

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Le statistiche più recenti disponibili sul mercato bancario si riferiscono al primo trimestre 2011, quelle sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al secondo trimestre 2011. Il presente capitolo contiene tre riquadri. Il primo analizza la relazione tra la categoria "garanzie rilasciate" delle statistiche bancarie consolidate BRI e l'ammontare di CDS venduti dalle banche dichiaranti alla BRI; il secondo esamina il ricorso alle clausole di salvaguardia come misura dell'assunzione di rischio nel mercato dei prestiti sindacati; il terzo verte sulla collateralizzazione del rischio di credito di controparte nel mercato dei derivati OTC.

Il mercato bancario internazionale nel primo trimestre 2011¹

Le attività transfrontaliere aggregate delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate nel *primo trimestre 2011*, principalmente per effetto di un incremento significativo del credito ai residenti degli Stati Uniti. Allo stesso tempo le attività transfrontaliere verso i residenti delle economie emergenti si sono accresciute per l'ottavo trimestre consecutivo. Per contro, le attività estere aggregate verso l'area dell'euro, al netto delle variazioni di cambio, sono diminuite di \$51 miliardi (0,7%). Rispetto alle loro omologhe del resto del mondo, nel marzo 2011 le banche dell'area dell'euro detenevano una quota decisamente inferiore di attività estere nei confronti del settore pubblico statunitense e, viceversa, una quota maggiore di attività estere verso i settori pubblici di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna.

Aumento delle attività transfrontaliere aggregate²

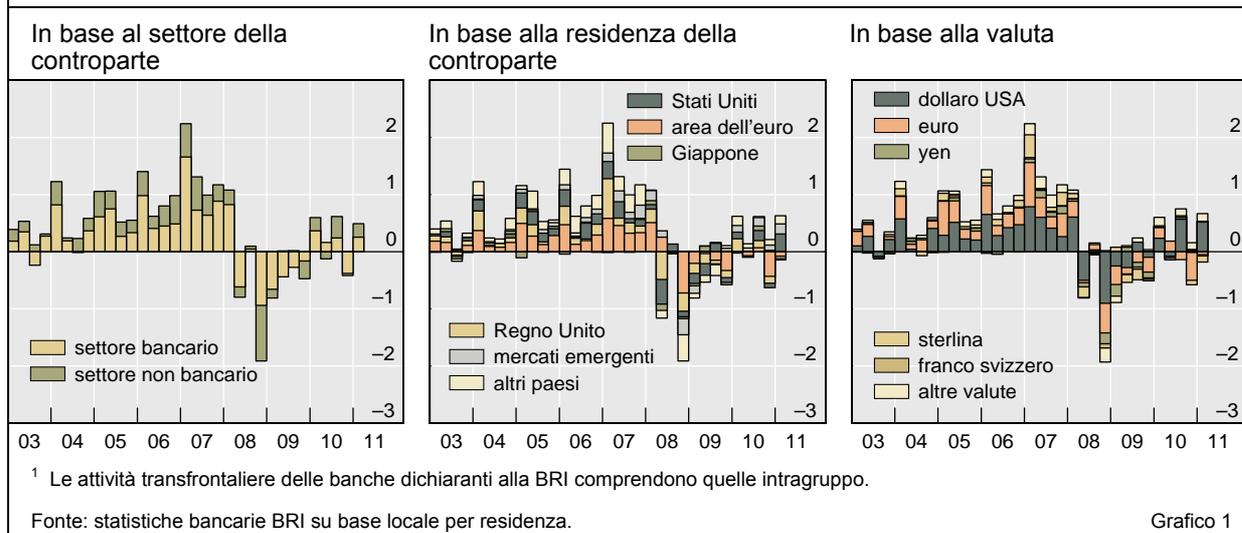
Le attività transfrontaliere aggregate delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate nel periodo in rassegna (grafico 1, diagramma di sinistra). L'espansione di \$491 miliardi (1,6%) si è ripartita pressoché equamente fra un

¹ Per maggiori informazioni sulle statistiche bancarie si prega di contattare Stefan Avdjiev.

² L'analisi contenuta in questa sottosezione e in quella successiva poggia sulle statistiche bancarie BRI su base locale per residenza. In queste serie di dati i creditori e i debitori sono classificati in base al paese di residenza (come nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti) anziché in base alla nazionalità. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività transfrontaliere sono state depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie.

Variazioni delle attività transfrontaliere lorde¹

In trilioni di dollari USA



aumento degli impieghi verso il settore bancario (\$254 miliardi, 1,3%) e quello non bancario (\$237 miliardi, 2,2%).

Il credito transfrontaliero verso gli Stati Uniti ha segnato il maggiore incremento (grafico 1, diagramma centrale), pari in termini assoluti a \$309 miliardi (5,9%), il più alto mai registrato. Le banche dichiaranti hanno invece ridotto gli impieghi nei confronti dell'area dell'euro (di \$78 miliardi, 0,8%) e del Regno Unito (di \$43 miliardi, 0,9%), sebbene in misura significativamente inferiore che nel trimestre precedente. Nel contempo, le attività a favore del Giappone si sono contratte per la prima volta in un anno (di \$20 miliardi, 2,5%), a fronte del violento terremoto e dello tsunami che hanno colpito il paese in marzo.

Aumentano le attività transfrontaliere verso gli Stati Uniti

L'aumento complessivo delle attività transfrontaliere durante il trimestre è ascrivibile prevalentemente a un consistente incremento degli impieghi in dollari USA (grafico 1, diagramma di destra), cresciuti di \$521 miliardi (4,2%), che ha portato a \$1,1 trilioni (9,0%) l'espansione complessiva delle attività transfrontaliere in dollari tra giugno 2010 e marzo 2011. Circa il 60% (\$315 miliardi) dell'aumento del credito in dollari durante il primo trimestre 2011 è stato diretto verso i residenti degli Stati Uniti, mentre quasi l'11% (\$56 miliardi) è stato destinato alle economie emergenti. Nel periodo in rassegna sono invece diminuiti i crediti transfrontalieri denominati in sterline (-\$103 miliardi, -6,7%), euro (-\$52 miliardi, -0,5%) e yen (-\$23 miliardi, -1,9%).

Impennata delle attività transfrontaliere verso i mercati emergenti

Le banche dichiaranti alla BRI hanno accresciuto le attività transfrontaliere verso i residenti delle economie emergenti per l'ottavo trimestre consecutivo. L'espansione di \$178 miliardi (6,3%), la maggiore dal quarto trimestre 2007, deriva da un incremento di \$147 miliardi (10%) degli impieghi interbancari e di \$31 miliardi (2,3%) di quelli verso il settore non bancario e ha riguardato tutte e quattro le principali regioni emergenti.

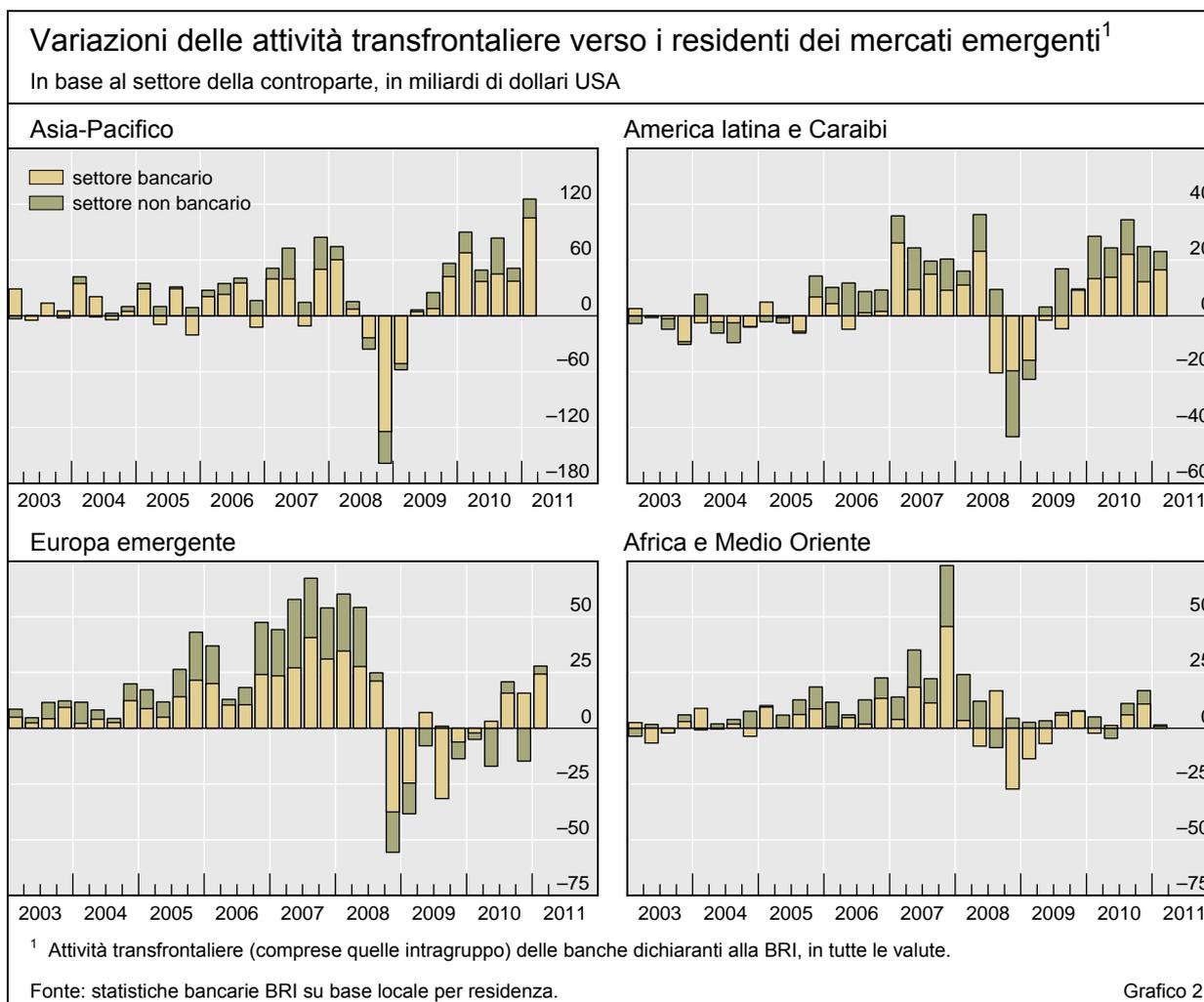
Continua ad aumentare il credito a favore di Asia-Pacifico ...

Le attività transfrontaliere verso l'Asia-Pacifico hanno continuato a crescere a un ritmo molto sostenuto (grafico 2, diagramma in alto a sinistra). L'aumento senza precedenti di \$126 miliardi (12%) del credito alla regione è imputabile per quasi due terzi a un'impennata di \$80 miliardi (24%) degli impieghi verso la Cina. Le banche hanno inoltre segnalato aumenti significativi delle attività nei confronti di Malaysia (\$11 miliardi, 25%), India (\$9,3 miliardi, 5,0%) e Corea (\$8,8 miliardi, 4,5%).

... e America latina e Caraibi

Anche le attività transfrontaliere verso i residenti di America latina e Caraibi hanno seguito a crescere (grafico 2, diagramma in alto a destra). Oltre la metà del loro incremento complessivo di \$23 miliardi (4,4%) è ascrivibile all'ottava espansione consecutiva degli impieghi nei confronti del Brasile (\$13 miliardi, 5,3%). Gli impieghi verso il Messico sono parimenti aumentati in misura significativa (di \$4,3 miliardi, 3,8%), mentre quelli verso l'Uruguay sono diminuiti di \$1,8 miliardi (34%).

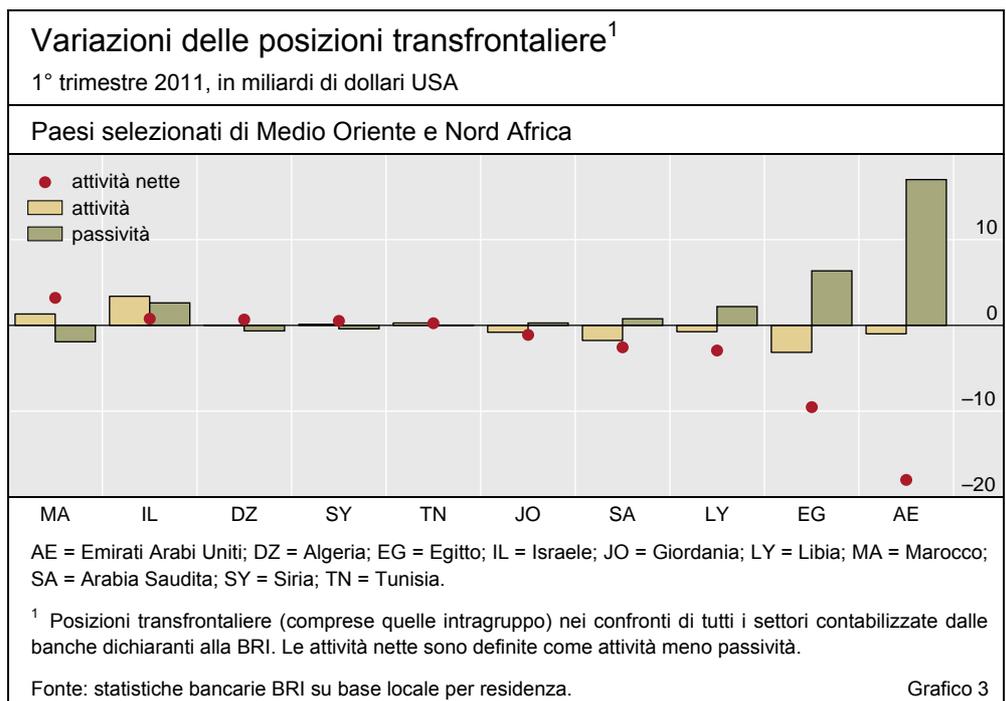
Il credito a favore dell'Europa emergente ha segnato un incremento complessivo di \$28 miliardi (3,7%) (grafico 2, diagramma in basso a sinistra), dovuto soprattutto a \$24 miliardi (6,1%) di maggiori impieghi interbancari. Le attività verso i residenti della Polonia sono salite di \$13 miliardi (11%). Il credito transfrontaliero ai residenti della Turchia ha anch'esso registrato un



considerevole aumento (\$9,4 miliardi, 6,1%), nonostante i provvedimenti adottati dalle autorità del paese allo scopo di scoraggiare ulteriori afflussi di capitali e rallentare la crescita del credito. Incrementi notevoli sono stati altresì evidenziati dagli impieghi verso Ungheria (+\$3,1 miliardi, +4,2%), Russia (+\$2,0 miliardi, +1,4%) e Croazia (+\$1,9 miliardi, +4,7%).

Le attività transfrontaliere verso i residenti di Africa e Medio Oriente hanno parimenti evidenziato un'espansione, ancorché di gran lunga più modesta rispetto a quella delle altre tre regioni emergenti (grafico 2, diagramma in basso a destra). Nel contesto dei disordini sociopolitici che hanno investito un'ampia parte della regione nel primo trimestre dell'anno, il credito transfrontaliero complessivo ha riportato un lieve incremento (\$1,5 miliardi, 0,3%). Tale dato cela notevoli differenze a livello di paesi (grafico 3, barre marroni). Ad esempio, gli impieghi a favore dell'Egitto, scosso da una rivolta popolare sfociata in un cambio di regime, si sono contratti di \$3,2 miliardi (14%). Analogamente, le attività a favore della Libia, dove nello stesso periodo è scoppiata una guerra civile, si sono ridotte di \$0,7 miliardi (37%). Un sensibile calo è stato registrato anche dal credito verso Arabia Saudita (\$1,8 miliardi, 2,0%), Emirati Arabi Uniti (\$1,0 miliardi, 1,0%) e Giordania (\$0,8 miliardi, 17%). Per contro, le banche attive a livello internazionale hanno segnalato aumenti considerevoli degli impieghi a favore di Israele (\$3,4 miliardi, 17%) e Marocco (\$1,3 miliardi, 14%). Anche le attività verso la Tunisia, primo paese della regione a essere interessato da proteste di massa e da un rovesciamento della leadership politica, sono aumentate (\$0,3 miliardi, 7,1%).

Varie evoluzioni degne di nota hanno riguardato il flusso delle passività bancarie nei confronti dei residenti di Medio Oriente e Nord Africa (grafico 3, istogrammi verdi). Le banche con operatività internazionale hanno segnalato il maggiore incremento trimestrale delle passività verso i residenti dell'Egitto



(\$6,4 miliardi, 26%) e un considerevole aumento di quelle verso i residenti della Libia (\$2,2 miliardi, 3,7%). Questi andamenti hanno rispecchiato con ogni probabilità il trasferimento all'estero di fondi interni dei due paesi a causa dell'elevato grado di incertezza politica ed economica³. Allo stesso tempo, nel contesto di rapidi rincari del petrolio, le banche hanno registrato un forte aumento delle passività nei confronti dei residenti degli Emirati Arabi Uniti (\$17 miliardi, 23%), il più cospicuo dal quarto trimestre 2007. Infine, anche le passività verso i residenti dell'Arabia Saudita si sono accresciute, ma in misura nettamente inferiore (\$0,8 miliardi, 0,5%).

Calo delle attività estere verso l'area dell'euro al netto degli effetti di cambio⁴

Diminuiscono le attività estere verso l'area dell'euro al netto degli effetti di cambio

Le attività estere⁵ consolidate totali delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei residenti dell'area dell'euro si collocavano a \$7 979 miliardi alla fine del primo trimestre 2011. Secondo le stime esse sono diminuite, a tassi di cambio costanti⁶, di \$51 miliardi (0,7%) nel periodo in esame⁷. Il calo complessivo va ricondotto principalmente a una contrazione di \$69 miliardi (3,1%) degli impieghi interbancari (grafico 4). Per contro, gli impieghi a favore del settore pubblico sono aumentati (\$21 miliardi, 1,4%), mentre quelli verso il settore privato non bancario sono rimasti pressoché invariati. Tutte queste oscillazioni risultano piuttosto modeste se confrontate con la variabilità storica media di ciascuna serie considerata.

A livello di singoli paesi, la maggiore contrazione depurata degli effetti di cambio è stata quella delle attività estere verso la Francia. La riduzione complessiva (\$33 miliardi, 2,7%) è imputabile soprattutto a una flessione di \$31 miliardi (5,0%) degli impieghi interbancari, ma anche gli impieghi verso i settori pubblico e privato non bancario hanno subito un lieve calo (rispettivamente di \$1,0 miliardi, 0,5%, e di \$0,5 miliardi, 0,1%). Nel trimestre in

³ Sul flusso delle passività bancarie nei confronti della Libia potrebbero aver influito anche le sanzioni finanziarie applicate da molti paesi nel primo trimestre 2011.

⁴ L'analisi in questa sottosezione e in quella seguente si fonda sulle statistiche bancarie internazionali consolidate BRI in base al rischio ultimo. In questa serie di dati le esposizioni delle banche dichiaranti sono classificate in base alla nazionalità delle banche (ossia considerando la sede legale delle rispettive case madri), anziché in base all'ubicazione dell'unità che le contabilizza. Inoltre, la classificazione delle controparti tiene conto dei trasferimenti di rischio tra paesi e settori (per una trattazione più dettagliata e alcuni esempi, cfr. il riquadro alle pagg. 13-14 della *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2011).

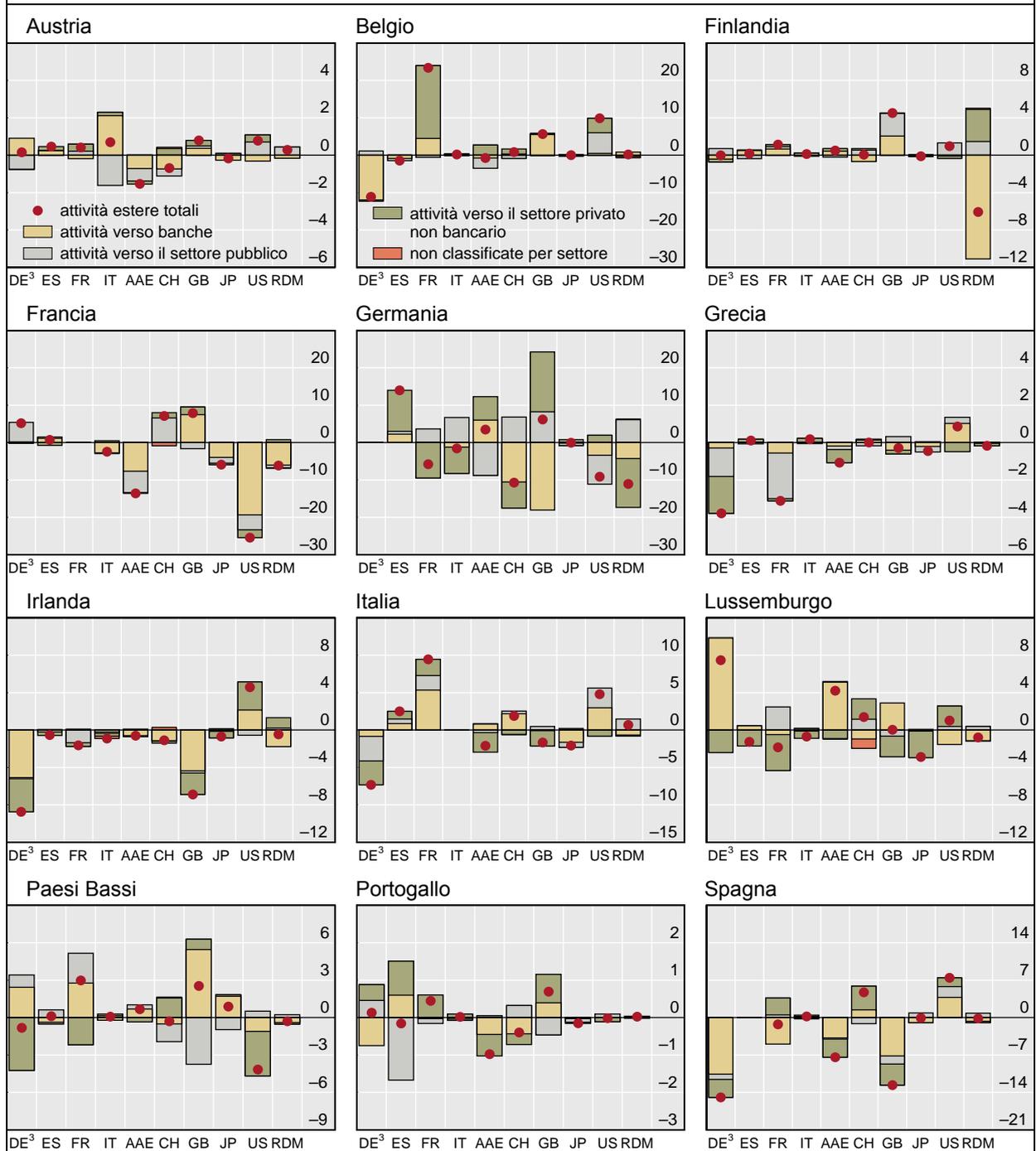
⁵ Le *attività estere* si compongono delle attività transfrontaliere (attività verso soggetti situati in un paese diverso da quello di residenza dell'unità che le contabilizza) e delle attività locali (attività verso soggetti situati nel paese di residenza dell'unità che le contabilizza) di filiali estere (ossia succursali e affiliate situate al di fuori del paese in cui ha sede legale la casa madre della banca dichiarante). Le attività estere *non* comprendono le attività in valuta estera nei confronti dei residenti del paese in cui ha sede legale la casa madre della banca dichiarante.

⁶ Per tenere conto delle oscillazioni dei tassi di cambio verificatesi durante il periodo si formula l'ipotesi (seppure imprecisa) che tutte le attività estere verso i residenti dell'area dell'euro siano denominate in euro.

⁷ Tutti i dati di flusso sono depurati delle discontinuità nelle serie.

Variazioni stimate delle attività estere¹ verso alcuni paesi selezionati, 1° trim. 2011

In base alla nazionalità della banca e a tassi di cambio costanti di fine 1° trim. 2011², in miliardi di dollari USA



AAE = altri paesi dell'area dell'euro; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; IT = Italia; JP = Giappone; RDM = resto del mondo; US = Stati Uniti.

¹ Le attività estere comprendono le attività transfrontaliere e quelle locali delle affiliate estere. Sono escluse le attività delle banche con sede legale nei singoli paesi considerati, non trattandosi di attività estere. ² Si ipotizza che tutte le attività siano denominate in euro. ³ Le attività delle banche tedesche sono in base al mutuatario immediato, fatta eccezione per quelle nei confronti del settore pubblico greco, riportate in base al rischio ultimo.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

Grafico 4

rassegna si sono altresì ridotte le attività estere verso la Germania. Come nel caso della Francia, la loro diminuzione complessiva (\$15 miliardi, 0,9%) va ascritta principalmente a una flessione di \$29 miliardi (5,4%) degli impieghi interbancari. Anche le attività estere verso il settore privato non bancario tedesco si sono contratte, ma in misura decisamente inferiore (\$0,5 miliardi, 0,1%). Le attività a favore del settore pubblico, invece, sono aumentate di \$15 miliardi (3,1%).

Nel periodo in rassegna sono inoltre calate le attività estere verso Spagna, Irlanda e Grecia. La contrazione complessiva degli impieghi a favore di Spagna e Irlanda (rispettivamente \$24 miliardi, 3,4%, e \$17 miliardi, 3,7%) è stata trainata dai minori impieghi interbancari (scesi rispettivamente di \$23 miliardi, 10%, e \$11 miliardi, 13%), mentre quella di \$7,7 miliardi (5,6%) delle attività estere verso la Grecia ha tratto origine soprattutto dal calo degli impieghi a favore dei settori pubblico e privato non bancario (rispettivamente pari a \$4,1 miliardi, 8,8%, e \$3,2 miliardi, 3,9%).

Attività estere delle banche dichiaranti verso i settori pubblici dei GIIPS e degli Stati Uniti

I recenti sviluppi concernenti le finanze pubbliche di alcune economie dell'area dell'euro (Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna, di seguito "GIIPS") e degli Stati Uniti hanno destato interesse riguardo alla quota dei portafogli esteri dei principali sistemi bancari investita nei settori pubblici di tali paesi. Le statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo consentono di quantificare tale quota (grafico 5, diagramma superiore) e di seguirne l'evoluzione negli ultimi anni (grafico 5, quattro diagrammi restanti). Varie osservazioni sono degne di nota.

In primo luogo, alla fine del primo trimestre 2011 le consistenze relative di attività verso i settori pubblici dei GIIPS e degli Stati Uniti detenute dalle banche dichiaranti alla BRI presentavano una marcata differenziazione geografica (grafico 5, diagramma superiore). In particolare, i sistemi bancari con le maggiori quote di attività estere verso i settori pubblici dei GIIPS appartenevano tutti all'area dell'euro (Belgio, Francia, Germania e Irlanda). All'opposto, i sistemi bancari con un portafoglio estero maggiormente orientato al settore pubblico statunitense erano tutti esterni all'area dell'euro (Canada, Giappone, Regno Unito e Svizzera). Il fatto che le banche dell'area dell'euro tendano a detenere una quota maggiore del debito pubblico dei GIIPS rispetto alle banche del resto del mondo non desta stupore, e potrebbe spiegarsi con una serie di fattori come le considerazioni sul rischio di cambio, gli assetti istituzionali, i requisiti regolamentari e le asimmetrie informative. Ciò che più sorprende è che, rispetto alle loro omologhe del resto del mondo, le banche dell'area dell'euro detengano generalmente quote di gran lunga minori di attività estere verso il settore pubblico statunitense.

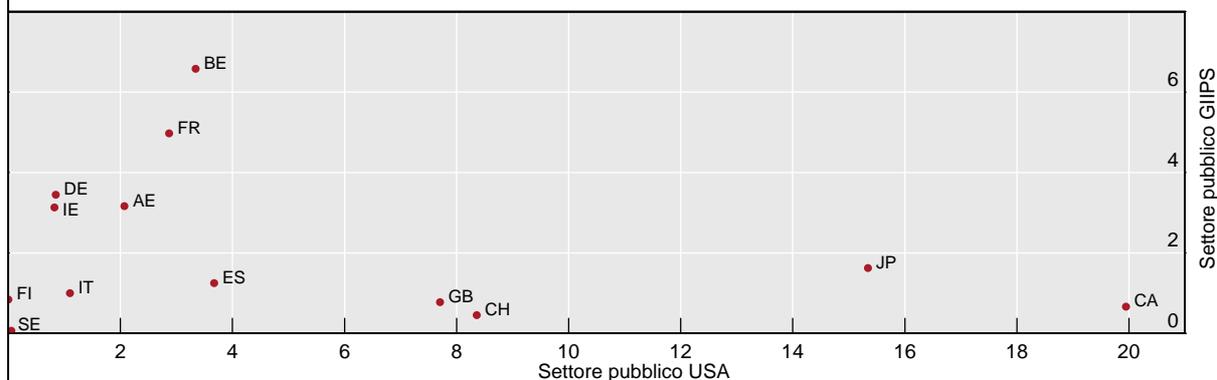
In secondo luogo, nessun sistema bancario importante aveva investito quote considerevoli del proprio portafoglio estero sia nel settore pubblico statunitense sia nei settori pubblici dei GIIPS (nel grafico 5, infatti, non figura

L'allocazione data dalle banche dell'area dell'euro alle attività verso i settori pubblici esteri differisce notevolmente da quella delle banche del resto del mondo

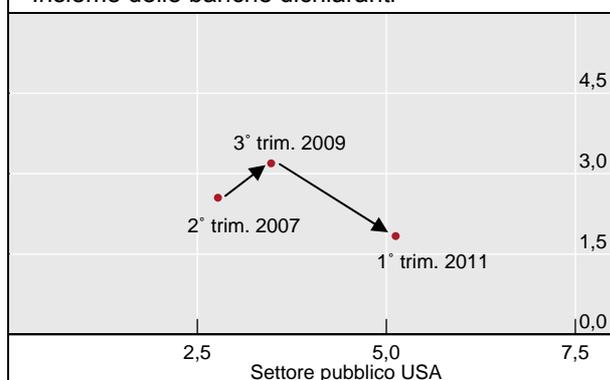
Attività estere consolidate verso i settori pubblici dei GIIPS¹ e degli Stati Uniti

In base alla nazionalità delle banche dichiaranti e in percentuale delle loro attività estere totali

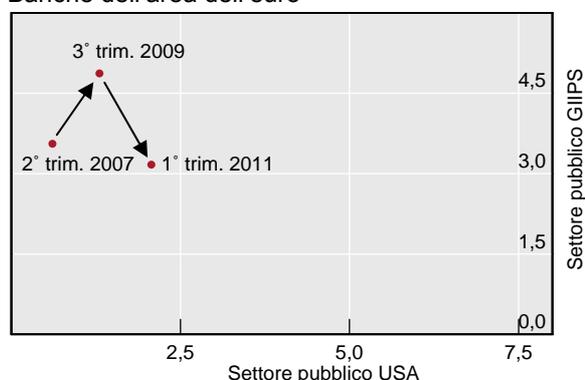
Situazione al 1° trimestre 2011



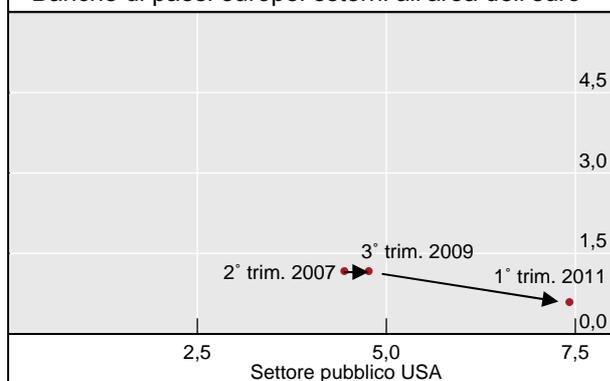
Insieme delle banche dichiaranti



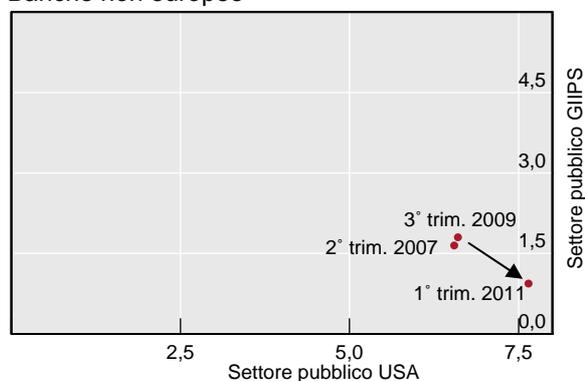
Banche dell'area dell'euro



Banche di paesi europei esterni all'area dell'euro



Banche non europee



AE = area dell'euro; BE = Belgio; CA = Canada; CH = Svizzera; DE = Germania; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Giappone; SE = Svezia; US = Stati Uniti.

¹ GIIPS = Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. Sono escluse le attività delle banche con sede in Irlanda, Italia e Spagna nei confronti del settore pubblico dei rispettivi paesi, non trattandosi di attività estere.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

Grafico 5

alcun sistema bancario nel quadrante in alto a destra del primo diagramma). Ad esempio, le banche belghe, francesi e tedesche detenevano quote relativamente elevate di attività estere verso i settori pubblici dei GIIPS (rispettivamente il 6,6, 5,0 e 3,4%) ma esposizioni significativamente inferiori nei confronti del settore pubblico statunitense (rispettivamente il 3,3, 2,9 e 0,8%). Per contro, mentre l'incidenza del settore pubblico statunitense nel

portafoglio estero delle banche canadesi e giapponesi era piuttosto elevata (rispettivamente 20 e 15%), quella dei settori pubblici dei GIIPS era molto modesta (rispettivamente 0,7 e 1,6%). Situazioni analoghe si riscontrano per le banche svizzere e britanniche.

In terzo luogo, l'evoluzione delle quote dei portafogli esteri delle banche dichiaranti alla BRI investite nei settori pubblici di Stati Uniti e GIIPS negli ultimi quattro anni può essere suddivisa in due periodi (grafico 5, diagramma centrale di sinistra). Nel primo, cominciato con l'inizio della crisi finanziaria mondiale nel terzo trimestre 2007 e durato fino al terzo trimestre 2009, le quote di attività verso il settore pubblico degli Stati Uniti e verso quelli dei GIIPS sono entrambe aumentate (rispettivamente dal 2,5 al 3,2% e dal 2,8 al 3,5%)⁸. Questi aumenti si iscrivevano in un processo globale di ribilanciamento dei portafogli esteri delle banche dichiaranti alla BRI a favore del settore pubblico. La quota degli impieghi verso tale settore sul totale delle attività estere aggregate è aumentata dal 14,5 al 18,5% in quel periodo. Il secondo periodo comincia nel quarto trimestre 2009, quando hanno iniziato a emergere i primi segnali più gravi di problemi di bilancio nell'area dell'euro, e si conclude nel primo trimestre 2011, periodo cui si riferiscono gli ultimi dati disponibili. In tale arco temporale la quota del settore pubblico statunitense ha continuato ad aumentare (dal 3,5 al 5,1%), mentre quella dei settori pubblici dei GIIPS è scesa a un livello di gran lunga inferiore rispetto all'inizio della crisi finanziaria (dal 3,2 all'1,8%). Nello stesso periodo la quota mondiale di attività estere verso il settore pubblico è nuovamente cresciuta, ma in misura decisamente più moderata rispetto al periodo precedente (dal 18,5 al 19,8%).

In quarto luogo, all'inizio della crisi finanziaria l'allocazione data dalle banche dell'area dell'euro alle attività estere verso il settore pubblico differiva notevolmente da quella delle banche del resto del mondo. A metà 2007 le banche dell'area avevano investito il 3,6% delle attività estere totali nei settori pubblici dei GIIPS e solo lo 0,6% nel settore pubblico statunitense (grafico 5, diagramma centrale di destra). Le banche europee non appartenenti all'area dell'euro (grafico 5, diagramma in basso a sinistra) e le banche non europee (grafico 5, diagramma in basso a destra) avevano invece destinato quote considerevolmente inferiori ai settori pubblici dei GIIPS (rispettivamente l'1,2 e l'1,7%) e di gran lunga superiori al settore pubblico statunitense (rispettivamente il 4,4 e il 6,6%).

Infine, i portafogli di attività estere verso il settore pubblico delle banche dell'area dell'euro hanno subito un'evoluzione diversa da quella delle loro omologhe del resto del mondo durante il primo dei periodi individuati, mentre hanno seguito pressoché la stessa direzione durante il secondo (grafico 5, diagramma centrale a destra e diagrammi inferiori). Tra la fine del secondo trimestre 2007 e quella del terzo trimestre 2009 le banche dell'area hanno aumentato considerevolmente la quota degli impieghi esteri verso i settori pubblici dei GIIPS (dal 3,6 al 4,9%) e il settore pubblico statunitense (dallo 0,6

⁸ Sebbene alcune delle suddette variazioni possano in parte riflettere oscillazioni dei tassi di cambio nel periodo, le stime indicano che, per un'ampia gamma di ipotesi, tali oscillazioni non ne sono state le determinanti principali.

all'1,3%). Per contro, le corrispondenti quote delle banche europee non facenti parte dell'area dell'euro e di quelle non europee hanno subito variazioni molto modeste nello stesso lasso temporale. Nel secondo periodo esaminato i tre gruppi di sistemi bancari hanno tutti evidenziato nei rispettivi portafogli esteri una brusca flessione della quota dei settori pubblici dei GIIPS e un aumento considerevole di quella del settore pubblico statunitense.

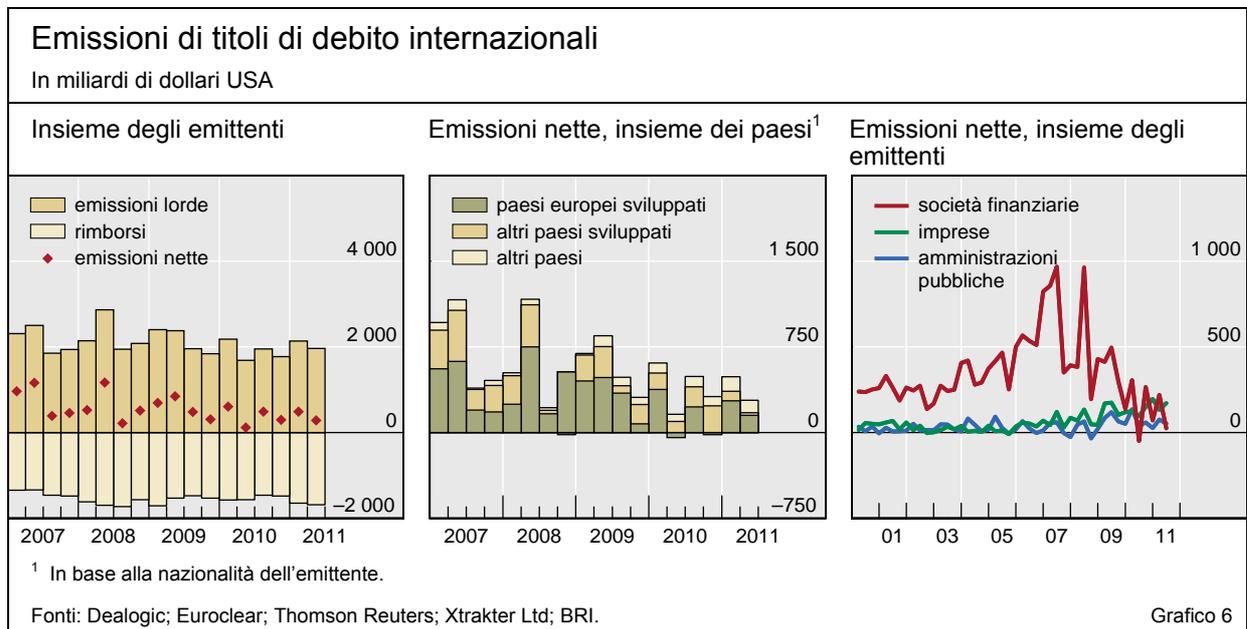
Le emissioni di titoli di debito internazionali nel secondo trimestre 2011⁹

L'attività sul mercato primario dei titoli di debito internazionali ha subito una contrazione nel *secondo trimestre 2011* (grafico 6, diagramma di sinistra). Le emissioni lorde perfezionate a livello mondiale sono state pari a \$1 965 miliardi, in calo dell'8% sul trimestre precedente. In presenza di rimborsi stabili, la raccolta netta è scesa a \$283 miliardi, da \$489 miliardi nel primo trimestre.

La flessione dei collocamenti globali è riconducibile principalmente ai bassi livelli di attività dei mutuatari di nazionalità statunitense, che hanno emesso titoli di debito internazionali per appena \$1 miliardo, contro una media trimestrale di \$142 miliardi tra il primo trimestre 2004 e lo stesso periodo del 2011¹⁰. I residenti delle altre economie sviluppate non europee hanno venduto

Calo delle emissioni nel mercato internazionale dei titoli di debito ...

... dovuto soprattutto ai minori collocamenti statunitensi



⁹ Per maggiori informazioni concernenti i titoli di debito internazionali si prega di contattare Andreas Schrimpf.

¹⁰ Si noti tuttavia che, per i mutuatari statunitensi, il mercato interno dei titoli di debito è chiaramente più importante in termini quantitativi di quello internazionale trattato in questa sede. Le emissioni aggregate di strumenti di debito statunitensi nel mercato interno restavano piuttosto robuste nel primo trimestre 2011 (il dato disponibile più recente nelle statistiche BRI sui titoli di debito interni) ed erano perlopiù riconducibili alle amministrazioni pubbliche e al settore societario (cfr. le variazioni degli stock nelle tabelle 16A e 16B dell'Allegato statistico).

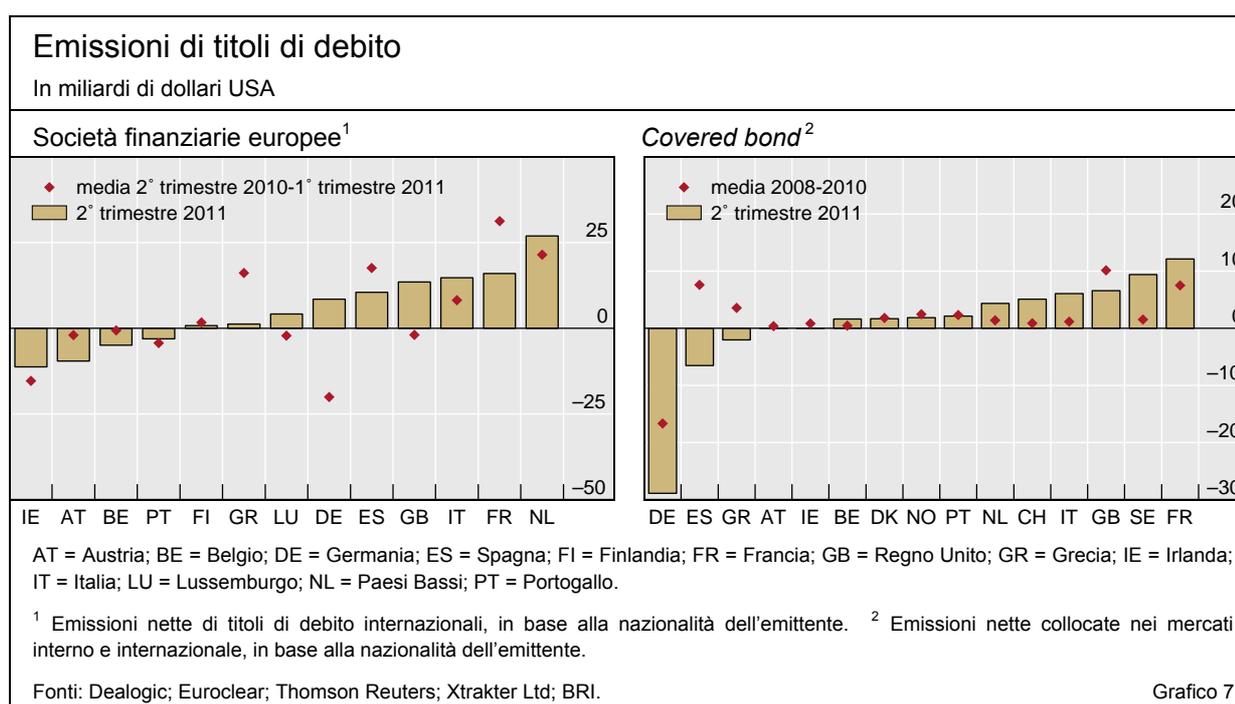
strumenti debitori per \$22 miliardi (su base netta). Ciò contrasta con la vigorosa attività dei soggetti europei, che hanno realizzato emissioni nette pari a \$151 miliardi (poco più della metà del totale mondiale). I prenditori dei mercati emergenti, le organizzazioni internazionali e gli emittenti dei centri offshore hanno raccolto rispettivamente \$70, 34 e 6 miliardi su base netta.

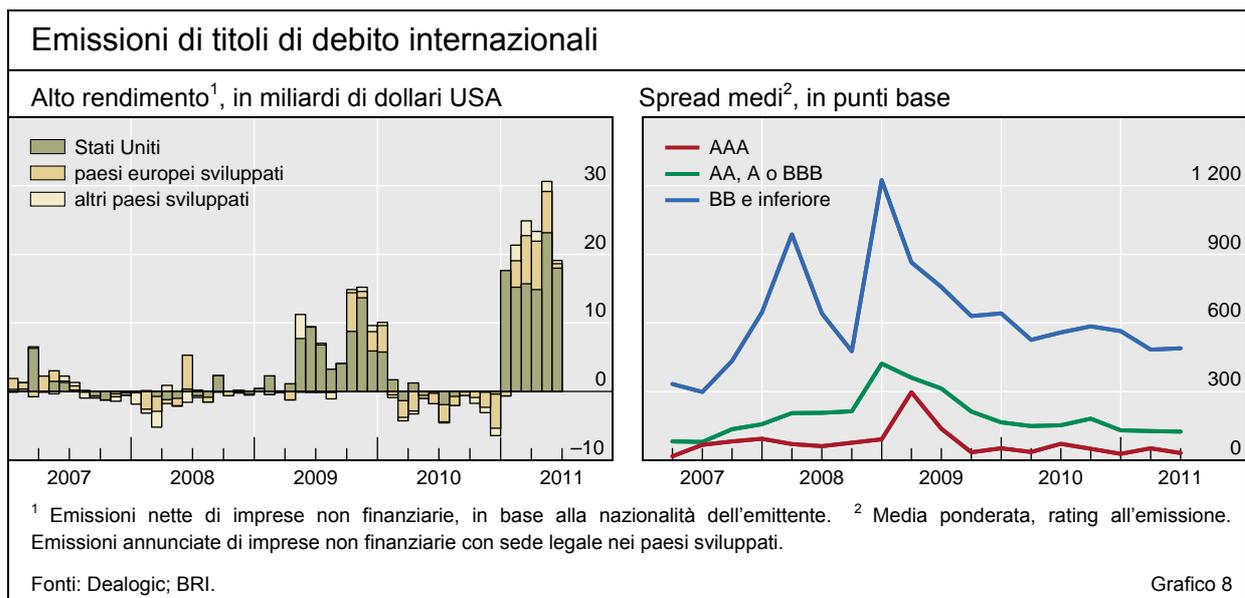
La raccolta delle società non finanziarie supera quella delle istituzioni finanziarie

In linea con la tendenza iniziata verso la fine del 2008, le società non finanziarie hanno mutuato più fondi delle istituzioni finanziarie. I loro collocamenti al netto dei riscatti sono stati pari a \$172 miliardi, mentre quelli delle istituzioni finanziarie si sono portati a \$25 miliardi, il secondo livello più basso dal 2000. La scarsa attività di queste ultime è in larga parte ascrivibile ai rimborsi netti delle società statunitensi (\$114 miliardi) e alle minori emissioni di quelle europee (\$81 miliardi, contro \$187 miliardi nel primo trimestre). In Europa le istituzioni finanziarie francesi hanno ridotto i collocamenti a \$16 miliardi, contro i \$97 miliardi del primo trimestre. Anche quelle spagnole sono state meno attive nel mercato, con \$11 miliardi di nuove emissioni rispetto ai \$47 miliardi del periodo precedente. Le società finanziarie olandesi hanno continuato a raccogliere importi ingenti, collocando \$27 miliardi (grafico 7, diagramma di sinistra). Quelle irlandesi e austriache hanno di fatto restituito fondi su base netta, con rimborsi rispettivamente pari a \$11 e 10 miliardi.

Minore attività nel mercato dei covered bond

L'attività nel mercato primario delle obbligazioni bancarie garantite (*covered bond*) si è indebolita nel periodo in rassegna. Le emissioni nette stimate, pari a \$14 miliardi, sono risultate inferiori di circa un terzo rispetto al trimestre precedente. La consistente raccolta delle società finanziarie francesi e svedesi (rispettivamente pari a \$12 e 9 miliardi) contrasta con i perduranti rimborsi di Pfandbriefe da parte di quelle tedesche (\$29 miliardi). Del pari, le banche spagnole hanno rimborsato *cédulas* per \$7 miliardi su base netta, in controtendenza con gli elevati collocamenti degli ultimi due anni.





Le imprese non finanziarie con rating inferiore all'*investment grade* hanno approfittato del calo degli spread sulle obbligazioni ad alto rendimento per raccogliere volumi record. L'attività in questo segmento di mercato, piuttosto depressa per gran parte del 2010, si è impennata dagli inizi del 2011 (grafico 8, diagramma di sinistra)¹¹. Le emissioni nette sono state pari a \$73 miliardi nel secondo trimestre e a \$63 miliardi nel primo, dopo essere calate in media di \$4 miliardi al trimestre nel 2010. L'intensa attività di collocamento di titoli ad alto rendimento e la diminuzione degli spread sono andati di pari passo con la ripresa del mercato dei prestiti consorziali, altra importante fonte di finanziamento per le imprese (cfr. riquadro 2 a fine testo). I principali emittenti di titoli ad alto rendimento sono state le imprese con sede negli Stati Uniti (\$56 miliardi), seguite da quelle delle economie europee sviluppate (\$14 miliardi). L'attività in questo comparto ha subito una contrazione in giugno, continuando a diminuire nei due mesi successivi.

Emissioni record di obbligazioni ad alto rendimento nel primo e nel secondo trimestre

I derivati negoziati in borsa nel secondo trimestre 2011¹²

Il valore nozionale dei derivati su tassi di interesse, valute e indici azionari negoziati nel *secondo trimestre 2011* è risultato lievemente inferiore in termini di dollari rispetto al primo trimestre. Il volume degli scambi è sceso complessivamente del 3%, in presenza di una flessione dei futures (-1%) e delle opzioni (-14%) su tassi di interesse e di un aumento dei prodotti su valute (+5%) e indici azionari (+3%). Anche le posizioni aperte hanno segnato

Lieve flessione complessiva del turnover e delle posizioni aperte

¹¹ Benché gli spread medi sulle obbligazioni ad alto rendimento abbiano registrato una flessione sostanziale rispetto ai recenti massimi del quarto trimestre 2008, nel mercato primario restano superiori ai minimi pre-crisi osservati nel secondo trimestre 2007 (grafico 8, diagramma di destra). Inoltre, le statistiche preliminari per i primi due mesi del terzo trimestre 2011 mostrano che di recente gli spread nel comparto ad alto rendimento si sono nuovamente ampliati.

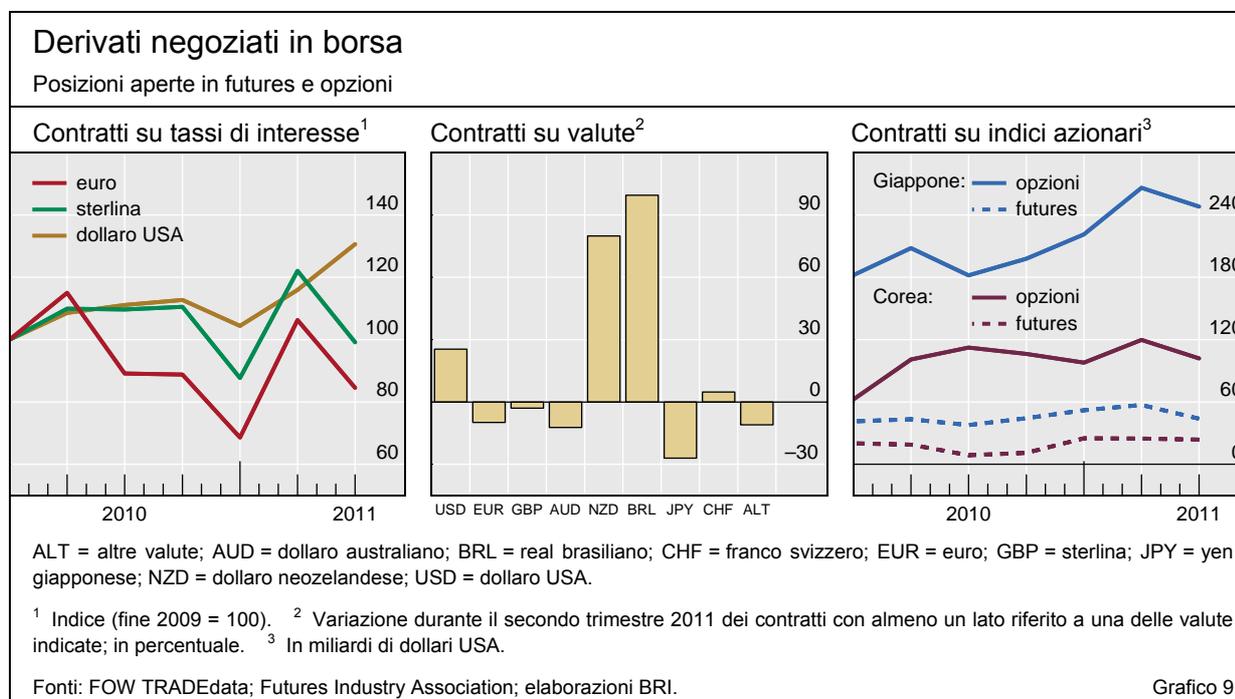
¹² Per maggiori informazioni concernenti i derivati negoziati in borsa si prega di contattare Nicholas Vause.

nell'insieme un leggero calo, pari al 2%. Il turnover dei derivati su merci, calcolato in base al numero dei contratti, è rimasto pressoché invariato, mentre le posizioni in essere si sono ridotte del 3%.

Le esposizioni ai tassi di interesse aumentano per il dollaro e calano per le altre divise principali

Le negoziazioni di derivati su tassi di interesse nel trimestre in esame potrebbero riflettere il calo dell'incertezza circa i livelli futuri dei tassi relativi ad alcune delle divise principali. Gli scambi sono diminuiti complessivamente del 4%, rispecchiando la flessione dell'attività in futures e opzioni collegati ai tassi in euro (-12%) e sterline (-28%). Anche le posizioni aperte su queste due valute sono scese (rispettivamente del 20 e 19%), mentre quelle riferite ai tassi in dollari USA sono aumentate del 13% (grafico 9, diagramma di sinistra). Ciò concorda con il calo segnato nel periodo dalla probabilità di aumenti dei tassi in euro e, in particolare, in sterline implicita nei prezzi delle opzioni, in un contesto di allentamento delle spinte inflazionistiche su scala mondiale. Per contro, pochi operatori attribuivano una probabilità significativa a una variazione a breve termine del tasso di riferimento statunitense in un qualunque momento del trimestre. Anche i futures collegati ai tassi in yen si sono ridotti in termini sia di volumi scambiati (-28%) sia di posizioni in essere (-23%). Questo andamento potrebbe riflettere un maggiore grado di certezza riguardo al mantenimento dei tassi su livelli contenuti per sostenere l'economia giapponese dopo il terremoto di marzo.

Gli andamenti dei tassi di interesse, e le conseguenti modifiche delle posizioni sintetiche di *carry trade*¹³, potrebbero essere anch'essi alla base di una porzione significativa del turnover in derivati su valute. I tassi a breve



¹³ Un contratto a termine USD/BRL, ad esempio, rappresenta un *carry trade* sintetico in quanto ha il medesimo *payoff* di un *carry trade* tradizionale che preveda la raccolta di fondi in dollari USA, la loro conversione in real brasiliani al tasso di cambio corrente e l'investimento in real per la durata del contratto a termine.

termine sul real brasiliano, ad esempio, sono saliti allorché la banca centrale del Brasile ha innalzato il tasso ufficiale dall'11,75 al 12,25%, dopo averlo già aumentato di 50 punti base verso la fine del primo trimestre di quest'anno. Ciò ha portato a 12 punti percentuali il differenziale di interesse rispetto agli Stati Uniti. Gli strumenti derivati su valute possono essere utilizzati per speculare sulla possibilità che i differenziali di tasso non siano compensati da movimenti dei cambi. Le posizioni aperte in strumenti valutari riferiti al real brasiliano sono quasi raddoppiate nel secondo trimestre (grafico 9, diagramma centrale), portando la loro quota sul totale dei prodotti su tassi di cambio dal 14 al 23%. Anche nel comparto del dollaro neozelandese le posizioni aperte hanno registrato un netto incremento, ma a partire da un livello molto inferiore.

Il turnover in contratti sul real brasiliano alimenta le esposizioni in cambi

La modesta espansione dell'attività in strumenti su indici azionari nel trimestre in rassegna è riconducibile alla forte crescita degli scambi di opzioni coreane, pari al 18%, che ha fatto salire al 36% – dal 31% del trimestre precedente – la quota di questi prodotti sul totale delle contrattazioni su indici azionari. Tali scambi hanno indotto un calo delle posizioni aperte in opzioni coreane (-15%) che, unitamente a quello di futures (-23%) e opzioni (-7%) giapponesi, ha comportato una riduzione complessiva del 2% delle posizioni aperte su contratti azionari (grafico 9, diagramma di destra). Le posizioni in essere sui prodotti relativi a indici azionari nordamericani (-1%) ed europei (+3%) hanno subito variazioni minime.

Gli scambi di opzioni coreane all'origine del calo nelle esposizioni

Il turnover e le posizioni aperte in derivati su merci hanno evidenziato andamenti diversi nei vari comparti. In quello dei futures su metalli preziosi sono cresciuti rispettivamente del 13 e 6%, probabilmente poiché gli operatori hanno cercato un riparo dai rischi di credito sovrano e di inflazione. Ciò è in linea con le statistiche della Commodity Futures Trading Commission (CFTC), da cui emerge che gli operatori "non commerciali" quali i gestori di portafogli hanno accresciuto le posizioni nette lunghe in futures sull'oro nel trimestre in esame. L'aumento complessivo delle posizioni aperte in strumenti su metalli preziosi è stato tuttavia interrotto da una brusca caduta in maggio, dovuta al crollo delle quotazioni dell'argento nella prima parte del mese. Sempre in maggio, in concomitanza con una correzione dei corsi petroliferi, sono diminuite anche le posizioni in essere in futures (-2%) e opzioni (-4%) su prodotti energetici, rimaste tuttavia sostanzialmente stabili su base trimestrale. Nel comparto dei derivati su derrate agricole gli scambi sono aumentati del 4% e le posizioni in essere calate di circa l'11%. Produttori e consumatori potrebbero avere avvertito una minore necessità di mantenere posizioni di copertura dopo che i prezzi dei prodotti agricoli, che erano cresciuti per molti mesi, si sono stabilizzati verso la fine del primo trimestre. Ciò concorda con le statistiche della CFTC, che mostrano un calo delle posizioni "commerciali" in futures su mais e frumento.

Le posizioni aperte in alcuni derivati su merci si riducono in maggio, in presenza di netti ribassi dei prezzi

Riquadro 1 – Analisi della relazione tra “garanzie rilasciate” e CDS venduti

Stefan Avdjiev

Una questione che di recente ha suscitato notevole interesse è in quale misura la categoria delle “garanzie rilasciate”[Ⓞ] all’interno delle statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo possa essere utilizzata come approssimazione delle *esposizioni in CDS* dei vari sistemi bancari nei confronti di singoli paesi. Siffatta approssimazione è soggetta ad alcune importanti limitazioni.

In primo luogo, le passività eventuali del venditore della protezione in un contratto derivato su crediti rientrano nella categoria delle “garanzie rilasciate”, ma non ne costituiscono l’unica voce. Oltre ai contratti CDS venduti dalle banche dichiaranti alla BRI, infatti, questa categoria comprende anche obbligazioni garantite (*secured bond*), *bid bond*, *performance bond*, *warranties* e indennizzi, crediti documentari confermati, lettere di credito irrevocabili e *standby*, accettazioni e girate. Pertanto, il fatto che le banche statunitensi, ad esempio, avessero un’esposizione di \$37 miliardi a titolo di garanzie verso la Grecia alla fine del primo trimestre 2011 (tabella 9E nell’Allegato statistico della BRI) non significa necessariamente che abbiano venduto \$37 miliardi di protezione mediante CDS riferiti a debitori residenti in tale paese.

In secondo luogo, le banche non sono le uniche istituzioni che comprano e vendono contratti CDS. Altre società finanziarie, quali compagnie di assicurazione e hedge fund, partecipano attivamente al mercato dei CDS. Di conseguenza, non tutti i CDS stipulati sui debitori residenti in un determinato paese sono rilevati all’interno della categoria “garanzie rilasciate” delle statistiche BRI. Tornando all’esempio precedente, i \$37 miliardi di esposizioni delle banche statunitensi per garanzie a favore della Grecia non rappresentano quindi il corretto massimale dell’importo totale dei CDS stipulati su debitori greci da istituzioni statunitensi.

In terzo luogo, nella categoria “garanzie rilasciate” i CDS venduti sono riportati al valore *nozionale*, non al *fair value*. Per illustrare questo punto, si ipotizzi che una banca francese venda a una banca spagnola un CDS su \$1 miliardo di titoli emessi dal governo greco. Si supponga inoltre che, al momento della rilevazione, il CDS abbia un *fair value* positivo di \$100 milioni dal punto di vista del venditore (vale a dire della banca francese). Conformemente alle istruzioni per la compilazione delle statistiche consolidate BRI (*Guidelines to the international consolidated banking statistics*), la banca francese dovrebbe segnalare \$1 miliardo di “garanzie rilasciate” alla Grecia (ossia l’importo *nozionale* del CDS venduto).

In quarto luogo, nella categoria “garanzie rilasciate” i CDS venduti sono rilevati in genere al valore *lordo* (*non netto*). Al riguardo, si ipotizzi che la banca francese del precedente esempio venda a una banca spagnola un CDS su \$1 miliardo di titoli emessi dal governo greco e compri contemporaneamente da una banca italiana un CDS sullo stesso insieme di titoli. Assumendo che queste siano le uniche due operazioni effettuate dalla banca francese nel periodo, essa segnalerà \$1 miliardo (cioè l’importo *nozionale lordo* del CDS venduto) di “garanzie rilasciate” alla Grecia, e ciò nonostante che abbia anche acquistato un CDS sul medesimo contratto da terzi (nell’esempio in questione, la banca italiana).

Infine, i CDS acquistati dalle banche *non* sono riportati nella categoria “garanzie rilasciate”. Il loro trattamento all’interno delle statistiche bancarie consolidate BRI differisce a seconda che la banca dichiarante acquirente del contratto CDS possieda o meno il titolo sottostante. Si supponga che il contratto CDS acquistato dalla banca francese presso la banca italiana nell’esempio precedente abbia un *fair value* positivo di \$100 milioni nell’ottica dell’acquirente (cioè della banca francese). Se non possiede il titolo sottostante, la banca francese dovrà segnalare \$100 milioni (ossia il *fair value positivo* del CDS acquistato) di esposizioni in “derivati” verso l’Italia. Se invece lo possiede, la banca francese dovrà segnalare un trasferimento di rischio per \$1 miliardo dal settore pubblico greco al settore bancario italiano (cioè, in base al mutuatario immediato, la banca francese riporterà \$1 miliardo di attività estere a favore del settore pubblico greco; in base al rischio ultimo, segnalerà invece \$1 miliardo di attività estere a favore del settore bancario italiano).

[Ⓞ] Nel documento *Guidelines to the international consolidated banking statistics* della BRI le garanzie sono definite come passività eventuali derivanti da un obbligo irrevocabile di versare una somma a un terzo beneficiario qualora un cliente non adempia a un’obbligazione contrattuale.

Riquadro 2 – Le condizioni di finanziamento nel mercato dei prestiti consorziali: evidenze dalle *covenant*

Blaise Gadanecz

Il mercato dei prestiti consorziali, una fonte molto significativa di finanziamento per i prenditori societari, si è ripreso dal crollo subito durante la crisi finanziaria e agli inizi del 2011 offriva condizioni analoghe a quelle antecedenti la crisi.

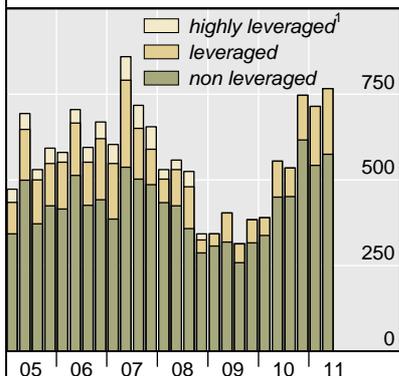
I volumi sottoscritti hanno recuperato terreno rispetto al minimo toccato all'indomani della crisi, salendo da \$314 a 766 miliardi fra il terzo trimestre 2009 e il secondo trimestre 2011 (grafico A, diagramma di sinistra). Di questi, \$405 miliardi (pari al 53% del totale) erano dovuti al rifinanziamento di prestiti ottenuti a condizioni meno favorevoli durante la crisi. Le emissioni di prestiti più rischiosi (c.d. *leveraged*)¹, che avevano registrato una brusca caduta, sono anch'esse tornate a crescere. Diverse banche di grandi dimensioni hanno ripreso l'attività di prestito; le misure di emergenza a sostegno della liquidità e le operazioni di salvataggio hanno infatti contribuito ad allentare i vincoli di finanziamento e a consolidare i bilanci bancari. Anche l'attività sui mercati secondari ha riacquisito slancio, segnalando la disponibilità degli investitori ad assorbire quantitativi più elevati di esposizioni.

Una serie di indicatori fa ritenere che le condizioni di finanziamento nel mercato dei prestiti consorziali si siano allentate dal 2009 e risultino ora comparabili a, se non addirittura più favorevoli di, quelle pre-crisi osservate a partire dai primi anni duemila.

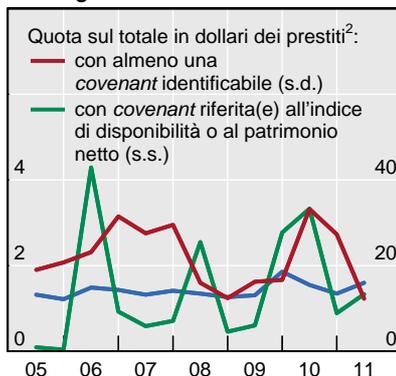
Prestiti consorziali, 2005-2011

Sottoscrizioni e presenza di *covenant*

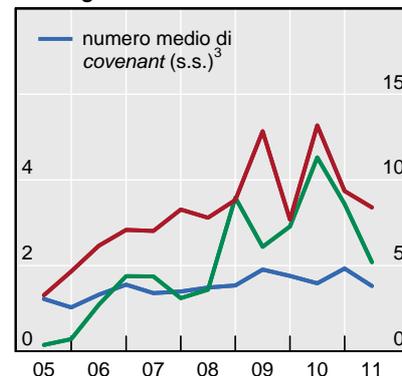
Sottoscrizioni globali, in miliardi di dollari USA



Presenza di *covenant*, prestiti *leveraged*



Presenza di *covenant*, prestiti *non leveraged*



¹ Per i prestiti sottoscritti dopo il 2008 Dealogic Loan Analytics non effettua distinzioni tra prestiti *highly leveraged* e *leveraged*. A partire dal 2009 le segnalazioni sono quindi suddivise soltanto fra prestiti *leveraged* e *non leveraged*. La categoria *highly leveraged* si applicava alle strutture che presentavano uno spread superiore a un determinato valore di riferimento. ² In percentuale. ³ Ponderato in base all'entità del prestito; unicamente per i prestiti con almeno una *covenant*.

Fonte: Dealogic Loan Analytics.

Grafico A

In primo luogo, gli spread rispetto al Libor sono diminuiti, le scadenze medie si sono allungate e l'ammontare delle singole operazioni è aumentato. Inoltre, è lievemente calata la quota denominata in dollari delle tranche garantite. Su scala mondiale nel secondo trimestre 2011 lo spread medio (ponderato in base all'entità della tranche) sul Libor è stato pari a 339 punti base per i prestiti *leveraged* e a 144 punti per gli altri prestiti. Si tratta di livelli ancora superiori di 100-150 punti base a quelli straordinariamente bassi di prima della crisi, ma comunque pari ad appena la metà circa dei massimi toccati durante la crisi. Le suddette tendenze sono osservabili con regolarità per diverse categorie di rischiosità, denominazione, rating e regioni.

In secondo luogo, è cresciuta l'incidenza delle strutture *covenant-lite* ("a protezione ridotta") sul totale delle sottoscrizioni. Le *covenant*, o clausole di salvaguardia, sono disposizioni contrattuali che conferiscono ai prestatori la facoltà di applicare sanzioni (ad esempio, maggiorazioni sullo spread) o accelerare il rimborso del prestito se il mutuatario compie azioni potenzialmente

in grado di ridurre il valore delle garanzie reali (ad esempio, vendita o trasferimento di attività) oppure non onora gli impegni assunti (ad esempio, non effettua i pagamenti nei tempi previsti oppure non mantiene determinati indici finanziari aldisopra di una soglia prestabilita). Nelle strutture *covenant-lite* il finanziatore rinuncia a tali clausole ed è quindi meno tutelato in caso di difficoltà finanziarie del prenditore. Le *covenant* possono assumere molte forme diverse ed è pertanto difficile aggregarle in un unico indicatore; nondimeno, in base alla letteratura, è possibile costruire una serie di indicatori dell'intensità di *covenant*: la quota di contratti, sul totale in dollari dei prestiti sottoscritti, con almeno una *covenant* identificabile (grafico A, linee rosse nei riquadri centrale e di destra); il numero medio di *covenant* finanziarie per contratto² (per i contratti aventi almeno una *covenant*, linee blu); la percentuale, sul totale in dollari delle sottoscrizioni, dei contratti con almeno una *covenant* che impone di mantenere aldisopra di una determinata soglia l'indice di disponibilità (*current ratio*)³, il patrimonio netto o il patrimonio netto tangibile del mutuatario (linee verdi)⁴. Di fatto, tali indicatori presentano un certo grado di "rumore" statistico, evidenziando ampie fluttuazioni infrannuali, soprattutto nei periodi di crisi, quando le emissioni sono contenute. Ciò detto, tutti e tre segnalano che negli ultimi trimestri l'utilizzo delle clausole di salvaguardia si è ridotto, dopo l'aumento segnato tra il 2008 e il 2010 e la graduale diminuzione negli anni antecedenti la crisi. Tale andamento è osservabile per tutte le regioni e categorie di rischiosità.

I mutuatari che avevano ottenuto prestiti *covenant-lite* al culmine della crisi hanno (per ora) dato prova di discreta tenuta. Il grafico B mostra che a partire dal 2009 l'andamento dei rating dei mutuatari è stato più favorevole per i prestiti senza *covenant* (linee rosse) che per quelli con *covenant* (linee verdi). I prestiti *covenant-lite* di qualità inferiore si sono associati a maggiori aumenti del rating del mutuatario e quelli di qualità superiore a un numero minore di declassamenti. Ciò detto, di recente questa tendenza ha iniziato a invertirsi, un andamento che ricorda quello osservato nella fase antecedente la crisi, tra il 2000 e il 2007-08, quando i *covenant-lite* avevano evidenziato una performance peggiore dei prestiti con clausole di salvaguardia. Sebbene l'interpretazione di questi raffronti richieda cautela, è lecito concludere che durante una crisi i prestatori che rinunciano alle clausole di salvaguardia sono più propensi a farlo a favore dei mutuatari aventi un migliore profilo di rischio. Inoltre, le strutture *covenant-lite* possono aiutare i prenditori a superare i periodi di difficoltà finanziaria, riducendo i casi di insolvenze e sanzioni innescate automaticamente.

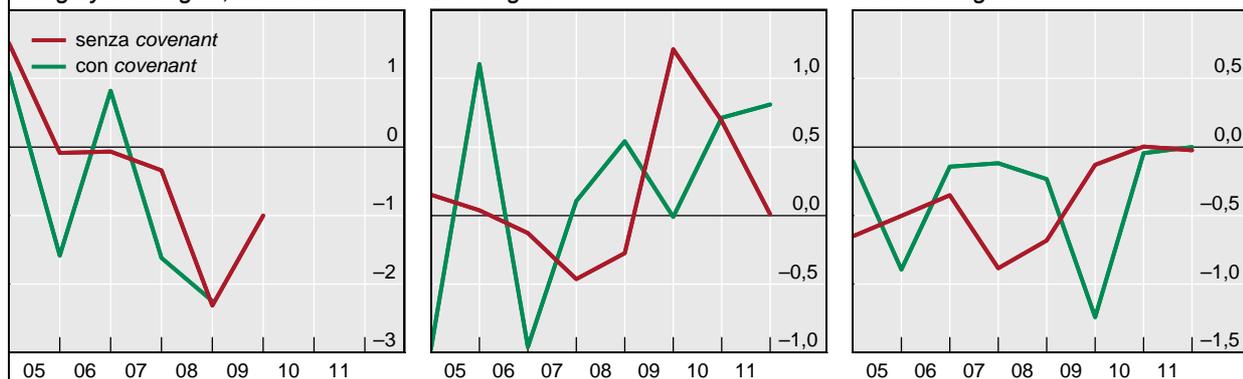
Andamento del rating del mutuatario successivamente alla sottoscrizione¹

Variazioni medie del rating dei mutuatari dalla data di sottoscrizione a oggi

Highly leveraged, fino al 2008²

Leveraged

Non leveraged



¹ Variazioni medie in termini di *notch* dei rating del mutuatario (ponderate in base all'entità delle tranche) dalla data di sottoscrizione del prestito a oggi. A fini illustrativi, un valore pari a -2 corrisponde a un declassamento medio di due *notch* (ad esempio da B+ a B-) dalla data di sottoscrizione a oggi. ² Cfr. il grafico A, nota 1.

Fonti: Dealogic Loan Analytics; elaborazioni dell'autore.

Grafico B

Nel complesso, sebbene il clima di fiducia degli investitori potrebbe avere iniziato a cambiare tra luglio e agosto, i risultati riportati in precedenza segnalano che le condizioni di finanziamento nel mercato dei prestiti consorziali sono divenute più accomodanti rispetto al culmine della crisi. Per gli Stati Uniti, ciò concorda con l'indagine *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices* del Federal Reserve Board, la quale evidenzia, a partire dal 2009, un calo nella percentuale netta di banche interne che hanno inasprito i criteri di affidamento o ampliato i margini di interesse sui prestiti alle imprese commerciali e industriali.

^① Questo riquadro fa riferimento alla definizione di prestiti *leveraged* fornita da Dealogic Loan Analytics, che viene rivista annualmente. Nel tempo essa ha contemplato criteri quali il superamento di determinate soglie per il grado di leva finanziaria del mutuatario e lo spread sul prestito, l'assegnazione di rating inferiori a un particolare livello, nonché la finalità del prestito (in particolare, LBO). Ciascun prestito è stato classificato secondo la definizione vigente al momento della sottoscrizione. Non è possibile riclassificare i prestiti esistenti in base alle nuove definizioni. ^② Cfr. M. Puri e S. Drucker, "On Loan Sales, Loan Contracting and Lending Relationships" *Review of Financial Studies*, vol. 22 n. 7, 2009 e N. Mora, "Lender Exposure and Effort in the Syndicated Loan Market", *Working Paper* della Federal Reserve Bank di Kansas City n. RWP 10-12, settembre 2010. ^③ Rapporto fra attività correnti e passività correnti. ^④ S. Chava e M. Roberts, "How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants", *Journal of Finance*, vol. 6, n. 5, ottobre 2008, privilegiano queste due tipologie di *covenant* che hanno il vantaggio di essere utilizzate piuttosto frequentemente ed essere associate a misurazioni contabili standardizzate e non ambigue. Altre clausole di salvaguardia, ad esempio quelle riguardanti il margine operativo lordo (EBITDA), sono più complesse, in particolare poiché la definizione di debito cui si riferiscono non è standardizzata.

Riquadro 3 – Misurazione delle esposizioni al rischio di credito di controparte nel mercato dei derivati OTC

Nicholas Vause

Uno dei meccanismi fondamentali attraverso cui il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008 ha contagiato il resto del sistema finanziario riguardava le esposizioni potenziali al rischio di credito di controparte. I prestatori hanno preferito astenersi dall'erogare credito nel timore che i mutuatari presentassero posizioni creditizie significative non pienamente garantite verso la banca di investimento USA, riconducibili ad esempio a operazioni bilaterali in derivati concluse nel mercato *over-the-counter* (OTC), dove le esposizioni complessive al rischio di controparte superavano di gran lunga le garanzie totali fornite dagli operatori. Da allora tale scompenso si è ristretto, riducendo – ma forse non eliminando del tutto – questo particolare rischio sistemico. Il presente riquadro spiega come misurare le esposizioni al rischio di credito di controparte nell'insieme del mercato dei derivati OTC, facendo riferimento alle posizioni ipotetiche riportate nella tabella A.

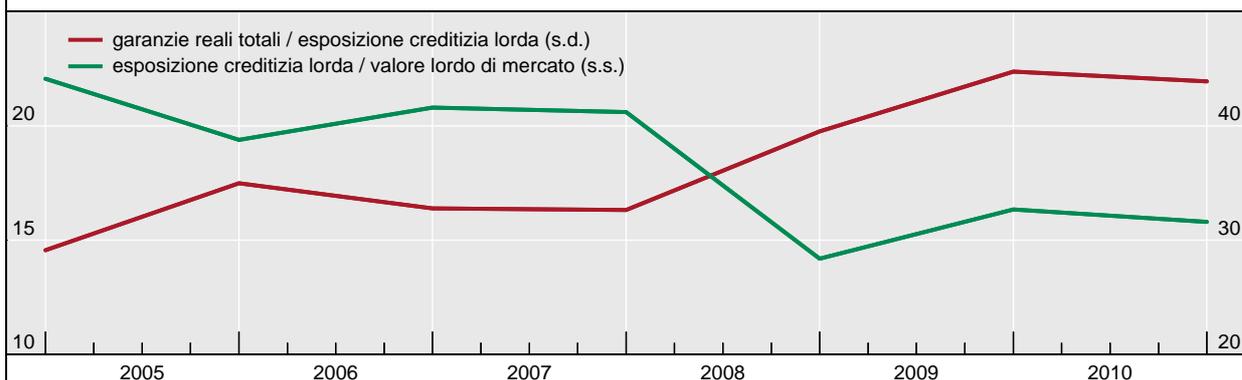
Posizioni ipotetiche in derivati OTC

Controparte 1	Controparte 2	Posizioni	Valore di mercato		Valore lordo di mercato	Esposizione creditizia lorda
			Contro- parte 1	Contro- parte 2		
Intermediario A	Intermediario B	Opzione su valute	-10	+10	13	7
		Future sull'oro	+3	-3		
		Posizione bilaterale netta	-7	+7		
		Garanzie reali ricevute (+) / fornite (-)	-7	+7		
Intermediario A	Hedge fund	CDS riferito a un singolo debitore	+9	-9	14	4
		CDS riferito a più debitori	-5	+5		
		Posizione bilaterale netta	+4	-4		
		Garanzie reali ricevute (+) / fornite (-)	+8	-8		
Intermediario A	Società non finanziaria	<i>Interest rate swap</i>	-4	+4	14	6
		Future su azioni	+10	-10		
		Posizione bilaterale netta	+6	-6		
		Garanzie reali ricevute (+) / fornite (-)	0	0		
Total					41	17

Tabella A

La compensazione bilaterale e le garanzie reali ("collateralizzazione") riducono le esposizioni al rischio di credito di controparte^o. Gli intermediari A e B nella tabella A sono controparti di un contratto di opzione su valute avente un valore di mercato positivo pari a 10 per B (e, di conseguenza, un valore di mercato negativo pari a 10 per A). In caso di insolvenza di A, B potrebbe non essere in grado di monetizzare tale valore. Di conseguenza, nell'ambito del contratto di opzione B presenta nei confronti di A un'esposizione al rischio di credito di controparte pari a 10. B potrebbe neutralizzare tale rischio chiedendo ad A garanzie reali per un valore di 10, che tratterrebbe qualora A venisse meno ai propri obblighi contrattuali. Tuttavia, A e B sono controparti anche di un futures sull'oro, che ha un valore di mercato di +3 per A (e quindi di -3 per B). Mediante un accordo di compensazione giuridicamente vincolante, A e B potrebbero compensare i valori di mercato di queste due posizioni. Ciò ridurrebbe le esposizioni al rischio di credito di controparte fra A e B a un unico credito pari a 7 di B verso A. In questo caso, per eliminare l'esposizione corrente di B nei confronti di A sarebbero quindi necessarie garanzie pari ad appena 7. Per l'insieme delle posizioni riportate nella tabella A, la somma dei valori di mercato positivi

Compensazione e collateralizzazione nel mercato dei derivati OTC¹



¹ Le esposizioni creditizie lordhe sono al netto dei contributi dei *credit default swap* delle istituzioni dichiaranti non statunitensi.

Fonti: ISDA; elaborazioni BRI.

Grafico A

(o, del pari, di quelli negativi) – nota come “valore lordo di mercato” – è 41. Quella calcolata al netto della compensazione bilaterale, definita “esposizione creditizia lorda”, è pari a 17. Il grafico A (linea verde) mostra che il rapporto fra l’esposizione creditizia lorda e il valore lordo di mercato nel mercato dei derivati OTC si è ridotto negli ultimi anni, e in particolare nel 2008, coerentemente con la maggiore diffusione degli accordi di compensazione bilaterale². Il grafico (linea rossa) evidenzia inoltre che le garanzie reali totali ricevute (o, del pari, fornite) sono aumentate rispetto all’esposizione creditizia lorda, in quanto sono cresciuti i tassi di collateralizzazione delle posizioni nette. I dati sulle garanzie reali utilizzati al numeratore di questo rapporto sono quelli dell’International Swaps and Derivatives Association (ISDA), che sono stati tuttavia preliminarmente dimezzati poiché l’ISDA utilizza una diversa modalità di calcolo in base alla quale “le attività reali costituite in garanzia sono conteggiate due volte, una volta come garanzie ricevute e l’altra come garanzie fornite”³.

Un tasso medio di collateralizzazione pari al 100% non offre la certezza che tutte le esposizioni correnti al rischio di controparte siano state eliminate. Le esposizioni al credito di controparte, infatti, sono spesso assistite da garanzie eccedenti (“sovracollateralizzazione”) o inferiori (“sottocollateralizzazione”) al loro ammontare, come nel caso, rispettivamente, della posizione tra l’intermediario A e l’*hedge fund* e di quella fra A e la società non finanziaria riportate nella tabella A. La sovracollateralizzazione può essere richiesta come tutela contro perdite su potenziali esposizioni future al rischio di credito di controparte, che potrebbero essere significativamente superiori a quelle correnti a seconda degli andamenti del valore delle posizioni. All’opposto, la sottocollateralizzazione può essere accettata se le controparti non sono in grado di reperire agevolmente garanzie reali o se la loro probabilità di insolvenza si considera bassa. Per ottenere una misura migliore, alternativa ai tassi medi, della collateralizzazione, si potrebbe quindi fissare al 100% il livello massimo di garanzie reali a fronte di una singola posizione. Ciò equivarrebbe a misurare la porzione di esposizioni *correnti* al rischio di credito di controparte assistita da garanzie reali. Solo un valore elevato di questa misura potrebbe dare un ragionevole grado di fiducia che non esistano ampie esposizioni non garantite al rischio di controparte nel sistema finanziario.

² Il rischio di credito di controparte può essere altresì attenuato mediante la compressione delle operazioni, che prevede lo stralcio dei contratti ridondanti su base multilaterale. Cfr., ad esempio, N. Vause, “Rischio di controparte e volume dei contratti nel mercato dei *credit default swap*”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2010 (testo integrale disponibile solo in inglese). ³ Anche attraverso il trasferimento delle posizioni nei confronti di più controparti originarie a un numero molto inferiore di controparti centrali, come spiegato in N. Vause (2010), *op.cit.* ⁴ Cfr., ad esempio, ISDA, *ISDA Margin Survey 2011*, aprile 2011. Il documento riporta altresì un tasso di collateralizzazione aggregato costituito dal rapporto medio tra le garanzie ricevute dai membri dell’associazione (che riunisce i principali intermediari in strumenti derivati) e le esposizioni al rischio di credito di controparte pre-collateralizzazione. Affinché il dato sia rappresentativo dell’intero mercato, tuttavia, tale rapporto dovrebbe essere simile anche per gli operatori non appartenenti all’ISDA (o, in modo quasi equivalente, i membri dell’ISDA dovrebbero fornire garanzie a un tasso equivalente).