7 trilioni), in linea con la volatilità bassa e stabile nei segmenti sia a breve sia a lunga della curva dei rendimenti.

Rallenta la crescita dei derivati azionari

La minore propensione al rischio deprime la crescita dei contratti su azioni

Tra aprile e giugno la crescita degli scambi di derivati su indici azionari è scesa al 4% (a \$28 trilioni), dal 9% dei tre mesi precedenti, nonostante l'aumento della volatilità implicita nei principali mercati azionari nella prima metà del trimestre. Le esigenze di copertura connesse alla maggiore incertezza potrebbero essere state controbilanciate dalla minore disponibilità degli operatori a esporsi al rischio azionario, in linea con il calo degli indicatori della propensione al rischio nel periodo (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2005). Le posizioni aperte, dopo un balzo del 22% nel primo trimestre, sono salite del 2%, un incremento pari alla metà di quello dei volumi scambiati. Tale rallentamento è coerente con il già citato aumento della volatilità implicita, che solo in parte è stato compensato dall'effetto della maggiore discordanza di vedute fra gli analisti in materia di crescita futura degli utili. In passato le posizioni aperte in contratti su indici azionari hanno esibito una correlazione positiva con il grado di disaccordo fra gli analisti e negativa con la volatilità implicita (cfr. il riquadro a pag. 56).

La crescita del turnover è stata più o meno equamente distribuita fra i principali mercati dei derivati, in linea con l'evoluzione analoga dei corsi azionari e della volatilità. Le eccezioni di maggiore rilievo sono rappresentate dai contratti sugli indici azionari coreani e britannici, i cui volumi sono scesi rispettivamente del 5%, a \$7 trilioni, e del 3%, a \$0,8 trilioni. Fra i mercati minori, quelli scandinavi hanno registrato un cospicuo incremento dei volumi, rispettivamente pari al 34, 27 e 14% in Danimarca, Norvegia e Svezia. In tali paesi i corsi azionari sono saliti a un ritmo notevolmente più rapido che nei principali mercati europei nel secondo trimestre. Nella regione Asia-Pacifico, il turnover è aumentato a Taiwan (Cina) e in Australia, rispettivamente del 26 e 15%. In America latina, le contrattazioni si sono incrementate del 15% in Brasile, mentre sono scese del 6% in Messico. Infine, anche in Sudafrica l'attività ha subito un calo del 6%.

Derivati su azioni singole

Il turnover in strumenti su azioni singole – per i quali sono disponibili soltanto dati sul numero di contratti scambiati – è aumentato di oltre il 2% nel secondo trimestre, una crescita analoga a quella del numero di contratti su indici azionari (e in contrasto con l'aumento del 4% dei valori nozionali descritto in precedenza). Ciò nondimeno, questa analogia è artificiosa, vista la differente composizione regionale delle contrattazioni in prodotti su titoli singoli e su indici. Nei mercati di Stati Uniti e area dell'euro, dove entrambe le tipologie di contratto sono trattate in parallelo, la crescita dei derivati su indici è stata notevolmente superiore a quella dei prodotti su azioni singole. Se è vero che gli investitori tendono a utilizzare i contratti su azioni individuali per le negoziazioni fondate su notizie relative alle singole imprese e i contratti su indici quando si basano su informazioni concernenti il mercato nel suo insieme,

Divergenze di opinione e attività in derivati

Benché in linea di principio le nuove informazioni possano trovare riflesso nei prezzi degli strumenti finanziari anche se non danno origine a transazioni, nella pratica tali transazioni hanno effettivamente luogo. Questo si spiega in parte con l'esistenza di informazioni private. Ciò nonostante, anche se le asimmetrie informative possono occasionare scambi su singoli titoli, non è chiaro se siano sufficienti a spiegare l'attività in contratti su indici azionari, i cui rendimenti sono di norma influenzati più dalle informazioni macroeconomiche^①. Queste ultime sono in gran parte di dominio pubblico, ma potrebbero in ogni caso originare divergenze di opinione fra gli investitori quanto alla loro relazione con i rendimenti azionari. A differenza delle informazioni private, che in genere sono incorporate molto rapidamente nei prezzi, le disparità di vedute possono persistere per periodi prolungati ed essere pertanto connesse con volumi elevati di negoziazione anche a frequenze inferiori^②.

Questo riquadro presenta alcune evidenze preliminari sul rapporto fra le divergenze di pareri e l'attività di contrattazione mensile misurata dalle statistiche della BRI sui derivati. Si riscontra che le posizioni aperte (*open interest*) in derivati su indici azionari sono positivamente correlate al grado di disaccordo fra gli analisti, di riflesso alle maggiori opportunità di negoziazione, e negativamente correlate al livello elevato di incertezza, probabilmente a causa del maggior grado di rischio presente. Il turnover degli stessi contratti, per contro, aumenta nei periodi di incertezza, ma non risente delle differenze di opinione.

La discordanza dei pareri quanto al livello futuro degli utili fra gli analisti del mercato azionario viene qui utilizzata come *proxy* delle divergenze di vedute. Le previsioni impiegate sono quelle sugli utili per azione delle singole società presenti nell'indice S&P 500 rilevate e aggregate da I/B/E/S su base mensile. La deviazione standard di queste previsioni (*stdprofits*) in ogni mese è messa in relazione con misure dell'attività (*y*) quali il turnover mensile di futures e opzioni sull'indice S&P 500 e con le posizioni aperte negli stessi contratti, per un totale di quattro regressioni.

Nella serie di variabili esplicative utilizzate è inoltre inclusa una misura indiretta dell'incertezza circa i rendimenti azionari futuri, data dalla volatilità implicita nelle opzioni sul future sull'indice S&P 500 (*iv*). La volatilità implicita costituisce un utile indicatore del grado di incertezza in un determinato mercato anche se si utilizzano ipotesi meno restrittive di quelle del modello di determinazione del prezzo delle opzioni da cui è ricavata. Benché intuitivamente si possa pensare che le differenze di opinione siano più pronunciate in periodi contraddistinti da un elevato grado di incertezza, questi due concetti non coincidono^③, come mostra la bassa correlazione (0,22) tra la volatilità implicita e la misura delle differenze di opinione qui utilizzata.

Le stime si fondano su dati mensili riferiti al periodo compreso fra giugno 1994 e giugno 2005. Tutte le variabili sono integrate di ordine 1, ma i test di cointegrazione standard non evidenziano alcuna relazione di lungo periodo. I modelli sono stimati in differenze prime con il metodo dei minimi quadrati ordinari (*ordinary least square*, OLS) e la durata del *lag* è determinata dai criteri di informazione di Akaike e di Schwartz. I risultati figurano nella tabella seguente. Le regressioni comprendono inoltre una costante e una serie completa di variabili *dummy* mensili al fine di tener conto della scadenza e di altri effetti stagionali, ma i rispettivi coefficienti non vengono riportati per motivi di spazio.

I risultati delle stime non confortano la tesi secondo la quale le divergenze di vedute sarebbero connesse a un maggiore turnover di futures su indici azionari. Per quanto riguarda le opzioni, esistono anzi deboli riscontri (a un livello di confidenza del 10%) del fatto che tali divergenze si associano a un calo, più che a un aumento, degli scambi nel mese successivo. Il coefficiente di volatilità implicita contemporanea risulta invece statisticamente significativo e positivo in entrambe le equazioni. Ciò concorda con i risultati della letteratura fondati su frequenze giornaliere, ma contrasta con quelli ottenuti da Jeanneau e Micu (2003) su dati mensili^④. La contraddizione potrebbe spiegarsi con il fatto che tali autori hanno tenuto conto del nesso di causalità inversa ricorrendo alla tecnica dei minimi quadrati a due stadi (*two-stage least square*), mentre le stime OLS qui adottate evidenziano soltanto le correlazioni e non il nesso di causalità.

^① La scarsa appetibilità dei contratti su indici per gli operatori che dispongono di informazioni private riduce il costo della selezione avversa connesso alla negoziazione sul relativo mercato, rendendolo particolarmente interessante agli occhi degli investitori non informati. Cfr. A. Subrahmanyam, "A theory of trading in stock index futures", *Review of Financial Studies*, 4(1), 1991, pagg. 17-51. ^② A un livello più astratto, C.T. Shalen, "Volume, volatility, and the dispersion of beliefs", *Review of Financial Studies*, 6(2), 1993, pagg. 405-434, e M. Harris e A. Raviv, "Differences in opinion make a horse race", *Review of Financial Studies*, 6(3), 1993, pagg. 473-506, riscontrano che la dispersione delle vedute degli operatori può avere un effetto positivo sui volumi scambiati su un orizzonte temporale prolungato. ^③ Se il disaccordo fra gli analisti fosse riconducibile esclusivamente al grado di rischio, dovrebbe evidenziare una relazione positiva con i rendimenti azionari futuri, riflettendo un premio per il rischio. La relazione tra i due elementi appare invece negativa. Cfr. K.B. Diether, C.J. Malloy e A. Scherbina, "Differences of opinion and the cross section of stock returns", *Journal of Finance*, 57(5), 2002, pagg. 2113-2141. ^④ S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

Divergenze di opinione e attività in derivati sull'indice azionario S&P 500

| | Turnover | | Contratti aperti | |
|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| | Futures | Opzioni | Futures | Opzioni |
| Δy_{t-1} | -0,748*** (0,0734) | -0,403*** (0,0844) | -0,295** (0,116) ¹ | -0,045 (0,084) ¹ |
| Δy_{t-2} | -0,648*** (0,0741) | - | -0,180* (0,096) ¹ | -0,095 (0,103) ¹ |
| Δy_{t-3} | - | - | - | 0,362*** (0,092) ¹ |
| $\Delta \text{stdprofits}_t$ | -50 770 (73 405) | 40 697 (39 124) | 17 106** (8 282) ¹ | 61 850*** (21 021) ¹ |
| $\Delta \text{stdprofits}_{t-1}$ | -32 611 (73 576) | -72 475* (37 325) | 3 771 (6 705) ¹ | -25 926 (22 578) ¹ |
| $\Delta \text{stdprofits}_{t-2}$ | -87 430 (72 027) | - | -15 633** (6 113) ¹ | -52 760** (22 955) ¹ |
| $\Delta \text{stdprofits}_{t-3}$ | - | - | - | 7 349 (24 386) |
| Δiv_t | 11 506*** (3 415) | 3 709** (1 840) | -817*** (277) ¹ | -2 833*** (980) ¹ |
| Δiv_{t-1} | 3 602 (3 470) | -1 548 (1 917) | -81 (327) ¹ | -1 157 (954) ¹ |
| Δiv_{t-2} | -270 (3 586) | - | -541 (375) ¹ | -1 853* (953) ¹ |
| Δiv_{t-3} | - | - | - | 1 323 (985) ¹ |
| R ² corretto | 0,84 | 0,41 | 0,61 | 0,82 |
| Durbin-Watson | 1,88 | 2,19 | 1,88 | 1,93 |

Nota: errori standard fra parentesi. I simboli ***, ** e * indicano significatività ai livelli dell'1, 5 e 10%, rispettivamente.

¹ Errori standard sottoposti a correzione di White per l'eteroschedasticità.

I risultati relativi alle posizioni aperte differiscono notevolmente da quelli per il turnover. Una maggiore discordanza di vedute tra gli analisti è inizialmente associata all'ampliarsi delle posizioni sia in futures sia in opzioni. L'effetto tuttavia si inverte dopo due mesi, che incidentalmente corrispondono all'incirca alla durata residua media del contratto più intensamente scambiato. Poiché alla scadenza le posizioni devono essere chiuse oppure rinnovate al contratto successivo, il venir meno di tale effetto non desta sorpresa.

Il coefficiente sulla volatilità implicita contemporanea è positivo e altamente significativo. Tale relazione, che resta valida anche in caso di variazioni nella lunghezza del campione o nelle variabili selezionate, contrasta con un'ampia parte della letteratura che studia il nesso fra l'attività di negoziazione e la volatilità a livello giornaliero, ma corrobora il lavoro svolto da Jeanneau e Micu utilizzando dati mensili. Risulta che un aumento dell'incertezza stimola gli scambi nel breve periodo, riducendo al tempo stesso la propensione degli investitori a mantenere aperte le posizioni una volta completata la correzione immediata.

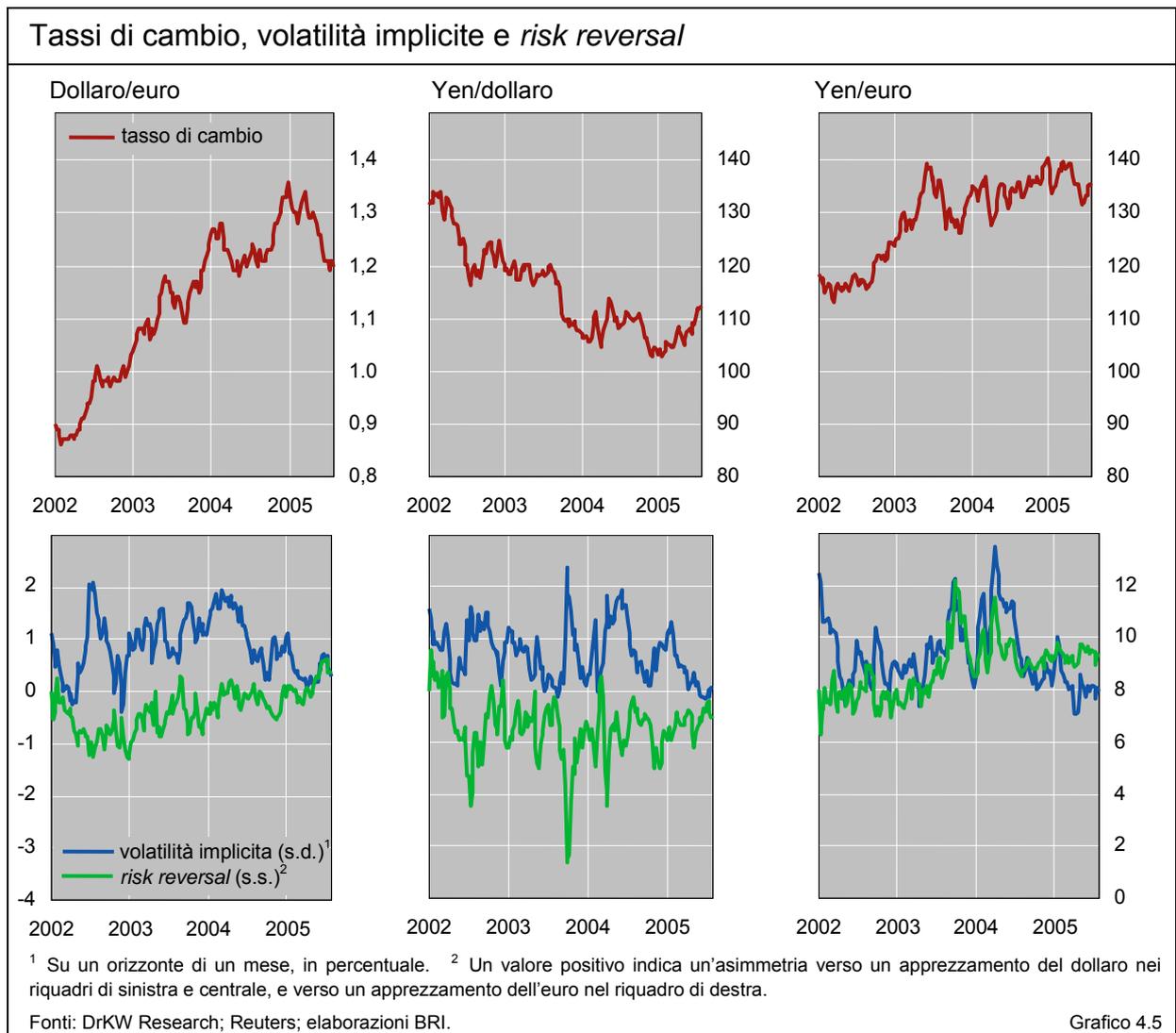
I risultati del presente esercizio offrono un'utile base per l'interpretazione dei movimenti mensili del turnover e delle posizioni aperte descritti in questa e nelle prossime edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, ma per due motivi non vanno considerati come prova di una teoria formale. Anzitutto, le opinioni degli analisti del mercato azionario potrebbero differire da quelle degli operatori. Sebbene entrambi lavorino spesso per una stessa società, i loro ruoli e incentivi sono diversi. Ciò vale ancor più dopo le recenti riforme introdotte principalmente, ma non solo, negli Stati Uniti al fine di accrescere l'indipendenza degli analisti e l'integrità delle loro previsioni. Inoltre, analisti e operatori potrebbero riferirsi a orizzonti temporali diversi, un'ulteriore potenziale causa di discordanza delle loro opinioni. La seconda riserva riguarda la frequenza dei dati utilizzati. Un esame più approfondito dovrebbe analizzare il profilo temporale con cui le divergenze di vedute e l'incertezza influiscono sull'attività in derivati.

allora due punti di svolta osservati nei prezzi azionari durante il secondo trimestre sarebbero principalmente riconducibili al mutare delle percezioni circa l'attività economica aggregata e il rischio sistemico, più che a eventi isolati riguardanti grandi imprese.

Impennata dei contratti su valute

Il vigore del dollaro USA nel secondo trimestre ha posto le basi per l'ennesima impennata dell'attività di borsa in derivati valutari. Tra il minimo di fine aprile e la fine di giugno il dollaro ha guadagnato il 7% rispetto all'euro e il 6% nei confronti dello yen (grafico 4.5). Su tale sfondo, il turnover in derivati su valute nei mercati regolamentati è cresciuto del 15%, a \$3 trilioni. Mentre in aprile e in maggio l'attività è rimasta su livelli prossimi alla media mensile del trimestre precedente, in giugno è balzata a un nuovo massimo. Il fatto che lo stesso profilo sia stato osservato per i contratti contro euro, yen e sterline britanniche fa ritenere che gli investitori stessero negoziando il rischio specifico al dollaro più che quello connesso ad altre valute. In particolare, i dati non indicano che

L'apprezzamento del dollaro traina il turnover in derivati



gli operatori siano ricorsi al mercato dei derivati per speculare su una rivalutazione del renminbi cinese, che si è effettivamente materializzata il 21 luglio (cfr. “Quadro generale degli sviluppi”). Benché gli scambi diretti di derivati in renminbi siano sottoposti a severe restrizioni dalla normativa cinese, gli operatori avrebbero potuto utilizzare i contratti sulla coppia yen/dollaro quale strumento per speculare sulla probabilità di una rivalutazione del renminbi, poiché vi era la diffusa aspettativa che tale rivalutazione avrebbe determinato un apprezzamento della moneta giapponese su quella statunitense. Per quanto intense, tuttavia, le contrattazioni in tale coppia valutaria (+18% nel secondo trimestre) sono cresciute in linea con quelle sui tassi euro/dollaro (+16%) e sterlina/dollaro (+20%).

Si riducono le posizioni aperte ...

L'aumento dei volumi osservato in giugno sembrerebbe rispecchiare contrattazioni sui movimenti a breve dei prezzi più che un posizionamento sul più lungo termine, come attesta l'andamento delle posizioni aperte nei contratti su euro, yen e sterline britanniche. I dati corretti per i movimenti valutari mostrano che tali posizioni hanno seguito un profilo sostanzialmente analogo a quello del turnover nei primi due mesi dell'anno, ma sono calate in giugno. Secondo le statistiche della Commodity Futures Trading Commission (CFTC) sul contratto valutario in euro attivamente scambiato presso il Chicago Mercantile Exchange, gli operatori commerciali – che usano i derivati principalmente a fini di copertura – hanno notevolmente accresciuto le loro posizioni a lunga e a breve fino agli inizi di giugno, per poi ridurle verso la fine del trimestre. Il calo è stato solo in parte controbilanciato dall'attività degli altri operatori, che tra aprile e giugno hanno raddoppiato le posizioni corte, mantenendo però costanti quelle lunghe. Ciò concorda con i riscontri provenienti dai *risk reversal*, che consistono nell'acquisto di un'opzione *call out-of-the-money* e nella vendita di una *put* ugualmente *out-of-the-money*. Il prezzo pagato per questa operazione riflette, fra gli altri fattori, la bilancia dei rischi fra la possibilità di forti rialzi o di forti ribassi dei prezzi. Nel secondo trimestre l'indicatore del *risk reversal* per le coppie dollaro/euro e yen/dollaro ha evidenziato una crescita costante (grafico 4.5), a indicare che gli investitori hanno ritenuto il potenziale di rialzo delle posizioni lunghe in dollari superiore a quello di ribasso.

... nonostante le speculazioni su un ulteriore apprezzamento del dollaro

Livelli elevati delle posizioni aperte in Brasile e in Messico

Per gli strumenti negoziati al di fuori degli Stati Uniti non sono disponibili analoghe statistiche sugli operatori commerciali e non commerciali. Esistono tuttavia motivi per ritenere che le esigenze di copertura costituiscano un importante fattore alla base dell'incremento del 35% delle posizioni aperte di contratti sulla coppia dollaro USA/real brasiliano, il quale ha di gran lunga sopravanzato l'aumento del corrispondente turnover (+14%). Tali posizioni, pari a \$44 miliardi alla fine del secondo trimestre, risultavano maggiori di quelle su qualunque altra valuta a eccezione dell'euro (\$49 miliardi). Un andamento simile è rilevabile nello stesso periodo in Messico, dove i contratti aperti sono aumentati del 76% mentre il turnover è sceso del 15%. La notevole crescita dei mercati obbligazionari nazionali e della presenza negli stessi di investitori esteri osservata negli ultimi anni sia in Brasile che in Messico potrebbe spiegare le maggiori esigenze di copertura. La ristrettezza degli spread sul debito brasiliano sta invece a indicare che le turbolenze politiche interne non

hanno probabilmente svolto un ruolo importante in questo senso (cfr. “Quadro generale degli sviluppi”).

Si intensifica l'attività su merci al crescere dell'economia

Le prospettive favorevoli per l'attività economica durante gran parte del secondo trimestre hanno trovato riflesso in una robusta crescita del mercato dei derivati su merci. L'incremento complessivamente modesto del 5% nel numero di contratti (non sono disponibili dati sui valori nozionali) si spiega in parte con il calo del 12% dei derivati su metalli preziosi. Poiché tali strumenti sono spesso utilizzati a fini cautelativi durante le fasi di turbolenza o di debolezza economica, una loro flessione potrebbe ricondursi a notizie positive sull'andamento dell'economia.

Robusta
espansione dei
contratti su merci ...

Le brusche oscillazioni dei prezzi nel mercato del greggio durante il secondo trimestre hanno indotto un forte aumento (+11%) degli scambi di contratti su prodotti energetici, cresciuti in misura superiore rispetto a quelli su metalli non preziosi (+6%) e derrate agricole² (+4%). Tale crescita riflette le intense contrattazioni basate su notizie a breve piuttosto che un'attività di posizionamento a lungo termine, giacché nello stesso periodo le posizioni aperte sono scese del 9%. Tra i mercati principali, queste ultime sono aumentate soltanto negli Stati Uniti, ma anche in questo caso in misura inferiore (+4%) a quella del turnover (+11%). In base alle statistiche della CFTC, il minore aumento dei contratti aperti ha fatto seguito a una riduzione delle posizioni lunghe degli operatori non commerciali, scese di un quarto tra gli inizi di aprile e la fine di giugno. Benché tali operatori, spesso definiti “speculatori”, rappresentino una percentuale solo esigua dell'*open interest* totale, le loro posizioni sono molto più variabili di quelle degli operatori commerciali (altrimenti noti come “*hedger*”).

... alimentata dalla
volatilità dei prezzi
sul mercato del
petrolio

² Dall'inizio di quest'anno la banca dati della BRI riporta le statistiche su una serie di nuovi contratti su derrate agricole. Per questo motivo vi è stata una correzione al rialzo del numero di contratti scambiati nel primo trimestre rispetto a quanto riportato nell'ultima edizione della *Rassegna trimestrale BRI*. Ciò non consente pertanto di effettuare raffronti con gli anni precedenti.

Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti¹

Le riserve ufficiali in dollari sono in parte collocate al di fuori degli Stati Uniti. Sebbene tali investimenti "offshore" non finanzino in senso stretto la bilancia corrente statunitense, essi sostengono comunque il dollaro. Queste disponibilità crescono rapidamente nei periodi di massicci interventi valutari.

Classificazione JEL: E580, F210, F310, F320, F330, F340, G150, N200

Negli ultimi anni è stata dedicata crescente attenzione alla misura in cui le riserve mondiali in dollari eccedono le disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti². Certo, da tempo i detentori ufficiali di dollari investono una parte delle disponibilità all'esterno degli Stati Uniti. Tuttavia, con la crescita a livelli senza precedenti degli interventi ufficiali sui mercati valutari è aumentato di pari passo il volume di questi collocamenti "offshore". Quali fattori sono alla base di tali investimenti e in che modo essi finanziano il disavanzo esterno USA o sostengono la moneta americana?

Il presente lavoro, basato su dati nazionali e della BRI, inizia presentando le stime degli averi ufficiali in dollari detenuti al di fuori degli Stati Uniti. Quindi, dopo aver passato in rassegna il dibattito concernente il ruolo di questi investimenti nel finanziamento della bilancia corrente americana, esso ne delinea le motivazioni politiche ed economiche. Rispetto al ruolo cruciale che rivestivano un tempo, i differenziali di rendimento hanno oggi perso importanza, mentre lo stesso non si può dire per il rischio paese e gli sfasamenti temporali nell'allocazione degli averi dopo forti interventi valutari.

Infine, lo studio afferma che, sebbene a rigore i collocamenti offshore non finanzino il disavanzo corrente USA, essi sostengono comunque il dollaro. L'importanza di tale sostegno ufficiale andrebbe valutata in riferimento al

¹ L'autore desidera ringraziare Swapan-Kumar Pradhan e Michela Scatigna per l'assistenza nel lavoro di ricerca. Le opinioni qui espresse sono dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² Cfr. BRI (2004), Higgins e Klitgaard (2004) e Truman (2005). Summers (2004) afferma: "Vi sono significative discrepanze che qualcuno ... probabilmente comprende, ma non io, fra le cifre della BRI sull'accumulo di riserve delle banche centrali e quelle del Bureau of Economic Analysis statunitense sul finanziamento ufficiale del disavanzo corrente".

fabbisogno netto di finanziamento esterno *in dollari* degli Stati Uniti, ivi compreso quello dovuto all'acquisto di attività in valuta estera.

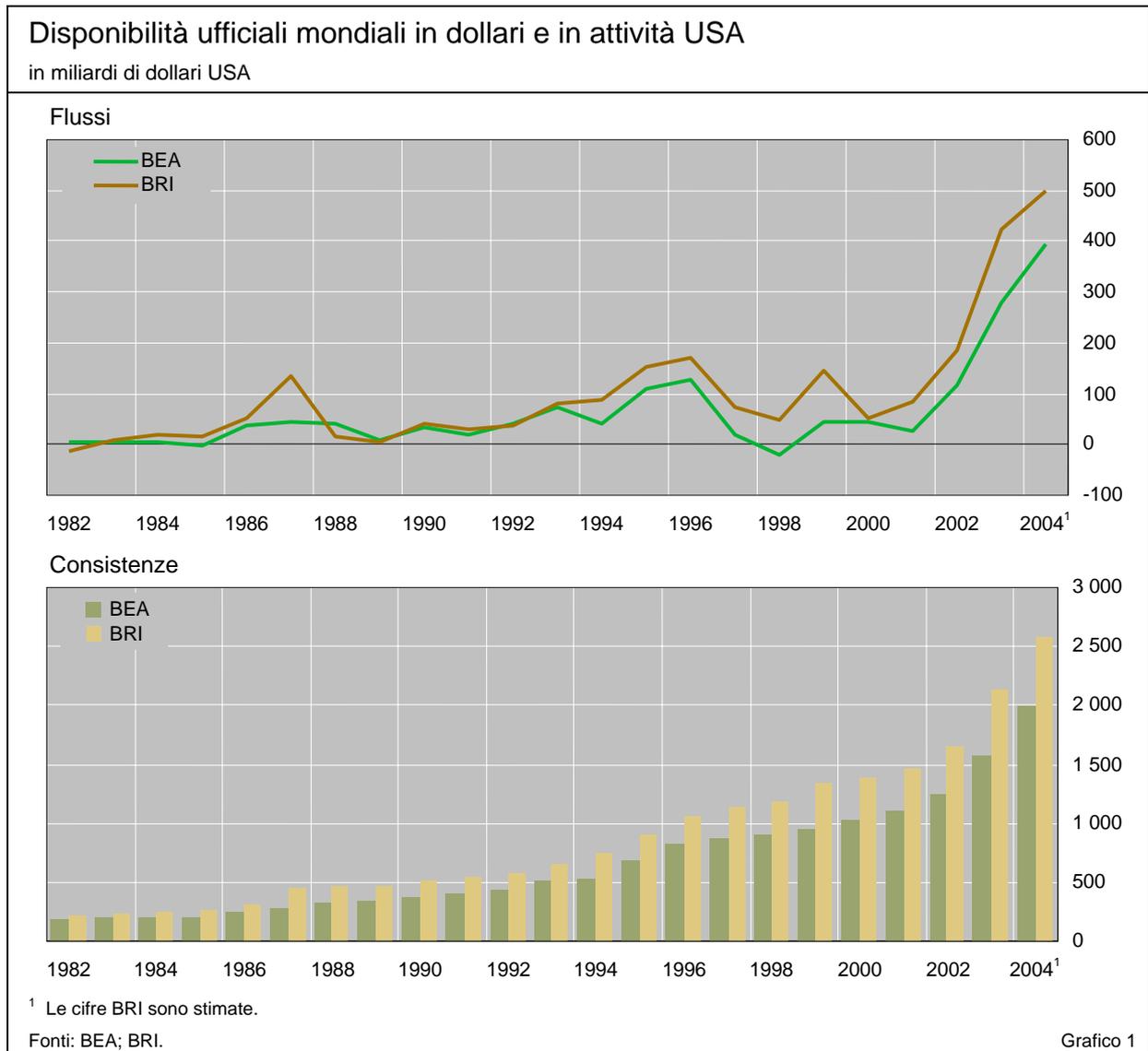
Le motivazioni e le conseguenze degli investimenti ufficiali in dollari al di fuori degli Stati Uniti non sono che un aspetto particolare delle questioni più ampie e di lunga data concernenti la ragion d'essere e le implicazioni dei mercati offshore. In certa misura, quindi, il presente studio passa in rassegna e aggiorna un'analisi quasi cinquantennale cui la BRI ha preso attivamente parte.

Riserve mondiali in dollari e averi ufficiali in attività USA

La variazione delle riserve mondiali in dollari riportata dall'FMI e dalla BRI differisce dalla variazione delle disponibilità ufficiali in attività USA segnalata dal Bureau of Economic Analysis (BEA). La differenza presenta due regolarità.

In primo luogo, la quota di riserve in dollari che pare essere detenuta fuori dagli Stati Uniti è consistente (grafico 1). Essa ammontava al 25% circa a metà

Ingenti averi offshore in dollari ...



2004, assumendo che le riserve non identificate siano investite in obbligazioni in eurodollari³. Come minimo, la quota era pari al 20% sulla base delle riserve identificate (\$438 miliardi su un totale di \$2 241 miliardi, tabella 1). In linea con tale osservazione, l'aumento annuo delle riserve mondiali in dollari è di regola superiore a quello delle disponibilità ufficiali in attività USA riportato dal BEA.

... specie nei
periodi di forti
interventi

In secondo luogo, negli anni di maggiore incremento delle riserve in dollari gli averi offshore tendono a crescere più che proporzionalmente. Ad esempio, per il 1987, anno in cui l'espansione delle riserve segnò un massimo storico, la crescita delle attività ufficiali segnalata dal BEA mostra un grosso divario per difetto. Di conseguenza, la forte espansione degli averi in dollari delle banche centrali negli ultimi anni si è accompagnata a un deciso aumento delle attività detenute al di fuori degli Stati Uniti. Ciò rispecchia in parte il processo di aggiustamento degli stock descritto più avanti.

Scelta della piazza:
irrilevante ...

Il presente studio sostiene che al giorno d'oggi per i prezzi globali delle attività non fa differenza che una banca centrale collochi un deposito in dollari a New York oppure a Tokyo, Hong Kong SAR, Singapore, Bahrain, Londra o nei Caraibi, e poca più rilevanza ha il fatto che la banca centrale compri un titolo del Tesoro USA tenuto in custodia negli Stati Uniti ovvero un titolo in

| Composizione per tipi di strumento delle riserve in dollari USA | | | |
|---|--------------------|----------------------|---------------------|
| fine giugno 2004; in miliardi di dollari USA | | | |
| | A breve termine | A lungo termine | Totale |
| Titoli del Tesoro USA | 249 | 923 | 1 172 |
| Altre attività | 635 | 434 | 1 069 |
| Pronti contro termine e depositi negli Stati Uniti | 141 | | |
| <i>Commercial paper</i> e certificati di deposito negli Stati Uniti | 93 | | |
| Depositi offshore | 401 | 37 | |
| Titoli di agenzie federali | | 216 | |
| Obbligazioni societarie | | 47 | |
| Azioni | | 134 | |
| Totale | 884 (39,4%) | 1 357 (60,6%) | 2 241 (100%) |
| <i>Per memoria:</i> | | | |
| <i>quota dei titoli del Tesoro sul totale delle attività</i> | <i>28,2%</i> | <i>68,0%</i> | <i>52,3%</i> |
| <i>Totale stimato delle riserve in dollari a fine giugno 2004</i> | | | <i>2 334</i> |
| <small>Nota: le cifre per i titoli del Tesoro e delle agenzie federali, le obbligazioni societarie e le azioni sono tratte da US Treasury et al. (2005). Le cifre per i depositi e gli strumenti del mercato monetario negli Stati Uniti sono tratte da BEA, International Transactions Table 4. Le cifre per i depositi offshore sono tratte dalla <i>Rassegna trimestrale BRI</i>, Tabella 5C, da BRI (2005, pagg. 194-195) e da SDDS Giappone per il giugno 2004. La quota a lungo termine è determinata considerando la scadenza originaria; in base alla vita residua la quota è del 51,7%. Tabella 1</small> | | | |

³ Se si assume che gli averi offshore rappresentino la differenza fra gli averi totali in dollari stimati (\$2 334 miliardi) e quelli identificati (\$2 241 miliardi), allora essi ammonterebbero a \$531 miliardi, ossia quasi un quarto del totale. Cfr. McCauley e Fung (2003).

dollari emesso dall'agenzia governativa tedesca KfW e detenuto in Europa. Al massimo tali scelte influiranno sui differenziali di rendimento fra le diverse piazze (improbabile) o fra i diversi emittenti.

Tuttavia, la scelta del luogo di investimento ha molta importanza per la bilancia dei pagamenti USA. Ciò venne dimostrato assai chiaramente nel 1987, quando i massicci interventi delle banche centrali asiatiche ed europee fecero salire di \$134 miliardi le riserve mondiali in dollari, a fronte di un disavanzo corrente USA di \$160 miliardi. Il BEA segnalò invece acquisti ufficiali di attività USA per soli \$45 miliardi. A quel tempo, come si spiegherà più avanti, le banche centrali erano incentivate dalla regolamentazione USA a detenere depositi bancari in dollari al di fuori degli Stati Uniti e i flussi interbancari contribuivano in ampia misura a finanziare il deficit corrente americano. I fondi collocati dai gestori delle riserve ufficiali a Tokyo, Hong Kong o Londra potevano essere visti come una transazione interbancaria (o intrabancaria) non colta dai flussi privati rilevati dal BEA. In tale contesto si poteva affermare che la quota ufficiale del finanziamento del conto corrente USA era in effetti superiore ai quattro quinti. Higgins e Klitgaard (2004) considerano tuttora valida questa logica e definiscono così "discrepanza" la differenza fra le cifre BEA e BRI.

... o rilevante?

I dollari offshore finanziano il deficit corrente USA?

Truman (2005) sostiene invece che non è corretto trattare le attività ufficiali in dollari identificate verso i non residenti USA alla stessa stregua di quelle verso i residenti. Dopo tutto, l'economia statunitense deve soltanto assicurare il servizio delle passività dei propri residenti. Inoltre, molti paesi possono finanziare il loro disavanzo corrente con fondi raccolti in dollari, e anche i mutuatari di paesi non deficitari emettono titoli denominati in dollari. Sebbene in definitiva i paesi con ampi disavanzi come l'Australia non competano con gli Stati Uniti nella ricerca di finanziamenti in dollari, secondo le statistiche BRI nel 2004 i prestatori non residenti negli Stati Uniti hanno collocato su base netta titoli di debito denominati in dollari per l'ammontare record di \$257 miliardi⁴.

È utile distinguere la questione del finanziamento del conto corrente (o della posizione debitoria netta sull'estero) degli Stati Uniti dalla questione dell'equilibrio di portafoglio inerente all'allocatione dei nuovi flussi (o degli stock) di attività in dollari (Tille, 2004; BRI, 2005, Capitolo V). L'acquisizione o detenzione di dollari da parte delle banche centrali estere sostiene la moneta americana anche quando non finanzia il disavanzo o il debito USA. L'ultima sezione di questo studio suggerisce che il raffronto appropriato è quello fra la variazione delle riserve mondiali in dollari e l'emissione netta di passività *in dollari* da parte dei residenti USA.

La prospettiva delle posizioni lunghe e corte in dollari

⁴ Le obbligazioni in dollari offerte da mutuatari di prim'ordine al di fuori degli Stati Uniti competono nei portafogli delle banche centrali con i titoli delle agenzie governative USA (cfr. infra). Le obbligazioni in dollari offerte da società, banche e agenzie brasiliane, coreane o russe, se convertite in moneta nazionale, possono condurre a interventi valutari e a un aumento delle riserve ufficiali.

Motivazioni politiche ed economiche degli investimenti offshore

Vari sono i fattori che inducono le banche centrali a collocare le riserve in dollari al di fuori degli Stati Uniti. Mentre le ragioni economiche sono le stesse che muovono gli investitori privati, quelle politiche sono in parte di natura specifica.

Rischio paese: fattori politici, rischio di contenzioso e rischio di infrastruttura

Per un investitore, il rischio paese si sostanzia in quei fattori che potrebbero impedire l'utilizzo dei fondi collocati in una data giurisdizione. Il termine può essere impiegato nell'accezione ristretta di rischio legato a sviluppi politici oppure, come in questo studio, in senso più lato, comprendente il rischio di azioni giudiziarie e disfunzioni del mercato (Borio e Packer, 2004).

Fattori politici – Nella storia del mercato dell'eurodollaro, ossia il mercato dei depositi a breve in dollari al di fuori degli Stati Uniti, l'Unione Sovietica è citata come uno dei primi detentori di dollari a Londra (Einzig, 1970, pag. 30; Kindleberger, 1973, pag. 289). È possibile che tali depositi mirassero a occultare alle autorità USA pagamenti in dollari, nonché a permettere lo smobilizzo dei fondi in caso di tensioni internazionali. Gli sforzi volti a sottrarsi all'azione delle autorità americane apparvero giustificati nel 1979, allorché queste ultime congelarono gli averi iraniani⁵.

Fra la fine degli anni settanta e i primi anni ottanta, all'epoca dell'invasione russa dell'Afghanistan, i depositi sovietici negli Stati Uniti ammontavano solo a decine di milioni di dollari, mentre le riserve ufficiali in dollari dell'URSS erano pari a decine di miliardi di dollari (grafico 2, diagramma di sinistra). Dopo la dissoluzione dell'Unione Sovietica e il miglioramento dei rapporti con gli Stati Uniti, le banche russe, compresa la banca centrale, iniziarono a piazzare depositi negli Stati Uniti. Oggi questi depositi si misurano in decine di miliardi, così come le riserve della Federazione Russa.

Rischio di contenzioso – Un altro tipo di rischio paese che può indurre a detenere dollari fuori dagli Stati Uniti è il rischio di vertenze legali. In mancanza di clausole di azione collettiva nelle emissioni sovrane si pone un problema di unanimità di consenso degli obbligazionisti in caso di ristrutturazione del debito. Alcuni investitori USA paiono essersi specializzati proprio nell'acquisto di passività sovrane in sofferenza per poi rifiutare le offerte di transazione e cercare di ottenere condizioni migliori minacciando di avviare, o avviando effettivamente, azioni legali. Queste possono in alcuni casi contemplare la confisca degli averi del mutuatario sovrano insolvente. Il fatto di sottrarre le attività sovrane a potenziali provvedimenti cautelativi dei tribunali americani o di altri paesi può costituire pertanto una logica contromossa strategica.

⁵ Cfr. Hufbauer et al., 1990a, pag. 38. Non tutte le giurisdizioni offshore si dimostrano ugualmente sicure. Il Regno Unito congelò gli averi argentini durante la guerra delle Falkland (Hufbauer et al., 1990b, pag. 537). Il blocco degli averi iraniani da parte degli Stati Uniti fu esteso ai fondi depositati presso filiali estere di banche USA, inizialmente in tutte le valute, e poi soltanto in dollari (Kirtton, 1987, pag. 274). Il congelamento dei conti argentini non riguardò invece le filiali di banche britanniche all'estero. A volte il blocco può anche essere usato per evitare depredazioni, come nel caso del congelamento degli averi del Kuwait disposto dagli Stati Uniti e dai loro alleati in seguito all'invasione irachena nel 1990.

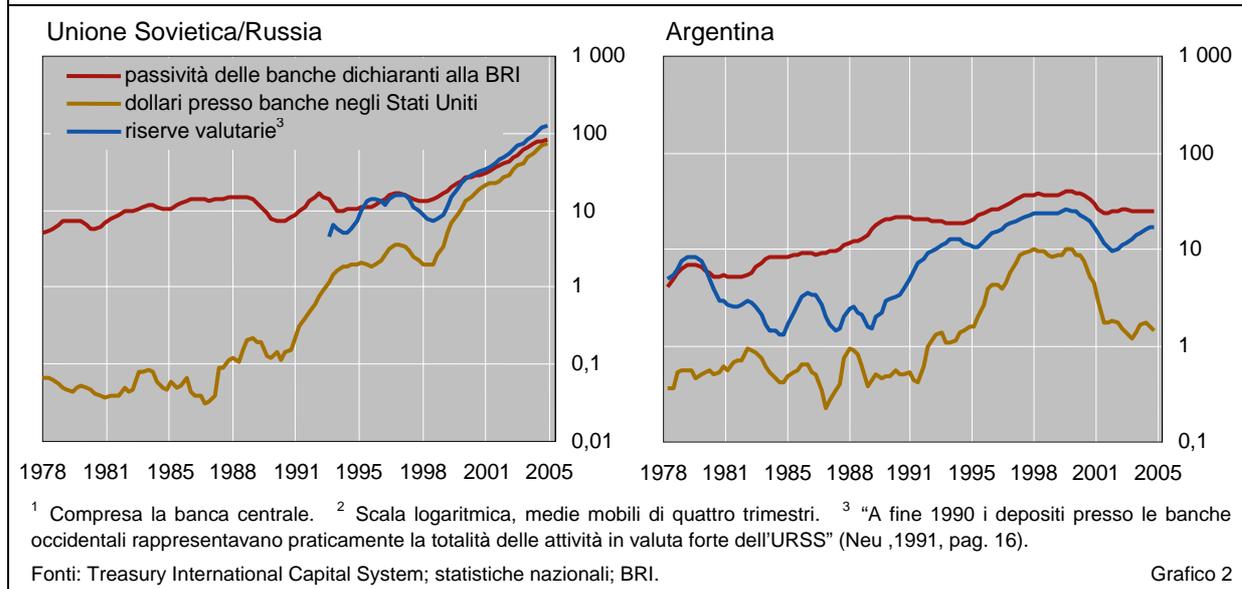
I dollari offshore sono spesso legati a considerazioni di rischio paese:

fattori politici ...

... rischio di contenzioso ...

Disponibilità delle banche¹ in depositi bancari all'interno e all'esterno degli Stati Uniti

in miliardi di dollari USA²



È difficile stimare in che misura il rischio di contenzioso influisca sulla detenzione di dollari fuori dagli Stati Uniti. Nondimeno, si può ritenere che solo un ritratto numero di paesi abbia scelto una giurisdizione offshore per i propri depositi in dollari nell'intento di limitare tale rischio. Attualmente l'Argentina è ancora coinvolta in procedimenti giudiziari negli Stati Uniti e il livello post crisi dei suoi depositi bancari è relativamente modesto, specie al confronto con gli anni novanta, quando le disponibilità in dollari detenute presso banche newyorkesi avevano lo scopo di rendere più credibile l'impegno alla convertibilità (grafico 2, diagramma di destra).

Rischio di infrastruttura – Poiché le banche centrali hanno esteso l'orizzonte temporale dei propri portafogli, il loro accesso alla liquidità è venuto nel complesso a dipendere maggiormente dal corretto funzionamento dei mercati finanziari, compresi quelli dei pronti contro termine. L'interruzione delle contrattazioni in titoli del Tesoro USA nel settembre 2001 in seguito all'attacco terroristico ha ricordato ai gestori delle riserve i potenziali vantaggi di una diversificazione geografica delle operazioni e dei collocamenti. Mentre le operazioni sulla piazza di New York erano sospese, le banche centrali con valori detenuti presso depositari europei poterono eseguire le normali transazioni con questi ultimi, dato che il sistema dei pagamenti americano continuava a funzionare e le banche erano in grado di effettuare pagamenti in dollari.

... e rischio di infrastruttura ...

Nazionalità della banca – La scelta fra il collocamento dei dollari negli Stati Uniti o altrove non va confusa con quella fra banche statunitensi o di altra nazionalità. Se è vero che alle banche USA affluisce una quantità ridotta dei dollari depositati offshore⁶, metà dei depositi ufficiali in dollari negli Stati Uniti

⁶ Pertanto, la quota mondiale dei depositi ufficiali segnalati alla BRI detenuta presso banche USA è all'incirca pari a solo un quinto. Si può notare incidentalmente come questo fatto

| Ubicazione dei depositi ufficiali in dollari e nazionalità delle banche dicembre 2004; in miliardi di dollari USA | | | |
|--|-------------------------|--------------------|--------------|
| Nazionalità della banca | Ubicazione dei depositi | | Totale |
| | Stati Uniti | Offshore | |
| Stati Uniti | 73,6 | 7,8 | 81,4 |
| Altri paesi | 73,0 | 264,9 ¹ | 337,9 |
| Totale | 146,6 | 272,7 | 419,3 |

Nota: il risultato del test X^2 per l'indipendenza dell'ubicazione e della nazionalità è 137, mentre il valore critico per il livello di significatività dell'1% è 6,6.

¹ Compresi \$5 miliardi di autorità monetarie ufficiali interne.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità. Tabella 2

(“onshore”) è collocata presso banche (o società di investimento) con sede legale all'estero (tabella 2). A una banca centrale che abbia deciso di piazzare un deposito presso una banca di nazionalità non statunitense resta ancora la scelta se effettuare il deposito negli Stati Uniti o in un altro centro.

Rendimento

... ma le considerazioni di rendimento sono state più importanti ...

Il rendimento si è rivelato più importante del rischio paese ai fini della crescita dell'euromercato nell'arco delle ultime due generazioni. Durante gran parte della sua esistenza l'euromercato ha offerto un cospicuo differenziale positivo agli investitori disposti a effettuare un deposito in dollari presso una banca situata a Londra o in un altro centro esterno agli Stati Uniti (grafico 3, diagramma superiore). Originariamente e fino alla metà degli anni settanta, ciò fu dovuto alla mancanza di integrazione fra i mercati monetari in dollari di Londra e di New York e all'esenzione dagli obblighi di riserva prescritti negli USA; in seguito, soltanto a quest'ultimo motivo.

In effetti, prima che i mercati monetari mondiali del dollaro divenissero generalmente integrati trent'anni or sono, i rendimenti sulla piazza di Londra spesso eccedevano quelli offerti a New York in misura superiore al costo implicito della riserva obbligatoria⁷. A causa del “programma di restrizione volontaria del credito” introdotto dagli Stati Uniti nel 1965 le banche non potevano collocare a Londra un volume di fondi raccolti negli USA sufficiente ad assicurare la parità di costo della provvista sui due mercati⁸. In particolare, tali controlli sui capitali impedirono alle banche statunitensi di sfruttare opportunità di arbitraggio pari a 100-300 punti base nel 1971 (Kreicher, 1982). In quelle circostanze, le banche centrali erano fortemente incentivate a

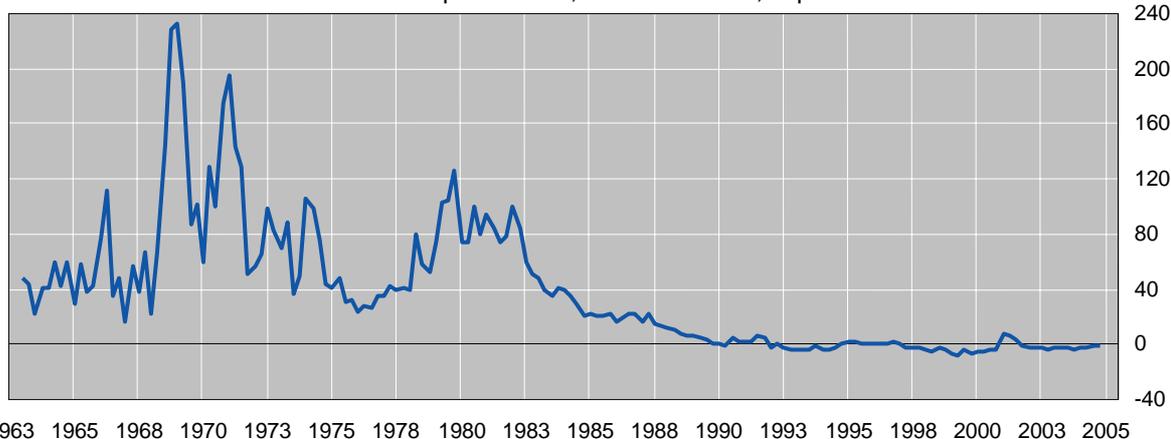
sollevi qualche interrogativo circa il presunto vantaggio che il ruolo di riserva del dollaro comporterebbe per il settore finanziario USA e, attraverso l'occupazione e i profitti di tale settore, per l'insieme dell'economia americana.

⁷ I riferimenti classici sul tema sono Johnston (1979), Aliber (1980, 2002) e Kreicher (1982).

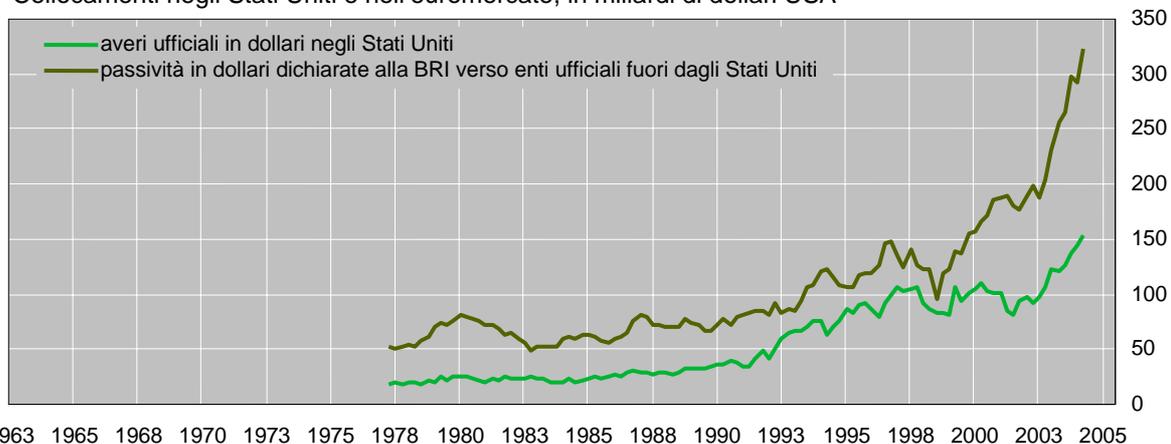
⁸ La BRI (1965, pag. 162) rilevava cautamente che “le nuove risorse che le banche americane possono prestare a non residenti sono state, dal febbraio 1965, assoggettate alla disciplina delle autorità monetarie americane”.

Rendimento e collocamenti ufficiali in dollari negli Stati Uniti e nell'euromercato

Differenziale fra Libid e certificati di deposito USA; tassi a tre mesi; in punti base



Collocamenti negli Stati Uniti e nell'euromercato, in miliardi di dollari USA



Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Grafico 3

collocare i propri averi in dollari al di fuori degli Stati Uniti. Infatti, sui depositi in eurodollari i gestori delle riserve potevano realizzare rendimenti superiori a quelli offerti dai titoli del Tesoro o dai certificati di deposito USA⁹.

Nel gennaio 1974 le restrizioni furono abolite. In seguito, l'arbitraggio mantenne in genere i tassi sull'eurodollaro entro un ristretto margine rispetto al costo totale del denaro sul mercato monetario USA. Tuttavia, i rendimenti non divennero identici. L'interazione degli obblighi di riserva con il livello dei tassi di interesse innalzava il costo totale della raccolta bancaria sul mercato interno statunitense. A un tasso di interesse del 10%, un coefficiente di riserva pari al 6% su un certificato di deposito USA comportava un costo di quasi 60 punti base. Le banche erano dunque disposte a pagare questo sovrappiù sui fondi

⁹ La BRI (1964, pag. 148) segnalava che le autorità italiane e giapponesi collocavano dollari presso le proprie banche e che la BRI stessa depositava dollari all'esterno degli Stati Uniti "allo scopo probabilmente di ritrarne un maggiore utile". La Deutsche Bundesbank, per contro, talvolta aveva addirittura chiesto alle banche tedesche controparti in operazioni di riporto valutario a breve termine di investire in buoni del Tesoro USA i dollari temporaneamente acquisiti.

Iniziative delle autorità per limitare gli averi in dollari offshore

Prima che i mercati interno ed esterno del dollaro USA divenissero ben integrati, in occasione delle riunioni presso la BRI le banche centrali avevano manifestato preoccupazioni per la creazione di moneta e di credito nel mercato dell'eurodollaro. Data l'assenza di obblighi di riserva, si ipotizzava che i moltiplicatori della moneta e del credito fossero molto elevati e che i relativi aggregati sfuggissero al controllo ufficiale. Vi era inoltre il timore che i depositi in eurodollari fossero prestati a imprese europee, che li avrebbero usati per acquistare valute europee, accrescendo così la necessità di acquisti di dollari da parte delle banche centrali. Mayer (1970) comparava il collocamento ufficiale di dollari al di fuori degli Stati Uniti all'oro di nuova estrazione, in quanto permetteva un aumento degli averi di riserva di un paese senza che un altro paese subisse una corrispondente diminuzione⁹.

Furono avanzate due proposte, una sola delle quali venne attuata. Nel 1971 le banche centrali del Gruppo dei Dieci concordarono di non piazzare più fondi offshore¹⁰. L'altra proposta, più fondamentale, fu presentata dagli Stati Uniti nel 1980 alla BRI e prevedeva un accordo fra i principali centri bancari internazionali (G10 e Svizzera) per imporre obblighi di riserva sugli eurodepositi bancari a livello mondiale, ma non venne adottata (Frydl, 1982, pag. 18).

Il ragionamento che indusse le banche centrali a rinunciare agli eurodepositi aveva senso in un'epoca in cui i controlli sui capitali segmentavano i mercati interno ed esterno del dollaro. Alla metà degli anni settanta, tuttavia, esso aveva ormai perso ogni validità. La scelta da parte di una banca centrale, o di qualsiasi altro depositante, di collocare dollari nei Caraibi o a Londra anziché a New York avrebbe semplicemente causato un afflusso interbancario netto leggermente maggiore o un deflusso interbancario netto leggermente minore verso o dagli Stati Uniti. Per le banche che arbitraggiavano i due mercati, un deposito onshore e un deposito offshore a parità di costo totale erano sostituiti perfetti.

⁹ Per una trattazione in merito cfr. Machlup (1972) e Dufey e Giddy (1978). ¹⁰ Zijlstra (1971): "[Sta] diventando sempre più manifesto che il mercato delle eurodivise abbisogna di guida e di controllo. Il gruppo dei Governatori che si riuniscono regolarmente a Basilea ha convenuto di costituire una commissione di studio, sotto la mia presidenza, al fine di analizzare il problema e proporre la costituzione e le linee direttive di un gruppo permanente che abbia il compito di suggerire quali siano le misure da adottare da parte dei Governatori. Sono fiducioso che i Governatori sapranno imprimere al mercato dell'eurodollaro un comportamento maggiormente in armonia con il corretto funzionamento del sistema monetario internazionale ... [Per] il momento abbiamo già deciso di non collocare fondi addizionali sul mercato, ma, anzi, di ritirarne, quando una tale azione risulti prudente alla luce delle condizioni di mercato". Questa politica può essere vista come una libera versione del principio di esclusività del Governatore Norman, secondo cui le banche centrali dovrebbero effettuare tutte le operazioni in una data valuta attraverso la banca centrale del paese di emissione, una dottrina "senza molti effetti pratici" (Sayers, 1976, vol. 1, pag. 158 e vol. 3, pagg. 74-75).

raccolti a Londra per finanziare i crediti ivi erogati. Pertanto, per 15 anni ancora dall'integrazione dei mercati monetari i depositi offshore offrono un vantaggio di rendimento¹⁰.

A partire dal 1990 i depositi in eurodollari hanno mostrato un differenziale di rendimento esiguo, se non nullo, rispetto agli strumenti del mercato monetario USA come i certificati di deposito. Verso la fine di quell'anno la Federal Reserve ridusse a zero l'obbligo di riserva sui certificati di deposito di grande ammontare. È vero che i premi di assicurazione richiesti dalla Federal

¹⁰ In effetti, Londra e le altre piazze offshore permisero alle banche centrali di non pagare il modesto signoraggio lucrato dal settore pubblico USA sui depositi in dollari soggetti a riserva. All'epoca gran parte dei guadagni da signoraggio dovuti a non residenti (e oggi la loro totalità) derivava tuttavia dalla detenzione all'estero di banconote USA, quasi esclusivamente da parte di soggetti privati.

| Quota offshore dei depositi bancari in dollari USA delle istituzioni monetarie ufficiali e premio di rendimento sui depositi offshore | | | | |
|--|--------------|-----------------|--------|-----------------|
| | Coefficiente | Errore standard | Test t | Significatività |
| Costante | 0,2611 | 0,086 | 3,047 | 0,004 |
| Quota offshore ¹ | 0,6237 | 0,122 | 5,093 | 0,000 |
| Spread | 0,0002 | 0,000 | 2,117 | 0,040 |
| Campione: 1° trimestre 1978 - 3° trimestre 1990 R ² corretto: 0,616 Test DW: 2,360 | | | | |
| Costante | 0,0811 | 0,049 | 1,641 | 0,107 |
| Quota offshore ¹ | 0,8682 | 0,078 | 11,066 | 0,000 |
| Spread | -0,0007 | 0,001 | -0,618 | 0,539 |
| Campione: 4° trimestre 1990 - 4° trimestre 2004 R ² corretto: 0,707 Test DW: 2,020 | | | | |
| Nota: la variabile dipendente è la quota offshore di depositi in dollari calcolata come rapporto fra le passività in dollari dichiarate alla BRI verso istituzioni monetarie ufficiali al di fuori degli Stati Uniti e la somma di queste passività e di quelle in dollari verso istituzioni monetarie ufficiali negli Stati Uniti. Lo spread è la differenza fra il Libid e il tasso sui certificati di deposito USA a tre mesi. La riserva obbligatoria statunitense sui grandi depositi e sulla raccolta netta in eurodollari è stata azzerata nel dicembre 1990 (McCauley e Seth, 1992). | | | | |
| ¹ Differita di un trimestre. | | | | |
| Fonti: statistiche nazionali; dati e stime BRI. | | | | Tabella 3 |

Deposit Insurance Corporation sulla maggior parte dei depositi bancari negli Stati Uniti continuavano a offrire un incentivo al collocamento delle riserve su conti offshore, ma dal 1997 le banche con rating elevato furono esentate anche dal pagamento dei premi di assicurazione sui depositi¹¹.

Le banche centrali hanno reagito come investitori sensibili ai differenziali di rendimento, benché a un certo momento abbiano convenuto di astenersi da ricercare remunerazioni più alte sul mercato offshore nell'interesse della stabilità monetaria e finanziaria (cfr. il riquadro precedente)¹². Ad esempio, quando gli alti tassi di interesse sul dollaro ampliarono il differenziale positivo sui depositi offshore intorno al 1980, le banche centrali investirono in questi ultimi una quota maggiore delle loro disponibilità (grafico 3, diagramma inferiore). La tabella 3 riporta una regressione della quota dei depositi bancari offshore in dollari delle istituzioni monetarie ufficiali sul differenziale di rendimento fra il tasso Libid (London Interbank Bid Rate) e il tasso sui certificati di deposito USA. Prima della riduzione dell'obbligo di riserva sui depositi di grande ammontare nel quarto trimestre 1990, un ampliamento di

... come dimostra il comportamento delle banche centrali

¹¹ "Attualmente il 93% delle istituzioni assicurate dal FDIC, cui fa capo il 98% dei depositi assicurati, non paga nulla per l'assicurazione" (Congressional Budget Office, 2005).

¹² I rendimenti corretti per il rischio sono rilevanti per le banche centrali, ma è difficile immaginare una buona *proxy* per il rischio dei depositi in eurodollari. Frydl (1982) sostiene che il rischio attribuito dagli investitori a tali depositi è diminuito dopo il fallimento di Bankhaus Herstatt nel 1974. Frydl afferma altresì che il Concordato sulla ripartizione delle responsabilità di vigilanza fra le autorità del paese di origine e del paese ospitante rafforzò la fiducia dei depositanti sul mercato dell'eurodollaro. La crisi debitoria latinoamericana e il dissesto di Continental Illinois, rispettivamente nel 1982 e 1984, causarono un aumento notevole, seppure temporaneo, del premio di rischio dei tassi sull'eurodollaro rispetto a quelli del mercato monetario USA.

10 punti base dello spread si associava a un aumento di 0,2 punti percentuali dei depositi ufficiali offshore nello stesso trimestre e di 0,6 punti percentuali nel periodo successivo¹³.

A partire dal 1990 la scelta fra depositi onshore e offshore è stata influenzata soprattutto dall'interazione fra la composizione dei paesi con riserve in aumento (ovvero in calo) e le preferenze specifiche delle banche centrali quanto alla collocazione geografica dei propri averi. Queste preferenze possono essere legate, fra l'altro, a considerazioni di fascia oraria. Ad esempio, è ipotizzabile che le banche centrali dell'America latina trovino più conveniente collocare dollari negli Stati Uniti che non le banche centrali asiatiche.

Regolamentazione del mercato mobiliare

La regolamentazione non costituisce un fattore ovvio ...

L'analisi empirica si è finora incentrata sui depositi bancari, ma in realtà questi rappresentano meno di un terzo degli averi ufficiali in dollari. Le banche centrali hanno progressivamente esteso la scadenza media dei loro portafogli acquistando titoli a lungo termine. Anche in questo caso esse hanno la scelta di investire negli Stati Uniti oppure in altri mercati. Purtroppo non vi è però un indicatore diretto degli investimenti del secondo tipo.

La relazione storica fra i mercati obbligazionari interni ed esterni agli Stati Uniti è l'immagine speculare di quella fra i corrispondenti mercati dei depositi. In entrambi i casi sui rendimenti USA ha influito un onere amministrativo, sotto forma di coefficiente di riserva sui depositi bancari di grande ammontare (gravante sulle banche) e di ritenuta fiscale alla fonte sugli interessi pagati ai detentori non residenti di obbligazioni USA (gravante sugli investitori). Le banche londinesi potevano corrispondere tassi più elevati sui depositi in dollari a parità di costo totale, mentre gli emittenti europei di obbligazioni in dollari potevano offrire rendimenti inferiori ai non residenti grazie all'assenza di ritenuta fiscale¹⁴.

¹³ Per quale motivo prima del 1990 i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi comuni e le amministrazioni pubbliche negli Stati Uniti acquistavano certificati di deposito USA pur potendo ottenere rendimenti migliori sui depositi presso le filiali londinesi o caraibiche delle stesse banche? Questa domanda non ha mai avuto una risposta soddisfacente. Alcuni enti erano senza dubbio vincolati da direttive che limitavano la detenzione di attività sull'estero; in questi casi ci si chiede perché le direttive non furono modificate. È chiaro che con la crescita dei fondi comuni del mercato monetario è aumentato il numero di portafogli in grado di investire nell'euromercato. Si potrebbe considerare la riluttanza degli investitori USA a comprare eurodollari come una risposta al rischio paese oppure come espressione di una preferenza aprioristica per le attività interne.

¹⁴ La pressione concorrenziale costrinse in generale le banche londinesi a trasferire ai depositanti il risparmio risultante dall'assenza di obblighi di riserva. Per contro, ciascun emittente di prim'ordine agiva nella propria classe di rischio creditizio come un monopolista discriminante posto di fronte a due diverse curve di domanda, nel mercato USA e nell'euromercato, di cui la prima più elastica. Di conseguenza, l'emittente non spingeva l'emissione in eurodollari fino al punto dell'eguaglianza di costo rispetto all'emissione USA, mentre gli investitori esteri erano scoraggiati dall'acquistare le obbligazioni interne a più alto rendimento a causa della ritenuta alla fonte. Di fatto l'emittente di euroobbligazioni condivideva con l'investitore il beneficio derivante dall'assenza di ritenuta fiscale.

| Registrazione presso la SEC di determinate emissioni obbligazionarie internazionali denominate in dollari USA | | | | |
|---|-----------------------------|-----------------------|-------------------|---------------|
| in miliardi di dollari USA, 2000-maggio 2005 | | | | |
| | Registrazione presso la SEC | Procedura Regola 144A | Nessuna delle due | Totale |
| CADES (ente francese) | – | – | 6,75 | 6,75 |
| Hydro-Québec | 0,75 | – | – | 0,75 |
| KfW (ente tedesco) | 23,00 | – | 21,36 | 44,36 |
| Québec | 4,75 | – | 0,02 | 4,77 |
| Repubblica italiana | 48,00 | – | 4,15 | 52,15 |
| Swedish Export Credit | 3,10 | 0,25 | 2,99 | 6,34 |
| Japan Bank for International Cooperation | 1,00 | – | 2,25 | 3,25 |
| Totale | 80,60 | 0,25 | 37,52 | 118,37 |

Nota: i titoli emessi dai suddetti mutuatari e acquistati da banche centrali estere, anche se commercializzati negli Stati Uniti, non sarebbero inclusi nelle statistiche BEA.

Fonti: Dealogic; BRI. Tabella 4

Non essendo soggette alla ritenuta USA, le banche centrali non erano incentivate ad acquistare euroobbligazioni con rendimento relativamente basso. Stando a taluni riscontri indiretti risulta che fino ai primi anni ottanta non vi fu un volume significativo di euroobbligazioni nei portafogli delle banche centrali¹⁵. In seguito all'abolizione della ritenuta alla fonte americana nel luglio 1984, i mercati obbligazionari USA e dell'eurodollaro divennero tuttavia rapidamente integrati in termini di prezzo. L'eventuale minor rendimento delle euroobbligazioni rispetto ai titoli USA era ormai misurabile in punti base e non più in decine di punti base o addirittura in punti percentuali (Papke, 2000).

Di fatto, a partire dal 1984 le banche centrali potrebbero aver avuto convenienza ad acquistare titoli in eurodollari nella misura in cui il costo dell'autorizzazione della Securities and Exchange Commission (SEC) ha sopravanzato il vantaggio in termini di liquidità legato al pieno accesso alla base di investitori statunitensi. Il risparmio ottenuto evitando il costo della procedura SEC può presumibilmente essere ripartito fra i compratori (comprese le banche centrali) e gli emittenti. D'altra parte, a compenso di tale costo vi è la maggiore liquidità che può derivare all'obbligazione sul mercato secondario grazie alla più vasta gamma di potenziali investitori USA. Oggigiorno molte obbligazioni di prim'ordine commercializzate attraverso i canali dell'euromercato sono in effetti obbligazioni globali, emesse anche negli Stati Uniti e registrate presso la SEC. Altre possono essere vendute a investitori istituzionali USA in base alla Regola 144A della SEC.

La scomposizione in base alla registrazione presso la SEC di una selezione di emissioni internazionali in dollari nell'arco degli ultimi cinque anni indica che le banche centrali non scelgono di acquistare obbligazioni di non

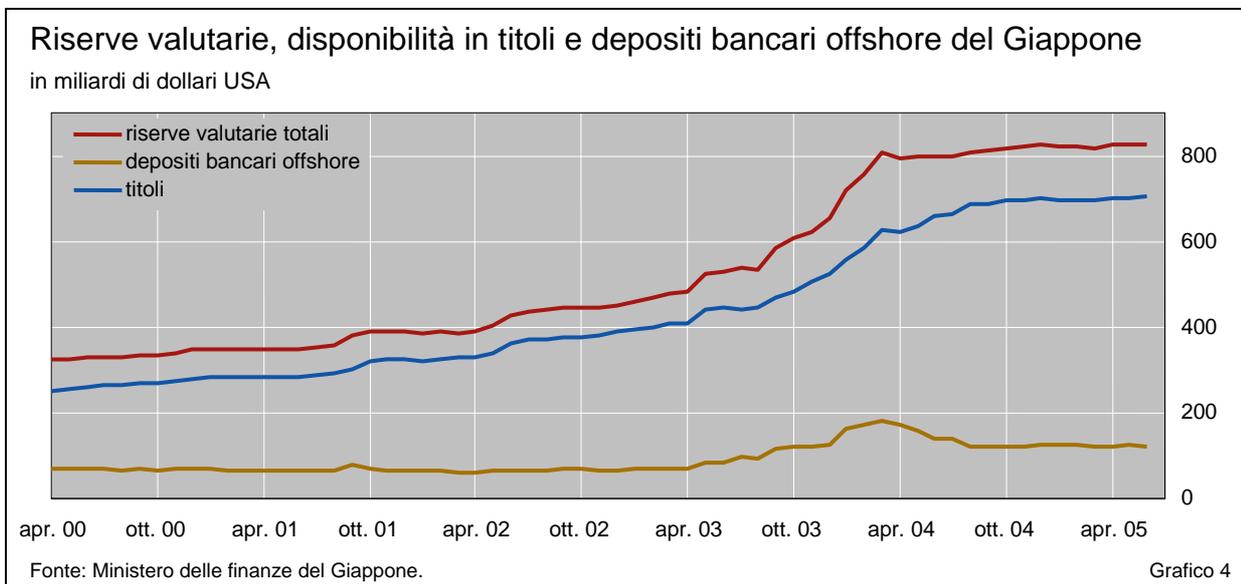
¹⁵ Fung e McCauley (2000) riscontrano che nel 1980 la somma degli averi ufficiali negli Stati Uniti e dei depositi offshore notificati dalla BRI era molto vicina al totale stimato delle riserve in dollari.

residenti USA per evitare i costi della regolamentazione SEC (tabella 4). Le emissioni esaminate trovano notoriamente buon accoglienza nei portafogli delle banche centrali. E se è vero che nel periodo l'agenzia governativa francese CADES ha evitato la registrazione SEC, altri emittenti, come l'agenzia governativa tedesca KfW, hanno registrato gran parte delle loro emissioni in dollari. La Repubblica italiana ha iscritto presso la SEC oltre il 90% dei prestiti in dollari lanciati dal 2000. Per la maggioranza delle emissioni dei prenditori considerati – oltre i due terzi in termini di valore – è stata adottata la procedura SEC. Gli emittenti paiono dunque ritenere che le banche centrali siano disposte a sopportare il costo della registrazione SEC in contropartita della migliore liquidità sul mercato secondario¹⁶.

Aggiustamento degli stock nel processo di investimento

... mentre sembrano avere rilevanza gli sfasamenti temporali

Acquisizioni massicce di dollari in un breve arco di tempo paiono determinare un temporaneo aumento degli averi detenuti offshore. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che i gestori delle riserve “parcheggiano” i fondi su depositi bancari in vista dell'acquisto di titoli. Come si è visto, tali depositi sono in gran parte piazzati al di fuori degli Stati Uniti – un tempo in considerazione dei maggiori rendimenti, ora per ragioni di comodità o di abitudine – mentre i titoli sono detenuti soprattutto all'interno di questo paese. Uno sfasamento temporale nel processo di allocazione può quindi innalzare la quota degli averi offshore quando le riserve crescono rapidamente¹⁷. La ragione dello sfasamento è che, come avviene per altri processi di aggiustamento degli stock, la conversione dei depositi in valori mobiliari può comportare costi che



¹⁶ Se la regolamentazione non appare una ragione importante degli acquisti di titoli in dollari di non residenti USA da parte delle banche centrali, allora sono probabilmente più rilevanti i fattori connessi con il rendimento, la diversificazione del portafoglio, nonché forse la diversificazione del rischio di infrastruttura.

¹⁷ L'acquisizione di un conto in dollari offshore non consegue in modo immediato al regolamento di un intervento, poiché un acquisto di dollari viene normalmente regolato negli Stati Uniti.

crescono in funzione del volume dei fondi (o della rapidità dell'operazione). In alcuni casi, inoltre, i gestori preferiscono obbligazioni di nuova emissione, e ciò può richiedere tempo; in altri casi possono semplicemente ritenere che il momento non sia opportuno per l'acquisto di titoli.

Il flusso di investimenti durante la fase di massicci interventi valutari del Giappone nel 2003-04 è un buon esempio a riguardo (grafico 4). I fondi sono inizialmente affluiti su conti bancari giapponesi e solo per gradi sono stati investiti in titoli. Di conseguenza, per effetto degli ingenti acquisti di dollari la quota dei depositi offshore nel portafoglio delle autorità giapponesi è dapprima aumentata, per poi decrescere progressivamente con l'acquisto dei titoli.

Implicazioni e conclusioni

In conclusione, in una prospettiva di ampiezza crescente si possono formulare tre osservazioni circa l'importanza del finanziamento ufficiale del disavanzo esterno USA nel 2004. In senso stretto, mediante l'acquisto di passività USA onshore il settore ufficiale ha finanziato il 59% del deficit corrente (\$395 miliardi su un totale di \$668 miliardi; tabella 5). Considerando anche le riserve detenute offshore, tuttavia, le autorità monetarie estere hanno effettuato acquisti di dollari pari al 75% del disavanzo (\$498 miliardi)¹⁸. Si noti che il divario fra le due percentuali è minore di quello del 2003 (53% contro 81%). Ciò è ricollegabile sia alla crescita meno rapida delle riserve, sia al processo di aggiustamento degli stock messo in evidenza nel grafico 4. Non va però dimenticato che le disponibilità offshore non finanziano direttamente il disavanzo degli Stati Uniti, in quanto sono la contropartita di passività di residenti in altri paesi. Nondimeno, l'incremento delle riserve mondiali in dollari, siano esse collocate negli Stati Uniti o altrove, contribuisce certamente a sostenere il dollaro.

È forse più opportuno comparare l'entità di tale sostegno con il fabbisogno complessivo di finanziamento in dollari dell'economia americana, ossia con le emissioni totali nette di passività USA *in dollari*, piuttosto che con il disavanzo della bilancia corrente¹⁹. Tali emissioni nette eccedono la dimensione (assoluta) del disavanzo corrente nella misura in cui i residenti USA acquisiscono attività in valuta estera. In effetti, l'economia americana assume

¹⁸ Va tuttavia rilevato che possono sorgere interrogativi allorché si confronta la crescita delle riserve mondiali in dollari con il disavanzo corrente USA. È del tutto possibile che l'aumento delle riserve superi il disavanzo, e che quindi l'accumulo di attività ufficiali non si limiti a finanziare il disavanzo stesso. In effetti, verso la fine degli anni sessanta, quando la differenza venne rilevata per la prima volta, il conto corrente degli Stati Uniti era eccedente. A quell'epoca sorse il timore che l'accumulo di buoni del Tesoro o di eurodollari da parte delle banche centrali europee stesse finanziando l'acquisto di attività societarie in Europa da parte di imprese americane (Kindleberger, 1965).

¹⁹ È inoltre possibile mettere a confronto la variazione delle riserve mondiali in dollari con la raccolta di capitale di prestito degli Stati Uniti. In quest'ottica tale raccolta va a finanziare il disavanzo corrente e il disavanzo della bilancia degli investimenti azionari diretti e di portafoglio. Un problema che pone tale misura rispetto a quella adottata nel testo è che essa perderebbe di significato ove le banche centrali acquistassero azioni in luogo di obbligazioni.

| Averi ufficiali in dollari e finanziamento esterno USA | | | | | |
|--|------------|------|------|-------------|-------|
| in miliardi di dollari USA | | | | | |
| | Variazioni | | | Consistenze | |
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 |
| Averi ufficiali esteri negli Stati Uniti notificati dal BEA | 116 | 278 | 395 | 1,567 | 1,982 |
| Acquisti/averi ufficiali in dollari ¹ | 187 | 423 | 498 | 2,077 | 2,575 |
| Disavanzo corrente/posizione netta sull'estero USA | 475 | 520 | 668 | 2,157 | 2,484 |
| Finanziamento esterno a reddito fisso/debito esterno USA ² | 510 | 672 | 836 | 3,012 | 3,734 |
| Finanziamento esterno netto in dollari/passività esterne (escludendo le azioni USA da quelle denominate in dollari) ³ | 515 | 697 | 791 | 3,288 | 3,901 |
| Finanziamento esterno netto in dollari/passività ⁴ | 652 | 799 | 958 | 7,446 | 8,516 |

¹ Cifre stimate in base agli averi ufficiali negli Stati Uniti notificati dal BEA, ai depositi offshore in dollari tratti dalle statistiche bancarie internazionali BRI, Tabella 5C, e ai dati SDDS del Giappone sulle riserve depositate. ² Cifre calcolate aggiungendo all'ammontare assoluto del disavanzo corrente/posizione debitoria internazionale netta la variazione/consistenza degli investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero. ³ Cifre calcolate aggiungendo al finanziamento esterno a reddito fisso/debito esterno la variazione/consistenza delle riserve ufficiali USA, la variazione/consistenza delle obbligazioni in valuta estera e la variazione/consistenza delle attività delle banche e non banche USA denominate in valuta estera. ⁴ Cifra stimata sommando il valore assoluto del disavanzo corrente/posizione netta sull'estero, la variazione/consistenza degli investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero, la variazione/consistenza delle obbligazioni denominate in valuta estera, la variazione/consistenza delle attività di banche e non-banche USA denominate in valuta estera e la variazione/consistenza delle riserve ufficiali.

Fonti: BEA; Nguyen, 2005; Sauers e Pierce, 2005; US Treasury et al., 2005; stime BRI. Tabella 5

una posizione corta in dollari sia per finanziare l'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni di beni e servizi, sia per finanziare l'acquisto di azioni, partecipazioni e obbligazioni estere denominate in valuta estera. In quest'ottica l'accumulo delle riserve ufficiali in dollari nel 2004 ha fornito un contributo minore, fungendo da contropartita per il 51% soltanto dell'aumento della posizione corta degli Stati Uniti (cfr. la seconda e l'ultima riga della tabella 5). Una prospettiva ancora più ampia, che consideri i flussi creditizi in dollari esterni agli Stati Uniti, deve ancora essere pienamente esplorata.

Pertanto, è facile sottovalutare il ruolo del supporto ufficiale fornito al dollaro, così com'è possibile sopravvalutarlo. Pur essendo venuto meno l'incentivo principale, i gestori delle riserve continuano a piazzare ingenti quantità di dollari all'esterno degli Stati Uniti. Quale che sia il luogo in cui sono investiti i dollari, la moneta americana ne trae comunque sostegno. L'aumento delle riserve mondiali dovrebbe essere raffrontato non tanto con il disavanzo corrente USA, quanto con il concetto più ampio di fabbisogno di finanziamento esterno in dollari del paese.

Riferimenti bibliografici

Aliber, R.Z. (1980): "The integration of the offshore and domestic banking system", *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, pagg. 509-526.

——— (2002): *The New International Money Game*, 6^a edizione, Chicago, University of Chicago Press.

Banca dei Regolamenti Internazionali (1964): *34^a Relazione annuale*.

——— (1965): *35^a Relazione annuale*.

——— (2004): *74^a Relazione annuale*.

——— (2005): *75^a Relazione annuale*.

Borio, C.E.V. e F. Packer (2004): "Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 51-70.

Congressional Budget Office (2005): "Modifying Federal deposit insurance", studio trasmesso a Richard S. Shelby, Presidente del Senate Banking Committee, da Douglas Holtz-Eakin, Direttore del CBO.

Dufey, G. e I.H. Giddy (1978): *The international money market*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall.

Einzig, P. (1970): *The eurodollar system*, 5^a edizione, New York: St Martin's Press.

Frydl, E. (1982): "The eurodollar conundrum", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, primavera, pagg. 11-19.

Fung, B. e R.N. McCauley (2000): "Composizione delle riserve valutarie in dollari USA per strumento", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 66-67.

Higgins, M. e T. Klitgaard (2004): "Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 10, n. 10, Federal Reserve Bank of New York, settembre/ottobre, www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci10-10.html.

Hufbauer, G.C., J.J. Schott e K.A. Elliott (1990a): *Economic sanctions reconsidered: history and current policy*, 2^a edizione, Washington, Institute for International Economics.

——— (1990b): *Economic sanctions reconsidered: supplemental case studies*, 2^a edizione, Washington, Institute for International Economics.

Johnston, R.B. (1979): "Some aspects of the determination of eurocurrency interest rates", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, marzo, pagg. 35-46.

Kindleberger, C.P. (1965): "Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity", *Essays in international finance*, Princeton, Princeton University Press, maggio.

——— (1973): *International economics*, 5^a edizione, Homewood, Illinois, Irwin.

- Kirton, J. (1987): "Economic sanctions and alliance consultations: Canada, the United States and the strains of 1979-82", in D. Leyton-Brown (ed.), *The utility of international economic sanctions*, Londra, Croom Helm.
- Kreicher, L.L. (1982): "Eurodollar arbitrage", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 7, estate, pagg. 10-22.
- Machlup, F. (1972): "The eurodollar system and its control", in F. Machlup et al. (ed.), *International Monetary Problems*, Washington D.C., American Enterprise Institute.
- Mayer, H. (1970): "Some theoretical problems relating to the eurodollar market", *Princeton Essays in International Finance*, n. 79, Princeton, Princeton University Press.
- McCauley, R.N. e B. Fung (2003): "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39-46.
- McCauley, R.N. e R. Seth (1992): "Foreign bank credit to US corporations: the implication of offshore loans", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 17, primavera, pagg. 52-65.
- Neu, C.R. (1991): *Soviet international finance in the Gorbachev era*, Santa Monica: RAND, R-4116-USDP.
- Nguyen, E.L. (2005): "The international investment position of the United States at yearend 2004", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 30-39.
- Papke, L.E. (2000): "One-way treaty with the world: the US withholding tax and the Netherlands Antilles", *International Tax and Public Finance*, vol. 7, n. 3.
- Sauers, R.M. e K.K. Pierce (2005): "US international transactions, first quarter of 2005", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 72-121.
- Sayers, R.L. (1976): *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Summers, L.H. (2004): "The US current account deficit and the global economy", Conferenza Per Jacobsson, 3 ottobre.
- Tille, C. (2004): *Financial integration and the wealth effect of exchange rate fluctuations*, Federal Reserve Bank of New York.
- Truman, E.M. (2005): "Postponing global adjustment", *Institute for International Economics Working Paper* n. 05-06, luglio.
- US Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System (2005): *Report on foreign portfolio holdings of U.S. securities as of June 30, 2004*, giugno, <http://www.ustreas.gov/tic/shl2004r.pdf>.
- Zijlstra, J. (1971): "Discorso del Presidente", Assemblea generale ordinaria BRI.

Le statistiche bancarie consolidate della BRI: struttura, applicazioni e recenti miglioramenti¹

Le statistiche bancarie consolidate della BRI sono state ampliate per meglio cogliere le esposizioni delle banche al rischio paese. Esse forniscono oggi informazioni sulle esposizioni bancarie a fronte di garanzie e impegni e di strumenti derivati, oltreché maggiori dettagli circa la riallocazione delle esposizioni al rischio.

Classificazione JEL: C820, F340

Le statistiche bancarie consolidate della BRI forniscono misure comparabili a livello internazionale delle esposizioni dei sistemi bancari nazionali al rischio paese. Esse si sono evolute nel corso del tempo in risposta ai cambiamenti intervenuti sia nel sistema finanziario internazionale, sia nella natura dei rischi gestiti dalle banche. Con gli ultimi miglioramenti – applicati per la prima volta alle posizioni in essere al 31 marzo 2005 – la copertura delle esposizioni è stata estesa ai contratti derivati e alle garanzie e agli impegni. Inoltre, vengono forniti dati più dettagliati sulla riallocazione del rischio. Il presente saggio monografico illustra le modalità di compilazione delle statistiche bancarie consolidate della BRI, incentrandosi in particolare sui recenti miglioramenti, ed esamina alcune delle loro applicazioni analitiche².

Evoluzione delle statistiche bancarie consolidate

Nelle statistiche consolidate le posizioni intragruppo vengono compensate ...

Le statistiche bancarie su base consolidata non sono che una delle diverse serie statistiche elaborate dalla BRI allo scopo di rilevare l'attività del mercato bancario internazionale. Le più antiche di queste serie, le statistiche bancarie

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² La responsabilità della supervisione di gran parte delle statistiche bancarie e finanziarie internazionali della BRI compete al Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG). La BRI, in collaborazione con banche centrali e autorità monetarie in tutto il mondo, compila e distribuisce le statistiche conformemente alle raccomandazioni del CSFG. Le statistiche della BRI e varie pubblicazioni in materia sono disponibili sul sito internet della Banca (www.bis.org/statistics/index.htm). Per una sintesi delle statistiche bancarie e finanziarie internazionali elaborate dalla BRI, nonché una breve descrizione dei loro utilizzi, cfr. Wooldridge (2002); per una spiegazione più dettagliata, cfr. BRI (2003a,b; 2004). Le statistiche bancarie consolidate vengono diffuse con cadenza trimestrale mediante comunicato stampa con un differimento di circa quattro mesi.

su base locale, sono compilate secondo la residenza delle banche dichiaranti e includono le posizioni nei confronti delle loro dipendenze estere. Le statistiche consolidate, viceversa, si basano sulla nazionalità delle banche dichiaranti e compensano le posizioni intragruppo. In altri termini, esse vengono compilate in base al paese in cui la banca dichiarante ha la propria sede legale, e vanno al di là delle posizioni intragruppo per cogliere le esposizioni nei confronti di controparti non affiliate.

Le diverse modalità di compilazione delle statistiche bancarie su base locale e consolidata rispecchiano le diverse motivazioni all'origine della loro raccolta. Le statistiche su base locale erano inizialmente destinate a integrare gli aggregati monetari e creditizi, e vengono pertanto stilate conformemente alle statistiche di bilancia dei pagamenti e ai sistemi di contabilità nazionale. Per converso, scopo delle statistiche su base consolidata è stato fin dall'inizio quello di facilitare il monitoraggio e la gestione delle esposizioni al rischio delle banche.

Le statistiche bancarie consolidate traggono origine dall'espansione durante gli anni settanta dell'attività bancaria internazionale nei Caraibi e in altri centri offshore, attività su cui all'epoca erano disponibili ben poche informazioni. Per questo le banche centrali che partecipavano alle statistiche su base locale chiesero agli istituti di rispettiva competenza di consolidare tutte le posizioni contabilizzate presso le loro dipendenze estere con quelle contabilizzate in sede. Le banche fornirono informazioni sulla scomposizione geografica e per scadenze delle loro posizioni creditorie (parzialmente consolidate), sebbene unicamente per i paesi in via di sviluppo (PVS)³.

Le statistiche consolidate vennero ampliate nei primi anni ottanta, dopo l'insorgere delle crisi debitorie in Messico e in altri PVS. Queste crisi richiamarono l'attenzione sul rischio di trasferimento valutario, ossia il rischio connesso con i provvedimenti ufficiali – quali i controlli sui capitali e le moratorie del debito – che interessano una particolare giurisdizione territoriale. Per meglio cogliere le esposizioni aggregate dei sistemi bancari nazionali nei confronti dei PVS, alle banche venne richiesto di consolidare interamente le attività in bilancio verso mutuatari residenti al di fuori del paese in cui esse avevano la propria sede legale.

Il successivo importante miglioramento delle statistiche consolidate fu introdotto a seguito della crisi finanziaria asiatica del 1997-98, fra le cui cause venne spesso citata la scarsa trasparenza (G22, 1998). Di concerto, si cercò di accrescere la tempestività, la frequenza e la copertura delle statistiche su base consolidata. La cadenza passò da semestrale a trimestrale, vennero ridotti i tempi di notifica, altri sistemi bancari – fra cui quelli di Hong Kong SAR e Singapore – entrarono a far parte dell'area dichiarante e la scomposizione geografica fu ampliata fino a comprendere la totalità delle economie, e non solo i PVS.

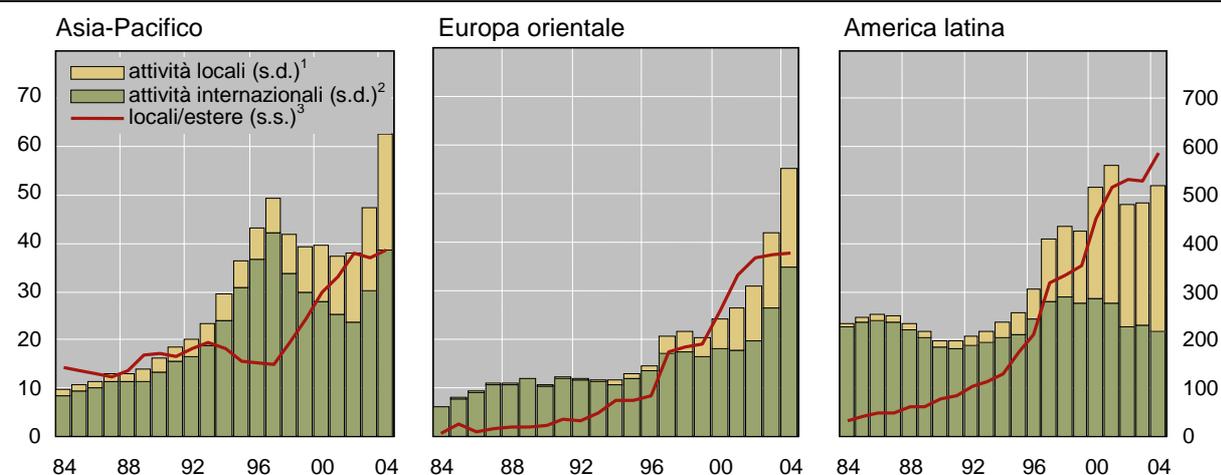
... così da facilitare il monitoraggio delle esposizioni al rischio

Le crisi dei primi anni ottanta hanno spostato l'attenzione sul rischio di trasferimento

³ Più precisamente, le banche segnalavano i crediti nei confronti dei mutuatari residenti nei paesi esterni all'area dichiarante, ossia quei paesi che non contribuivano alle statistiche consolidate, costituiti per la stragrande maggioranza da PVS.

Attività estere delle banche dichiaranti alla BRI verso i mercati emergenti

per residenza del mutuatario immediato, in miliardi di dollari USA



¹ Attività verso residenti locali denominate in valuta locale e contabilizzate da dipendenze locali di banche dichiaranti. ² Attività transfrontaliere in tutte le valute più attività verso residenti locali denominate in valuta estera e contabilizzate da dipendenze locali di banche dichiaranti. ³ Attività locali in percentuale delle attività estere. Grafico 1

La crisi asiatica e le crisi finanziarie internazionali successive misero in risalto la natura mutevole delle esposizioni bancarie al rischio. Negli anni novanta alle tradizionali operazioni di prestito internazionale si aggiunsero altri tipi di attività (McCauley et al., 2002; Domanski et al., 2003). Le banche erano sempre più attive sui mercati derivati, vuoi per rispondere alle esigenze della clientela in materia di gestione del rischio, vuoi per coprire le proprie esposizioni (o persino, in qualche caso, per assumere posizioni speculative). Esse erano altresì impegnate sui mercati dei capitali, ad esempio nella sottoscrizione a fermo di obbligazioni o nella gestione di patrimoni. Inoltre, molte banche investirono massicciamente nelle affiliate estere, il che portò a una notevole espansione delle operazioni finanziate localmente. In Asia le attività verso residenti locali denominate in valuta locale e contabilizzate nei rispettivi paesi dalle affiliate di banche dichiaranti sono aumentate dal 14% delle attività estere totali nel 1985 a quasi il 40% vent'anni dopo (grafico 1). Il corrispondente aumento per l'America latina è stato ancor più cospicuo, dal 3% a quasi il 60%.

Negli anni novanta l'attenzione si è focalizzata sul rischio paese

Di conseguenza, l'attenzione si è gradualmente spostata dal rischio di trasferimento valutario al rischio paese, ossia al rischio associato al contesto economico, finanziario, politico e sociale in cui opera il debitore⁴. Rispetto al rischio di trasferimento, quello di rischio paese è un concetto più vasto e la misurazione delle relative esposizioni richiede dati più esaurienti. Pertanto, verso la fine degli anni novanta le statistiche su base consolidata vennero estese alle garanzie ricevute e ad altri meccanismi di rafforzamento del credito che si traducono nella riallocazione delle esposizioni al rischio delle banche

⁴ Mentre il rischio di trasferimento valutario concerne l'eventualità che provvedimenti pubblici ostacolino i flussi di capitali, e di conseguenza il rimborso dei prestiti, il rischio paese si basa su quegli eventi nazionali suscettibili di creare un'instabilità sistemica che impedisca agli obbligati – siano essi debitori diretti o garanti – di adempiere alle proprie obbligazioni.

dichiaranti dal mutuatario immediato ad altro obbligato (quello finale). Inoltre, nel 2000 il CSFG caldeggiò un ampliamento delle statistiche consolidate affinché venissero incorporati in maniera completa le riallocazioni del rischio, le esposizioni in derivati, le garanzie rilasciate e gli impegni (CSFG, 2000), raccomandazioni che hanno condotto ai miglioramenti apportati di recente.

Uno degli obiettivi centrali delle nuove statistiche è quello di fornire informazioni aggregate compatibili con le prassi di gestione del rischio delle singole banche. Alla luce della maggiore sofisticatezza di tali prassi e della loro progressiva rifocalizzazione dal rischio di trasferimento al rischio paese, il sistema di segnalazione creato agli inizi degli anni ottanta ha perduto per le banche parte della sua utilità. I nuovi dati consolidati della BRI, incentrati maggiormente sulle esposizioni al rischio paese, si prefiggono di accrescere la rilevanza delle statistiche nell'odierno, più complesso sistema finanziario internazionale.

Le nuove statistiche sono compatibili con le prassi di gestione del rischio delle banche

Struttura delle statistiche bancarie consolidate

I miglioramenti apportati di recente accrescono di molto la ricchezza delle serie statistiche e, al tempo stesso, il loro grado di complessità, poiché talune delle scomposizioni ora disponibili differiscono da quelle fornite in precedenza. Le statistiche consolidate della BRI sono strutturate in sei diverse scomposizioni: residenza del mutuatario; criterio di allocazione delle esposizioni al rischio; tipologia di esposizione; ufficio contabile; settore di attività del mutuatario; scadenza. Sebbene queste scomposizioni siano complementari, la predisposizione di una matrice completa delle posizioni comporterebbe oneri di segnalazione assai gravosi per le banche dichiaranti. Per questo motivo, le banche sono tenute a segnalare solo una serie limitata di dati disaggregati. La tabella 1 presenta una veduta di insieme della struttura delle statistiche consolidate, aggregando i dati notificati dai 18 sistemi bancari nazionali che hanno presentato l'intera serie di statistiche consolidate per il primo trimestre 2005⁵.

Le banche che partecipano alle statistiche consolidate presentano una scomposizione completa per paese dei crediti contabilizzati dalle loro dipendenze nel mondo intero. Solo le attività vengono segnalate, mentre non vengono raccolti dati sulle passività⁶. La scomposizione è inoltre basata sulla residenza – e non sulla nazionalità – del mutuatario. Infine, vengono rilevati solo i crediti verso mutuatari residenti al di fuori del paese in cui la banca dichiarante ha sede legale; i crediti nei confronti dei residenti nel paese di origine della banca non sono oggetto di segnalazione.

Le banche segnalano una scomposizione geografica completa ...

⁵ Altri 12 paesi dichiaranti hanno fornito segnalazioni parziali. I dati relativi alla maggior parte dei singoli paesi dichiaranti sono riportati nelle tabelle 9B e 9D dell'Allegato statistico. Alcuni paesi dichiaranti pubblicano dati più dettagliati per i loro sistemi bancari nazionali.

⁶ L'unica eccezione è rappresentata dalle passività locali nei confronti di residenti locali e denominate in valuta locale contratte da filiazioni estere, che vengono invece segnalate.

Esposizioni consolidate sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI¹

posizioni in essere a fine marzo 2005, in miliardi di dollari USA

| | Criterio di allocazione del rischio | | |
|--|--|--------------------------------|----------------|
| | Mutuatario immediato | Trasferimenti netti di rischio | Rischio ultimo |
| Per tipologia di esposizione | | | |
| Attività (prestiti e titoli) ² | | | |
| Attività estere | 13 667,6 | -321,7 | 13 344,4 |
| Attività transfrontaliere | Att. internazional ³ } 9 044,8 | | } 8 125,3 |
| Attività locali – in valuta estera | | | |
| – in valuta locale | 4 622,8 | | } 5 215,8 |
| Contratti derivati | | | 1 702,8 |
| Garanzie e impegni | | | |
| Garanzie rilasciate | | | 674,9 |
| Impegni | | | 2 661,2 |
| Altre scomposizioni ⁴ | | | |
| Attività per settore | 9 044,8 | | 13 344,4 |
| Settore pubblico | 1 627,0 | | 2 095,3 |
| Settore bancario | 3 451,3 | | 4 206,5 |
| Settore privato non bancario | 3 933,5 | | 6 549,5 |
| Non classificate | 33,0 | | 493,1 |
| Attività per scadenza | 9 044,8 | | |
| Pari o inferiore a 1 anno | 4 428,7 | | |
| Da 1 a 2 anni (compresi) | 309,8 | | |
| Oltre 2 anni | 2 513,7 | | |
| Non classificate | 1 792,6 | | |
| <i>Per memoria: inizio della serie</i> | Dicembre 1983 | Giugno 1999 | Marzo 2005 |
| ¹ Somma delle posizioni segnalate da banche con sede in Australia, Belgio, Canada, Cile, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, India, Italia, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Singapore, Stati Uniti, Taiwan (Cina) e Turchia. ² Prestiti e depositi in essere, più disponibilità di titoli azionari e obbligazionari; attività storicamente definite "in bilancio". ³ Attività transfrontaliere denominate in tutte le valute più attività locali di dipendenze estere denominate in valuta estera. ⁴ Per le attività in base al mutuatario immediato e in base al rischio ultimo le scomposizioni si riferiscono rispettivamente alle attività internazionali e alle attività sull'estero. | | | |

Tabella 1

... distinguendo il paese del debitore immediato da quello del rischio ultimo

Va sottolineato che le statistiche consolidate BRI operano una distinzione fra residenza del mutuatario immediato e residenza dell'obbligato finale. Quest'ultimo è la controparte responsabile in ultima istanza del servizio del debito in essere in caso di insolvenza del mutuatario immediato. La residenza dell'obbligato finale – o "paese del rischio ultimo" – corrisponde al paese in cui risiede il garante di un credito finanziario, ovvero al paese in cui è situata la sede legale di una filiale giuridicamente dipendente⁷. Qualora una banca dichiarante stipuli un contratto derivato per coprirsi contro il rischio di insolvenza, allora il paese del rischio ultimo è quello in cui risiede la

⁷ Queste definizioni sono in linea con il principio raccomandato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria in materia di riallocazione del rischio per la misurazione delle esposizioni al rischio paese. Per una trattazione più esauriente della riallocazione del rischio nelle statistiche consolidate, cfr. BRI (2004).

controparte del contratto. Anche le garanzie reali possono essere considerate come indicatori della "localizzazione" del rischio ultimo nella misura in cui vengono riconosciute come strumenti di attenuazione del rischio ai sensi dello Schema di adeguatezza patrimoniale del Comitato di Basilea.

I crediti in base al rischio ultimo sono pari ai crediti calcolati in base al mutuatario immediato più i trasferimenti netti di rischio. Questi ultimi, a loro volta, equivalgono alla differenza fra i trasferimenti di rischio in entrata verso il paese dell'obbligato finale e i trasferimenti in uscita dal paese del mutuatario immediato⁸.

Per illustrare la differenza tra la rilevazione in base al mutuatario immediato e rilevazione in base al rischio ultimo, si consideri un prestito erogato da una banca statunitense all'affiliata messicana di una casa automobilistica tedesca. Secondo il criterio del mutuatario immediato, il credito andrebbe segnalato dalla banca statunitense come attività verso un debitore residente in Messico. Se la casa madre si offre come garante del fido, allora in base al rischio ultimo il prestito andrebbe segnalato dalla banca come attività verso un debitore residente in Germania. In altri termini, la banca statunitense contabilizzerebbe un trasferimento di rischio in uscita dal Messico e un trasferimento equivalente di rischio in entrata verso la Germania.

I recenti miglioramenti apportati alle statistiche consolidate hanno notevolmente ampliato la gamma dei dati disponibili sui diversi tipi di esposizioni. Mentre il sistema di segnalazione istituito nei primi anni ottanta coglieva essenzialmente le esposizioni in bilancio, il nuovo sistema rileva anche quelle tradizionalmente classificate come fuori bilancio. In seguito alle modifiche dei criteri contabili, talune di queste poste – segnatamente i contratti derivati – sono state in seguito portate "sopra la linea"⁹.

In base al criterio del mutuatario immediato le banche segnalano i prestiti in essere e le disponibilità in titoli. Nell'ambito delle statistiche bancarie consolidate il termine "attività" viene generalmente utilizzato facendo riferimento a questi strumenti. In base al criterio del rischio ultimo le banche riportano separatamente i derivati e le garanzie e gli impegni, nonché le loro attività in essere. Vengono segnalati solo i derivati che originano esposizioni al rischio di controparte; queste sono calcolate come il valore di mercato positivo dei contratti in essere¹⁰. Le esposizioni a fronte di strumenti derivati riguardano i contratti su tutte le tipologie di rischio: valutario, di tasso di interesse, azionario, su merci e di credito. Le protezioni creditizie acquistate per coprire

Le nuove statistiche includono i contratti derivati ...

⁸ In linea di principio, a ogni trasferimento di rischio in uscita corrisponde un equivalente trasferimento di rischio in entrata, sicché su base aggregata i trasferimenti netti di rischio dovrebbero essere pari a zero. Tuttavia, tale uguaglianza non vale nel caso delle statistiche su base consolidata, poiché le banche non segnalano le riallocazioni del rischio da o verso il loro paese di origine.

⁹ Ad esempio, secondo la norma IAS39 dei principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standard*) adottata in numerosi paesi fra cui, a partire dal 2005, quelli dell'Unione europea, le posizioni in derivati vengono registrate in bilancio al valore di mercato.

¹⁰ I contratti con valore negativo sono classificati come passività e, in quanto tali, non vengono segnalati. La misura segnalata delle esposizioni in derivati tiene conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti, ma non delle garanzie collaterali.

attività in essere vengono tuttavia classificate come trasferimenti di rischio e quelle vendute come garanzie.

... e le esposizioni
eventuali

Il termine “garanzie e impegni” si riferisce alla parte inutilizzata di un’obbligazione contrattuale irrevocabile che, all’atto dell’utilizzo, si traduce nell’erogazione di un prestito o nell’acquisto di un titolo¹¹. Esso comprende le garanzie rilasciate da una banca dichiarante per l’adempimento di obbligazioni contrattuali nei confronti di un terzo nell’eventualità in cui il cliente della banca non sia in grado di farvi fronte¹², nonché gli impegni a erogare un finanziamento su richiesta del cliente (ad esempio, un’apertura di credito o un acquisto a fermo). Le garanzie e gli impegni vengono segnalati al valore facciale, così da poter misurare l’esposizione massima possibile della banca dichiarante in circostanze eccezionali.

Le posizioni possono essere ulteriormente disaggregate a seconda dell’ufficio contabile. Come accennato in precedenza, le statistiche consolidate rilevano le esposizioni verso mutuatari residenti al di fuori del paese in cui ha sede la banca dichiarante. Per i contratti derivati e le garanzie e gli impegni, le banche segnalano l’esposizione sull’estero totale. Per ciò che concerne i crediti in essere – e, più in particolare, quelli in base al rischio ultimo – le banche distinguono le attività transfrontaliere da quelle locali. Le prime sono crediti verso non residenti contabilizzati dalla sede della banca o dalla sua affiliata estera; le attività locali sono invece quelle scritturate da un’affiliata estera nei confronti di mutuatari residenti nel paese in cui essa è situata.

Le scomposizioni
disponibili per i
crediti in base al
rischio ultimo ...

Un’analoga scomposizione è disponibile per le attività segnalate in base al mutuatario immediato. La principale differenza risiede nel fatto che le attività locali denominate in valuta locale vengono segnalate separatamente, mentre quelle locali in valuta estera sono raggruppate con le posizioni transfrontaliere nell’aggregato “attività internazionali”¹³. Visto che la scomposizione per ufficio contabile delle attività in base al mutuatario immediato differisce da quella in base al rischio ultimo, non è possibile desumere dai dati disaggregati i trasferimenti netti di rischio, che quindi sono disponibili solo per le attività estere totali (tabella 1, colonna 3).

... differiscono da
quelle in base al
mutuatario
immediato

Le attività in essere vengono parimenti ripartite per settore del mutuatario e per scadenza. I mutuatari sono suddivisi in tre settori: settore pubblico o amministrazioni pubbliche, settore bancario (inteso come l’insieme delle istituzioni raccoglitrici di depositi) e settore privato non bancario, cui

¹¹ Fino al dicembre 2004 le banche segnalavano gli impegni per fondi da erogare e le linee di appoggio (*backup*) in base al mutuatario immediato. Tale prassi è stata abbandonata in seguito all’ampliamento delle statistiche consolidate, sicché ora tali poste vengono pubblicate unicamente in base al rischio ultimo.

¹² Il valore nominale della protezione venduta mediante derivati su crediti viene parimenti registrato come garanzia personale.

¹³ Le attività internazionali comprendono anche: a) le attività transfrontaliere contabilizzate dalle affiliate estere situate in un paese dichiarante ma con sede legale al di fuori dell’area dichiarante e b) le attività transfrontaliere nei confronti di residenti del paese di origine della banca dichiarante contabilizzate dalle affiliate situate all’interno dell’area dichiarante. Fra le attività internazionali figurerebbero ad esempio eventuali attività transfrontaliere contabilizzate dalla dipendenza britannica di una banca filippina, nonché eventuali attività nei confronti di residenti statunitensi contabilizzate dalla dipendenza britannica di una banca statunitense.

appartengono i debitori che non rientrano nelle due categorie precedenti¹⁴. Questa scomposizione si applica alle attività internazionali per i dati in base al mutuatario immediato e alle attività estere per quelli in base al rischio ultimo. Per le attività internazionali segnalate in base al mutuatario immediato è disponibile una distribuzione per scadenze basata sulla vita residua alla scadenza; i crediti con scadenza originaria superiore a un anno ma che giungono a scadenza nei dodici mesi successivi alla segnalazione vengono pertanto raggruppati insieme a quelli con scadenza originaria pari o inferiore a un anno.

Applicazioni delle statistiche bancarie consolidate

Fin dalla loro istituzione, lo scopo principale della raccolta e della divulgazione delle statistiche bancarie su base consolidata è stato il monitoraggio delle attività sull'estero delle banche. Ma quel che costituisce una posta attiva per il creditore è al tempo stesso una passività per il debitore. Per questo motivo le statistiche consolidate rappresentano anche una preziosa fonte supplementare di informazioni sul debito esterno di un paese.

Esposizioni al rischio delle banche dichiaranti

Ciò che rende le statistiche consolidate particolarmente utili per il monitoraggio delle esposizioni al rischio delle banche è la compensazione delle posizioni intragruppo. Mentre nelle statistiche BRI su base locale circa un terzo delle attività transfrontaliere è rappresentato da posizioni intragruppo, nell'ambito delle statistiche consolidate le banche registrano invece le sole attività verso controparti non collegate.

Per monitorare le esposizioni al rischio di trasferimento valutario i dati più appropriati sono quelli rilevati in base al mutuatario immediato, specificamente le attività internazionali. Il rischio di trasferimento origina sia dai crediti transfrontalieri sia da quelli locali in valuta estera, che sono spesso finanziati dall'estero. Al contrario, le attività locali in valuta locale vengono di solito finanziate localmente e non sono perciò interessate da restrizioni sui pagamenti internazionali¹⁵. Pertanto, le attività estere possono fornire una stima fuorviante delle esposizioni al rischio di trasferimento, specie per quei paesi dove le banche dichiaranti presentano impieghi locali di ingente ammontare.

Le attività internazionali possono essere usate per monitorare il rischio di trasferimento

¹⁴ Nelle nuove statistiche bancarie consolidate alcuni mutuatari sono stati riclassificati da un settore a un altro. Ciò ha determinato una discontinuità strutturale nella scomposizione settoriale delle attività in base al *mutuatario immediato* nel marzo 2005. Le autorità monetarie ufficiali e le banche multilaterali di sviluppo sono state spostate dal settore bancario a quello pubblico, mentre le imprese pubbliche non finanziarie sono passate dal settore privato non bancario a quello pubblico.

¹⁵ I crediti locali in valuta locale sono talvolta finanziati in valuta estera dall'estero, ad esempio nei paesi in cui le emissioni di obbligazioni interne sono indicizzate al tasso di cambio. In tali paesi le esposizioni al rischio di trasferimento valutario possono essere accresciute per un ammontare pari alla differenza positiva tra attività e passività locali in valuta locale.

Le rilevazioni in base al rischio ultimo, soprattutto le attività transfrontaliere, possono fornire informazioni aggiuntive utili per il monitoraggio delle esposizioni al rischio di trasferimento valutario. Ad esempio, qualora un paese dichiarasse una moratoria del suo debito estero, le garanzie prestate dalla casa madre estera di un mutuatario (ossia, i trasferimenti di rischio in uscita) potrebbero ridurre l'esposizione di una banca dichiarante al rischio di trasferimento valutario. Specularmente, le attività verso filiali estere di banche con sede legale nel paese colpito dalla crisi (ossia, i trasferimenti di rischio in entrata) potrebbero accrescere l'esposizione della banca dichiarante a questa tipologia di rischio. Per la maggior parte dei mercati emergenti i trasferimenti di rischio in uscita eccedono quelli in entrata. A fine marzo 2005 i trasferimenti netti di rischio hanno ridotto le attività estere (in base al mutuatario immediato) verso mutuatari di mercati emergenti di ben il 27% nel caso delle banche tedesche, ma solo dell'1% per le banche statunitensi (tabella 2).

Le esposizioni al rischio paese comprendono crediti e strumenti derivati

Per quanto riguarda le esposizioni al rischio paese, i dati disponibili più esaustivi sono quelli rilevati in base al rischio ultimo. Alla luce delle dimensioni e della crescita delle attività locali delle banche dichiaranti, le attività estere forniscono una misura più significativa dell'esposizione al rischio paese rispetto a quelle internazionali. Tradizionalmente, gli impieghi sono sempre stati sinonimo di esposizioni al rischio paese; tuttavia, a causa del sempre maggiore utilizzo dei derivati, essi possono sottostimare in misura considerevole l'esposizione effettiva. Ad esempio, a fine marzo 2005 i contratti derivati hanno innalzato l'esposizione aggregata delle banche belghe verso i mercati

| Esposizioni delle banche dichiaranti alla BRI verso i mercati emergenti ¹ | | | | | | |
|--|---|--------------------------------|---|--------------------|---|---------|
| posizioni in essere a fine marzo 2005 | | | | | | |
| Nazionalità della banca dichiarante | Attività estere in base al mutuatario immediato | Trasferimenti netti di rischio | Esposizioni sull'estero in base al rischio ultimo | | | |
| | | | Attività estere | Contratti derivati | Garanzie rilasciate | Impegni |
| | | | <i>in miliardi di dollari USA</i> | | <i>in rapporto alle attività estere (in base al rischio ultimo)</i> | |
| Totale ¹ | 1 452,3 | -140,1 | 1 313,9 | 5,9 | 8,1 | 15,5 |
| Australia | 7,9 | -0,3 | 9,9 | 5,5 | 32,5 | 3,5 |
| Belgio | 44,2 | -1,7 | 42,5 | 56,2 | 7,8 | 15,9 |
| Canada | 40,5 | 0,1 | 40,6 | 1,0 | 1,8 | 6,8 |
| Francia | 161,5 | -20,5 | 140,9 | 3,5 | 15,9 | 16,0 |
| Germania | 286,1 | -76,4 | 209,7 | 7,3 | 14,7 | 16,4 |
| Giappone | 95,4 | -19,2 | 76,2 | 0,9 | 10,4 | 6,0 |
| Italia | 79,0 | -1,9 | 77,1 | 1,3 | 9,0 | 15,7 |
| Paesi Bassi | 130,0 | -5,6 | 124,4 | 9,4 | 6,9 | 6,2 |
| Portogallo | 14,3 | -1,1 | 13,2 | 0,9 | 3,6 | 6,4 |
| Regno Unito | 229,5 | -8,8 | 220,7 | 3,1 | 6,5 | 17,7 |
| Stati Uniti | 285,3 | -2,4 | 282,9 | 2,9 | ... | 20,9 |

¹ Somma delle posizioni segnalate dalle banche dei paesi elencati in tabella e da quelle con sede legale in Cile, Finlandia, India, Norvegia, Singapore, Taiwan (Cina) e Turchia.

Tabella 2

emergenti di oltre il 50% rispetto a quanto desumibile dalle attività in essere rilevate in base al rischio ultimo. Tale percentuale è stata invece inferiore all'1% nel caso delle banche giapponesi e portoghesi.

Prestiti e derivati rappresentano le esposizioni effettive al rischio paese in un dato momento. Tuttavia, le esposizioni effettive potrebbero essere solo flebilmente collegate a quelle potenziali. Gli strumenti derivati facilitano le transazioni a effetto di leva, per cui oscillazioni anche modeste nel prezzo dello strumento sottostante possono tradursi in ampie variazioni dell'esposizione a fronte del derivato. Anzi, tale esposizione può aumentare considerevolmente in periodi di estrema volatilità di mercato. A fine settembre 1997, ad esempio, le esposizioni in derivati delle banche statunitensi nei confronti della Corea ammontavano a soli \$1,3 miliardi. Tre mesi dopo, le fluttuazioni dello won le avevano fatte balzare a \$4,7 miliardi, nonostante le attività internazionali delle stesse banche statunitensi fossero lievemente calate.

Oltre a ciò, in circostanze eccezionali (quali una grave recessione) i mutuatari potrebbero attingere alle aperture di credito o avvalersi delle garanzie rilasciate dalle banche dichiaranti. Nel momento in cui tali esposizioni eventuali si trasformano in attività in essere, esse possono accrescere notevolmente l'esposizione effettiva di una banca al rischio paese. In rapporto alle attività in essere nei confronti dei mercati emergenti segnalate in base al rischio ultimo, a fine marzo 2005 le garanzie ammontavano al 33% circa delle attività delle banche australiane, ma al 2% appena di quelle delle banche canadesi. Gli impegni rappresentavano quasi il 20% delle attività in essere delle banche britanniche e statunitensi, e solo il 6% di quelle delle banche olandesi.

I movimenti del cambio possono modificare nel tempo le stime delle esposizioni al rischio di trasferimento e al rischio paese. Le statistiche consolidate non prevedono scomposizioni per valuta; le posizioni in essere vengono convertite in dollari USA dalle banche dichiaranti al tasso di cambio di fine trimestre. Pertanto, i movimenti del cambio possono produrre variazioni nelle posizioni segnalate anche quando le posizioni effettive restano invariate. Stando alle statistiche su base locale, ad esempio, circa la metà dei crediti transfrontalieri verso i mutuatari dei dieci nuovi paesi della UE è denominata in euro. A causa dell'apprezzamento dell'euro sul dollaro USA tra il 2001 e il 2004, è probabile che le statistiche consolidate sovrastimino la crescita delle attività bancarie dell'area dell'euro nei confronti di questi paesi¹⁶.

Vulnerabilità esterne dei paesi

In molti paesi le passività verso banche rappresentano una porzione decrescente del debito esterno, giacché i mutuatari si rivolgono sempre più ai mercati dei capitali per soddisfare il loro fabbisogno finanziario. Nondimeno, nell'analizzare le vulnerabilità esterne di un paese è importante monitorare l'attività delle banche in ragione delle scadenze brevi che spesso

Garanzie e impegni accrescono le esposizioni potenziali al rischio paese

I movimenti del cambio possono incidere sulle posizioni segnalate

¹⁶ Le statistiche consolidate possono essere corrette per gli effetti di cambio utilizzando la scomposizione per valute delle statistiche su base locale. Va tuttavia rammentato che le stime risultanti sono alquanto approssimative.

contraddistinguono i loro impieghi, nonché del ruolo centrale da esse svolto nei finanziamenti commerciali.

Le statistiche BRI su base locale forniscono dati sulle passività esterne nei confronti delle banche rilevati dal lato del creditore e conformi alle misure di bilancia dei pagamenti del debito esterno. Molti istituti di statistica nazionali utilizzano tali statistiche per integrare i loro dati di bilancia dei pagamenti (FMI, 1992; Bach, 2001).

Nei paesi con un'attività bancaria internazionale limitata vi sono spesso differenze minime tra il debito esterno nei confronti di banche rilevato dalle statistiche su base locale e quello evidenziato dalla componente internazionale delle statistiche consolidate. Ad esempio, al marzo 2005 le attività transfrontaliere (su base locale) verso i mercati emergenti non superavano nel complesso l'8% delle attività internazionali (su base consolidata)¹⁷. Pertanto, le scomposizioni per settore e per scadenza delle statistiche consolidate possono contribuire a mettere in luce rischi che potrebbero non apparire in altre rilevazioni. Di fatto, le statistiche consolidate forniscono una delle poche misure comparabili a livello internazionale del debito esterno a breve (BRI, 2002). Ad esempio, il rapido accumulo di debito a breve in America latina sul finire degli anni settanta e in Asia a metà degli anni novanta emergeva già dalle statistiche consolidate diversi anni prima che si manifestassero le relative crisi.

Le attività in base al mutuatario immediato sono quelle più direttamente confrontabili con le misure convenzionali del debito esterno. Ciò nonostante, i trasferimenti di rischio e le attività in base al rischio ultimo possono fornire utili informazioni aggiuntive sulle vulnerabilità esterne di un paese. I dati sulla residenza dell'obbligato finale possono essere utili per monitorare i rinnovi o per avviare piani di ristrutturazione del debito. Ad esempio, il finanziamento ottenuto da un'affiliata bancaria estera a Londra o in un'altra piazza finanziaria internazionale non viene rilevato dalle statistiche sul debito esterno; esso potrebbe tuttavia creare problemi di liquidità nel paese di origine della casa madre qualora l'affiliata incontri difficoltà nel rinnovare le sue obbligazioni. A titolo di esempio, negli ultimi tre mesi del 2002 i trasferimenti di rischio totali in entrata verso il Brasile sono diminuiti bruscamente allorché le banche dichiaranti hanno ridotto il credito alle dipendenze estere di banche brasiliane. Di conseguenza, i trasferimenti netti di rischio in uscita dal paese sono cresciuti sensibilmente (grafico 2).

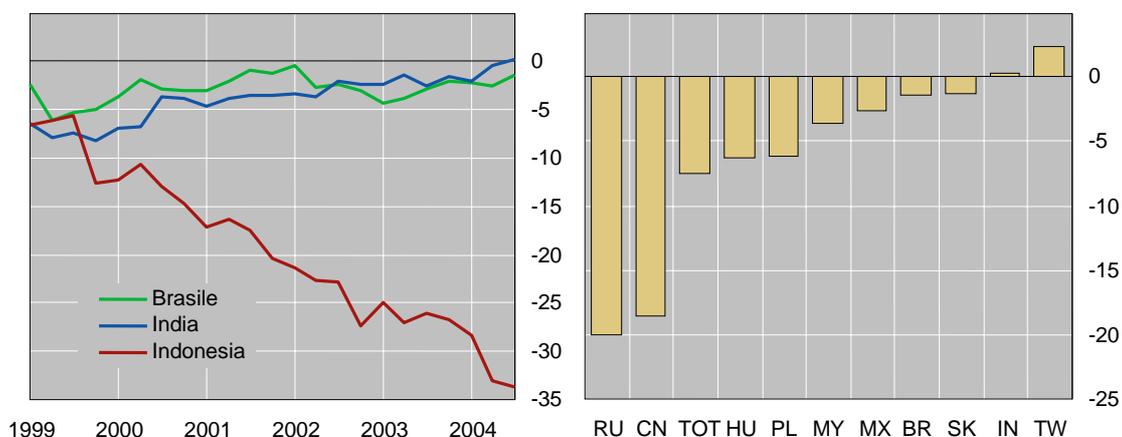
Inoltre, i trasferimenti di rischio possono fornire un indicatore preventivo delle percezioni riguardo ai mutamenti dell'affidabilità creditizia dei mutuatari. Al crescere dei timori per il rischio paese, le banche potrebbero ricercare garanzie di terzi prima di rinnovare crediti in scadenza, oppure coprire le loro esposizioni sui mercati degli strumenti derivati, o ancora ridurre il credito alle dipendenze estere dei mutuatari. In realtà, vista la sempre maggiore liquidità

¹⁷ Dal dicembre 2004 alle banche dichiaranti non è più richiesto di rilevare separatamente le attività verso banche con sede legale al di fuori del paese di residenza (ad esempio, attività verso dipendenze in Messico di banche non messicane). Di conseguenza, non è più possibile stimare eventuali sovrapposizioni nelle attività delle banche dichiaranti. Al settembre 2004 le attività di questo tipo ammontavano al 2% delle attività internazionali verso mercati emergenti.

I dati consolidati mettono in luce rischi non rilevabili dalle statistiche sul debito esterno ...

Trasferimenti netti di rischio dai mercati emergenti¹

per residenza del mutuatario immediato, in percentuale delle attività estere in base al mutuatario immediato²



¹ Trasferimenti in entrata verso mercati emergenti meno trasferimenti in uscita da mercati emergenti; somma delle posizioni segnalate da banche con sede nei 30 paesi dichiaranti. ² I dati nel diagramma di destra si riferiscono alle posizioni in essere a fine marzo 2005; TOT = totale mercati emergenti; BR = Brasile; CN = Cina; HU = Ungheria; IN = India; MY = Malaysia; MX = Messico; PL = Polonia; RU = Russia; SK = Repubblica slovacca; TW = Taiwan (Cina). Grafico 2

dei mercati dei derivati su crediti, per le banche risulta spesso più efficiente in termini di costi acquistare protezione a fronte di crediti problematici piuttosto che cedere definitivamente i loro impieghi o attendere che giungano a scadenza. Sebbene a fine 2004 le attività verso l'Indonesia fossero cresciute (in base al mutuatario immediato) per la prima volta dalla crisi finanziaria asiatica, il protratto incremento dei trasferimenti netti di rischio in uscita dal paese sta a indicare che le banche continuavano a usare cautela nell'assumersi il rischio relativo all'Indonesia (grafico 2). Per converso, il continuo miglioramento dei fondamentali dell'economia indiana ha concorso negli ultimi anni a un graduale calo dei trasferimenti netti di rischio in uscita dall'India.

Anche le esposizioni eventuali possono fungere da indicatore preventivo delle variazioni percepite del merito creditizio di un prenditore. Gli impegni di credito e i relativi tassi di utilizzo tenderanno a muoversi in base alle dinamiche della spesa per investimenti, dell'accumulo delle scorte e di altre manifestazioni dell'attività del mutuatario. Nondimeno, un calo costante degli impegni potrebbe segnalare che i prenditori sono confrontati a condizioni di finanziamento difficili e stanno ricorrendo all'utilizzo delle linee di appoggio o stanno perdendo l'accesso al credito bancario.

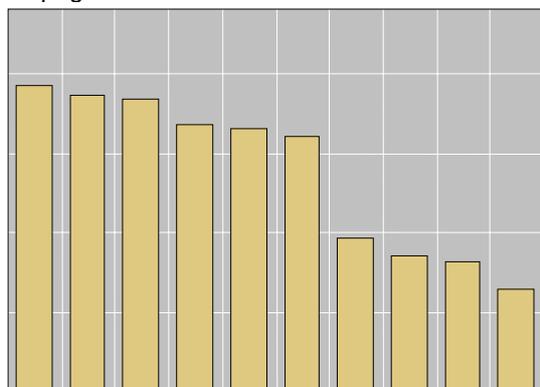
Oltre a ciò, gli impegni costituiscono una determinante centrale della vulnerabilità di un mutuatario a possibili crisi di liquidità. Rispetto ad altri prenditori, quelli che hanno accesso a ingenti linee di credito hanno maggiori probabilità di adeguarsi senza problemi a un temporaneo deterioramento delle condizioni finanziarie. Nelle Filippine, ad esempio, gli impegni delle banche dichiaranti verso prenditori residenti sfioravano a fine marzo 2005 il 20% delle loro attività misurate in base al rischio ultimo, contro il 7% registrato a Taiwan, Cina (grafico 3).

... nonché le esposizioni eventuali

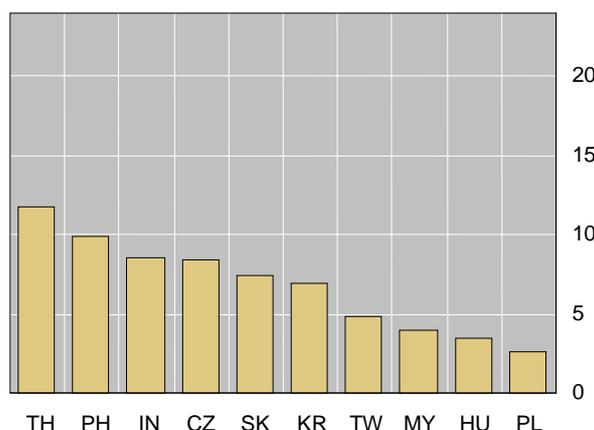
Esposizioni eventuali verso mercati emergenti^{1, 2}

per residenza dell'obbligato finale, in percentuale delle attività estere in base al rischio ultimo

Impegni



Garanzie rilasciate



¹ Somma delle posizioni segnalate dalle banche di cui alla nota 1 della tabella 1; a fine marzo 2005. ² CZ = Repubblica ceca; HU = Ungheria; IN = India; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; PL = Polonia; SK = Repubblica slovacca; TH = Thailandia; TW = Taiwan (Cina). Grafico 3

I debitori, come i creditori, sono esposti alle fluttuazioni del valore dei contratti derivati. I dati forniti in proposito dalle statistiche consolidate offrono una stima assai approssimativa delle passività esterne aggiuntive riconducibili all'attività in strumenti derivati in un dato momento. Tuttavia, tali dati si riferiscono alle attività estere, e includono quindi le esposizioni in derivati verso residenti delle dipendenze locali di banche dichiaranti, esposizioni che non necessariamente si traducono in passività esterne. Oltre a ciò, essi vengono segnalati in base al rischio ultimo, sicché le esposizioni in derivati verso paesi dove hanno sede i principali *dealer* tenderanno a superare quelle censite in base al mutuatario immediato.

Infine, compensando le posizioni intragruppo, i dati consolidati offrono una misura più accurata del grado di concentrazione dei creditori, o perlomeno delle banche, rispetto alle statistiche sul debito esterno. La concentrazione dei creditori è una misura del rischio di finanziamento, oltre che un possibile canale di contagio. Ad esempio, i creditori che erano incorsi in perdite dopo l'insolvenza del governo russo nell'agosto 1998 cercarono di ridurre il rischio liquidando le posizioni su altri mercati (CSFG, 1999). I paesi che presentano passività verso una più ampia gamma di creditori sono meno vulnerabili a tale contagio.

Miglioramenti futuri delle statistiche bancarie consolidate

Fin dalla loro introduzione negli anni settanta, le statistiche bancarie consolidate della BRI hanno rappresentato una preziosa fonte di informazione sulle attività esterne delle banche. Il loro grado di esaustività è migliorato nel tempo e continuerà ad aumentare negli anni a venire. Il novero dei paesi che segnalano l'intera serie di dati consolidati, inclusi quelli sui derivati e sulle esposizioni eventuali, dovrebbe col tempo ampliarsi a tutti e 30 i paesi che partecipano oggi alle statistiche consolidate. In aggiunta, diversi paesi

Monitoraggio della concentrazione dei creditori

La popolazione dichiarante è destinata a espandersi

emergenti si stanno preparando per entrare a far parte della popolazione dichiarante. Le banche in queste economie svolgono un ruolo sempre più importante sul mercato bancario internazionale e la loro partecipazione farà sì che la copertura dell'attività bancaria internazionale nelle statistiche consolidate continui a essere pressoché completa.

I mutamenti intervenuti nel sistema finanziario internazionale e nella natura dei rischi gestiti dalle banche continueranno a mettere in evidenza aree in cui sarebbe auspicabile una maggiore quantità di informazioni. Ad esempio, nell'ultimo decennio le istituzioni finanziarie non bancarie – specie gli *hedge fund* – hanno acquisito un ruolo di primo piano sia sui mercati finanziari sia fra le esposizioni creditizie nei bilanci delle banche. L'introduzione nelle statistiche consolidate di una scomposizione settoriale più dettagliata, che distingua le istituzioni finanziarie non bancarie dal settore privato non finanziario, potrebbe pertanto fornire utili informazioni aggiuntive sulle esposizioni al rischio. I benefici che ne deriverebbero, tuttavia, devono essere soppesati a fronte dei costi che le banche dichiaranti dovrebbero sopportare per effetto del continuo affinamento del sistema di segnalazione.

I benefici di nuovi dati vanno soppesati a fronte dei costi per le banche dichiaranti

A prescindere dalla realizzazione di miglioramenti ulteriori, le statistiche bancarie consolidate sono destinate a rimanere un'essenziale fonte informativa per la comprensione dei rischi cui le banche sono esposte per effetto della loro operatività sull'estero. Nonostante la progressiva globalizzazione, la componente geografica conserva la sua rilevanza. I rischi di natura politica o macroeconomica, i sistemi giuridici e le prassi di mercato – per citarne solo alcuni – sono tutti fattori che variano da un paese all'altro. Pertanto, l'individuazione geografica delle esposizioni al rischio continuerà per lungo tempo a essere uno degli aspetti essenziali della gestione del rischio delle banche.

Riferimenti bibliografici

Bach, C.L. (2001): "US international transactions, revised estimates for 1989-2000", *Survey of Current Business*, US Department of Commerce, luglio, pagg. 30-36.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): "Comparison of creditor and debtor data on short-term external debt", *BIS Papers*, n. 13, dicembre.

—— (2003a): "Guide to the international financial statistics", *BIS Papers*, n. 14, febbraio.

—— (2003b): "Guide to the international banking statistics", *BIS Papers*, n. 16, aprile.

—— (2004): *Guidelines for the new consolidated banking statistics*, Basilea, agosto.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999): *A review of financial market events in autumn 1998*, Basilea, ottobre.

—— (2000): "Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics", Basilea, settembre.

Domanski, D., P.D. Wooldridge e A. Cobau (2003): "Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 47-58.

Fondo monetario internazionale (1992): *Report on the measurement of international capital flows*, Working Party on the Measurement of International Capital Flows, Washington D.C.

G22/Gruppo Willard (1998): "Report of the Working Group on Transparency and Accountability", Basilea, ottobre.

McCauley, R.N., J. Ruud e P.D. Wooldridge (2002): "Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 43-54.

Wooldridge, P.D. (2002): "Impieghi delle statistiche BRI: un'introduzione", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 79-97.

Aumento e diminuzione della volatilità dei tassi di interesse in dollari: evidenze tratte dalle swaption¹

La volatilità dei tassi di interesse implicita nei prezzi delle swaption è aumentata in tutte le principali aree economiche tra il 2001 e gli inizi del 2004. L'aumento è stato particolarmente pronunciato per i tassi statunitensi, e più evidente per i tassi a breve e le swaption con breve vita residua. Dalla primavera del 2004 le volatilità dei tassi in dollari sono scese ai valori riscontrati per l'euro e la loro struttura per scadenze si è appiattita. L'aumento e la diminuzione della volatilità implicita sono state le conseguenze di cambiamenti sia nelle aspettative sulla volatilità realizzata sia nel compenso per il rischio di volatilità.

Classificazione JEL: G120, G130, G140

La volatilità dei tassi di interesse in dollari implicita nei prezzi delle swaption è aumentata notevolmente tra il 2001 e gli inizi del 2004. L'incremento è stato molto più accentuato rispetto a quello dei tassi in euro, e si è verificato soprattutto per i tassi a breve termine e per le scadenze minori, ossia nel caso delle swaption con vita residua inferiore o uguale a sei mesi. Tuttavia, sia il maggiore livello medio della volatilità, sia il suo picco relativo per i tassi a breve e per le scadenze minori sono diminuiti notevolmente dalla primavera del 2004. A fine marzo 2005 la struttura a termine della volatilità era sostanzialmente piatta e le volatilità implicite dei tassi statunitensi erano scese al disotto di quelle registrate per l'euro.

Questo studio si propone di verificare se l'aumento della volatilità implicita dei tassi di interesse statunitensi sia semplicemente stato la conseguenza di una maggior volatilità attesa, oppure anche il frutto di un più elevato premio per il rischio di variazioni inattese della volatilità. A tal fine le volatilità implicite sono confrontate con previsioni della volatilità realizzata derivanti da simulazioni generate con un modello GARCH. Si cerca inoltre di individuare le principali determinanti della discrepanza tra la volatilità implicita e la previsione di quella realizzata, che costituisce una misura del compenso richiesto per sopportare il rischio di variazioni inattese della volatilità.

¹ Le opinioni qui espresse sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente quelle della BRI (presso la quale è stato scritto l'articolo) o della BCE. L'autore desidera ringraziare Dimitrios Karampatos per l'aiuto nella ricerca e Claudio Borio, Frank Packer e Jakob Gyntelberg per gli utili approfondimenti.

Volendo anticipare i risultati principali, l'aumento e la successiva diminuzione del premio per il rischio di volatilità hanno contribuito in maniera significativa alle oscillazioni della volatilità implicita dei tassi di interesse USA. Il premio per il rischio di volatilità è stato generalmente maggiore negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, soprattutto per i tassi swap a minore scadenza. Dopo aver raggiunto un massimo agli inizi del 2003, il premio è ridisceso a livelli grosso modo simili in entrambe le aree alla fine del marzo 2005. Tra le determinanti, il livello e la volatilità dei tassi di interesse hanno esercitato un considerevole effetto positivo. Un'inclinazione positiva delle curve dei rendimenti e un'inclinazione negativa delle strutture a termine della volatilità sono associate a un minor compenso per il rischio. Infine, le "sorprese" relative alle principali variabili macroeconomiche possono influenzare il premio per il rischio di volatilità, anche se l'incidenza di tali fattori è piuttosto variabile.

Andamento recente della volatilità sui mercati delle swaption

I mercati delle swaption si prestano particolarmente all'analisi dell'andamento della volatilità implicita dei tassi di interesse². Rispetto alle opzioni su titoli di Stato, le swaption sono disponibili per un maggior numero di tassi di interesse (tutti i tassi swap tra uno e dieci anni) e una gamma più ampia di scadenze (da un mese a dieci anni). Ciò consente la costruzione di una struttura a termine di volatilità implicite per qualsiasi tasso swap. Inoltre, a differenza delle opzioni su titoli di Stato o su eurodepositi, le swaption hanno una scadenza costante, il che semplifica le verifiche empiriche³.

Le volatilità implicite utilizzate in questo studio sono derivate dalle swaption *at-the-money* su tassi swap denominati in dollari USA e in euro. In particolare, si riferiscono ai tassi a uno, cinque e dieci anni e sono ricavate dalle swaption con vita residua pari a sei mesi, due anni e cinque anni. Per entrambe le valute il campione esaminato va dal 23 luglio 1997 al 30 marzo 2005.

Le volatilità implicite dei tassi di interesse sono piuttosto variabili nel tempo e spesso differiscono in maniera sostanziale da una valuta all'altra. Dal 1997 alla fine del 2000 la volatilità dei tassi swap in dollari e in euro è stata all'incirca simile, oscillando in genere tra il 10 e il 25%. Tuttavia, nel 2001 le volatilità implicite dei tassi in dollari hanno cominciato a crescere ben oltre quelle dei tassi in euro, e in maniera marcata soprattutto nel caso dei tassi a breve termine e delle opzioni con breve vita residua (grafico 1). Anche la

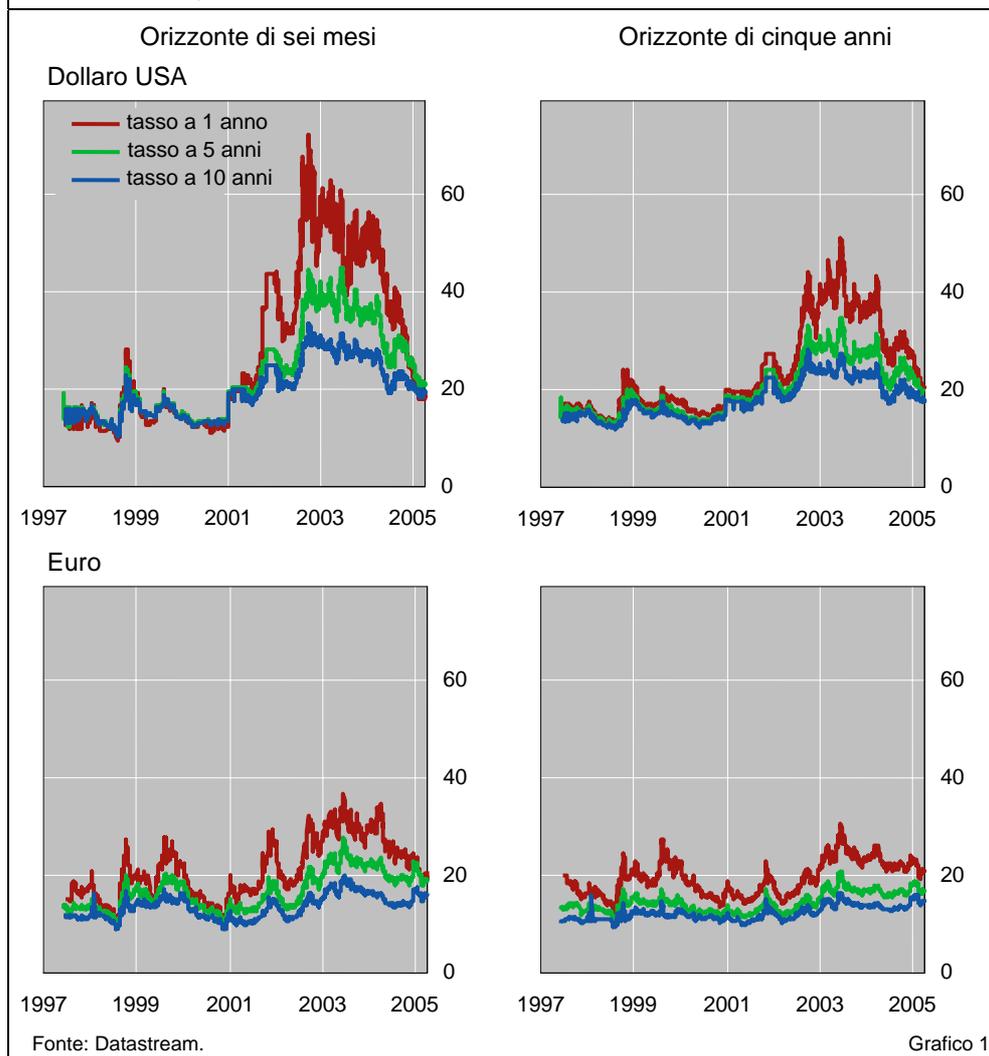
Aumento significativo delle volatilità implicite dal 2001, specie per i tassi USA

² Le swaption sono opzioni su tassi swap. Dal momento che un tasso swap è formato da una serie di pagamenti in periodi predeterminati e stocastici, essendo funzione dei tassi Libor futuri, le swaption equivalgono a opzioni sul portafoglio formato da questi tassi. Il prezzo delle swaption viene determinato, per convenzione, in base al modello di Black (1976), dove la volatilità del tasso swap futuro ha lo stesso ruolo di quella azionaria nel modello di Black e Scholes (1973).

³ Ad esempio, ogni giorno viene quotata una nuova swaption a tre mesi su un tasso a 10 anni, mentre un'opzione a tre mesi di nuova emissione su un titolo a 10 anni ha una vita residua decrescente all'avvicinarsi della sua scadenza.

Volatilità implicita dei tassi swap in dollari e in euro

annualizzata, in percentuale



volatilità implicita dei tassi swap in euro è aumentata maggiormente per i tassi e le swaption a più breve scadenza, ma in misura piuttosto lieve rispetto a quella statunitense. L'inclinazione della struttura a termine delle volatilità implicite, ossia la differenza tra volatilità desunta da opzioni a lungo e a breve termine, è di conseguenza divenuta sempre più negativa per gli swap sia in dollari che in euro.

Alcune tra le maggiori oscillazioni nei livelli della volatilità implicita appaiono sostanzialmente comuni ai tassi sul dollaro e sull'euro. È il caso, per esempio, del balzo registrato dalla volatilità in occasione della crisi del debito russo nel 1998 e del fallimento del fondo Long-Term Capital Management negli Stati Uniti, quando le volatilità implicite sono aumentate in misura pressoché uguale in corrispondenza di vari tassi di interesse e di opzioni di diversa scadenza. La durata di tale fase di crescita delle volatilità è stata approssimativamente uguale per entrambe le valute. Anche gli aumenti rilevati a fine 2000 e dopo gli attentati terroristici del settembre 2001 hanno interessato sia i tassi swap in dollari che quelli in euro, anche se quest'ultimo shock ha avuto un impatto più rilevante sulle volatilità statunitensi.

Alcune ampie oscillazioni nelle volatilità implicite sono comuni ai tassi sia in dollari sia in euro ...

I picchi di volatilità registrati dai tassi statunitensi dalla metà del 2002 fino agli inizi del 2004 non si sono invece generalmente accompagnati a oscillazioni notevoli della volatilità nell'area dell'euro. Ad esempio, tra gennaio 2002 e maggio 2004 le volatilità implicite sul tasso swap in dollari a un anno hanno raggiunto un massimo di circa il 70% sull'orizzonte temporale di sei mesi e del 50% sull'orizzonte di cinque anni. I corrispondenti massimi della volatilità implicita degli analoghi tassi swap in euro sono stati del 35 e 30% circa.

Probabilmente l'incertezza circa la politica monetaria statunitense in quel periodo – associata in particolare ai timori di un eventuale periodo di deflazione che caratterizzavano i mercati nel 2002-03 – è stata in parte responsabile di un aumento della volatilità attesa, contribuendo quindi a giustificare lo scarto tra le volatilità implicite negli Stati Uniti e nell'area dell'euro⁴. In effetti, all'epoca la volatilità implicita si collocava su livelli elevati, specie nel caso dei tassi swap a breve, i quali sono maggiormente influenzati dalla politica monetaria. A partire dalla prima stretta della Federal Reserve alla fine del giugno 2004 i mercati sono parsi più sicuri circa la futura evoluzione dei tassi di interesse. In questa fase di attenuazione delle incertezze sulla politica monetaria la volatilità implicita è andata diminuendo, man mano che i tassi sui *federal fund* statunitensi venivano innalzati sostanzialmente in linea con le aspettative di un inasprimento graduale (per ulteriori approfondimenti, cfr. BRI, 2005, Capitolo VI).

... mentre altre sono specifiche al dollaro

L'incertezza riguardo alla politica monetaria può aver influito sulle volatilità del dollaro

L'aumento delle volatilità implicite rispecchia semplicemente le aspettative?

Le volatilità implicite dovrebbero chiaramente riflettere le aspettative degli operatori economici sulle volatilità future durante il periodo di vita dell'opzione. Tuttavia, dato che la volatilità varia in maniera imprevedibile nel tempo, gli operatori possono richiedere un compenso per sopportare il rischio di volatilità, ossia un premio legato alla probabilità che la volatilità futura differisca dal suo livello atteso. Questa remunerazione (o premio) provoca un divario tra volatilità implicite e attese, che sarà più ampio nei periodi in cui le volatilità effettive si modificano rapidamente (ossia quando si presume che l'incertezza sulla volatilità futura sia massima)⁵.

Le volatilità implicite dovrebbero muoversi in linea con le aspettative ...

... anche se il compenso per il rischio di volatilità può creare un divario

⁴ Tale scarto non sembra invece dovuto alle differenze nel livello dei tassi di interesse nelle due aree valutarie. Vero è che in un contesto di tassi di interesse calanti ci si potrebbe attendere un aumento della volatilità di tasso – espressa come deviazione standard dei tassi logaritmici di variazione dei rendimenti –, e che i tassi di interesse sono in effetti scesi più negli Stati Uniti che nell'area dell'euro nel 2002 e agli inizi del 2003. Tuttavia, i tassi di interesse nel segmento sia a breve che a lunga non erano così distanti da giustificare lo scarto di volatilità.

⁵ Il premio per il rischio di volatilità, che nella rimanente parte dell'articolo sarà misurato dalla differenza tra la volatilità implicita e la volatilità realizzata prevista, simulata con un modello GARCH, è proporzionale al parametro di avversione relativa al rischio della funzione di utilità dell'agente rappresentativo. Bollersev et al. (2004), utilizzando dati sull'indice S&P 500 e sulle relative opzioni tra il gennaio 1990 e il maggio 2004, riscontrano che il coefficiente di proporzionalità è prossimo all'unità, per cui l'inverso del compenso per il rischio di volatilità è pari all'avversione relativa al rischio degli investitori (cfr. anche Bakshi e Kapadia, 2003).

Le volatilità attese sono rappresentate con un modello GARCH asimmetrico ...

L'incremento delle volatilità implicite tra il 2001 e il 2004 è semplicemente dovuto a un aumento dell'incertezza sull'evoluzione futura dei tassi di interesse o è riconducibile anche alla crescita del compenso richiesto dagli operatori per sopportare tale incertezza? Per rispondere a questa domanda, occorre innanzitutto specificare un modello per il comportamento della volatilità storica che possa generare previsioni della volatilità su varie scadenze. Tali previsioni saranno quindi utilizzate come approssimazioni delle aspettative degli operatori sulle volatilità realizzate future. Si ipotizza che la volatilità storica dei tassi di interesse sia ben rappresentata da un modello GARCH asimmetrico, che viene stimato per il logaritmo della variazione dei tassi swap a uno e a cinque anni su campioni di ampiezza crescente, tutti con inizio il 23 gennaio 1997⁶. Per ogni giorno compreso nel campione sono utilizzate le caratteristiche del modello stimato al fine di simulare le volatilità storiche dei due tassi di interesse (a uno e a cinque anni) sui due orizzonti di previsione (di sei e 24 mesi). Per ciascuno dei due orizzonti e per ogni tasso swap, le volatilità previste sono quindi confrontate con le volatilità implicite. Il premio per il rischio di volatilità è definito come differenza tra le volatilità implicite e la media delle volatilità previste.

... e gli intervalli di confidenza calcolati tramite simulazioni

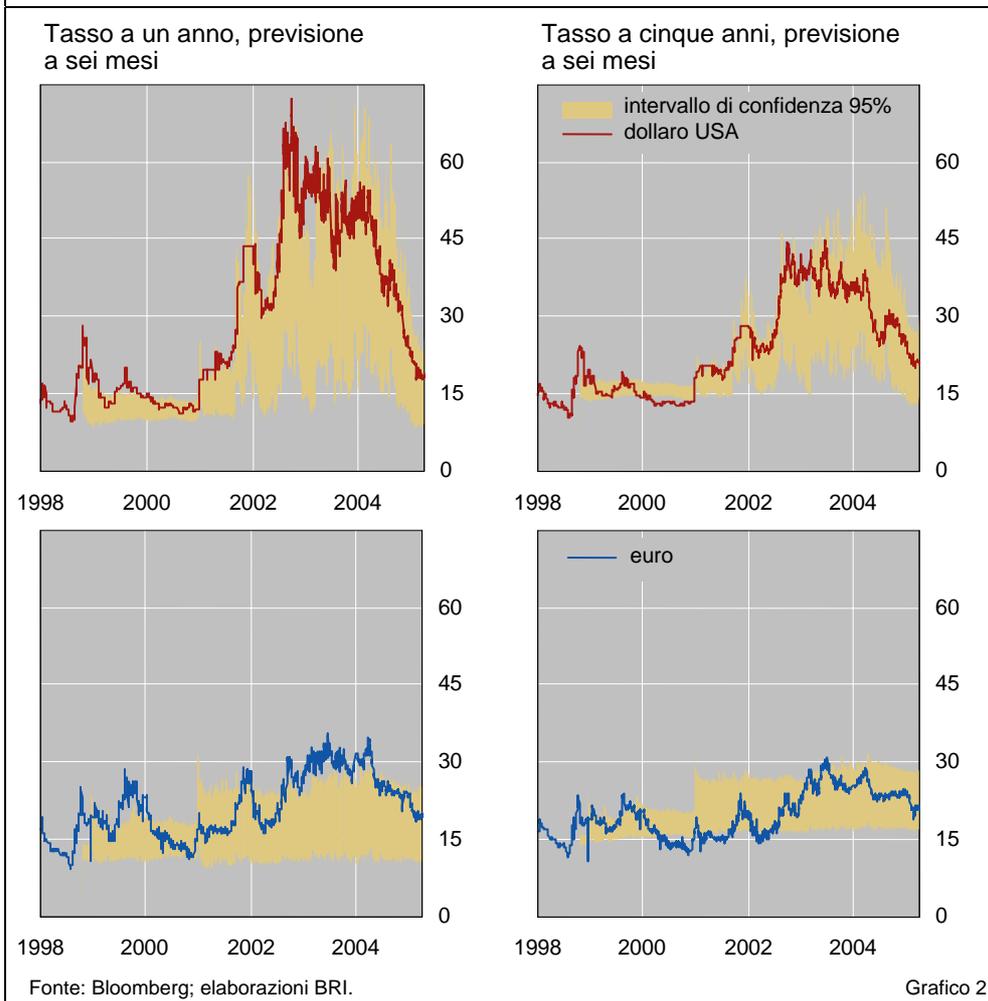
In linea di principio le stime puntuali del compenso per il rischio di volatilità sarebbero sufficienti per la presente analisi. Tuttavia, le simulazioni effettuate consentono di calcolare anche la distribuzione di probabilità della volatilità attesa futura (cfr. riquadro a pag. 102), i cui percentili forniscono un intervallo di confidenza del 95% per le stime puntuali. I giorni in cui la volatilità implicita si trova al di fuori dell'intervallo di confidenza possono essere considerati indicativi di periodi in cui il premio per il rischio di volatilità è eccezionalmente elevato o contenuto. In tale maniera l'intervallo di confidenza viene utilizzato al fine di limitare il rischio di interpretare i cambiamenti nella capacità del modello GARCH di stimare le volatilità realizzate attese come cambiamenti nel premio al rischio.

Le volatilità implicite USA si sono mosse al di sopra dell'intervallo di confidenza nel 2002 e 2003 ...

Specialmente nel 2002 e nel 2003 le volatilità implicite si sono situate spesso e in maniera persistente al di fuori dell'intervallo di confidenza per le previsioni della volatilità realizzata (grafico 2). Episodi di questo tipo sono stati piuttosto comuni nel caso dei tassi in dollari a uno e a cinque anni, sia per le previsioni a sei mesi che a 24 mesi (i riquadri superiori del grafico 2 forniscono le evidenze per le previsioni a sei mesi). I risultati differiscono nel caso dei tassi in euro, per i quali le volatilità implicite si muovono per un lungo periodo sopra il limite superiore dell'intervallo di confidenza unicamente per i tassi swap a breve, mentre per i tassi a lungo termine si situano talvolta al di sotto del limite inferiore (grafico 2, riquadri in basso).

⁶ Si utilizza uno schema GARCH per la stima e la previsione della volatilità dei tassi di interesse poiché, come è ben noto, questa tipologia di modelli risulta ottimale anche in presenza di specificazioni errate di vario tipo. A riguardo, cfr. Nelson e Foster (1995) e, più di recente, Fornari e Mele (2005). Nel presente studio non vengono ipotizzate discontinuità (*jump*). L'intensità e le dimensioni medie tipicamente stimate per le discontinuità non modificherebbero tuttavia la sostanza dei risultati cui si perviene. La metodologia di simulazione adottata è riconducibile a quella di Rosenberg ed Engle (2002), ed è stata utilizzata, in modo diverso, da Tarashev et al. (2003).

Volatilità implicite e intervallo di confidenza per la volatilità realizzata attesa dei tassi swap denominati in dollari e in euro annualizzata, in percentuale



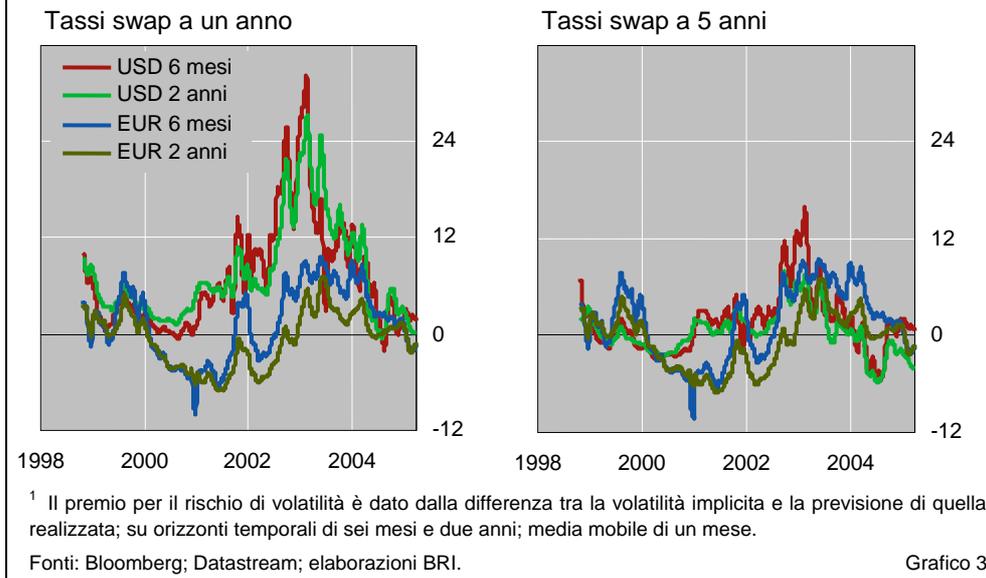
Il premio per la volatilità dei tassi in dollari calcolato dal modello si è mosso significativamente nel tempo ed è stato eccezionalmente elevato per i tassi swap a un anno sull'orizzonte previsionale di sei mesi tra la fine del 2001 e gli inizi del 2004 (grafico 3). Per il tasso swap in euro a un anno, invece, l'incremento del compenso per la volatilità nel 2003 è stato molto meno rilevante di quello per l'analogo tasso in dollari. Per il tasso a cinque anni in euro, in particolare, il premio è rimasto piuttosto basso, e volatilità implicite inferiori a quelle previste hanno costituito la regola piuttosto che l'eccezione.

Nonostante si sia rilevata una notevole correlazione nei premi di volatilità tra aree geografiche e orizzonti previsionali, il comovimento è stato più elevato *all'interno* di una stessa area piuttosto che *tra le due aree*. Per entrambi i tassi swap in dollari (a uno e a cinque anni) sui vari orizzonti previsionali la correlazione media è stata pari a 0,9, mentre per i tassi in euro si è attestata a 0,6. La correlazione tra area dell'euro e Stati Uniti, invece, è stata notevolmente inferiore, pari a 0,3 in media per entrambi i tassi swap sui vari orizzonti previsionali.

... conformemente con l'elevato premio al rischio, soprattutto sugli orizzonti brevi

Premio per il rischio di volatilità dei tassi swap in euro e in dollari¹

annualizzato, in percentuale



Cosa determina il premio per il rischio di volatilità?

Il premio per la volatilità dovrebbe dipendere dal livello dei tassi di interesse e della volatilità implicita ...

Cosa provoca la variazione nel tempo del compenso per il rischio di volatilità? In base alla teoria finanziaria classica, tale variazione dovrebbe essere collegata alle variabili che influenzano il *payoff* dello strumento derivato. Nel caso in esame ci si dovrebbe quindi attendere che le componenti principali del premio siano il livello e la volatilità dei tassi di interesse a breve termine.

Nella verifica effettuata vengono prese in esame anche la pendenza della struttura a termine dei rendimenti, quella della struttura a termine della volatilità, nonché le “sorprese” riguardo alla diffusione di nuovi dati macroeconomici. L’inclinazione della curva dei rendimenti è un indicatore molto diffuso degli sviluppi del ciclo economico, e il compenso per il rischio di volatilità potrebbe essere appunto influenzato dalle percezioni circa la fase congiunturale. L’inclinazione della struttura a termine della volatilità, dal canto suo, fornisce informazioni circa l’orizzonte temporale sul quale è concentrata l’incertezza sui tassi di interesse. Per quanto riguarda le “sorprese” circa le variabili macroeconomiche, le volatilità implicite e attese possono cambiare significativamente in prossimità della pubblicazione di dati economici, poiché gli operatori inglobano l’entità e il segno della sorpresa nella distribuzione futura dei tassi di interesse, approssimando il processo in base al quale le autorità monetarie reagiranno a tali sorprese⁷.

... nonché dalle sorprese macroeconomiche

⁷ Le stime degli effetti delle sorprese sia sui tassi di interesse sia sulle volatilità implicite del tasso di interesse sono riportate da Fornari (2004). Per ulteriori approfondimenti sull’impatto dei dati economici inattesi, cfr. Fleming e Remolona (1999). Altre variabili inizialmente prese in esame, come il *credit spread* (ossia la differenza di rendimento tra titoli con rating elevato e titolo con rating scadente) e lo *swap spread* (la differenza tra il tasso swap e il rendimento dei titoli pubblici), non presentavano significatività statistica.

Modellizzazione della volatilità storica e genesi delle previsioni di volatilità

Si ipotizza che la volatilità storica dei tassi di interesse possa essere ben rappresentata dal seguente modello GARCH(1,1) asimmetrico (cfr. Engle e Ng, 1993):

$$r_t = \mu + \phi \cdot r_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \mid I_{t-1} \sim N(0, \sigma_t^2)$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \cdot \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \cdot \sigma_{t-1}^2 + \gamma \cdot \max(0, -\varepsilon_{t-1})^2$$

in cui r_t indica il logaritmo della variazione giornaliera di un tasso swap e σ_t^2 la sua varianza condizionale giornaliera; I_{t-1} è l'insieme delle informazioni, in questo caso la serie storica dei tassi di interesse.

In una prima fase, il modello sopra riportato viene stimato per i tassi swap a uno e a cinque anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Per riprodurre il più fedelmente possibile le aspettative degli operatori economici all'epoca t , la stima è stata effettuata su campioni di ampiezza crescente, il più breve dei quali inizia il 23 gennaio 1997 e termina il 15 ottobre 1998 (450 osservazioni giornaliere). In tale maniera le previsioni della volatilità si basano unicamente sulle informazioni disponibili nel momento in cui le previsioni erano state formulate. Per ogni giorno vengono determinati i parametri del modello GARCH, $\theta_t = (\mu, \phi, \omega, \alpha, \beta, \gamma)$, le serie storiche degli errori di previsione (ε_t) e le volatilità storiche (σ_t).

In una seconda fase, questi dati vengono utilizzati per ottenere, per ogni giorno successivo al 15 ottobre 1998, le previsioni della volatilità storica su vari orizzonti temporali. Per ciascun giorno sono generate 2 000 evoluzioni future del tasso di interesse e della sua volatilità per ognuno dei due tassi di interesse (a uno e a cinque anni) e per i due orizzonti di previsione (sei e 24 mesi). Per ciascuno di questi orizzonti temporali si calcola la volatilità attesa effettuando una media prima sulle varie scadenze^① e in seguito sulle 2 000 simulazioni. Questo dato è quindi confrontato, per ogni giorno incluso nel campione, con la volatilità implicita per lo stesso tasso swap e per lo stesso orizzonte temporale. È importante effettuare la media delle volatilità realizzate lungo le varie scadenze delle opzioni, perché la volatilità implicita è una volatilità media attesa da un investitore neutrale al rischio durante la vita dell'opzione^②.

La struttura dello schema di simulazione è abbastanza simile al modello asimmetrico GARCH(1,1) descritto in precedenza. La sola differenza è dovuta all'ipotesi effettuata sulla distribuzione degli errori standardizzati ($\varepsilon_t/\sigma_t = z_t$). L'ipotesi implicita nel modello GARCH che tali errori z_t siano indipendenti e distribuiti in base a una normale è respinta a causa della presenza di asimmetria positiva e di curtosi maggiore di tre. Per riprodurre queste caratteristiche si impiegano direttamente le z_t stimate nella simulazione. Per ogni giorno si seleziona casualmente un elemento di z_t e quindi si simulano le due equazioni seguenti, fino a un orizzonte temporale di due anni:

$$\sigma_{t+1}^2 = \omega + \alpha \cdot (\sigma_t \cdot z_t)^2 + \beta \cdot \sigma_t^2 + \gamma \cdot \max(0, -(\sigma_t \cdot z_t))^2$$

$$r_{t+1} = \mu + \phi \cdot r_t + \sigma_{t+1} \cdot z_t$$

Dato che in ogni giorno si hanno 2 000 osservazioni per la volatilità realizzata attesa di ogni tasso di interesse su due orizzonti previsionali, è possibile ricavare la distribuzione di tali volatilità attese. Da questa si calcolano i due indici di dispersione per le previsioni di volatilità, la deviazione standard e i percentili 2,5 e 97,5, che entrambi permettono di costruire un intervallo di confidenza per la volatilità attesa^③.

^① Ad esempio, in ogni giorno compreso nel campione la volatilità storica attesa a sei mesi è la media sulle (2 000) simulazioni della volatilità media simulata nei sei mesi successivi a quello stesso giorno. ^② Quindi, confrontando la volatilità implicita al tempo t con la volatilità storica al tempo t (e non con la volatilità storica media tra $t+1$ e $t+\tau$, in cui τ indica la scadenza della swaption), si determina un premio al rischio che si fonda sull'ipotesi che la volatilità sia un *random walk*. Tale ipotesi è stata respinta da molte applicazioni della metodologia GARCH. ^③ La volatilità della volatilità, ossia l'incertezza sulle volatilità future, è la variabile che dovrebbe spingere gli operatori economici a modificare il prezzo delle swaption rispetto a quanto farebbero basandosi solamente sulla volatilità prevista. Le swaption sono valutate in base al modello di Black (1976), dove i *trader* inseriscono la volatilità attesa in una formula di valutazione simile a quella di Black e Scholes (1973). Tuttavia, in considerazione del fatto che la volatilità si modifica nel tempo, i *trader* nutriranno maggiori incertezze riguardo a tale volatilità quando la volatilità della volatilità è molto elevata e quindi aumenteranno il prezzo della swaption rispetto alla previsione centrale della volatilità quando l'intervallo di confidenza è più ampio.

Le volatilità implicite tendono a diminuire dopo le sorprese, indipendentemente dal loro segno, poiché l'incertezza svanisce una volta pubblicati i dati economici (Ederington e Lee, 1993, 1996). D'altra parte in questi casi la volatilità realizzata, che è un elemento fondamentale nella determinazione del premio per il rischio di volatilità, tenderà sistematicamente ad aumentare. Ciò indica che in seguito a sorprese macroeconomiche ci si potrebbe attendere una diminuzione del premio al rischio. In questo studio le sorprese vengono altresì suddivise fra positive e negative, poiché si è rilevato che il loro effetto sui tassi di interesse e sulle volatilità varia in base al segno.

Per fare luce sulle componenti del compenso per il rischio si effettua una regressione del premio, misurato come differenza tra la volatilità implicita e la previsione di quella realizzata (per le scadenze e le vite residue riportate nel grafico 3), su: il livello del tasso a tre mesi e una misura della volatilità implicita del tasso di interesse; la pendenza della curva dei rendimenti; la pendenza della struttura a termine della volatilità; un insieme di sorprese economiche⁸.

I risultati, illustrati nella tabella 1, indicano che il premio richiesto per il rischio di volatilità dei tassi in dollari è dipeso principalmente dal livello del tasso a tre mesi e da quello della volatilità implicita a breve termine. Anche l'inclinazione della struttura a termine dei rendimenti sembra essere una componente importante del premio al rischio, nonostante i risultati siano più variabili. Il suo coefficiente è negativo in due dei tre casi significativi, a indicare che un'inclinazione positiva tende a produrre un compenso minore per il rischio di volatilità. Dato che una pendenza positiva della curva dei rendimenti è indicativa sia di tassi a termine crescenti (i quali richiederebbero un premio più elevato per il rischio di volatilità), sia di un ciclo economico in espansione (in base al quale ci si dovrebbe al contrario attendere un premio più basso), il secondo effetto sembra aver avuto un peso maggiore durante il periodo considerato. La pendenza della struttura a termine della volatilità ha inoltre avuto un effetto negativo sul premio per il rischio di volatilità. Quando le volatilità attese a breve termine sono maggiori di quelle a lungo – situazione tipica nel campione analizzato – il premio al rischio tende ad aumentare.

Su 32 sorprese riguardanti le variabili macroeconomiche americane (16 variabili suddivise secondo il segno), solo tre appaiono influenzare il

I livelli dei tassi di interesse e della volatilità risultano essere determinanti significative ...

⁸ In tutti i test di regressione si è impiegata la volatilità implicita del tasso a un anno su un orizzonte temporale di tre mesi. Tutte le sorprese sono definite come differenza tra il valore annunciato dell'indicatore e la corrispondente previsione prevalente nel mercato, e sono standardizzate per consentire il confronto tra diversi tipi di notizie. Il numero complessivo di indicatori è 35 (16 si riferiscono agli Stati Uniti, cinque all'area dell'euro, sette all'Italia, due alla Germania e cinque alla Francia). Per l'economia USA si tratta di: indice dei prezzi al consumo (IPC), richieste di sussidi di disoccupazione, occupazione nei settori non agricoli, ordini di beni durevoli, prodotto interno lordo, costruzione di nuove abitazioni, indice dei responsabili degli acquisti di Chicago, indice degli indicatori anticipatori, indice dei prezzi alla produzione (IPP), vendite al dettaglio, ordini dell'industria, grado di utilizzazione della capacità produttiva, indice della produzione industriale, saldo della bilancia commerciale, produttività. Per l'area dell'euro: IPC, fiducia dei consumatori, fiducia delle imprese, indice della produzione industriale, IPP. Per la Germania: vendite al dettaglio, indice Ifo. Per la Francia: fiducia dei consumatori, spesa per consumi, IPC, indice della produzione industriale, IPP. Per l'Italia: IPC preliminare, indice della produzione industriale, IPP, indice dei salari orari, vendite al dettaglio, fiducia delle imprese, fiducia dei consumatori.

| Regressione del premio per il rischio di volatilità dei rendimenti swap in dollari sulle sue componenti | | | | |
|---|-----------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| | Tasso swap a un anno | | Tasso swap a cinque anni | |
| | Orizzonte di sei mesi | Orizzonte di due anni | Orizzonte di sei mesi | Orizzonte di due anni |
| Tasso a tre mesi | 0,108 (9,1) | 0,092 (9,5) | 0,041 (5,9) | 0,078 (17,9) |
| Volatilità implicita | 0,025 (11,8) | 0,047 (26,0) | 0,025 (16,5) | 0,025 (21,5) |
| Pendenza | 0,036 (2,4) | -0,042 (-3,5) | -0,032 (-3,5) | |
| Pendenza volatilità | 0,016 (5,8) | 0,041 (17,4) | 0,025 (12,6) | 0,020 (13,0) |
| Indagine ISM (+) | 0,068 (2,6) | 0,067 (2,5) | 0,046 (2,1) | 0,041 (2,7) |
| Richieste di sussidi di disoccupazione (+) | | | 0,033 (2,6) | 0,014 (1,8) |
| Grado di utilizzo della capacità produttiva (+) | | | | 0,064 (1,6) |
| Costruzione di nuove abitazioni (-) | -0,132 (-3,4) | -0,082 (-2,0) | -0,064 (-2,2) | |
| Politica monetaria | | 0,092 (2,0) | | 0,048 (2,6) |

Nota: il tasso swap costituisce la variabile dipendente della regressione, l'orizzonte la vita residua della swaption. Ad esempio, la combinazione di tasso swap a un anno e orizzonte di sei mesi rappresenta la differenza tra la volatilità implicita del tasso swap a un anno calcolata su una swaption con vita residua pari a sei mesi e la corrispondente varianza effettiva attesa. Le cifre tra parentesi sono i coefficienti della t di Student. "Tasso a tre mesi" è il tasso a tre mesi sull'eurodollaro; "Volatilità implicita" è la volatilità implicita del tasso swap a un anno attesa su un orizzonte temporale di tre mesi; "Pendenza" si riferisce alla pendenza della curva dei rendimenti (tasso a 10 anni meno tasso a tre mesi); "Pendenza volatilità" è meno la pendenza della struttura a termine della volatilità (volatilità del tasso a un anno meno volatilità del tasso a 10 anni, calcolate su swaption con vita residua pari a tre mesi); "Indagine ISM" è l'indagine presso i responsabili degli acquisti; "Politica monetaria" si riferisce alle date dei discorsi tenuti dai rappresentanti della Federal Reserve durante la fase di timore di un'eventuale deflazione. I simboli (+) o (-) in corrispondenza di una sorpresa indicano che solo i valori positivi o negativi di tale dato sono stati usati come regressori. La regressione è effettuata su dati giornalieri dal 1° gennaio 1999 all'8 aprile 2005.

Tabella 1

premio al rischio nei giorni in cui il dato è positivo: l'Indagine ISM presso i responsabili degli acquisti, le richieste di sussidi di disoccupazione e il grado di utilizzo della capacità produttiva. Le sorprese positive tendono a far aumentare il premio. L'unica sorpresa negativa che influisce sistematicamente sul compenso per il rischio di volatilità è la costruzione di nuove abitazioni. Un dato inferiore alle aspettative per questa variabile è associato a un aumento del premio.

Al contrario delle sorprese, gli eventi di politica monetaria – riunioni del FOMC o discorsi tenuti dai rappresentanti della Federal Reserve durante il periodo caratterizzato dai timori di deflazione – hanno avuto un effetto non facilmente interpretabile sul premio per il rischio di volatilità: la variabile è risultata significativa solo a intermittenza e il livello del coefficiente di

... diversamente dagli eventi di politica monetaria

regressione indicava un impatto economico molto limitato⁹. Questi risultati fanno ritenere che il grado di incertezza riguardo alla politica monetaria possa aver influenzato in ugual misura le volatilità implicite e le aspettative sulle volatilità realizzate future.

Effettuando una regressione simile sui tassi swap nell'area dell'euro, si riscontra che il coefficiente del tasso Euribor a tre mesi è negativo, ossia che tassi di interesse più elevati hanno in genere portato a una riduzione del premio per il rischio di volatilità (tabella 2). Ciò sembrerebbe riconducibile soprattutto al periodo successivo al 2000, quando il tasso Euribor si è mosso in

| Regressione del premio per il rischio di volatilità dei rendimenti swap in euro sulle sue componenti | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| | Tasso swap a un anno | | Tasso swap a cinque anni | |
| | Orizzonte di sei mesi | Orizzonte di due anni | Orizzonte di sei mesi | Orizzonte di due anni |
| Tasso a tre mesi | -1,06 (-2,8) | -2,98 (-10,2) | -2,32 (-14,6) | -1,76 (-6,1) |
| Volatilità implicita | 0,61 (5,5) | 0,89 (11,8) | 0,35 (9,0) | 0,70 (10,3) |
| Pendenza | -3,95 (-7,1) | -3,79 (-7,9) | -2,57 (-14,2) | -5,83 (-15,6) |
| Pendenza volatilità | 0,32 (2,2) | 0,68 (6,9) | 0,25 (4,8) | 0,76 (7,9) |
| Italia: vendite al dettaglio (-) | -0,85 (-2,0) | 1,08 (1,8) | | 0,90 (1,9) |
| Germania: indagine Ifo (+) | 2,22 (1,9) | 1,08 (2,1) | | 0,98 (2,9) |
| Italia: IPP (+) | | -2,10 (-3,8) | | -1,76 (-6,1) |
| Area dell'euro: IPC (-) | | -3,35 (-2,9) | | 0,70 (10,3) |
| Area dell'euro: IPP (-) | -2,83 (-3,4) | -1,45 (-2,7) | | -5,83 (-15,6) |
| Italia: IPP (-) | | -2,98 (-10,2) | | 0,76 (7,9) |
| Area dell'euro: indicatore del clima di fiducia (+) | | 0,89 (11,8) | | 0,90 (1,9) |

Nota: il tasso swap costituisce la variabile dipendente della regressione, l'orizzonte la vita residua della swaption. Ad esempio, la combinazione di tasso swap a un anno e orizzonte di sei mesi rappresenta la differenza tra la volatilità implicita del tasso swap a un anno calcolata su una swaption con vita residua pari a sei mesi e la corrispondente varianza effettiva attesa. Le cifre tra parentesi sono i coefficienti della t di Student. "Tasso a tre mesi" è il tasso a tre mesi sull'euro; "Volatilità implicita" è la volatilità implicita del tasso swap a un anno attesa su un orizzonte temporale di tre mesi; "Pendenza" è la pendenza della curva dei rendimenti (tasso a 10 anni meno tasso a tre mesi); "Pendenza volatilità" è meno la pendenza della struttura a termine della volatilità (volatilità del tasso a un anno meno volatilità del tasso a 10 anni, calcolate su swaption con vita residua pari a tre mesi); "IPC" è l'indice dei prezzi al consumo; "IPP" è l'indice dei prezzi alla produzione. I simboli (+) o (-) in corrispondenza di una sorpresa indicano che solo i valori positivi o negativi di tale dato sono stati usati come regressori. La regressione è effettuata su dati giornalieri dal 1° gennaio 1999 all'8 aprile 2005.

Tabella 2

⁹ Per un elenco completo degli eventi e delle relative date, cfr. Bernanke et al. (2004).

un intervallo molto più stretto rispetto al tasso sull'eurodollaro, in un contesto di crescente remunerazione per il rischio di volatilità nell'area dell'euro. Le rimanenti variabili finanziarie (volatilità implicita, pendenza della curva dei rendimenti e pendenza della struttura a termine della volatilità) hanno segno uguale a quello rilevato nelle regressioni effettuate per i tassi in dollari; l'inclinazione della curva dei rendimenti mostra anzi un andamento più uniforme e marcato. A differenza di quanto rilevato per le variazioni giornaliere dei tassi di interesse, la remunerazione per il rischio di volatilità dei rendimenti in euro non sembra essere influenzata maggiormente da notizie specifiche agli Stati Uniti piuttosto che all'Europa (Ehrmann et al., 2005). Le variabili macroeconomiche significative comprendono infatti sorprese relative sia ai singoli paesi, sia all'intera area dell'euro.

Conclusioni

La volatilità dei tassi di interesse implicita nei prezzi delle swaption è aumentata dal 2001 fino agli inizi del 2004 in tutte le principali aree economiche, ma in modo particolarmente accentuato per i tassi in dollari a breve e per le swaption con breve scadenza. In questo studio si è verificato se l'aumento nella volatilità implicita sia stato in linea con la volatilità attesa o se sia stato invece il frutto di un significativo incremento del premio richiesto a fronte del rischio di volatilità. I risultati indicano che in quel periodo le volatilità sul dollaro incorporavano una considerevole remunerazione per il rischio, che in seguito si è notevolmente ridotta.

Il premio per il rischio di volatilità è collegato principalmente al livello dei tassi di interesse e alla volatilità. Anche altre variabili, come la pendenza della struttura a termine dei rendimenti – che anticipa gli sviluppi del ciclo economico – e la pendenza della struttura a termine della volatilità – indicativa dell'orizzonte temporale sul quale la volatilità è maggiormente elevata – incidono sul premio al rischio. Le sorprese macroeconomiche positive, inoltre, tendono a innalzare il compenso per il rischio. A differenza dell'aumento delle volatilità implicite, tuttavia, quello del premio al rischio non sembra essere stato fortemente influenzato da episodi di incertezza circa la politica monetaria.

Il compenso stimato per il rischio di volatilità dipende naturalmente dal modello adottato per elaborare le previsioni. I modelli utilizzati nel presente saggio non prendono in considerazione la presenza di discontinuità nell'andamento dei tassi di interesse, né ipotesi più sofisticate sulla distribuzione degli errori di previsione. Uno spunto per ricerche future potrebbe consistere nell'analizzare attraverso modelli più generali il grado di robustezza dei risultati qui ottenuti.

Riferimenti bibliografici

Bakshi, G.S. e N. Kapadia (2003): "Delta-hedged gains and the negative market volatility risk premium", *Review of Financial Studies*, 16, 527-566.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): *75^a Relazione annuale*.

- Bernanke, B.S., V.R. Reinhart e B.P. Sack (2004): "Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment", *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, 2004-48.
- Black, F. (1976): "The pricing of commodity contracts", *Journal of Financial Economics*, 3, 167-179.
- Black, F. e M.S. Scholes (1973): "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, 31, 637-654.
- Bollerslev, T., M. Gibson e H. Zhou (2004): "Dynamic estimation of volatility risk premia and investor risk aversion from option-implied and realized volatilities", *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, 2004-56.
- Ederington, L.H. e J.H. Lee (1993): "How markets process information: news releases and volatility", *Journal of Finance*, 48, 1161-1191.
- (1996): "The creation and resolution of market uncertainty: the impact of information releases on implied volatility", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 513-539.
- Ehrmann, M., M. Fratzscher e R. Rigobon (2005): "Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission", *NBER Working Paper Series*, n. 11166, marzo.
- Engle, R.F. e V.K. Ng (1993): "Measuring and testing the impact of news on volatility", *Journal of Finance*, 48, 1749-1778.
- Fleming, M.J. ed E.M. Remolona (1999): "What moves bond prices?", *The Journal of Portfolio Management*, estate, 28-38.
- Fornari, F. (2004): "Annunci macroeconomici e volatilità implicite nei mercati delle swaption", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.
- Fornari, F. e A. Mele (2005): "Approximating volatility diffusions with CEV-ARCH models", *Journal of Economic Dynamics and Control*, di prossima pubblicazione.
- Nelson, D. e D. Foster (1995): "Filtering and forecasting with misspecified ARCH models II: making the right forecast with the wrong model", *Journal of Econometrics*, 67, 303-335.
- Rosenberg, J. e R.F. Engle (2002): "Empirical pricing kernels", *Journal of Financial Economics*, 64, 341-372.
- Tarashev, N., K. Tsatsaronis e D. Karampatos (2003): "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Modelli strutturali di insolvenza: insegnamenti tratti dai dati a livello di impresa¹

I modelli strutturali per il rischio di credito riescono a stimare il livello medio dei tassi di insolvenza all'interno di una data categoria di rating solo quando sono calibrati su una base individuale. D'altra parte, le informazioni specifiche a un'impresa hanno scarsa rilevanza quando si voglia prevedere la dinamica futura dei tassi di insolvenza, poiché in questo caso è forte l'influsso di fattori economici comuni alla totalità delle imprese.

Classificazione JEL: C520, G100, G300

Operatori e autorità di sorveglianza del settore finanziario sono alla costante ricerca di misure affidabili del rischio di insolvenza (o di credito), ossia il rischio che un debitore non adempia alle proprie obbligazioni contrattuali. Tali misure sono di fondamentale importanza per una sana gestione degli istituti di credito e per la valutazione a fini prudenziali della loro vulnerabilità. La famiglia dei modelli "strutturali" per il rischio di credito elaborati nella letteratura accademica stima le probabilità di insolvenza sulla base delle caratteristiche del debitore. Il presente saggio monografico esamina la performance di tre modelli rappresentativi di quella famiglia, raffrontando le probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD) che ne risultano con i tassi di insolvenza effettivi.

Mentre vari studi in questo ambito si incentrano esclusivamente sul mutuatario "rappresentativo" con caratteristiche medie, la presente analisi calibra i modelli sulle singole imprese. Questo nuovo approccio estrae proiezioni teoriche che stimano il *livello medio* dei tassi di insolvenza e si contrappongono alla PD del mutuatario rappresentativo, tipicamente distorta per difetto. Tuttavia, la differenza tra i vari metodi di calibrazione è poco rilevante qualora si vogliano unicamente spiegare le *variazioni* nel tempo dei tassi di insolvenza. A tale riguardo, la capacità esplicativa dei modelli è infatti parziale con entrambi i metodi.

La ragione di questa apparente contraddizione nella rilevanza della disaggregazione dei dati è piuttosto semplice. Con la calibrazione a livello di impresa, la stima del tasso di insolvenza aumenta con la dispersione delle

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

caratteristiche del debitore a causa della struttura non lineare dei modelli. Se ci si basa invece sul debitore rappresentativo, e pertanto su dati aggregati, si ignora la dispersione delle caratteristiche tra i vari debitori, sottostimando così la previsione del rischio creditizio. Per contro, allorché osservano la dinamica dei tassi di insolvenza nel tempo, i modelli si incentrano sull'*evoluzione* delle caratteristiche del mutuatario, su cui incidono fattori economici comuni connessi con l'andamento del mercato azionario e il costo della raccolta. Giacché la PD del debitore rappresentativo rispecchia questi fattori comuni, l'impiego di dati aggregati non pregiudica in alcun modo la capacità dei modelli di prevedere variazioni nel rischio di credito.

Nelle due sezioni che seguono sono presentati i tre modelli strutturali del rischio di credito utilizzati nell'analisi empirica, e delineate le rispettive calibrazioni. Le sezioni successive esaminano, nell'ordine, la capacità dei modelli di (i) prevedere i tassi medi di insolvenza, (ii) individuare i potenziali soggetti insolventi e (iii) spiegare il profilo temporale dei tassi di insolvenza.

Tre modelli strutturali rappresentativi per il rischio di credito

Si utilizzano i tre modelli strutturali per il rischio di credito elaborati rispettivamente da Leland e Toft (1996; LT), Anderson, Sundaresan e Tychon (1996; AST), nonché Huang e Huang (2003; HH). Tutti e tre i modelli elaborano lo schema di Merton (1974) basato sulle *contingent claim*, secondo cui l'insolvenza sopravviene quando il valore delle attività del debitore scende al di sotto di una particolare soglia, detta soglia di insolvenza o *default trigger*.

I tre modelli si differenziano nella determinazione di tale valore soglia. A questo riguardo, il modello HH è quello che più si approssima allo schema di Merton, adottando una soglia di insolvenza esogena, che *non* incorpora cioè gli incentivi del debitore, ma è posta a un valore coerente con una stima della perdita in caso di insolvenza (*loss-given-default*, LGD)^{2, 3}. Nei modelli AST e LT la soglia di insolvenza è invece endogena, ossia viene determinata strategicamente dal debitore. Il modello LT, che postula la cessione dell'impresa insolvente ai suoi creditori, genera un *trigger* che massimizza la capitalizzazione dell'impresa per ogni dato valore dell'attivo. Dal canto suo, il modello AST consente al mutuatario di ristrutturare il debito e adotta pertanto una definizione di insolvenza che si approssima maggiormente a quella usata dalle agenzie di rating. In tale contesto, il mutuatario può rendersi insolvente a un valore dell'attivo superiore a quello previsto dal modello LT, allo scopo di rinegoziare il debito.

Le PD teoriche sono alquanto sensibili al valore soglia delle attività, stabilito in modo diverso nei vari modelli. La calibrazione del modello HH si fonda in ampia misura sulla stima della LGD *media* in ciascuna sezione

I tre modelli strutturali differiscono ...

... per le soglie di insolvenza implicite

² La LGD è l'entità della perdita subita al verificarsi dell'insolvenza, espressa in percentuale del valore nominale del credito.

³ Tarashev (2005) rileva che le PD generate dal modello HH sono oltremodo simili a quelle ottenute da Longstaff e Schwartz (1995), che ipotizzano anch'essi una soglia di insolvenza esogena.

trasversale del modello. Ciò limita la dispersione delle soglie di insolvenza esogene. Oltre a basarsi sulle stesse stime delle LGD medie, le soglie di insolvenza endogene nei modelli LT e AST dipendono da diverse caratteristiche *specifiche del debitore* – come l'indice di leva, il tasso di interesse medio sulle passività e la volatilità dell'attivo – e variano quindi in misura assai maggiore a seconda della sezione.

Dati

Per raffrontare le PD risultanti dal modello con i tassi di insolvenza effettivi, questo studio impiega una base di dati relativi a mutuatari societari residenti negli Stati Uniti. Tale base fornisce serie trimestrali di tassi di insolvenza e consente la costruzione di una serie parallela di PD a livello di impresa dal primo trimestre 1990 al secondo trimestre 2003. L'orizzonte dei tassi e delle PD è di un anno. Per il calcolo dei tassi di insolvenza è stata seguita la prassi standard, raggruppando i potenziali soggetti insolventi in base ai rating: BBB, BB o B⁴.

La calibrazione dei modelli a livello di singola impresa richiede l'impiego di diverse fonti informative⁵. La copertura delle fonti alternative non coincide perfettamente, il che riduce la dimensione sezionale delle PD teoriche. Tale dimensione aumenta costantemente nel tempo, fino ad arrivare a una media di 77 imprese quotate BBB, 77 imprese BB e 59 imprese B. Il campione è composto per oltre il 90% da società non finanziarie.

PD generate dal modello e tassi di insolvenza effettivi

I modelli esprimono i tassi medi di insolvenza ...

Applicando un modello corretto a una selezione casuale di imprese in una data classe di rating, la PD media a un anno è una stima non distorta dei tassi di insolvenza effettivi nella stessa classe di rating nell'anno a venire. Tale stima richiede l'impiego di dati a livello di impresa, mentre una possibile stima alternativa – la PD del debitore rappresentativo (medio) – necessita solo di dati aggregati per classe di rating. Per verificare se il modello non è distorto e se l'eventuale distorsione dipende dalla misura in cui i dati sono disaggregati, si calcola la media nel tempo dei tassi di insolvenza a un anno e delle loro stime alternative (tabella 1).

... solo se calibrati a livello di impresa ...

Dai risultati si riscontra che, in effetti, la distorsione di un modello dipende dal livello di disaggregazione. In tutti i modelli considerati le PD teoriche delle imprese rappresentative sottostimano fortemente i tassi effettivi di insolvenza in ogni classe di rating. Leland (2004) è stato il primo a osservare tale

⁴ Per una descrizione dettagliata dell'insieme di dati, cfr. Tarashev (2005). Il lavoro perviene altresì alla conclusione che la performance complessiva dei modelli cambia di poco se si estende l'orizzonte a cinque anni. Tuttavia, per orizzonti oltre l'anno l'intervallo dei dati disponibili limita fortemente lo studio delle variazioni intertemporali delle previsioni teoriche.

⁵ Sono stati usati i dati di Moody's, KMV, Bloomberg e Datastream. Per ulteriori informazioni sulla calibrazione dei modelli strutturali, cfr. il riquadro alla pagina seguente e le fonti ivi citate.

| Distorsioni negli stimatori alternativi dei tassi di insolvenza ¹ | | | | | | | |
|--|----------------------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|
| Rating | Tasso di insolvenza ² | Modello LT ³ | | Modello AST ³ | | Modello HH ³ | |
| | | PD medie a livello di impresa | PD impresa rappresentativa | PD medie a livello di impresa | PD impresa rappresentativa | PD medie a livello di impresa | PD impresa rappresentativa |
| B | 6,30 | 6,50 | 0,90 | 4,50 | 0,40 | 3,80 | 1,40 |
| BB | 1,20 | 1,40 | 0,05 | 1,20 | 0,01 | 0,90 | 0,20 |
| BBB | 0,20 | 0,20 | $2 \cdot 10^{-4}$ | 0,20 | $5 \cdot 10^{-4}$ | 0,09 | $3 \cdot 10^{-4}$ |

¹ In punti percentuali. Il periodo campione va dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. ² Percentuale delle imprese che si rendono insolventi entro un anno, per classe di rating; medie nel tempo. ³ PD teoriche a un anno; per classe di rating; medie tra imprese (ove applicabile) e nel tempo.

Tabella 1

evidenza. Per contro, quando vengono calibrati a livello di impresa, i due modelli di “insolvenza endogena” non mostrano pressoché alcuna distorsione⁶, mentre nel modello HH di “insolvenza esogena” la distorsione risulta sensibilmente ridotta, pur non essendo del tutto eliminata.

Calibrazione di modelli strutturali del rischio di credito

Nel presente riquadro è delineata la calibrazione dei parametri che svolgono un ruolo importante nei modelli. La procedura è descritta più compiutamente in Tarashev (2005) e segue da vicino Leland (2004), nonché Huang e Huang (2003).

La maggior parte delle caratteristiche del mutuatario e del debito può essere definita a livello di impresa. In particolare, il tasso di rendimento e la vita residua del debito in essere sono ottenibili direttamente dai dati e vengono espressi in termini di media fra i vari strumenti debitori emessi dall'impresa. L'indice di leva è misurato dal rapporto tra il valore contabile del debito complessivo e la somma del debito stesso con la capitalizzazione di mercato. Il rapporto di distribuzione o *payout ratio*, ossia la quota degli utili distribuiti a creditori e azionisti, è posto pari a una media ponderata dei rispettivi saggi di remunerazione, con pesi determinati dall'indice di leva. Il premio al rischio azionario e la volatilità del capitale sono calibrati in modo da essere in linea con i corrispondenti parametri societari. A eccezione del tasso di rendimento e della vita residua del debito, che variano annualmente, gli altri parametri a livello di impresa sono fissati con cadenza trimestrale.

Il valore soglia delle attività al raggiungimento del quale scatta l'insolvenza varia a seconda dei modelli. Nei modelli LT e AST a insolvenza endogena il valore è definito in base alle caratteristiche proprie dell'impresa (ad esempio, debito in essere, tasso di rendimento, indice di leva, rapporto di distribuzione, volatilità) e a una stima della LGD, posta costante all'interno di ogni sezione con possibilità di variare di anno in anno. Nel modello HH a insolvenza esogena il valore soglia è fissato in modo da esprimere la medesima stima della LGD e un valore capitale del debito. Calibrate in questo modo, le soglie di insolvenza LT, AST e HH variano da un trimestre all'altro e da un'impresa all'altra, sebbene nel modello HH la variazione tra imprese sia notevolmente inferiore.

Infine, le PD teoriche qui analizzate si basano su una stima invariante nel tempo del tasso di rendimento privo di rischio, ossia il tasso medio del Treasury a un anno sull'intero campione. Tarashev (2005) rileva che se il tasso privo di rischio è lasciato fluttuare nel tempo, il livello generale delle PD prodotte dal modello varia di poco, mentre la loro capacità di spiegare l'evoluzione dei tassi di insolvenza peggiora leggermente. Giacché il tasso privo di rischio è una variabile macroeconomica comune a tutte le imprese, la sua calibrazione non influisce sulla capacità del modello di discriminare i mutuatari in base al rischio di credito.

⁶ La sola eccezione a questa regola generale è costituita dalla sottostima cui perviene il modello AST nel prevedere il tasso medio di insolvenza nella classe di rating B.

| Impatto sulle PD teoriche di tre caratteristiche specifiche del debitore ¹ | | | | | | | | | | |
|---|----------------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------|--------------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------|
| Rating | Tasso di insolvenza ² | Modello LT ³ | | | Modello AST ³ | | | Modello HH ³ | | |
| | | Indice di leva | Volatilità del capitale | Tasso di rendimento | Indice di leva | Volatilità del capitale | Tasso di rendimento | Indice di leva | Volatilità del capitale | Tasso di rendimento |
| B | 6,30 | 5,00 | 0,80 | 1,11 | 3,10 | 1,10 | 0,60 | 2,30 | 2,40 | 1,50 |
| BB | 1,20 | 0,90 | 0,08 | 0,07 | 0,40 | 0,07 | 0,05 | 0,50 | 0,50 | 0,20 |
| BBB | 0,20 | 0,20 | $3 \cdot 10^{-3}$ | $3,7 \cdot 10^{-4}$ | 0,10 | $7 \cdot 10^{-3}$ | $2 \cdot 10^{-3}$ | 0,02 | 0,04 | $4 \cdot 10^{-4}$ |

¹ In punti percentuali. Il periodo campione va dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. ² Percentuale delle imprese che si rendono insolventi entro un anno, per classe di rating; medie nel tempo. ³ PD teoriche a un anno, nell'ipotesi che solo il parametro di cui alla colonna corrispondente vari tra le imprese; per classe di rating; medie tra le imprese e nel tempo.

Tabella 2

La struttura non lineare dei modelli spiega le differenti distorsioni dei vari stimatori. Un peggioramento nelle caratteristiche del debitore produce sulla PD teorica un impatto (positivo) sostanzialmente superiore a quello di un equivalente miglioramento (che riduce la PD). Di conseguenza, la media delle PD a livello di impresa cresce al crescere della dispersione delle caratteristiche del debitore, mentre la PD dell'impresa rappresentativa non ne risente. Analogamente, la forte distorsione negativa nel modello HH può essere ricondotta alla limitata dispersione della soglia di insolvenza esogena tra i vari mutuatari (cfr. sopra), che riduce la PD media in ciascuna sezione trasversale.

Ci si chiede se singole caratteristiche del debitore influenzino la capacità del modello di esprimere il livello generale dei tassi di insolvenza. A tal fine, le PD specifiche di un dato debitore sono calcolate usando valori a livello di impresa per *un solo* parametro alla volta (indice di leva – ossia rapporto tra debito e attivo totale –, volatilità del capitale *oppure* tasso di rendimento) e ponendo le rimanenti caratteristiche pari alle loro medie in ciascuna coppia di trimestri/classi di rating. Nella tabella 2 sono riportate le medie di queste PD per le diverse specificazioni. Da un confronto tra i vari parametri si evince che la dispersione degli indici di leva fa aumentare più di ogni altro fattore le PD medie a livello di impresa generate dai modelli AST e LT. Per contro, nelle previsioni del modello HH nessuna caratteristica del debitore ha un influsso predominante.

PD generate dal modello per debitori effettivamente insolventi

Come già detto, i modelli strutturali per il rischio di credito esprimono medie campionarie dei tassi di insolvenza solo se calibrati sulle singole imprese. Ciò induce a chiedersi se i modelli siano anche in grado di individuare *specifici* soggetti insolventi futuri. Il campione disponibile contiene un numero troppo esiguo di insolvenze e, pertanto, non consente di dare una risposta conclusiva a questa domanda. Emergono nondimeno talune regolarità empiriche degne di nota.

| Capacità dei modelli di individuare futuri soggetti insolventi ¹ | | | |
|---|------------|-------------|------------|
| medie nel tempo | | | |
| Numero di futuri soggetti insolventi ² | 9,6 | | |
| | Modello LT | Modello AST | Modello HH |
| Quoziente di successo ³ | 75% | 69% | 76% |
| ¹ Il periodo campione va dal gennaio 1990 al dicembre 2004 per le insolvenze e dal 1° trimestre 1990 al 4° trimestre 2003 per la calibrazione del modello. ² Numero di mutuatari osservati in un dato trimestre dal 1° trimestre 1990 al 4° trimestre 2003 che si rendono insolventi in uno qualunque dei trimestri successivi. ³ Percentuale di futuri soggetti insolventi individuati dal modello. | | | |
| Tabella 3 | | | |

Per valutare la capacità di un modello di individuare le insolvenze future si calcolano sezioni trasversali trimestrali di PD a livello di impresa. Per un dato trimestre si individuano le imprese insolventi in tutti i periodi successivi, e si rileva a quale percentuale di dette imprese sono assegnate PD superiori alla PD mediana generata dal modello nella sezione considerata⁷. La media di tali percentuali nell'arco di tempo considerato rappresenta il quoziente di "successo" del modello, riportato nella tabella 3.

... e possono individuare le insolvenze future

In base a questo criterio piuttosto grezzo, la performance dei modelli risulta relativamente buona: in media essi riescono a individuare tre soggetti insolventi futuri su quattro. Gli errori sono dovuti ai bassi indici di leva, il che è coerente con il forte impatto di questa caratteristica sul livello delle PD teoriche. Tutti i soggetti insolventi "mancati" dai modelli LT e AST presentano un indice di leva inferiore a quello medio nella corrispondente sezione. Analogamente, l'indice di leva è basso per il 90% delle imprese che non sono state individuate dal modello HH, ma che si sono poi rivelate insolventi.

PD generate dal modello e profilo temporale dei tassi di insolvenza

I *policymaker* sono interessati non solo al livello medio dei tassi di insolvenza, ma anche alla loro evoluzione nel tempo. In questa sezione si esamina la correlazione tra tassi di insolvenza previsti ed effettivi in un contesto di serie temporali. Più specificamente, il tasso di insolvenza effettivo osservato in un particolare anno è regredito sul suo *lag* a un anno e su una previsione di insolvenza desunta da un particolare modello alla fine dell'anno precedente. Se un modello fornisce informazioni utili nello spiegare le variazioni dei tassi di insolvenza nel tempo, le PD da esso generate dovrebbero mostrare coefficienti di correlazione statisticamente significativi. Inoltre, le PD di un modello veramente efficace dovrebbero incorporare *tutte* le informazioni disponibili che servano a prevedere i tassi di insolvenza. Quindi, se il modello è efficace i tassi

Nel prevedere il profilo temporale dei tassi di insolvenza ...

⁷ Si considerano le insolvenze intervenute fino al dicembre 2004 ma si calcolano le PD teoriche fino al secondo trimestre 2003. In tal modo, i potenziali soggetti insolventi sono osservati durante almeno 18 mesi.

di insolvenza passati non dovrebbero risultare statisticamente significativi nelle regressioni.

Viene dapprima considerata la valenza esplicativa dei modelli sulla base di dati disaggregati. Pertanto, quale indicatore dei tassi di insolvenza si impiegano le PD medie a *livello di impresa* in ogni coppia di trimestri/classi di rating. La tabella 4 riporta tre regressioni per ciascuna classe di rating, una per ognuno dei tre modelli strutturali.

Le stime di queste regressioni mostrano che nessuno dei modelli produce previsioni interamente affidabili. Le informazioni contenute nei tassi di insolvenza differiti tendono a essere chiaramente superiori a quelle contenute negli indicatori teorici. Più concretamente, a esclusione di tre casi, i tassi di insolvenza differiti entrano in regressione con coefficienti statisticamente significativi, mentre i coefficienti delle PD medie implicite nel modello non hanno significatività statistica. Due delle tre eccezioni provengono dal modello LT, che concorre a prevedere i tassi di insolvenza della classe di rating BBB, e rende persino insignificante la variabile dipendente differita all'interno della classe BB. La terza eccezione è data dal modello HH, che mostra una forte capacità esplicativa per i tassi di insolvenza delle imprese BB⁸.

| Capacità previsiva delle PD medie a livello di impresa ¹ | | | | | | | | | |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| variabile dipendente: tasso di insolvenza effettivo | | | | | | | | | |
| | Imprese quotate B | | | Imprese quotate BB | | | Imprese quotate BBB | | |
| Costante | 0,02 (0,12) | 0,03 (0,00) | 0,02 (0,23) | 0,004 (0,01) | 0,003 (0,21) | 0,007 (0,00) | -0,002 (0,11) | -0,001 (0,44) | -0,001 (0,34) |
| Lag a un anno del tasso di insolvenza effettivo | 0,37 (0,06) | 0,45 (0,04) | 0,46 (0,01) | . | 0,40 (0,08) | . | 0,66 (0,02) | 0,63 (0,03) | 0,62 (0,03) |
| PD del modello LT ² | 0,13 (0,61) | . | . | 0,42 (0,01) | . | . | 0,62 (0,08) | . | . |
| PD del modello AST ² | . | -0,26 (0,21) | . | . | 0,26 (0,23) | . | . | -0,39 (0,47) | . |
| PD del modello HH ² | . | . | 0,13 (0,69) | . | . | 0,62 (0,00) | . | . | -0,14 (0,87) |
| R ² corretto | 0,27 | 0,29 | 0,26 | 0,31 | 0,24 | 0,23 | 0,13 | 0,07 | 0,07 |

Nota: le regressioni di cui alle tabelle 4-7 sono ponderate con pesi crescenti in funzione della dimensione sezionale nella corrispondente coppia di trimestri/classi di rating. Nelle tabelle 4 e 5 la variabile dipendente differita è inclusa solo se il suo coefficiente è statisticamente significativo al livello del 10%. Nelle tabelle 6 e 7 la variabile dipendente differita è inclusa solo e soltanto se appare nella corrispondente regressione della tabella 5. I valori *p* si basano sulle matrici robuste di covarianza di Newey-West (per le regressioni relative alle imprese BB e B) o di Huber-White (per le regressioni relative alle imprese BBB). Nella classe di rating BBB, 22 dei 54 tassi di insolvenza effettivi sono pari a zero; per tener conto di ciò, le regressioni BBB si basano sul modello Tobit, e si assume che i tassi di insolvenza siano "censurati" a un basso valore positivo (ossia 0,03%). L'indice R² corretto delle regressioni BBB rispecchia la bontà di adattamento (*goodness of fit*) rispetto a una versione stimata non censurata della variabile dipendente, che è una funzione lineare dei regressori.

¹ Regressioni basate su tassi di insolvenza e PD teoriche a un anno. Cinquantaquattro osservazioni dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. Valori *p* fra parentesi. Le cifre in neretto indicano coefficienti statisticamente significativi al livello del 10%. ² Medie delle PD a livello di singola impresa.

Tabella 4

⁸ Tarashev (2005) rileva che un modello potrebbe contenere informazioni sui tassi di insolvenza che integrano le informazioni di un altro modello. Di conseguenza, l'impiego di PD provenienti da modelli diversi nella stessa regressione dei tassi di insolvenza può migliorare sensibilmente la misura della bontà di adattamento.

| Capacità previsiva delle PD dell'impresa rappresentativa ¹ | | | | | | | | | |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|
| variabile dipendente: tasso di insolvenza effettivo | | | | | | | | | |
| | Imprese quotate B | | | Imprese quotate BB | | | Imprese quotate BBB | | |
| Costante | 0,02 (0,01) | 0,03 (0,01) | 0,01 (0,31) | 0,008 (0,00) | 0,008 (0,00) | 0,009 (0,00) | -0,003 (0,10) | -0,001 (0,41) | -0,002 (0,28) |
| Lag a un anno del tasso di insolvenza effettivo | 0,34 (0,07) | 0,43 (0,03) | 0,51 (0,00) | . | . | . | 0,73 (0,01) | 0,60 (0,03) | 0,64 (0,03) |
| PD del modello LT | 0,73 (0,15) | . | . | 4,20 (0,03) | . | . | 435,00 (0,03) | . | . |
| PD del modello AST | . | -0,62 (0,57) | . | . | 45,40 (0,00) | . | . | -202,40 (0,18) | . |
| PD del modello HH | . | . | 1,02 (0,07) | . | . | 1,73 (0,00) | . | . | 52,60 (0,75) |
| R ² corretto | 0,29 | 0,26 | 0,36 | 0,11 | 0,41 | 0,31 | 0,16 | 0,10 | 0,07 |

Nota: cfr. la nota della tabella 4.

¹ Regressioni basate su tassi di insolvenza e PD teoriche a un anno. Cinquantaquattro osservazioni dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. Valori *p* fra parentesi. Le cifre in neretto indicano coefficienti statisticamente significativi al livello del 10%.

Tabella 5

In un secondo momento, si verifica se la calibrazione dei modelli sul debitore rappresentativo influenza o meno la loro capacità di spiegare il profilo temporale dei tassi di insolvenza. A questo scopo, la tabella 5 riporta le stesse regressioni di cui sopra, dove però le PD medie sono sostituite da quelle del debitore rappresentativo. Tale operazione non influisce in alcuna maniera sistematica sulle misure della bontà di adattamento e, in diversi casi, migliora la significatività delle previsioni teoriche⁹.

Come si concilia dunque l'analoga capacità previsiva delle PD medie per i singoli debitori e di quelle per il debitore rappresentativo con i riscontri ottenuti in precedenza, secondo cui solo gli indicatori del primo tipo rispecchiano il livello medio dei tassi di insolvenza? Una possibilità è l'esistenza di fattori di mercato che inducono le caratteristiche dei singoli mutuatari a variare nella stessa direzione nel corso del tempo (facendo così muovere in parallelo le due previsioni teoriche alternative), ma influiscono in modo differente su tali caratteristiche in ciascun momento puntuale (contribuendo così a differenziare un'impresa dall'altra, con un impatto solo sulle PD medie dei singoli mutuatari)¹⁰. Si ipotizzano due serie di fattori comuni. Una è associata agli sviluppi del mercato azionario (rispecchiati dall'indice di leva, dai premi al

... i dati a livello di impresa hanno un valore aggiunto limitato ...

⁹ I coefficienti di regressione aumentano sostanzialmente quando si usano le PD del debitore rappresentativo in luogo delle PD medie a livello di impresa. Ciò perché, come illustra la tabella 1, l'ordine di grandezza della prima stima è inferiore a quello della seconda.

¹⁰ Tarashev (2005) associa la performance dei modelli a una varietà di indicatori macroeconomici direttamente osservabili: lo spread a termine sui Treasuries e gli scostamenti dalla tendenza del rapporto credito/PIL, un indice dei prezzi delle attività e il PIL reale. L'autore perviene alla conclusione che queste variabili non spiegano appieno la capacità previsiva dei modelli.

| Effetto dell'invarianza delle grandezze relative al mercato azionario ¹ | | | | | | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------|
| variabile dipendente: tasso di insolvenza effettivo | | | | | | | | | |
| | Imprese quotate B | | | Imprese quotate BB | | | Imprese quotate BBB | | |
| Costante | 0,03 (0,03) | 0,03 (0,06) | 0,03 (0,11) | 0,004 (0,06) | 0,006 (0,00) | 0,006 (0,07) | -0,004 (0,03) | -0,001 (0,51) | 0,001 (0,35) |
| Lag a un anno del tasso di insolvenza effettivo | 0,49 (0,00) | 0,44 (0,01) | 0,37 (0,08) | . | . | . | 0,60 (0,02) | 0,60 (0,03) | 0,30 (0,27) |
| PD del modello LT ² | -0,59 (0,57) | . | . | 20,15 (0,00) | . | . | 9 540,60 (0,01) | . | . |
| PD del modello AST ² | . | -1,17 0,82 | . | . | 182,40 (0,05) | . | . | -7 968,10 (0,07) | . |
| PD del modello HH ² | . | . | -0,11 (0,69) | . | . | 5,90 (0,18) | . | . | -2 611,20 (0,00) |
| R ² corretto | 0,27 | 0,26 | 0,26 | 0,11 | 0,15 | 0,17 | 0,25 | 0,14 | 0,29 |

Nota: cfr. la nota della tabella 4.

¹ Regressioni basate su tassi di insolvenza e PD teoriche a un anno. Cinquantaquattro osservazioni dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. Valori *p* fra parentesi. Le cifre in neretto indicano coefficienti statisticamente significativi al livello del 10%. Le cifre in corsivo indicano coefficienti statisticamente significativi di segno "sbagliato". ² PD teoriche del debitore rappresentativo mantenendo costanti nel tempo le grandezze relative al mercato azionario (indice di leva, premio azionario e volatilità del capitale).

Tabella 6

rischio azionario e dalla volatilità del capitale); l'altra si riferisce al costo della raccolta (rispecchiato dai tassi di rendimento)¹¹.

... considerata
l'importanza dei
fattori comuni

Per esaminare il ruolo rispettivo dei fattori relativi al mercato azionario e al costo della raccolta, dapprima i corrispondenti parametri sono posti uguali alle loro medie campionarie, quindi tali valori vengono impiegati per calcolare le PD modificate del debitore rappresentativo (tabelle 6 e 7). Se uno dei fattori condiziona le previsioni generate dal modello, allora l'eliminazione della variabilità del fattore stesso dovrebbe ridurre la capacità esplicativa delle PD modificate riguardo ai tassi di insolvenza effettivi.

Prese nel loro insieme, le risultanze riportate nelle tabelle 5-7 rivelano che i fattori di mercato contengono effettivamente informazioni utili sui tassi di insolvenza futuri. Ponendo costanti le caratteristiche del mutuatario legate agli sviluppi del mercato azionario, tutti e tre i modelli cessano di fatto di spiegare il profilo temporale dei tassi di insolvenza nelle classi di rating B e BB. In particolare, i relativi coefficienti angolari perdono significatività statistica o divengono negativi, e in molti casi le misure della bontà di adattamento subiscono una netta caduta. Il quadro è simile per le imprese BBB, in cui le PD del modello LT rappresentano l'unica eccezione. In generale, se si mantiene costante nel tempo il tasso di rendimento, la performance dei modelli cambia solo di poco, ma peggiora sostanzialmente la bontà di adattamento delle regressioni basate sui modelli a "insolvenza endogena" nel prevedere i tassi di insolvenza delle imprese quotate BB.

¹¹ Anche gli indici di leva potrebbero reagire alle condizioni di mercato. Il calcolo di tali indici, tuttavia, utilizza il valore contabile del debito, che è normalmente stabile nel tempo, e la capitalizzazione di mercato, che è invece una grandezza variabile.

| Effetto dell'invarianza del tasso di rendimento ¹ | | | | | | | | | |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------------------|
| variabile dipendente: tasso di insolvenza effettivo | | | | | | | | | |
| | Imprese quotate B | | | Imprese quotate BB | | | Imprese quotate BBB | | |
| Costante | 0,02 (0,01) | 0,03 (0,00) | 0,01 (0,40) | 0,008 (0,00) | 0,008 (0,00) | 0,008 (0,00) | -0,003 (0,09) | -0,001 (0,41) | -0,002 (0,23) |
| Lag a un anno del tasso di insolvenza effettivo | 0,36 (0,05) | 0,44 (0,04) | 0,55 (0,00) | . | . | . | 0,75 (0,01) | 0,65 (0,03) | 0,66 (0,03) |
| PD del modello LT ² | 0,74 (0,30) | . | . | 3,38 (0,02) | . | . | 281,10 (0,02) | . | . |
| PD del modello AST ² | . | -1,80 (0,25) | . | . | 59,20 (0,02) | . | . | -1139,20 (0,53) | . |
| PD del modello HH ² | . | . | 1,65 (0,03) | . | . | 3,25 (0,00) | . | . | 110,20 (0,49) |
| R ² corretto | 0,28 | 0,30 | 0,38 | 0,00 | 0,01 | 0,28 | 0,18 | 0,07 | 0,08 |
| Nota: cfr. la nota della tabella 4. | | | | | | | | | |
| ¹ Regressioni basate su tassi di insolvenza e PD teoriche a un anno. Cinquantaquattro osservazioni dal 1° trimestre 1990 al 2° trimestre 2003. Valori <i>p</i> fra parentesi. Le cifre in neretto indicano coefficienti statisticamente significativi al livello del 10%. ² PD teoriche dell'impresa rappresentativa mantenendo costante nel tempo il tasso di rendimento. Tabella 7 | | | | | | | | | |

Conclusioni

Nel presente studio monografico è analizzata la capacità di tre modelli strutturali del rischio di credito di prevedere i tassi di insolvenza. Per esprimere i tassi medi di insolvenza questi modelli devono essere calibrati a livello di impresa. Tuttavia, alcuni fattori comuni, riflessi dai dati aggregati, influiscono fortemente sull'evoluzione nel tempo delle caratteristiche del debitore singolo. Di conseguenza, l'impiego di dati a livello di impresa non migliora la (limitata) capacità esplicativa dei modelli circa il profilo temporale dei tassi di insolvenza.

I risultati sopra illustrati costituiscono un passo incoraggiante verso la comprensione della performance empirica dei modelli strutturali del rischio di credito. Tuttavia, essi vanno interpretati con cautela poiché si basano su un campione di imprese ristretto che copre un breve lasso di tempo. Serie di dati estese a più di un ciclo creditizio fornirebbero all'analisi basi più solide e contribuirebbero a valutare meglio la misura in cui i modelli tengono conto delle fasi ascendenti e discendenti del rischio di credito a livello di intero sistema economico. Analogamente, campioni numericamente più ampi aumenterebbero significativamente l'affidabilità delle previsioni puntuali delle singole insolvenze e dei tassi di insolvenza.

Riferimenti bibliografici

Anderson, R.W., S. Sundaresan e P. Tychon (1996): "Strategic analysis of contingent claims", *European Economic Review*, vol. 40, pagg. 871-881.

Huang, J. e M. Huang (2003): *How much of the corporate-treasury yield spread is due to credit risk?*, documento di lavoro.

Leland, H. (2004): "Predictions of expected default frequencies in structural models of debt", *Journal of Investment Management*, vol. 2, n. 2, pagg. 1-16.

Leland, H. e K. Toft (1996): "Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads", *Journal of Finance*, vol. 51, pagg. 987-1019.

Longstaff, F. ed E. Schwartz (1995): "Valuing risky debt: a new approach", *Journal of Finance*, vol. 50, pagg. 789-820.

Merton, R.C. (1974): "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates", *Journal of Finance*, vol. 29, pagg. 449-470.

Tarashev, N. (2005): "An empirical evaluation of structural credit risk models", *BIS Working Papers*, n. 179, luglio.

Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria

I Comitati con sede in Basilea e il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) hanno intrapreso diverse iniziative nel secondo trimestre 2005. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha compiuto ulteriori progressi in vista dell'introduzione del Basilea 2, mentre l'FSF ha tenuto il primo incontro regionale in Africa e una tavola rotonda sull'applicazione di standard e codici internazionali. La tabella 1 presenta una rassegna di queste e altre iniziative recenti.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB si riunisce con un più ampio gruppo di autorità di vigilanza ...

... e pubblica documenti relativi al Basilea 2 ...

... e al governo societario

In luglio il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) si è riunito con il Core Principles Liaison Group (CPLG), il gruppo di lavoro cui partecipano le autorità di vigilanza bancaria di 16 paesi non membri del Comitato, nonché l'FMI e la Banca mondiale. Nell'ambito del dialogo con la comunità allargata di autorità di vigilanza sono state scambiate opinioni sulle iniziative in corso per l'aggiornamento dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, sull'applicazione del Basilea 2 e sul governo societario, nonché su questioni relative a contabilità e revisione. Contemporaneamente all'incontro il Comitato ha rilasciato, insieme all'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), delle raccomandazioni per il trattamento patrimoniale delle esposizioni connesse con l'attività di negoziazione e degli effetti di doppia inadempienza. Esso ha inoltre pubblicato linee guida per la stima della perdita in caso di inadempienza (*loss-given-default*, LGD) durante le fasi di contrazione dell'economia e materiale a fini di consultazione sul quinto studio di impatto quantitativo (QIS 5) e sulle indicazioni prudenziali per l'applicazione da parte delle organizzazioni bancarie del principio emendato del *fair value* (o "valore equo") elaborato dall'International Accounting Standards Board (IASB). Per ultimo, alla fine del mese il Comitato ha pubblicato per consultazione una versione rivista degli indirizzi volti a promuovere l'adozione di prassi corrette di governo societario da parte delle istituzioni bancarie.

Per quanto riguarda le *esposizioni connesse all'attività di negoziazione* e gli *effetti di doppia inadempienza*, è stato emesso congiuntamente con la IOSCO un documento di definizione dei requisiti patrimoniali. Esso si basa su

| Principali iniziative dei Comitati e di altri organismi con sede in Basilea | | | |
|---|--|---|---------------|
| comunicati stampa e pubblicazioni nel periodo sotto rassegna | | | |
| Organismo | Iniziativa | Tema | Pubblicazione |
| CBVB | Il Comitato di Basilea si riunisce con un gruppo allargato di autorità di vigilanza e pubblica documenti relativi al Basilea 2 | <ul style="list-style-type: none"> • Requisiti di capitale per le esposizioni bancarie connesse con l'attività di negoziazione, compreso a fronte del rischio creditizio di controparte, e per il trattamento delle doppie inadempienze • Indirizzi sulla stima delle perdite in caso di inadempienza • Pubblicazione di materiale a fini di consultazione sul QIS 5 • Documento consultativo sulle raccomandazioni prudenziali per l'applicazione da parte delle organizzazioni bancarie del principio emendato del <i>fair value</i> dello IASB | Luglio 2005 |
| | <i>Enhancing corporate governance for banking organisations</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Documento consultativo che aggiorna i principi guida del 1999 | |
| CSFG | <i>Foreign direct investment in the financial sector – experiences in Asia, central and eastern Europe and Latin America</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Sintesi dei convegni seguiti al rapporto del marzo 2004 del CSFG • Dibattito sulle esperienze nazionali in materia di IDESF e sulle problematiche per gli operatori del settore privato e le autorità responsabili della stabilità finanziaria e delle politiche pubbliche | Giugno 2005 |
| CSPR ¹ | <i>New developments in large-value payment systems</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Esame dei nuovi sviluppi nei sistemi di pagamento di elevato ammontare dopo il rapporto del 1997 | Maggio 2005 |
| | <i>Central bank oversight of payment and settlement systems</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Presentazione degli insegnamenti appresi in materia di efficace sorveglianza | |
| | <i>General guidance for payment system development</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Formulazione di 14 linee guida per lo sviluppo di sistemi di pagamento | |
| FSF | Tavola rotonda sull'applicazione di standard e codici internazionali | <ul style="list-style-type: none"> • Esame dei risultati conseguiti dal 2000 e passi da compiere | Aprile 2005 |
| | <i>Primo incontro regionale africano</i> | <ul style="list-style-type: none"> • Punti di forza e di debolezza dei sistemi finanziari regionali e internazionali, iniziative per rafforzare i sistemi finanziari a livello regionale | Maggio 2005 |
| <p>¹ Timothy F. Geithner, Presidente e CEO della Federal Reserve Bank di New York, è stato nominato Presidente del CSPR dai Governatori delle banche centrali dei paesi del G10 con decorrenza giugno 2005.</p> <p>Fonte: siti internet dei vari organismi elencati (www.bis.org e www.fsforum.org).</p> | | | |

Tabella 1

un rapporto pubblicato in aprile a fini di consultazione riguardo al quale sono pervenuti i commenti di circa 40 banche, società di investimento, associazioni di settore, autorità di vigilanza e altre organizzazioni. I requisiti pubblicati in luglio integrano alcuni aspetti del Basilea 2 e dell'Emendamento del 1996 per incorporare i rischi di mercato, e riguardano il rischio creditizio di controparte,

Requisiti aggiornati per le esposizioni connesse con la negoziazione e per le doppie inadempienze

gli effetti di doppia inadempienza, gli aggiustamenti per le scadenze a breve termine e le transazioni non perfezionate. Essi migliorano inoltre il regime vigente per il *trading book*, in particolare con riferimento al trattamento del rischio specifico.

Criteri di idoneità e flessibilità per la stima delle perdite in caso di inadempienza

In materia di *stima della LGD*, il CBVB ha pubblicato una serie di principi cui le banche sono tenute a conformarsi per ottenere l'idoneità all'utilizzo di stime proprie nell'ambito del sistema basato sui rating interni del Basilea 2. Il Comitato ha riconosciuto che le perdite potenzialmente superiori alla media realizzate in periodi di elevati tassi di insolvenza potrebbero costituire una fonte sostanziale di perdite creditizie inattese per alcune esposizioni. Esso ha ritenuto che un approccio fondato su principi e caratterizzato da un significativo grado di flessibilità sia particolarmente appropriato al momento.

Avvio del QIS 5

Il Comitato ha pubblicato anche tre documenti a fini di consultazione in materia di QIS 5, applicazione del principio del valore equo da parte delle banche e miglioramento del governo societario. Nel rispetto del calendario fissato in marzo, il CBVB ha distribuito alle banche partecipanti al *quinto studio di impatto quantitativo* una bozza del relativo manuale e delle allegate istruzioni, sollecitandone i commenti entro il 5 agosto 2005. Il CBVB intende pubblicare la versione finale del pacchetto QIS 5 in settembre, affinché la fase di raccolta dei dati possa svolgersi tra ottobre e dicembre 2005.

Chiarificazioni riguardo al principio del *fair value*

Il documento a fini di consultazione contenente gli indirizzi prudenziali sull'applicazione da parte delle banche del *principio del valore equo* (IAS 39) affronta due punti fondamentali: primo, definisce una serie di sani processi di gestione e controllo dei rischi e, secondo, analizza i possibili effetti dell'applicazione del principio del *fair value* per la valutazione prudenziale dei sistemi di gestione dei rischi e dell'adeguatezza patrimoniale di una banca. Il documento propone inoltre una serie di informazioni aggiuntive che le autorità di vigilanza potrebbero raccogliere per meglio esaminare l'applicazione del principio da parte delle banche e il suo potenziale impatto sulla valutazione prudenziale della solidità finanziaria delle istituzioni. La procedura di consultazione rimarrà aperta fino al 31 ottobre 2005.

Consultazione sul governo societario

Infine, il Comitato ha pubblicato una versione rivista delle raccomandazioni volte a promuovere l'adozione di prassi corrette di governo societario da parte delle istituzioni bancarie. Il documento, intitolato *Enhancing corporate governance for banking organisations*, è un aggiornamento dei precedenti indirizzi emanati in materia nel 1999. Anche questa consultazione si chiuderà il 31 ottobre 2005. Il nuovo documento sottolinea l'importanza del ruolo dei revisori (e delle altre funzioni di controllo), del consiglio di amministrazione, dell'alta direzione e delle autorità di vigilanza ai fini di un sano governo societario. È inoltre evidenziata la necessità di un'efficace gestione dei conflitti di interessi e di processi di governo trasparenti. Particolare attenzione è dedicata alle attività condotte tramite strutture poco trasparenti od operanti in giurisdizioni che presentano ostacoli per il flusso di informazioni.

Comitato sul sistema finanziario globale

Nel giugno 2005 il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha pubblicato una *sintesi dei convegni regionali* tenuti con le banche centrali dell'Asia emergente, dell'Europa centrale e orientale e dell'America latina in seguito al suo precedente rapporto sugli investimenti diretti esteri nei settori finanziari (IDESF) delle economie emergenti (*Foreign direct investment in the financial sectors of emerging market economies*). Riconoscendo la rilevanza dei fattori regionali nella valutazione degli IDESF, il Comitato aveva organizzato i convegni nell'intento di esaminare le questioni sollevate dal rapporto originario con un gruppo più ampio di banche centrali nelle regioni interessate. Tale rapporto, diffuso nel marzo 2004, evidenziava i benefici generati dagli investimenti diretti esteri in termini di stabilità finanziaria ed efficienza per le regioni destinatarie, ma sottolineava altresì la necessità di prestare particolare attenzione alla gestione del rischio paese e alla valutazione delle condizioni dei sistemi finanziari dei paesi ospitanti. Nei convegni successivamente tenuti nel 2004, il dibattito sulle esperienze nazionali in materia di IDESF ha messo in rilievo gli effetti positivi derivanti da un'accresciuta concorrenza, una maggiore disponibilità di servizi bancari, trasferimenti di tecnologia e un più agevole accesso al finanziamento nei paesi ospitanti, benefici che si sono ad esempio estesi in una maggiore liquidità dei mercati finanziari e una migliore gestione del rischio. Si è valutato che allorché i prestiti delle banche estere svolgono una funzione anticiclica, essi rafforzano la stabilità finanziaria. Tuttavia, in taluni casi l'ingresso sul mercato di banche estere può anche distorcere l'allocazione del credito o amplificare i cicli dei prezzi delle attività. I partecipanti ai convegni hanno individuato diverse aree che i responsabili delle politiche intenzionati a massimizzare i benefici degli IDESF dovrebbero considerare, tra cui il rafforzamento del quadro giuridico e contabile nei paesi ospitanti, il miglioramento della disciplina dei mercati locali e l'armonizzazione delle posizioni delle autorità dei paesi di origine e ospitanti responsabili della stabilità finanziaria.

Il CSFG pubblica la sintesi dei convegni sugli IDE nel settore finanziario

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

In maggio il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha pubblicato tre nuovi rapporti preparati dai gruppi di lavoro che agiscono sotto la sua egida. Il primo esamina i *nuovi sviluppi in materia di sistemi di pagamento di elevato ammontare* intervenuti in seguito al rapporto sui sistemi di regolamento lordo in tempo reale divulgato dal Comitato nel 1997. Fra le principali conclusioni cui giunge il rapporto si rileva che oggi i pagamenti interbancari vengono regolati più rapidamente, richiedono una minore quantità di liquidità (sostanzialmente moneta della banca centrale) e hanno costi inferiori. La domanda di pagamenti transfrontalieri è aumentata con il tempo e benché i *trade-off* tra rischi e costi possano essere complessi, i sistemi di pagamento di elevato ammontare offrono attualmente una maggiore flessibilità per risolverli. Il secondo documento tratta della *sorveglianza dei sistemi di*

Il CSPR pubblica rapporti sui sistemi di pagamento di elevato ammontare ...

... sulla sorveglianza dei sistemi di pagamento da parte della banca centrale ...

pagamento e di regolamento da parte della banca centrale. Esso presenta gli insegnamenti appresi su tale attività, che solo in epoca piuttosto recente è diventata una funzione formale delle banche centrali, talvolta esercitata in collaborazione con altre autorità. Il rapporto esamina la necessità di questo tipo di sorveglianza, la sua portata e le attività che essa comporta, nonché le fonti delle responsabilità delle banche centrali in materia, e formula dieci principi per una sorveglianza efficace. Nella terza pubblicazione sono esposti, sotto forma di 14 linee guida, i *criteri generali per lo sviluppo dei sistemi di pagamento*. Si rileva che, sebbene la banca centrale fornisca in ogni caso una forza propulsiva ai fini dello sviluppo dei sistemi di pagamento nazionali, tale sviluppo presuppone un'azione cooperativa delle varie parti interessate, come le banche e gli organi di regolamentazione.

... e sui criteri generali per lo sviluppo dei sistemi di pagamento

Forum per la stabilità finanziaria

Incontro dell'FSF su standard e codici internazionali nel settore finanziario

Il 17 aprile il Segretariato dell'FSF, in collaborazione con l'FMI e la Banca mondiale, ha organizzato una tavola rotonda sull'applicazione internazionale di standard e codici nel settore finanziario, cui hanno partecipato varie parti interessate, tra cui i rappresentanti dei membri dell'FSF. L'iniziativa è stata indetta in risposta alla decisione, presa alla riunione di marzo dell'FSF, di avviare un esame dei progressi compiuti nell'applicazione degli standard e dei codici evidenziati dall'FSF stesso nel 2000. I partecipanti hanno esaminato i risultati conseguiti finora e discusso di come promuovere ulteriori progressi. L'FSF prevede di valutare i risultati della tavola rotonda nella sua prossima riunione in settembre.

Primo incontro regionale africano dell'FSF

Il 29-30 maggio si è tenuto a Pretoria, in Sudafrica, il *primo incontro regionale africano* dell'FSF. I partecipanti hanno discusso i punti di forza e di debolezza dei sistemi finanziari regionali e internazionali, gli squilibri mondiali e gli effetti del rincaro delle materie prime sulle economie nazionali. Si è preso atto dell'impatto positivo prodotto sulle economie africane (in termini di crescita e di stabilità dei prezzi) dai progressi delle riforme strutturali interne e dagli sviluppi internazionali. Le autorità regionali sono confrontate alle sfide poste dalla globalizzazione, dall'evoluzione dell'economia mondiale, nonché dalla volatilità della crescita e dei proventi delle esportazioni. In tale contesto, sono state esaminate le iniziative volte a mantenere e rafforzare i sistemi finanziari nazionali, comprese le misure tese al perseguimento della stabilità macroeconomica e alla creazione di un quadro giuridico e di un'infrastruttura finanziaria solidi. L'incontro ha inoltre rilevato i progressi compiuti in termini di cooperazione regionale.

Conferenza della BRI: "Passato e futuro della cooperazione fra banche centrali"

Il 27-29 giugno scorso, in concomitanza con il 75° anniversario della Banca, si è tenuta la quarta Conferenza annuale della BRI, sul tema "*Passato e futuro della cooperazione fra banche centrali*". La conferenza ha passato in rassegna la storia della cooperazione fra banche centrali dal periodo tra le due guerre

mondiali al giorno d'oggi, valutando inoltre i contributi della BRI in tale ambito. Mentre all'epoca di Bretton Woods la cooperazione fra banche centrali era principalmente incentrata sulla stabilità monetaria, negli anni seguenti le attività si sono progressivamente orientate verso la promozione della stabilità finanziaria. Le sfide che si pongono per il futuro sono state discusse in una tavola rotonda tra *policymaker* a conclusione della conferenza. I vari interventi sono disponibili sul sito della BRI all'indirizzo www.bis.org/events/conf050628.htm.