

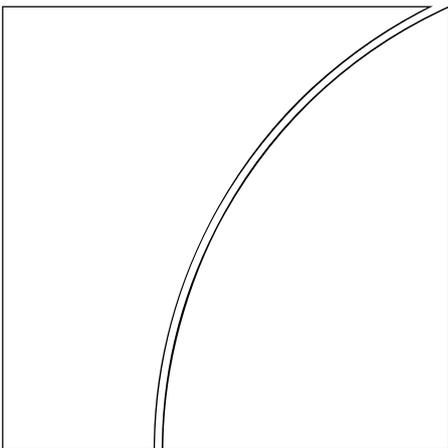


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2001

Evoluzione dell'attività
bancaria internazionale
e del mercato finanziario
internazionale



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Per informazioni di carattere generale sul contenuto della presente Rassegna rivolgersi a Eli Remolona (tel. (+41 61) 280 8414, e-mail: eli.remolona@bis.org). Per quesiti relativi a specifiche sezioni del documento rivolgersi agli autori, i cui nominativi figurano in apertura di ogni sezione. Quesiti concernenti i dati statistici vanno sottoposti a Rainer Widera (tel. (+41 61) 280 8425, e-mail: rainer.widera@bis.org).

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

Banca dei Regolamenti Internazionali
Servizi Informazione, Stampa e Biblioteca
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 2001. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-254X

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2001

I. Quadro generale degli sviluppi: segni di rallentamento perturbano i mercati	1
<i>L'andamento delle curve dei rendimenti e dei tassi di cambio riflette il mutare delle prospettive</i>	2
<i>Gli annunci di risultati scadenti deprimono i mercati azionari</i>	5
<i>La leva finanziaria contribuisce ad ampliare gli spread creditizi</i>	8
<i>Rallenta l'emissione di debito delle economie emergenti in un contesto di andamenti differenziati</i>	12
<i>Riquadro: Le prassi di mercato precorrono le strutture istituzionali nella valutazione di prezzo delle azioni nell'area dell'euro</i>	15
II. Aspetti salienti del finanziamento internazionale	17
1. Il mercato bancario internazionale	17
<i>Forte aumento nei depositi dei paesi in via di sviluppo</i>	18
<i>Le attività verso i paesi in via di sviluppo rimangono sostanzialmente stabili</i>	19
<i>I depositi e le transazioni intragruppo danno impulso all'attività interbancaria</i>	21
<i>Forte ripresa dei flussi creditizi al settore non bancario in Europa</i>	21
<i>Riquadro: I prestiti consorziali nel quarto trimestre 2000</i>	22
<i>Restano sostenuti gli acquisti di titoli USA ed europei</i>	23
<i>Riquadro: Ridefinizione delle statistiche consolidate della BRI sull'attività bancaria</i>	25
2. Il mercato internazionale dei titoli di debito	27
<i>Gli ampi spread creditizi spingono i mutuatari verso il mercato monetario</i>	28
<i>Le agenzie federali USA mantengono il loro dinamismo, mentre il settore telecom resta in disparte</i>	29
<i>Gli emittenti continuano a preferire il dollaro USA</i>	31
<i>I mutuatari dei mercati emergenti riducono la raccolta</i>	31
<i>Riquadro: Riserve in dollari USA: quanto è dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali?</i>	33
3. I mercati degli strumenti derivati	36
<i>Moderato aumento delle negoziazioni di borsa</i>	36
<i>Crescita trainata dai contratti su indici azionari</i>	37
<i>Intensa attività in strumenti del mercato monetario</i>	37
<i>Spostamento dei benchmark nel settore a reddito fisso</i>	38
<i>Ripresa dell'attività in borsa nell'arco del 2000</i>	39
<i>Riquadro: Attività sulle principali borse valori nel 2000</i>	40
III. Sezione monografica	42
Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario	42
<i>Spostamento dei benchmark nel mercato monetario</i>	43
<i>Spostamento dei benchmark nel mercato obbligazionario?</i>	46
<i>Conclusioni</i>	49

Sistemi finanziari più solidi con l'adesione agli standard internazionali	50
<i>Una strategia di ampio respiro</i>	50
<i>Conclusioni</i>	55
IV. Sviluppi strutturali e normativi	58
<i>Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie</i>	58
<i>Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari</i> <i>e le loro infrastrutture</i>	59
<i>Riquadro: Il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali</i>	65

Allegato Statistico

Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI

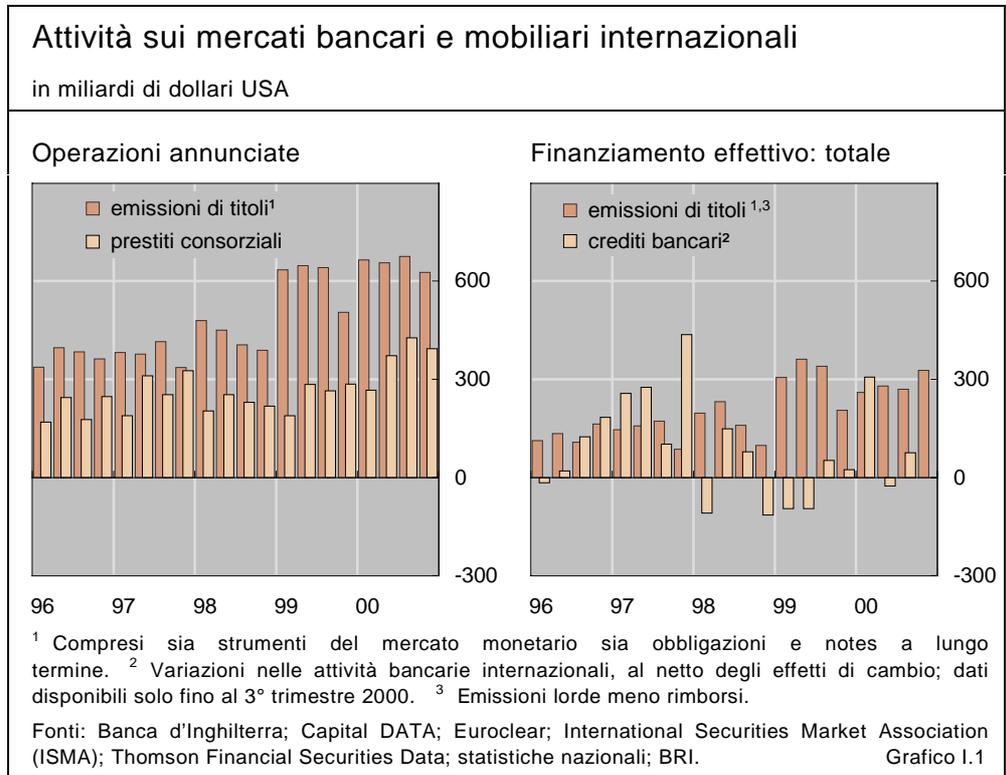
I. Quadro generale degli sviluppi: segni di rallentamento perturbano i mercati

Durante il quarto trimestre 2000 le aspettative degli investitori di una decelerazione dell'economia mondiale hanno contribuito a spostare verso il basso le curve dei rendimenti, ad ampliare gli spread creditizi e a deprimere ulteriormente i già deboli mercati azionari. L'attenzione degli operatori si è concentrata sugli Stati Uniti, dove i dati macroeconomici hanno rafforzato le attese di un rallentamento nel primo semestre 2001. Sui mercati dei titoli di capitale e di debito hanno inoltre inciso pesantemente i primi segni di deterioramento dei profitti e i declassamenti del merito di credito, evidenziando problemi di eccessiva leva finanziaria nel settore delle imprese. Persino sui mercati della carta commerciale, di norma stabili, si sono osservati spread creditizi insolitamente ampi e volatili.

I movimenti di mercato hanno altresì mostrato come le prospettive economiche degli Stati Uniti abbiano indotto a riconsiderare le previsioni di crescita in altre regioni. Un apprezzamento dell'euro ha segnalato che gli investitori attribuivano all'economia europea buone probabilità di mantenere lo slancio attuale, anche se lo spostamento verso il basso della curva dei tassi swap in euro denotava una potenziale esposizione agli effetti del rallentamento negli Stati Uniti. Il deprezzamento dello yen e il ribasso segnato dalla borsa di Tokyo hanno rispecchiato la percezione di un ritorno a più lenti ritmi di crescita in Giappone. Il divario fra gli spread applicati ai prestiti sovrani è indicativo della differente valutazione data dagli operatori alle prospettive economiche delle economie emergenti, alcune delle quali sembrano trovarsi alle prese con gravi problemi e altre invece mostrano una continua, seppure ineguale, ripresa dalle recenti crisi.

Nel gennaio 2001 vi è stata in generale un'inversione di tendenza sui mercati. Un abbassamento a sorpresa di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds annunciato dalla Riserva federale il 3 gennaio, seguito da una riduzione di ulteriori 50 punti il 31 gennaio, ha impresso nuovo slancio ai mercati azionari e obbligazionari, anche se solo temporaneamente. L'accentuarsi dell'inclinazione delle curve dei rendimenti, il forte rialzo iniziale dei corsi azionari e il restringimento degli spread creditizi segnalavano congiuntamente che nelle previsioni degli operatori il rallentamento sarebbe

stato di durata relativamente breve. Le più agevoli condizioni di mercato hanno rilanciato l'attività di emissione dei mutuatari a basso rating e delle economie emergenti. In febbraio, tuttavia, di fronte a nuove indicazioni di debolezza dei risultati economici nel settore tecnologico, i mercati azionari hanno perso buona parte dei loro guadagni.



Nonostante le condizioni di mercato avverse, nel quarto trimestre il finanziamento per il tramite dei mercati mobiliari e creditizi internazionali è rimasto sostenuto (grafico I.1). Tuttavia, sia le banche che gli investitori obbligazionari hanno mostrato una preferenza per i mutuatari di più elevata qualità. Si è osservata una flessione nelle emissioni nette di titoli internazionali delle imprese non finanziarie, specie di quelle statunitensi, mentre gli enti pubblici e le istituzioni finanziarie hanno continuato a raccogliere ingenti fondi. Le emissioni nette complessive dei paesi in via di sviluppo si sono fortemente contratte all'aumentare degli indici generali degli spread creditizi dei mercati emergenti. Tuttavia, anche all'interno di questa categoria di mutuatari gli spread e la capacità di accesso al mercato hanno differito notevolmente a seconda del maggiore o minore merito di credito.

L'andamento delle curve dei rendimenti e dei tassi di cambio riflette il mutare delle prospettive

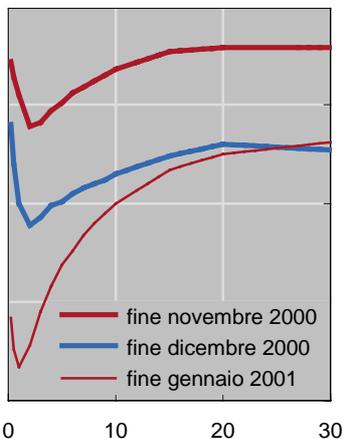
Dopo diversi mesi durante i quali i mercati avevano rispecchiato l'incertezza circa l'evoluzione nel breve periodo dell'economia statunitense, la diffusione in novembre e dicembre di una serie di dati ha persuaso gli operatori che la crescita economica sarebbe rallentata notevolmente rispetto agli elevati tassi

I dati sull'economia USA segnalano un rallentamento ...

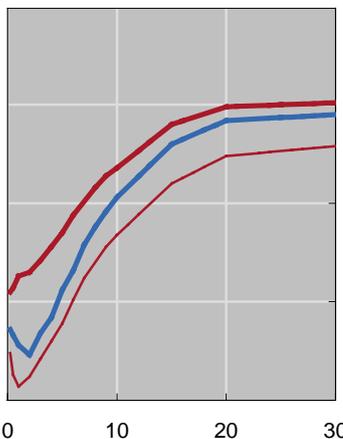
Curve dei rendimenti di swap a date diverse

in percentuale

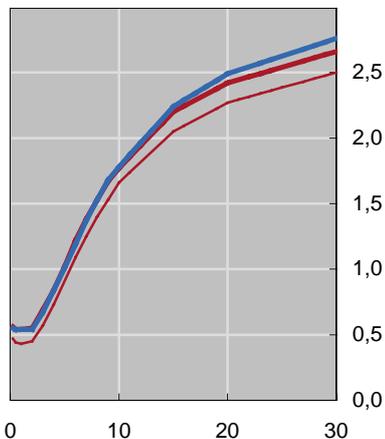
Dollaro USA



Euro



Yen



Fonte: Bloomberg.

Grafico I.2

degli ultimi anni. La sequenza di cifre sfavorevoli ha toccato il culmine con i risultati dell'indagine della National Association of Purchasing Management (NAPM), pubblicati il 2 gennaio 2001, che segnalavano un ristagno della produzione industriale. Dati successivi indicavano invece per il quarto trimestre 2000 un tasso di crescita del PIL dell'1,4% su base annua.

... ma la curva dei rendimenti indica che sarà di breve durata ...

I movimenti nella curva dei tassi swap in dollari USA hanno evidenziato il mutare delle opinioni circa l'entità e la durata del rallentamento. Le crescenti indicazioni di debolezza dell'economia e le attese di un allentamento della politica monetaria hanno determinato spostamenti paralleli verso il basso della curva in novembre e dicembre. Il suo profilo relativamente piatto durante questo periodo segnalava aspettative di una decelerazione protratta. Dopo la riduzione dal 6,5 al 6% del tasso obiettivo sui federal funds il 3 gennaio, la ripida inclinazione per le scadenze oltre i due anni mostrava come il mercato ritenesse ora che il rallentamento sarebbe stato di durata relativamente breve (grafico I.2), mentre la brusca inflessione nel segmento a breve scontava un ulteriore calo fino a 100 punti base del tasso obiettivo entro la fine del terzo trimestre 2001.

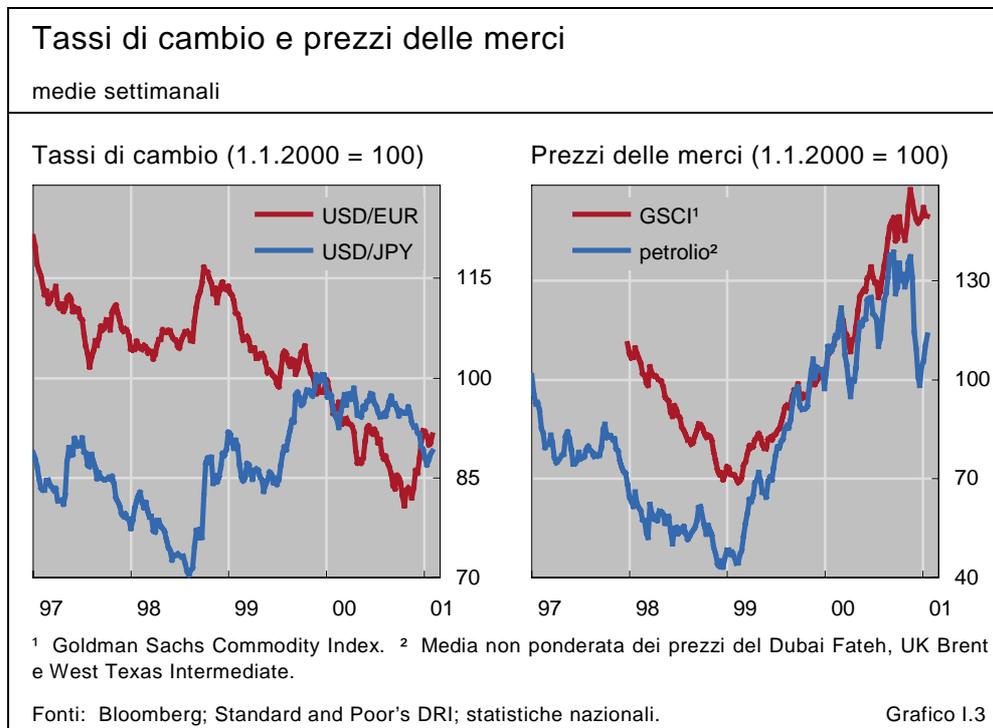
... sebbene la sua forte inclinazione rispecchi anche la copertura di prestiti ipotecari

Oltre alle previsioni economiche e monetarie, un fattore influente sulla conformazione della curva dei rendimenti in dollari è stato l'accorciamento della durata effettiva dei portafogli ipotecari, con il corrispondente adeguamento delle posizioni di copertura. Analogamente ad altri recenti episodi di calo dei tassi d'interesse, l'accresciuta attività di rifinanziamento ipotecario ha ridotto la durata effettiva dei titoli creati a fronte dei flussi di rimborsi dei prestiti. Gli intermediari hanno reagito aggiustando la durata delle posizioni con cui essi avevano coperto i propri portafogli di titoli garantiti da ipoteca. Mentre in passato gli intermediari avrebbero generalmente compiuto

tale aggiustamento modificando le posizioni a breve in titoli del Tesoro USA, la carenza di liquidità in questo settore li ha indotti a riposizionare la copertura sul mercato degli swaps. Ciò ha concorso alla forte inclinazione della curva dei tassi swap nel segmento da due a cinque anni e al suo appiattimento per le scadenze più lunghe, contribuendo forse anche a mantenere bassi i differenziali di swap nel momento in cui altri spread creditizi stavano aumentando (si veda oltre).

I mercati hanno anche scontato aspettative di minori rendimenti a breve nella curva dei tassi swap denominati in euro, sebbene l'Eurosistema non avesse allentato la stretta monetaria attuata nel primo semestre 2000. La curva dei rendimenti in euro ha registrato una flessione pari a circa la metà di quella del dollaro USA. Si è ritenuto che il calo dei prezzi petroliferi (grafico I.3) e il rafforzamento dell'euro avessero ridotto il rischio di un superamento dell'obiettivo di inflazione fissato per l'anno. Le aspettative di più bassi tassi sono parse originare non tanto dagli effetti diretti di un rallentamento dell'economia USA sulle esportazioni nette europee, considerati di portata limitata, quanto piuttosto dal suo potenziale impatto sulla redditività degli investimenti e sulla fiducia delle imprese in Europa, tenuto anche conto delle recenti numerose acquisizioni europee di società statunitensi. D'altro canto, si riteneva che le future manovre di politica monetaria sarebbero state di entità contenuta, date le previsioni di crescita sostanzialmente stabile e la tendenza calante della disoccupazione nell'area dell'euro.

I rendimenti diminuiscono anche nell'area dell'euro ...



In Giappone la curva dei rendimenti swap in yen ha registrato solo un lieve abbassamento, essendo i tassi d'interesse già molto bassi. Un appiattimento di tale curva verso il lungo termine è parso indicare la percezione

...e, in misura limitata, in Giappone

da parte degli operatori che le prospettive di una ripresa sostenuta si fossero affievolite, data la lentezza delle riforme strutturali e la persistente fragilità del settore bancario. Si è temuto che un rallentamento dell'economia statunitense potesse pregiudicare la domanda di esportazioni nipponiche e gli investimenti tecnologici delle imprese, nel momento in cui si considerava in via di esaurimento l'impatto delle precedenti manovre fiscali sulla domanda interna. Sono state inoltre espresse preoccupazioni circa le conseguenze di una caduta della borsa per le banche giapponesi, molte delle quali erano ritenute fortemente esposte verso il mercato azionario.

L'evoluzione delle prospettive di crescita delle tre principali aree economiche si è rispecchiata nell'andamento delle corrispondenti valute, con l'euro in forte apprezzamento sul dollaro dagli inizi di novembre fin oltre l'inizio del nuovo anno e lo yen in regresso nei confronti sia dell'euro che del dollaro in dicembre e nella prima metà di gennaio (grafico I.3). L'ascesa dell'euro si è accompagnata a un aumento delle emissioni nette di titoli denominati in tale moneta, confermando il profilo osservato nei trimestri precedenti, allorché i collocamenti si erano concentrati sulle valute relativamente forti (si veda "Il mercato internazionale dei titoli di debito" alle pagine 27-32).

Gli annunci di risultati scadenti deprimono i mercati azionari

Il deterioramento dei profitti provoca una caduta dei titoli tecnologici ...

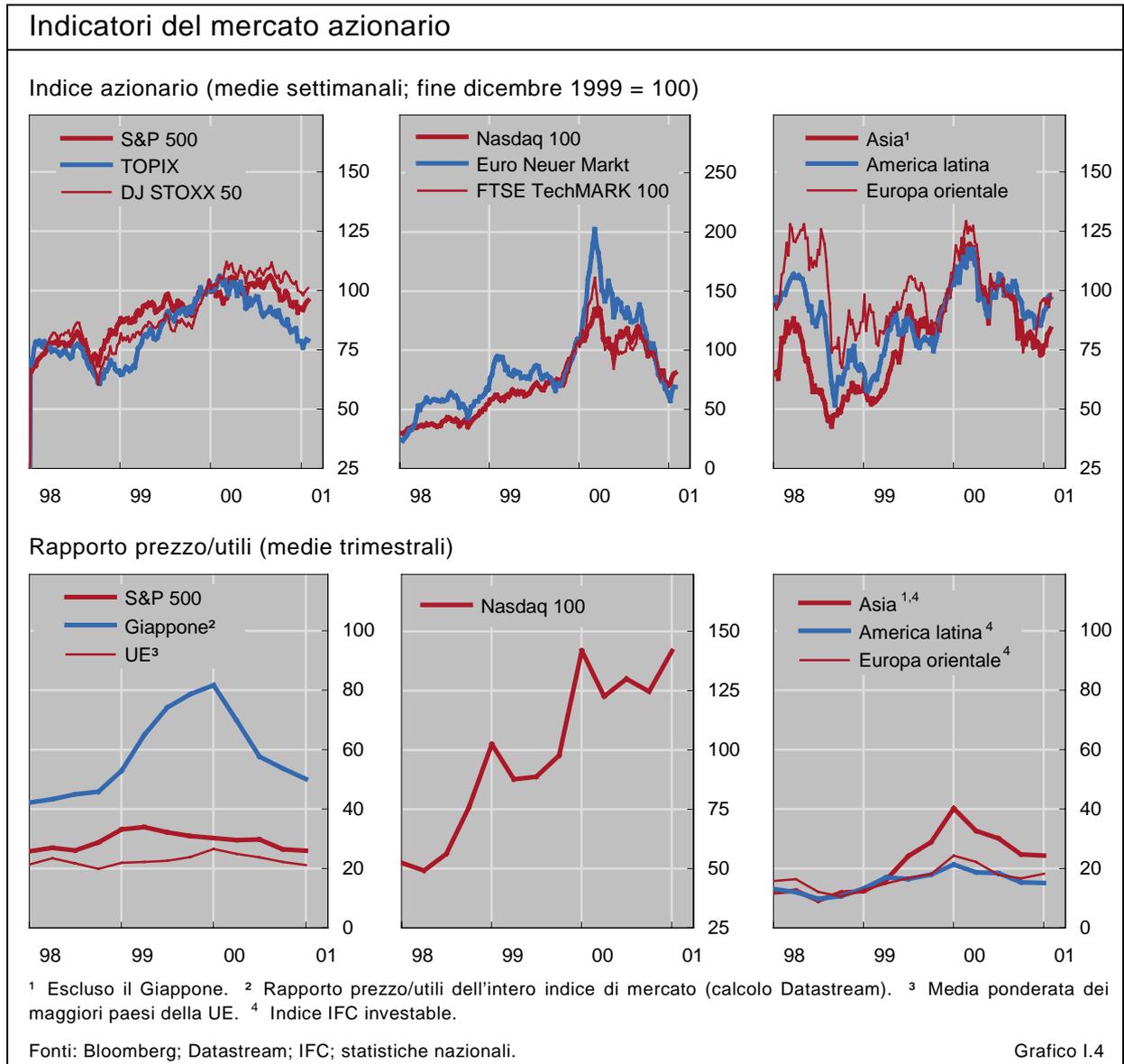
Nel quarto trimestre la correzione dei mercati azionari mondiali, in atto dall'aprile precedente, ha subito un'accelerazione (grafico I.4). Le flessioni sono state generalmente trainate dal settore tecnologico, dove vari annunci di risultati scadenti in termini di utile e di fatturato, nonché declassamenti di azioni-pilota da parte degli analisti hanno continuato a deprimere le valutazioni del mercato. In ottobre imprese tecnologiche quali AT&T, Cisco e Lucent hanno preannunciato deludenti risultati economici. In novembre, le vendite inaspettatamente basse di un'azienda leader nella vendita al dettaglio di giocattoli su Internet hanno fatto perdere metà della sua capitalizzazione di mercato. Nel periodo in esame l'indice Nasdaq 100 ha perso il 34%. Come è accaduto spesso negli ultimi trimestri, i settori tecnologici dei mercati europei hanno seguito al ribasso i loro omologhi statunitensi; gli indici Euro Neuer Markt e FTSE TechMARK 100 sono diminuiti rispettivamente del 45 e del 32%¹. Tuttavia, in questi mercati i rapporti prezzo/utili sono rimasti sostanzialmente al di sopra dei loro livelli storici. Sebbene le valutazioni di mercato si siano adeguate al recente calo dei profitti, la persistenza di elevati rapporti prezzo/utili fa ritenere che gli operatori si attendano il ritorno ad alti tassi di crescita degli utili in un prossimo futuro.

... e del mercato in generale

Anche a livello più generale i mercati hanno risentito del costante peggioramento delle prospettive dei profitti societari. Nel quarto trimestre, 744 società statunitensi hanno preannunciato un'evoluzione negativa degli utili,

¹ Il riquadro "Le prassi di mercato precorrono le strutture istituzionali nella valutazione di prezzo delle azioni nell'area dell'euro", alle pagine 15 e 16, analizza, in un'ottica europea, la recente dinamica secondo cui nei vari mercati azionari settori simili tendono a muoversi in sintonia.

contro 161 soltanto che hanno notificato previsioni di segno positivo. L'indice Standard & Poor's 500 ha registrato un calo dell'8% nel trimestre, mentre il Dow Jones STOXX 50, che raggruppa le principali società europee, e il TOPIX giapponese hanno perso rispettivamente il 5 e il 13%. Un effetto della turbolenza sui mercati azionari è stato l'incremento nel turnover dei derivati azionari, poiché gli operatori hanno cercato di proteggersi dall'accresciuta volatilità (si veda la sezione sui mercati mondiali degli strumenti derivati alle pagine 36-39).



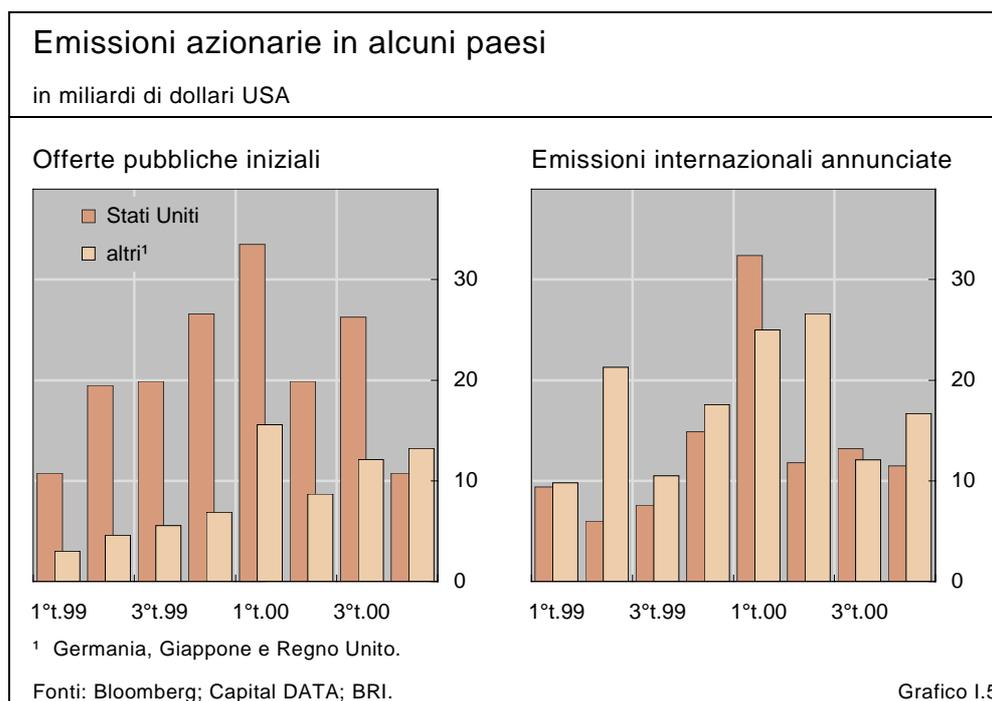
L'andamento sfavorevole dei mercati azionari nel quarto trimestre, e in particolare le perdite dei titoli tecnologici, hanno provocato una significativa diminuzione delle offerte pubbliche iniziali (OPI) negli Stati Uniti; il fenomeno non sembra tuttavia avere interessato altre importanti piazze (grafico I.5). Anche le emissioni azionarie internazionali (di imprese nuove e già quotate)

Rallenta l'emissione di azioni ...

sono rimaste stabili nel trimestre sotto rassegna. Alcune società si erano indebitate massicciamente con il proposito di ricorrere in seguito ai mercati azionari per finanziare il rimborso del debito. Le difficili condizioni di mercato hanno impedito il concretizzarsi di queste emissioni, lasciando in alcuni casi le banche con esposizioni indesiderate.

... allorché i mercati reagiscono ai dati economici ...

Così come accaduto per gran parte del 2000, il settore tecnologico del mercato azionario USA ha reagito vigorosamente ai nuovi dati macroeconomici. Alcune delle più forti flessioni dell'indice Nasdaq sono intervenute nei giorni in cui sono state diffuse le cifre sull'occupazione nell'industria e nei servizi e quelle della NAPM in ottobre e dicembre. Al tempo stesso, gli operatori in titoli del Tesoro USA hanno avuto la tendenza a rispondere più ai previsti flussi di investimenti/disinvestimenti nei mercati azionari che non alle implicazioni degli sviluppi macroeconomici sulla curva dei rendimenti. Ad esempio, nel giorno dell'inattesa riduzione del tasso sui federal funds da parte della Fed i rendimenti dei titoli del Tesoro USA a cinque e a dieci anni sono addirittura aumentati, in quanto gli investitori hanno liquidato posizioni "rifugio" per reinvestire sul mercato azionario. I rendimenti sono diminuiti solo il giorno successivo, di riflesso alle mutate aspettative di politica monetaria.



... ma si stabilizzano dopo la riduzione di tasso della Fed

In seguito alla manovra della Fed del 3 gennaio i mercati borsistici sono parsi riacquistare fiducia. In quel giorno il Nasdaq 100 ha guadagnato il 19%, l'aumento più alto mai registrato in una sola giornata. Dopo aver oscillato violentemente per alcuni giorni, l'indice ha cominciato a salire in modo costante, segnando un aumento dell'11% sull'arco del mese. Lo S&P 500 ha guadagnato il 5% nel giorno del provvedimento e il 3% su base mensile. Le

borse europee hanno mostrato un analogo profilo di forte volatilità iniziale seguita da una regolare ascesa, mentre quella giapponese è rimasta sostanzialmente stazionaria. Così come avvenuto in occasione del ribasso del 2000, i settori tecnologici hanno guidato la netta ripresa del gennaio scorso. Le borse delle economie emergenti, in particolare di Taiwan e della Corea, hanno in generale ricalcato la dinamica degli indici tecnologici dei paesi industriali, con un forte calo nel quarto trimestre seguito da un'impennata agli inizi del 2001. Nei primi giorni di febbraio ulteriori deterioramenti delle prospettive di profitto nel settore tecnologico hanno fatto perdere ai mercati azionari mondiali buona parte di questi guadagni.

La leva finanziaria contribuisce ad ampliare gli spread creditizi

Negli ultimi mesi del 2000 i segnali di rallentamento economico negli Stati Uniti hanno causato un netto ampliamento degli spread creditizi su diverse categorie di strumenti debitori (grafico I.6). Avendo finanziato una forte espansione dell'indebitamento delle imprese, gli investitori obbligazionari hanno mostrato crescenti timori circa l'eccessivo grado di leva, specie quando sono emersi dubbi sulla sostenibilità della crescita degli utili societari. Anche se i differenziali avevano già cominciato a dilatarsi in occasione delle perturbazioni sui mercati azionari in primavera, la tendenza all'aumento in autunno è stata particolarmente pronunciata. Verso la fine dell'anno il peggioramento delle prospettive economiche non solo ha rafforzato lo scetticismo a riguardo delle strategie di leverage seguite dalle compagnie di telecomunicazione, ma ha anche suscitato preoccupazioni per altre società che si erano pesantemente indebitate. Problemi specifici di settore, come le difficoltà incontrate dalle aziende elettriche della California, hanno rammentato agli investitori che anche crediti apparentemente sicuri possono essere soggetti a improvvisi rovesci di fortuna.

L'ampliamento degli spread societari nel quarto trimestre ha evidenziato una chiara segmentazione per classi di rischio. A segnare l'aumento maggiore sono stati i differenziali degli strumenti ad alto rendimento. Lo spread delle obbligazioni in dollari USA sui tassi swap, misurato dall'indice Merrill Lynch US High Yield Master, è salito da circa 530 punti base agli inizi di settembre a quasi 800 punti a fine anno. Nello stesso periodo il differenziale di un indice comparabile denominato in euro si è ampliato da 670 a poco meno di 1 000 punti base, anche per effetto dell'insolvenza di Esprit Telecom il 15 dicembre. Gli spread non sono aumentati altrettanto per i titoli di qualità bancaria: quelli delle emissioni in dollari USA quotate BBB sono cresciuti di circa 70 punti base, mentre le obbligazioni a tripla A hanno segnato solo un modesto incremento. Un profilo analogo ha contraddistinto il mercato dei titoli in euro, dove gli spread si erano già dilatati notevolmente agli inizi del 2000, per stabilizzarsi poi nel corso dell'estate su livelli storicamente elevati.

Anche il mercato della carta commerciale è stato perturbato dai timori circa la qualità creditizia nel settore societario. L'apprensione è stata in parte causata dallo spostamento di alcuni mutuatari verso il mercato monetario (si

I timori circa il grado di indebitamento fanno lievitare gli spread creditizi ...

... specie sulle obbligazioni ad alto rendimento ...

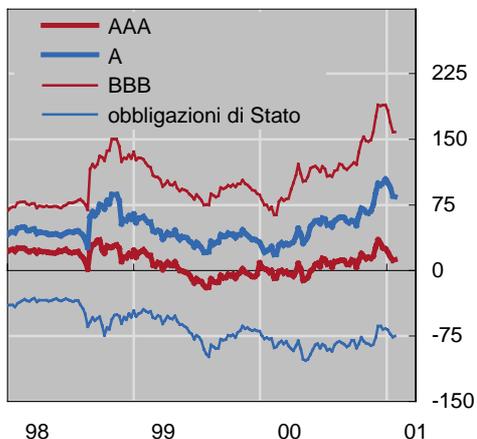
... ma anche sui titoli di qualità bancaria a più basso rating ...

... e sulla carta commerciale

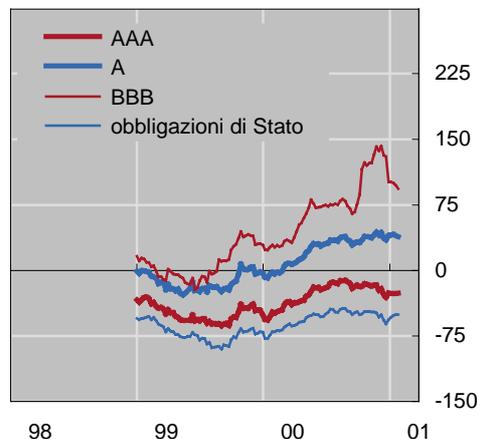
Spread di obbligazioni di Stato e societarie¹

in punti base

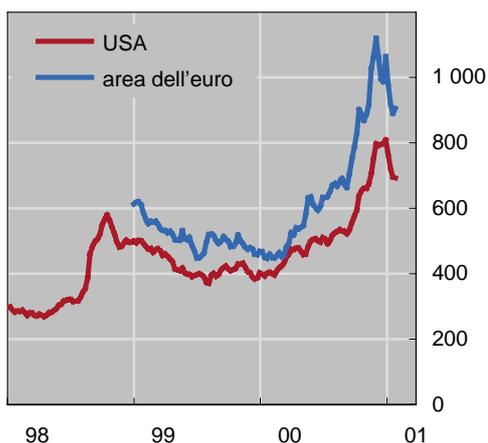
Stati Uniti



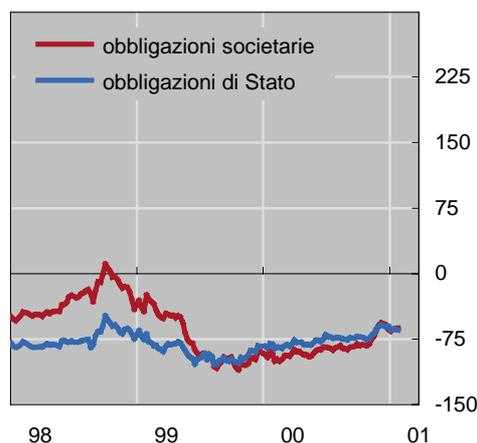
Area dell'euro



Titoli ad alto rendimento



Giappone



¹ Medie settimanali del differenziale di rendimento tra l'indice obbligazionario Merrill Lynch e i tassi swap a 10 anni.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch.

Grafico I.6

veda la sezione sul mercato internazionale dei titoli di debito), in un momento in cui le banche non erano disposte ad aumentare le loro esposizioni creditorie. Nel trimestre in esame si è inoltre assistito al declassamento del debito della Xerox, uno dei principali emittenti di carta commerciale, che ha costretto la società ad attingere a linee creditizie di riserva concordate con le banche, le quali pare siano state riluttanti ad assumere tale esposizione. In gennaio due grandi aziende elettriche californiane si sono rese inadempienti a fronte di emissioni di carta commerciale.

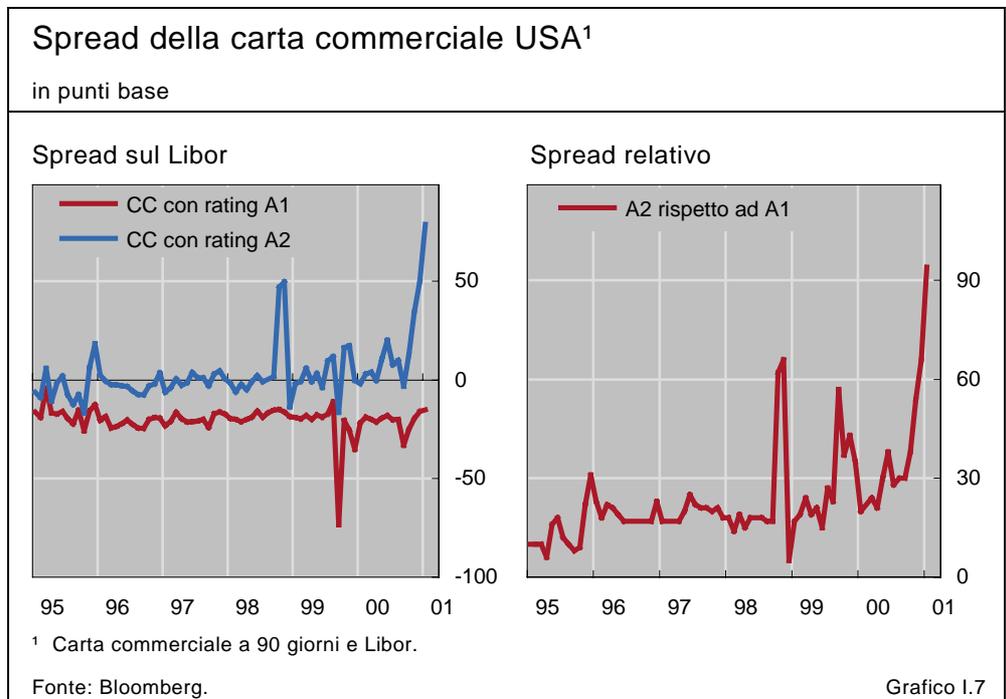
Sebbene negli anni recenti si sia frequentemente assistito verso la fine dell'anno a un ampliamento del differenziale di rendimento fra i titoli in dollari più quotati (A1/P1) e quelli con rating più basso (A2/P2), l'incremento del quarto trimestre 2000 è stato eccezionalmente forte (grafico I.7). Per breve

tempo lo scarto ha superato quelli osservati all'indomani della moratoria sul debito russo e della vicenda LTCM nel 1998, nonché all'approssimarsi del passaggio al nuovo millennio nel 1999 (quando i tassi interbancari erano aumentati ancor più di quelli della carta commerciale).

Nel gennaio 2001 l'allentamento monetario della Fed e la successiva ascesa dei corsi azionari hanno determinato un abbassamento degli spread sia per i titoli ad alto rendimento che per quelli di qualità bancaria, anche se a livelli ancora molto alti rispetto ai parametri storici. Dopo essere tornati agli inizi di gennaio ai valori precedenti, gli spread della carta commerciale sono saliti nuovamente a fine mese, nel contesto di un persistente nervosismo degli investitori a riguardo dei mutuatari meno quotati.

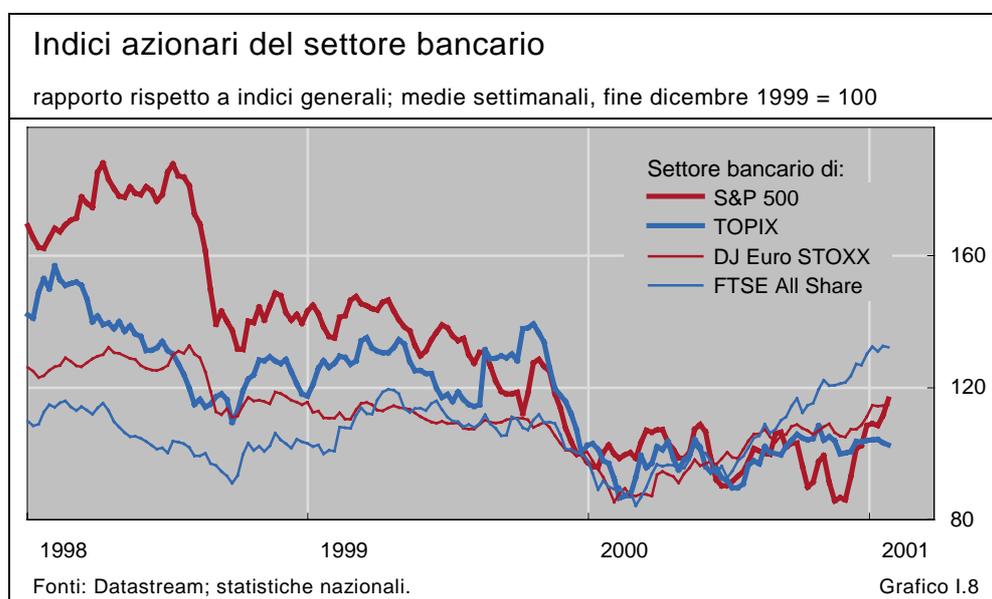
Gli ampi spread hanno contribuito a rallentare le emissioni nette internazionali di titoli di debito da parte dei residenti negli Stati Uniti e nelle economie in via di sviluppo, specie nel comparto a lungo termine a tasso fisso. In termini aggregati, le emissioni nette sono ancora aumentate grazie alla maggiore attività delle banche sul mercato monetario, e dei mutuatari europei e delle istituzioni internazionali su quello obbligazionario. In gennaio i collocamenti di soggetti statunitensi e dei paesi emergenti hanno cominciato a riprendere quota, incoraggiati dalla riduzione degli spread e dal clima di maggiore ottimismo creatosi in quei mercati dopo la manovra delle autorità monetarie USA. La ripresa è stata particolarmente marcata per le emissioni ad alto rendimento: il 5 gennaio la Charter Communications (con rating B+/B2) ha raccolto \$1,75 miliardi sul mercato interno statunitense.

Rallentano le emissioni obbligazionarie nette



Emergono timori per il settore bancario ...

Anche se il deterioramento del merito di credito delle imprese alla fine del 2000 ha influito principalmente sugli spread nei mercati dei titoli di debito, vi sono stati timori che l'accresciuta rischiosità finisse per propagarsi al settore bancario. Si riteneva che varie banche, specie in Europa, fossero eccessivamente esposte verso il settore delle telecomunicazioni (si veda la trattazione del mercato dei prestiti consorziali a pagina 22). Inoltre, appariva probabile che i mutuatari con basso rating non in grado di raccogliere fondi sul turbolento mercato della carta commerciale avrebbero presto cominciato ad attivare le linee di riserva messe a disposizione dalle banche, accrescendo ulteriormente la rischiosità dei portafogli di queste ultime. Tali facilitazioni sono cresciute notevolmente negli ultimi anni: nel 2000 le banche hanno accordato linee creditizie sindacate internazionali in appoggio a emissioni di carta commerciale per \$92,4 miliardi, contro i \$59 miliardi del 1999 e una media annua di \$42 miliardi nel periodo 1992-98.



... ma le quotazioni delle azioni bancarie seguono il mercato più ampio

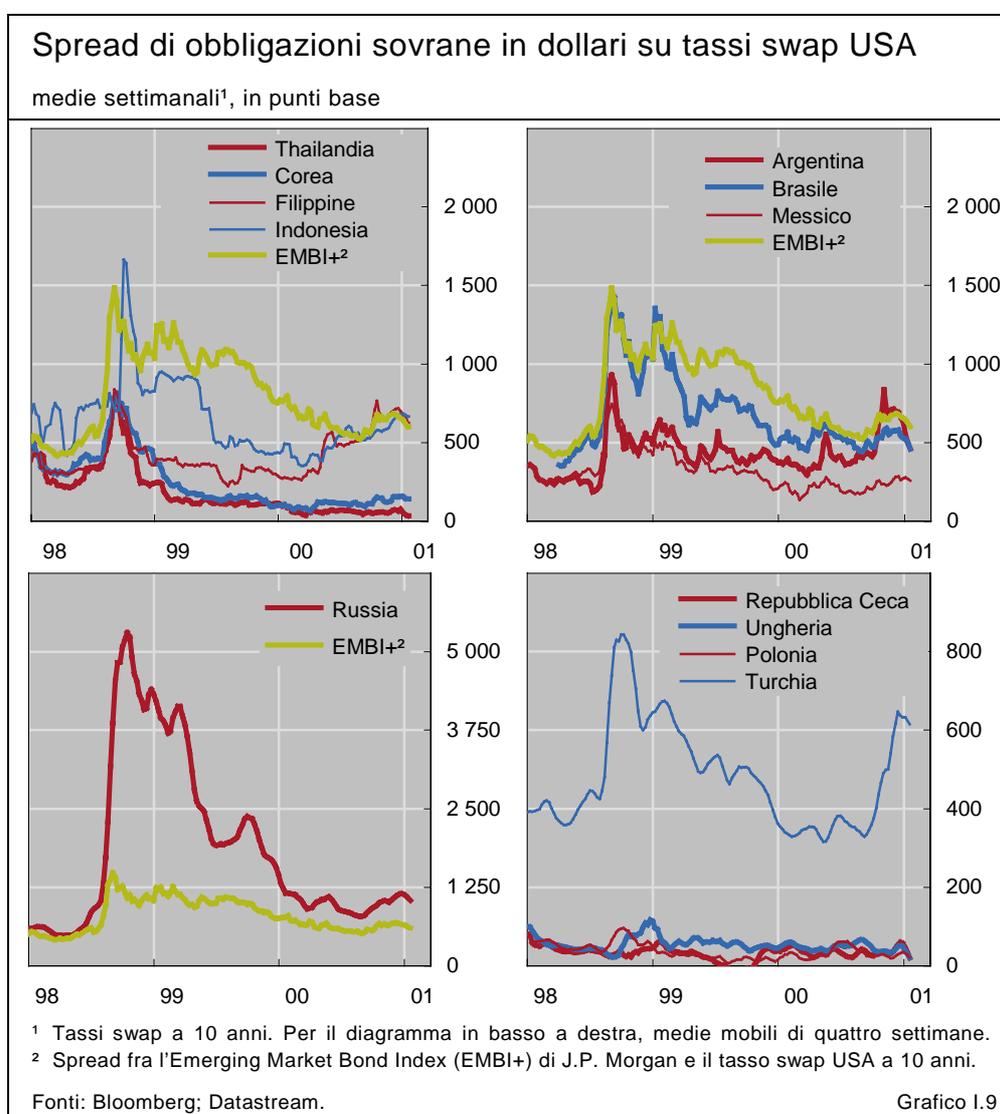
Non è facile determinare la valutazione data dal mercato a questi rischi ma, stando alle quotazioni azionarie del settore bancario nelle economie avanzate durante lo scorso anno, non sembra che essi siano stati giudicati rilevanti (grafico I.8). In effetti, nel 2000 i titoli bancari hanno registrato nel Regno Unito andamenti migliori rispetto ad altre azioni britanniche, mentre negli Stati Uniti, in Giappone e nell'area dell'euro essi hanno sostanzialmente ricalcato la dinamica del mercato più ampio. Va peraltro notato che in precedenza la performance del settore bancario era stata tendenzialmente inferiore a quella degli indici generali e che questi ultimi sono di per sé diminuiti notevolmente nel corso dell'anno passato.

Rallenta l'emissione di debito delle economie emergenti in un contesto di andamenti differenziati

Le prospettive di crescita delle economie emergenti nel quarto trimestre sono state offuscate dai timori per l'impatto della più debole domanda negli Stati Uniti sulle esportazioni e sui flussi di capitali. Inoltre, l'instabilità finanziaria in Argentina e Turchia ha ricordato come la ripresa in molti paesi rimanga fragile ed esposta a capovolgimenti della fiducia di mercato. L'ampliamento degli spread su strumenti emessi da società private si è propagato al debito sovrano delle economie emergenti. Nondimeno, gli investitori hanno operato un'attenta distinzione fra i vari paesi in base al presunto merito di credito (grafico I.9). Mentre il differenziale dell'indice ampio EMBI+ sui tassi swap comparabili in dollari USA è aumentato da 560 punti base in ottobre a 680 punti a fine anno, gli spread sul debito di grandi mutuatari come Messico, Brasile, Thailandia e Corea non hanno registrato incrementi sensibili. Gli spread sulle emissioni

Gli spread aumentano anche nei mercati emergenti ...

... ma gli investitori operano distinzioni fra i mutuatari



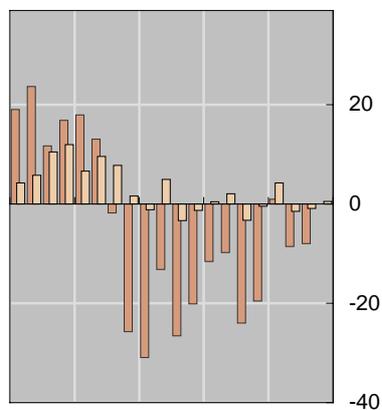
sovrane dei paesi dell'Europa centrale sono rimasti contenuti, di riflesso ai soddisfacenti risultati economici e ai costanti progressi verso un futuro ingresso nell'Unione europea.

Gli investitori hanno rapidamente modificato la valutazione di prezzo delle passività dei paesi alle prese con problemi specifici. Lo spread sul debito argentino è raddoppiato quando sono emersi dubbi circa la capacità del governo di attuare le necessarie riforme fiscali. La Turchia ha dovuto far fronte a turbolenze finanziarie allorché i problemi di provvista di una banca locale in rapido sviluppo hanno destato timori di più ampia portata sulla stabilità del sistema finanziario. Nel terzo trimestre i due paesi erano stati fra i principali prenditori sul mercato bancario internazionale (si veda "Il mercato bancario internazionale" alle pagine 17-24). In ambedue i casi un programma di sostegno del FMI ha evitato l'aggravarsi della crisi, consentendo un margine per ristrutturazioni di più lungo periodo. Altri paesi hanno visto ridursi il proprio accesso ai mercati internazionali dei capitali; fra essi, l'Indonesia e le Filippine, paesi entrambi confrontati con difficoltà politiche, anche se il cambio alla guida del governo di Manila a fine gennaio ha poi contribuito a migliorare il giudizio del mercato sul debito del paese.

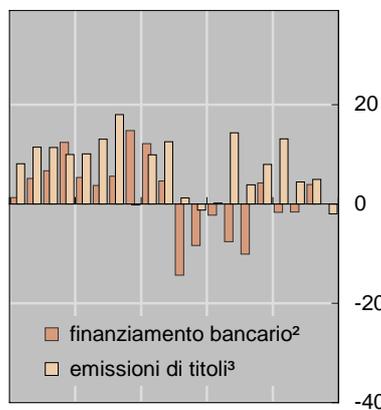
Finanziamento internazionale bancario e mobiliare nei paesi in via di sviluppo¹

in miliardi di dollari USA

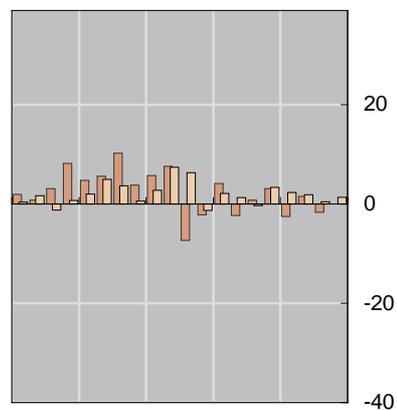
Asia e Pacifico



America latina e Caraibi



Europa



¹ Cfr. tabella 9 dell'Allegato statistico per l'elenco dei paesi compresi in ciascuna area geografica. ² Variazioni nelle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI, al netto degli effetti di cambio. Non sono ancora disponibili i dati sul finanziamento bancario per il 4° trimestre 2000. ³ Emissioni internazionali nette di strumenti del mercato monetario, obbligazioni e notes.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; statistiche nazionali; BRI.

Grafico I.10

Alcuni mutuatari si rivolgono al mercato dei prestiti consorziali

Con l'ampliarsi degli spread e l'acuirsi delle incertezze circa le prospettive dell'economia mondiale, nel quarto trimestre le emissioni si sono ridotte bruscamente per quasi tutta l'area emergente (grafico I.10). Taluni prenditori si sono rivolti al mercato dei prestiti consorziali, che ha allestito nuovi schemi per

\$34 miliardi, per lo più destinati a mutuatari ritenuti di migliore qualità creditizia. Altri potenziali emittenti, come molte economie asiatiche, non hanno avuto particolare esigenza di fondi internazionali, essendo riusciti a mantenere in avanzo la bilancia corrente. Nel gennaio 2001 i mercati dei capitali si sono mostrati nuovamente più disponibili ad accettare il debito dei paesi emergenti, anche perché l'allentamento monetario della Fed ha ridestato l'interesse per gli strumenti più remunerativi. Nelle prime settimane dell'anno il Brasile e altri paesi hanno collocato con successo diverse emissioni di grande ammontare, mentre agli inizi di febbraio l'Argentina ha rifinanziato circa \$5 miliardi di titoli a breve con obbligazioni a più lungo termine. Grazie al migliorato clima di mercato, a fine gennaio lo spread EMBI+ sui tassi swap si era ristretto a 590 punti base.

Le prassi di mercato precorrono le strutture istituzionali nella valutazione di prezzo delle azioni nell'area dell'euro

Ruolo rispettivo del fattore nazionale e del fattore settoriale

Kostas Tsatsaronis

L'istituzione di un'infrastruttura unificata per la contrattazione dei titoli azionari in Europa continua a essere un obiettivo remoto per le borse organizzate dell'area. Rigide strutture istituzionali a livello nazionale e interessi locali hanno finora vanificato i ripetuti sforzi di creare una piattaforma negoziale armonizzata. Ne è un esempio il recente abbandono del progetto di fusione fra London Stock Exchange e Deutsche Börse. D'altro canto, la domanda del mercato di un contesto operativo di questo tipo si è intensificata con l'avvento dell'euro. Nei mesi precedenti l'introduzione della moneta unica la maggioranza degli investitori istituzionali, degli intermediari mobiliari e dei gestori di portafogli ha cominciato a smantellare le unità specializzate per paese e a organizzare l'attività di analisi e di negoziazione su una base europea, articolata secondo criteri settoriali.

Questa riorganizzazione è conseguenza dell'impatto di sviluppi economici che hanno ridotto l'importanza relativa dei fattori macroeconomici propri dei singoli paesi nel determinare i prezzi azionari nell'area dell'euro. L'integrazione economica nell'ambito dell'Unione europea è proceduta gradualmente a partire dagli anni sessanta, di pari passo con la rimozione delle barriere commerciali e la continua espansione delle transazioni intracomunitarie. L'introduzione della moneta unica ha dato nuovo impulso a questo processo, eliminando il rischio di cambio fra le economie aderenti alla UEM. Inoltre, con la creazione dell'Eurosistema è stata posta in essere una politica monetaria pienamente unificata nell'ambito dell'area, mentre le disposizioni del Trattato di Maastricht hanno promosso la coesione delle politiche fiscali.

In seguito alla maggiore sincronizzazione delle condizioni economiche tra i vari paesi, le quotazioni azionarie tendono sempre più a rispecchiare i fattori che caratterizzano le specifiche branche di attività in un'ottica paneuropea. Da recenti indagini di mercato risulta che circa il 75% dei gestori di azioni europee crede nella superiorità delle strategie di allocazione del portafoglio su base settoriale, mentre soltanto il 10% considera tuttora preminenti i fattori nazionali. È indicativo del ruolo avuto dall'euro nel promuovere tale spostamento il fatto che ancora nel 1997 tali proporzioni erano rispettivamente del 20 e del 50%.

Effetto medio dei fattori nazionale e settoriale sulle azioni europee: 1992-2000

sovrarendimento in punti percentuali



Fonti: Datastream; elaborazioni BRI.

Il grafico fornisce una riprova dello spostamento intervenuto nell'importanza relativa dei fattori nazionale e settoriale nella valutazione di prezzo del rischio azionario. I rendimenti mensili delle azioni di alcune delle maggiori società con sede nell'area dell'euro sono stati disaggregati nelle componenti: rischio complessivo di mercato, fattore nazionale, fattore settoriale e rischio specifico[®]. Le società sono quelle dell'indice FTSE Eurotop 300, appartenenti a nove paesi dell'area dell'euro e sono state raggruppate in dieci settori basati sul sistema di classificazione FTSE. Data la costruzione della regressione, i fattori nazionale e settoriale stimati possono essere interpretati come il sovrarendimento ottenibile investendo in un portafoglio equilibrato con una "propensione" verso un dato paese o settore rispetto a un portafoglio in cui il paese e il settore sono rappresentati in proporzione della rispettiva capitalizzazione di mercato. Il grafico riporta le misure dell'effetto congiunto prodotto rispettivamente dal fattore nazionale e dal fattore settoriale sui rendimenti azionari, calcolate come medie ponderate in base alla capitalizzazione di mercato degli effetti assoluti dei singoli fattori nazionali e settoriali. Esso mostra come l'effetto congiunto del fattore settoriale abbia iniziato a sopravanzare quello del fattore nazionale nei mesi immediatamente precedenti l'introduzione della moneta unica, per poi continuare a crescere di importanza durante gli ultimi due anni.

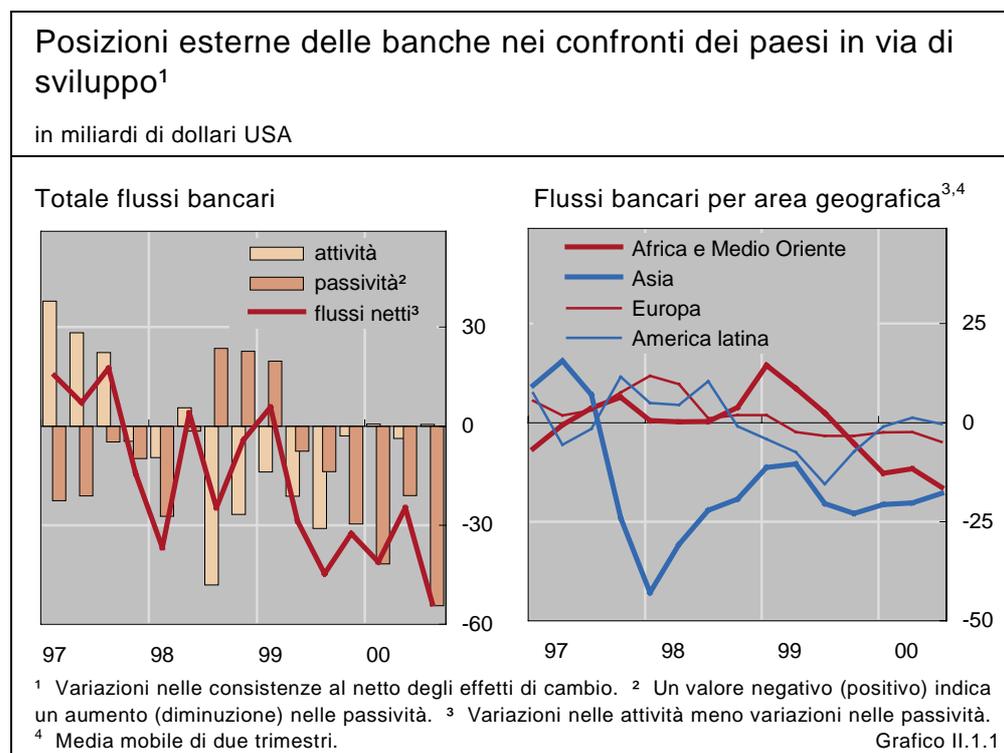
L'analisi evidenzia l'opportunità di snellire il processo di contrattazione azionaria nell'ambito dell'area dell'euro, tuttora caratterizzato da strutture legali, istituzionali e tecniche basate sui mercati nazionali. Attualmente i gestori di portafogli che desiderano perseguire strategie di investimento paneuropee devono confrontarsi con una grande varietà di pratiche e convenzioni di mercato e con le particolarità di una moltitudine di sistemi di esecuzione e regolamento, dato che le borse nazionali continuano a essere la naturale sede di contrattazione per i singoli valori azionari. In questo ambito l'infrastruttura istituzionale pare muoversi in ritardo rispetto alla "mano invisibile" del mercato nella loro dialettica evolutiva.

[®] La disaggregazione si basa sulla tecnica di regressione descritta in S. L. Heston e K. G. Rouwenhorst, "Does industrial structure explain the benefits of international diversification?", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, n. 1, agosto 1994, e in K. G. Rouwenhorst, "European equity markets and the EMU", *Financial Analysts Journal*, maggio/giugno 1999.

II. Aspetti salienti del finanziamento internazionale

1. Il mercato bancario internazionale

Nel terzo trimestre 2000 i paesi esportatori di petrolio e altre economie in via di sviluppo hanno fatto affluire ingenti volumi di fondi alle banche commerciali nell'area dichiarante. In effetti, i flussi netti verso queste ultime provenienti dall'insieme dei paesi in via di sviluppo hanno superato i deflussi su base trimestrale registrati durante le crisi finanziarie del 1997-99 (grafico II.1.1). Tuttavia, contrariamente a quel periodo, nel terzo trimestre i deflussi sono risultati da un forte aumento dei depositi piuttosto che da un calo dei crediti. Le attività internazionali verso l'area in via di sviluppo sono rimaste sostanzialmente invariate; gli ulteriori rimborsi da parte di paesi asiatici hanno controbilanciato i modesti volumi di credito a favore di Argentina, Brasile, Turchia e pochi altri paesi in via di sviluppo.



Secondo le più recenti statistiche bancarie su base locale, la crescita dei depositi dei paesi in via di sviluppo si è accompagnata a un sostanziale incremento dell'attività complessiva sul mercato bancario internazionale. I prestiti interbancari si sono accresciuti di \$68 miliardi poiché i fondi sono stati riconvogliati, per il tramite di diversi centri bancari, verso i mutuatari dei paesi sviluppati. I finanziamenti internazionali al settore non bancario dei paesi sviluppati sono aumentati di \$15 miliardi, soprattutto per effetto degli utilizzi di prestiti consorziali allestiti per società europee di telecomunicazione. Le banche, in particolare quelle giapponesi, hanno continuato ad acquistare consistenti volumi di titoli di debito e altri strumenti emessi da residenti statunitensi ed europei.

Forte aumento nei depositi dei paesi in via di sviluppo

I flussi fra banche e loro clienti possono rispecchiare variazioni da entrambi i lati del bilancio: dal lato dell'attivo, nuovi crediti o acquisti di titoli e dal lato del passivo, un aumento dei depositi. Fra il 1997 e il 1999 le variazioni dal lato dell'attivo erano state all'origine della maggior parte dei deflussi netti dai paesi in via di sviluppo alle banche dell'area dichiarante, vale a dire che il volume dei rimborsi aveva superato di un ampio margine quello dei nuovi crediti (grafico II.1.1). Negli ultimi trimestri le attività delle banche nei confronti dei paesi in via di sviluppo si sono più o meno stabilizzate. Nondimeno, per effetto delle variazioni dal lato del passivo, in particolare del forte incremento dei depositi dei paesi esportatori di petrolio, i flussi di fondi da questo gruppo di paesi verso le banche commerciali estere sono proseguiti a un ritmo sostenuto.

Questi afflussi di depositi sono in continua crescita dalla metà del 1999 e hanno raggiunto un volume record di \$54 miliardi nel terzo trimestre 2000 (tabella II.1.1). Tale andamento, abbinato a variazioni trascurabili delle attività bancarie verso i paesi in via di sviluppo, ha fatto balzare i deflussi netti da quest'area verso le banche dichiaranti a \$120 miliardi nei primi tre trimestri del 2000, ammontare equivalente al 2% del PIL di queste economie. A titolo di raffronto, i deflussi avevano totalizzato \$61 miliardi per l'intero 1998 e \$100 miliardi per il 1999.

Un terzo dei depositi effettuati dai paesi in via di sviluppo nel terzo trimestre è riconducibile ai paesi membri dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC). La sola Arabia Saudita ha contribuito per oltre \$7 miliardi, dopo aver ridotto i suoi depositi nel primo semestre 2000. Iran, Kuwait, Libia e Venezuela hanno continuato a collocare ingenti somme presso le banche dichiaranti.

Fra i paesi in via di sviluppo non appartenenti all'OPEC, i depositi di maggiore entità sono provenuti da Taiwan e dalla Cina continentale (rispettivamente \$6,4 e 5,1 miliardi). Nel caso di Taiwan questo importo rappresenta una crescita record dei depositi presso le banche dichiaranti. In entrambi i paesi i depositi in valuta presso il sistema bancario nazionale sono aumentati rapidamente negli ultimi trimestri, in parte a causa del differenziale

Depositi record dei paesi in via di sviluppo ...

... con conseguente forte aumento dei deflussi netti verso le banche

I maggiori depositanti sono i paesi esportatori di petrolio ...

... nonché Taiwan e Cina continentale

Posizioni esterne delle banche nei confronti dei paesi in via di sviluppo¹

in miliardi di dollari USA

	1998	1999		2000			Stock a fine sett. 2000	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale attività	-78,7	-68,9	-31,0	-2,9	0,6	-3,7	0,5	898,9
Africa e Medio Oriente	21,8	0,1	2,2	5,3	-6,3	-1,0	-0,6	148,6
Arabia Saudita	6,4	2,0	2,0	0,9	-1,2	-0,1	0,1	24,7
Asia e Pacifico	-96,3	-61,8	-24,4	-17,6	2,8	-7,3	-5,8	299,7
Cina	-10,1	-17,1	-7,3	-5,7	0,1	-3,4	-1,7	60,4
Taiwan	-0,5	-3,3	-0,6	0,7	1,3	-0,1	-0,8	20,0
Europa	3,8	8,9	2,0	4,8	-0,6	2,6	1,4	158,9
Russia	-6,1	-6,5	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	-3,2	35,3
Turchia	2,8	5,8	1,4	1,3	2,7	2,6	2,5	45,0
America latina	-8,0	-16,1	-10,9	4,5	4,7	1,9	5,5	291,7
Argentina	0,6	0,7	-2,0	1,1	-1,3	-0,1	2,1	48,3
Brasile	-10,2	-8,9	-3,3	3,9	1,4	0,1	3,1	90,7
Totale passività²	-17,3	31,3	13,8	29,6	41,7	21,0	54,4	1 014,7
Africa e Medio Oriente	13,6	-6,9	0,8	17,2	7,3	8,7	22,4	302,1
Arabia Saudita	13,3	-17,9	1,2	1,2	-0,4	-0,9	7,2	54,6
Asia e Pacifico	3,6	4,8	3,8	0,0	26,5	9,5	13,0	341,9
Cina	5,4	-4,0	5,6	-0,2	12,0	10,4	5,1	94,1
Taiwan	1,1	7,5	3,5	2,8	-0,1	0,6	6,4	51,9
Europa	-19,3	20,1	6,1	7,4	1,8	4,9	8,7	115,5
Russia	-2,3	3,7	0,9	0,9	2,4	3,4	3,2	24,9
Turchia	-7,2	3,3	0,4	1,9	0,0	-0,6	0,3	17,8
America latina	-15,2	13,3	3,2	5,1	6,2	-2,1	10,2	255,2
Argentina	1,2	0,0	-2,0	3,7	0,4	0,1	3,4	41,4
Brasile	-8,4	2,2	3,4	-2,0	1,2	-8,9	3,1	48,5
Flussi netti³	-61,4	-100,2	-44,8	-32,5	-41,1	-24,7	-53,9	-115,8
<i>Per memoria:</i>								
<i>depositi dei paesi OPEC</i>	19,5	-19,9	-0,2	14,1	1,9	9,5	18,0	222,3

¹ Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² Principalmente depositi. Le altre passività ammontano a meno dell'1% del totale in essere. ³ Totale attività meno totale passività. Tabella II.1.1

d'interesse negativo fra i depositi in moneta locale e quelli in valuta estera². Al tempo stesso, data la debole domanda di prestiti in valuta da parte di residenti, le banche del paese hanno accumulato eccedenze valutarie, che pare siano state collocate presso banche commerciali estere.

Le attività verso i paesi in via di sviluppo rimangono sostanzialmente stabili

I depositi non sono reincanalati verso i paesi in via di sviluppo

Contrariamente agli anni settanta, quando i depositi in petrodollari presso le banche internazionali avevano contribuito a un'espansione del credito internazionale ai paesi in via di sviluppo, i fondi affluiti di recente non sono stati

² Per un approfondimento sulla crescita dei depositi in valuta presso il sistema bancario cinese, cfr. la sezione monografica "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", a cura di R. N. McCauley e Y. K. Mo, *Rassegna trimestrale BRI*, agosto 2000.

reincanalati verso questo gruppo. Le posizioni creditorie delle banche nei confronti di tali economie sono rimaste pressoché invariate dall'ultimo trimestre 1999 e sono aumentate di soli \$0,5 miliardi nel terzo trimestre 2000, secondo incremento trimestrale da metà 1998 (tabella II.1.1). Le banche hanno continuato ad accrescere l'esposizione nei confronti di un gruppo ristretto di paesi in Europa e America latina, ma questi aumenti sono stati ampiamente compensati dagli ulteriori rimborsi dei paesi in via di sviluppo dell'Asia.

Secondo le statistiche bancarie su base locale, nel terzo trimestre la maggior parte dei nuovi crediti delle banche dichiaranti alle economie emergenti è stata assorbita da Brasile (\$3,1 miliardi), Turchia (\$2,5 miliardi) e Argentina (\$2,1 miliardi). Nei primi tre trimestri del 2000 le attività nei confronti della Turchia sono cresciute in misura molto maggiore di quelle verso ogni altro paese in via di sviluppo. Poco meno della metà dei fondi è andata alle banche

Continuano ad aumentare le attività verso la Turchia

Aspetti principali del credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI ¹								
in miliardi di dollari USA								
	1998	1999			2000			Stock a fine sett. 2000
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Attività verso i paesi sviluppati	564,9	458,6	191,4	95,7	481,1	112,4	147,4	7 842,5
di cui: intra-euro 11	296,7	252,1	84,7	- 1,3	107,2	- 13,5	26,1	1 474,5
Crediti interbancari ²	286,1	29,6	125,1	- 1,1	334,1	8,0	55,6	4 628,7
Crediti a operatori non bancari	21,4	114,8	2,5	25,4	40,9	- 13,1	15,4	1 349,7
Titoli ³	257,4	314,1	63,7	71,4	106,1	117,6	76,4	1 864,1
Attività verso i centri offshore	- 172,5	- 102,3	- 26,0	35,1	- 51,3	5,9	29,4	1 180,1
Crediti interbancari ²	- 166,9	- 139,7	- 47,0	36,9	- 64,0	- 17,1	14,2	790,9
Crediti a operatori non bancari	- 26,7	9,3	12,9	- 9,5	- 0,9	12,6	- 1,6	234,4
Titoli ³	21,1	28,2	8,1	7,8	13,6	10,4	16,8	154,8
Attività verso i paesi in via di sviluppo	- 78,7	- 68,9	- 31,0	- 2,9	0,6	- 3,7	0,5	898,9
Crediti interbancari ²	- 63,4	- 58,6	- 22,4	- 4,6	5,9	- 9,8	- 7,1	347,7
Crediti a operatori non bancari	- 8,9	- 16,8	- 8,6	- 2,1	- 16,2	- 0,2	0,0	404,3
Titoli ³	- 6,4	6,5	0,0	3,7	11,0	6,3	7,6	146,9
Attività non classificate	- 33,5	- 23,9	- 4,3	- 12,0	11,3	- 2,2	6,2	203,3
Totale	280,1	263,5	130,1	116,0	441,7	112,4	183,6	10 124,8
Crediti interbancari ²	32,1	- 218,0	42,6	2,0	281,5	- 24,0	67,6	5 838,0
Crediti a operatori non bancari	- 26,8	104,0	9,5	22,3	25,9	- 1,4	8,4	2 017,5
Titoli ³	274,8	377,5	78,0	91,6	134,3	137,7	107,5	2 269,4
<i>Per memoria:</i>								
<i>prestiti consorziali⁴</i>	905,3	1 025,9	265,4	286,2	267,5	372,3	426,6	

¹ Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² Comprese le transazioni intragruppo. ³ Dati parzialmente stimati. Comprese altre attività, che ammontano a meno del 5% del totale in essere. ⁴ Nuove operazioni sottoscritte.

Tabella II.1.2

del paese e la parte restante è stata ripartita in misura pressoché eguale fra il settore delle imprese e quello pubblico. Le statistiche più recenti sui prestiti consorziali indicano per il quarto trimestre un ulteriore aumento delle attività delle banche dichiaranti verso la Turchia, nonostante l'acuirsi dei timori riguardo alla stabilità del sistema finanziario del paese (cfr. pag. 22).

Ripresa del credito a favore di Argentina e Brasile

In contrasto con la tendenza generale dei crediti bancari ai paesi in via di sviluppo, l'aumento dell'esposizione nei confronti di Brasile e Argentina nel terzo trimestre ha rispecchiato flussi di credito piuttosto che acquisti di titoli. In particolare, le banche negli Stati Uniti hanno trasferito considerevoli importi alle loro dipendenze in Brasile ed erogato un volume quasi record di crediti a soggetti non bancari in Argentina. È possibile che alcune società argentine abbiano fatto ricorso al finanziamento delle banche internazionali per far fronte a un calendario insolitamente gravoso di rimborsi nel quarto trimestre.

Riduzione delle attività verso la Russia in seguito alla ristrutturazione del debito

Fra le economie emergenti, la Russia ha fatto registrare la contrazione maggiore delle attività (oltre \$3 miliardi), in gran parte dovuta all'accordo di ristrutturazione del debito concluso fra il paese e le banche commerciali creditrici, più che a un calo dei crediti. I finanziamenti internazionali alla Russia sono diminuiti in quanto le banche tedesche e di altri paesi hanno stralciato i prestiti dell'era sovietica, mentre sono aumentate le disponibilità di titoli in seguito alla conversione dei prestiti in obbligazioni internazionali.

I depositi e le transazioni intragruppo danno impulso all'attività interbancaria

I nuovi depositi collocati per lo più presso banche in Europa

Nel terzo trimestre il processo di intermediazione degli ingenti depositi affluiti dai paesi in via di sviluppo ha concorso a un'espansione di \$68 miliardi dei prestiti interbancari (tabella II.1.2). Di questi depositi circa un terzo è affluito a banche del Regno Unito, un quarto a istituzioni nell'area dell'euro e la parte restante è stata ripartita fra banche negli Stati Uniti e nei centri offshore. I fondi sono stati successivamente riconvogliati verso mutuatari dei paesi sviluppati e succursali nei centri offshore.

Le operazioni intragruppo espandono i prestiti interbancari

L'attività interbancaria ha tratto impulso anche dalle operazioni di banche svizzere e statunitensi con le loro dipendenze estere. Le prime hanno trasferito ingenti volumi di fondi alle loro filiazioni negli Stati Uniti, che li hanno reimpiegati per finanziare società residenti. In base alle statistiche consolidate sull'attività bancaria, nel terzo trimestre le banche svizzere hanno accresciuto di \$10 miliardi la propria esposizione nei confronti del settore privato non bancario degli Stati Uniti, contribuendo a metà dell'aumento complessivo delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso mutuatari USA.

Forte ripresa dei flussi creditizi al settore non bancario in Europa

Le banche finanziano il settore non bancario in Europa ...

Dopo aver registrato un calo nel secondo trimestre, i crediti diretti a operatori non bancari nei paesi sviluppati sono aumentati di \$15 miliardi (tabella II.1.2). I finanziamenti internazionali a soggetti non bancari negli Stati Uniti, che nel

I prestiti consorziali nel quarto trimestre 2000

Blaise Gadanecz

Nel trimestre in esame l'attività sul mercato dei prestiti consorziali è rimasta sostenuta, con un totale di nuove operazioni sottoscritte per un valore di \$394 miliardi. Su base destagionalizzata, le operazioni annunciate sono tuttavia diminuite rispetto al trimestre precedente, per la prima volta in due anni. Nell'insieme del 2000 l'attività ha raggiunto livelli senza precedenti: \$1,5 trilioni di operazioni annunciate, con un incremento del 42% rispetto al 1999.

Le società di telecomunicazione hanno mutuato \$74 miliardi sul mercato. In contrasto con il terzo trimestre, dominato dalle imprese europee, nel quarto le più attive sono state le società telecom nordamericane. La transazione di più ingente ammontare è stata una linea di credito per \$25 miliardi in appoggio all'emissione di carta commerciale a favore di AT&T. Per l'intero 2000 i prestiti consorziali destinati a società telecom hanno totalizzato \$256 miliardi, un importo più che triplicato rispetto al 1999. Ai prestiti ottenuti nel primo trimestre ha fatto seguito nel secondo un'impennata delle emissioni obbligazionarie del settore, destinate a rifinanziare tale raccolta. Nel secondo semestre tuttavia l'attività di emissione è rallentata, mentre i prestiti consorziali hanno raggiunto livelli record.

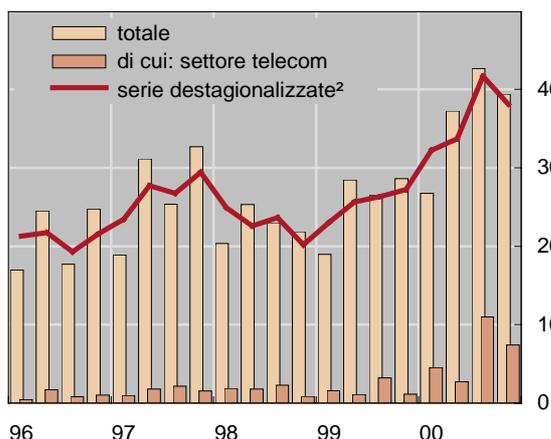
Sebbene negli ultimi trimestri il ritmo delle fusioni e acquisizioni nei paesi sviluppati, specie negli Stati Uniti, sia rallentato, in appoggio a tali operazioni hanno continuato a essere allestiti prestiti consorziali di notevole ammontare. Le operazioni collegate a fusioni, acquisizioni e "buyouts" sono aumentate del 22% nel 2000 rispetto all'anno precedente, salendo a \$214 miliardi. La debole performance del mercato azionario potrebbe aver indotto le società a preferire il mercato dei prestiti consorziali per finanziare queste operazioni.

L'accesso dei paesi in via di sviluppo al mercato internazionale dei prestiti sindacati continua a migliorare, specie per i paesi considerati più affidabili. Nel quarto trimestre gli spread sui nuovi prestiti in dollari USA sono scesi a 115 punti base, dopo un massimo di quasi 280 punti nei primi mesi del 1999. Le operazioni poste in essere sono salite a \$34 miliardi nel trimestre in esame, il più dinamico dal 1997. I mutuatari del Cile sono stati i principali beneficiari (\$4,7 miliardi), seguiti da quelli della Turchia (\$4,4 miliardi). Nonostante l'emergere di tensioni nel sistema bancario turco, le banche del paese sono state ancora in grado di concordare una serie di prestiti consorziali.

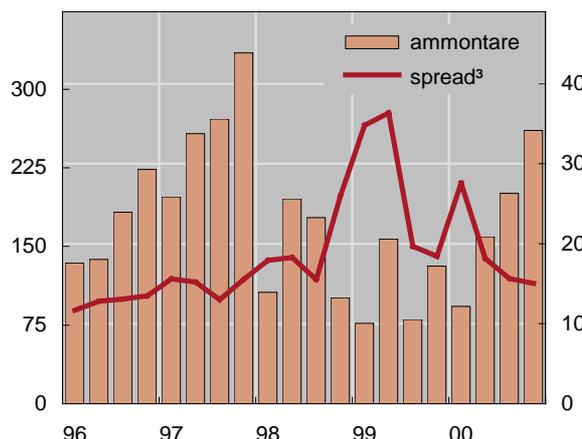
Attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali¹

in miliardi di dollari USA (s.d.) e in punti base (s.s.)

Operazioni sottoscritte



Prestiti ai paesi in via di sviluppo



¹ La metodologia per compilare le statistiche sui prestiti consorziali è stata modificata al fine di uniformare il campo di rilevazione a quello delle statistiche BRI sull'attività bancaria. I cambiamenti sono illustrati nelle note alla fine dell'Allegato statistico. ² Procedimento di destagionalizzazione X11 Arima dell'US Census Board. ³ Spread sul Libor delle nuove operazioni in dollari USA. Gli spread sono ponderati in base al valore nominale dell'operazione.

Fonti: Capital DATA; BRI.

secondo trimestre erano stati fra i maggiori mutuatari non bancari, sono diminuiti di \$11 miliardi.

I crediti al Giappone sono diminuiti di ulteriori 13 miliardi, principalmente a causa della perdurante liquidazione di posizioni verso residenti contabilizzate attraverso le dipendenze di banche giapponesi a Hong Kong e in altri centri offshore. Per contro, i flussi creditizi a favore del settore non bancario in Europa sono ridivenuti positivi, con un incremento di \$38 miliardi.

... tra cui le società telecom

Buona parte di questo recupero è riconducibile al finanziamento del settore telecom. Nel terzo trimestre sono stati allestiti ingenti prestiti consorziali a favore di società telecom in diversi paesi europei³. Secondo le statistiche bancarie su base locale, il settore non bancario di questi paesi – specie Francia, Paesi Bassi, Regno Unito e Finlandia – è stato il maggiore destinatario di finanziamenti internazionali, è ciò fa ritenere che le linee di credito siano state almeno in parte utilizzate.

I prestiti sono prevalentemente denominati in euro ...

Sul totale dei prestiti internazionali al settore non bancario in Europa, il 50% è provenuto da banche residenti nel Regno Unito e la restante metà da banche nell'area dell'euro, soprattutto in Germania. Pur essendo state fra le principali destinatarie dei depositi dei paesi in via di sviluppo, pare che queste banche non abbiano utilizzato tali fondi per il finanziamento di residenti non bancari europei nel terzo trimestre. La principale valuta di denominazione dei depositi dei paesi in via di sviluppo è stato il dollaro USA, seguito a notevole distanza dall'euro, con una quota inferiore al 15%. Per contro, nello stesso periodo i prestiti internazionali al settore non bancario nell'area dell'euro sono stati per lo più denominati nella valuta europea, così come buona parte dei finanziamenti all'omologo settore nel Regno Unito (altrimenti denominati soprattutto in sterline).

... in parte per effetto dei flussi circolari via Londra

La maggior parte dei fondi in euro a favore di operatori non bancari europei nel terzo trimestre non è provenuta dai paesi in via di sviluppo, bensì dall'interno dell'area dell'euro. Nel trimestre precedente le banche dell'area avevano trasferito alle loro dipendenze nel Regno Unito ingenti fondi in euro, che paiono essere stati in parte impiegati nel trimestre successivo per finanziare il settore non bancario. Questi flussi circolari sono stati per lo più all'origine dell'espansione delle posizioni in euro sul mercato bancario internazionale nel secondo e terzo trimestre (tabella II.1.3).

Restano sostenuti gli acquisti di titoli USA ed europei

Nel terzo trimestre le banche hanno continuato ad acquistare ingenti volumi di titoli di debito e di capitale (tabella II.1.2). Ripristinando una tendenza di lungo periodo, la quota maggiore degli acquisti ha riguardato i titoli europei, sopravanzati nel trimestre precedente da quelli USA. Gli investimenti internazionali delle banche in titoli emessi da residenti europei sono ammontati a \$43 miliardi, contro \$31 miliardi in titoli USA.

³ Cfr. "I prestiti consorziali nel terzo trimestre 2000", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre 2000.

Struttura per valute del credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI¹

in miliardi di dollari

	1998	1999		2000			Stock a fine sett. 2000	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Dollaro USA	121,7	28,6	23,8	96,0	113,7	68,7	79,1	4 177,4
Euro ²	415,8	487,1	159,3	8,2	240,5	41,6	63,2	2 724,5
<i>di cui: intra-euro 11</i>	160,7	352,1	87,8	7,3	104,0	- 9,3	20,8	1 199,9
Yen	- 24,8	-198,8	-25,8	27,7	11,7	28,6	- 8,1	876,2
Sterlina	44,0	12,8	7,6	-15,4	46,3	3,0	20,8	449,0
Franco svizzero	4,5	20,1	6,2	- 0,4	28,9	-30,5	7,7	227,1
Altre e non classificate	-281,1	- 88,0	-40,8	- 0,1	0,6	1,0	20,8	1 670,6
Totale attività internazionali	280,1	261,8	130,1	116,0	441,7	112,4	183,6	10 124,8
<i>Per memoria:</i>								
<i>attività in valuta estera verso residenti³</i>	- 9,1	45,9	28,2	-26,5	128,2	29,0	9,0	1 284,6

¹ Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. ² I dati comprendono le operazioni transfrontaliere in euro tra residenti dell'area dell'euro. I dati per il 1998 si riferiscono a cinque valute confluite nell'euro (BEF, DEM, FRF, ITL e NLG) più l'ecu, che in precedenza erano classificate separatamente. Le variazioni per il 1° trimestre 1999 sono corrette su base stimata in modo da escludere i dati relativi a sei valute confluite nell'euro (ATS, ESP, FIM, IEP, LUF e PTE) che in precedenza non erano classificate separatamente, bensì comprese in "Altre e non classificate". ³ Cfr. la tabella 5D dell'Allegato statistico per una scomposizione per valute delle attività in valuta estera verso residenti. Tabella II.1.3

Analogamente al secondo trimestre, le banche in Giappone hanno effettuato gli acquisti maggiori (\$39 miliardi), di cui i due terzi in titoli statunitensi. Secondo i dati del Tesoro USA (US Treasury International Capital), i residenti giapponesi, per lo più banche, hanno investito un ammontare record di \$8 miliardi in titoli di agenzie federali, equivalente a quasi un terzo dei loro acquisti netti di titoli USA di debito e di capitale.

Le banche giapponesi investono in titoli USA ...

Gli acquisti da parte delle banche giapponesi di titoli emessi da residenti europei hanno totalizzato \$12 miliardi, in linea con l'attività del secondo trimestre. Una quota significativa del totale è stata investita in Bund e Pfandbriefe tedeschi. Nel secondo trimestre i loro investimenti in obbligazioni internazionali in yen, incluse le emissioni di società telecom, effettuati tramite conti fiduciari anziché attraverso il proprio portafoglio di negoziazione, avevano concorso a un aumento significativo delle attività delle banche verso il settore non bancario in Europa⁴. Nel trimestre successivo, tuttavia, tali acquisti hanno segnato un marcato rallentamento, così come le emissioni di questi titoli. Ciò ha contribuito a una riduzione di \$8 miliardi delle posizioni sull'estero in yen, dopo diversi trimestri di espansione (tabella II.1.3).

... ma riducono gli acquisti di obbligazioni in euroyen

⁴ Nelle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale, le posizioni delle banche giapponesi includono gli investimenti effettuati tramite conti fiduciari amministrati da banche. Benché segnalate come attività delle banche giapponesi, queste poste non rappresentano esposizioni dirette, poiché il rischio resta a carico del titolare del conto fiduciario. Per maggiori dettagli sul trattamento dei conti fiduciari nelle statistiche sull'attività bancaria internazionale della BRI, cfr. *Guide to the International Banking Statistics*, disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

Ridefinizione delle statistiche consolidate della BRI sull'attività bancaria

Ingo Fender e Allen Frankel

Da diversi anni il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) rappresenta l'organo di sorveglianza per le statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale. Un principio informatore del CSFG è che le statistiche dovrebbero essere periodicamente rivedute in modo da preservare la loro funzione di fonte primaria di informazioni pubbliche sugli sviluppi dei mercati finanziari internazionali. L'affidabilità delle statistiche finanziarie costituisce un requisito necessario, anche se non sufficiente, per sostenere processi decisionali bene informati da parte dei settori privato e pubblico. Ciò premesso, e facendo seguito al lavoro precedentemente svolto dal Comitato sulla scia della crisi finanziaria asiatica, il CSFG ha istituito nell'autunno 1999 un gruppo di lavoro con il compito di valutare l'opportunità di apportare modifiche alle attuali statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale. Il Comitato era particolarmente interessato a estendere le rilevazioni alle esposizioni in strumenti derivati, cresciute rapidamente negli anni recenti fino a raggiungere oggi una quota significativa del totale delle posizioni bancarie internazionali.

Il gruppo sulle statistiche bancarie internazionali della BRI, presieduto da Satoshi Kawazoe della Banca del Giappone, ha recentemente pubblicato un rapporto con le conclusioni del proprio lavoro^①. Esso ha convenuto che le statistiche consolidate, sull'attività bancaria dovrebbero coprire, nei limiti del possibile, tutti i principali aspetti delle esposizioni delle istituzioni finanziarie, fra cui le garanzie di terzi, le linee di credito condizionali non utilizzate e gli impegni fuori bilancio. Inoltre, il gruppo ha proposto di modificare l'impostazione delle statistiche consolidate, in modo da adottare la segnalazione dettagliata di dati raccolti sulla base del rischio ultimo – escludendo cioè le garanzie personali – nell'intento di sviluppare un sistema statistico coerente con le prassi di gestione del rischio delle banche commerciali. Al tempo stesso, data la rilevanza che queste informazioni assumono per i controlli incrociati sulla compilazione delle statistiche relative al debito esterno a livello di singoli paesi, il gruppo di lavoro ha reiterato l'importanza delle rilevazioni sulla base della residenza del mutuatario immediato. Alla luce di queste considerazioni, il gruppo ha raccomandato le misure seguenti:

- (i) la BRI dovrebbe ristrutturare le proprie statistiche bancarie consolidate in modo da presentare i dati in base al rischio ultimo, pur continuando a raccogliere e pubblicare le statistiche principali sulla base del mutuatario immediato;
- (ii) la decorrenza per le nuove serie di dati dovrebbe essere fissata a fine 2004;
- (iii) la BRI dovrebbe rivedere la sua presentazione dei dati sugli impegni, in modo da accentuarne l'interpretazione come misura di una fonte eventuale di finanziamento dei mutuatari, e quindi del rischio di credito.

Il Rapporto Kawazoe sollecitava inoltre l'istituzione di un gruppo di esperti in statistica provenienti da banche centrali, con il compito di affrontare le implicazioni pratiche delle raccomandazioni in esso contenute. Nell'ottobre 2000 è stata tenuta presso la BRI la riunione inaugurale di tale gruppo, durante la quale i partecipanti hanno avuto un primo scambio di vedute su un progetto che stabilisce i dati da raccogliere e il livello di analiticità delle disaggregazioni.

Va rilevato che le raccomandazioni del gruppo di lavoro concordano pienamente con quelle di altri organismi internazionali, quali il Comitato per la vigilanza bancaria del Sistema europeo di banche centrali e il Forum per la stabilità finanziaria. Esse sono state pertanto accolte come un ulteriore passo avanti nello sviluppo di statistiche bancarie consolidate quale fonte di informazioni aggregate coerente e compatibile con le procedure interne di misurazione del rischio delle banche. In tal senso, è auspicabile che i miglioramenti delle statistiche favoriscano le iniziative, avviate da un'ampia gamma di organismi nazionali e internazionali, volte a innalzare la trasparenza a sostegno della stabilità finanziaria mondiale, mantenendo al tempo stesso la connotazione delle statistiche bancarie internazionali della BRI quale fonte primaria di informazioni per gli operatori dei mercati finanziari internazionali.

^① Cfr. *Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics* (Rapporto Kawazoe), Comitato sul sistema finanziario globale, Basilea, settembre 2000, disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

Possibile presentazione dei dati sulla base del rischio ultimo secondo il Rapporto Kawazoe (raffronto con la presentazione attuale)	
<i>A. Attuale presentazione dei dati sulla base del mutuatario immediato (a novembre 2000)</i>	<i>B. Possibile presentazione dei dati sulla base del rischio ultimo (da fine 2004)</i>
<i>Attività internazionali consolidate delle banche dichiaranti alla BRI</i>	<i>Esposizioni internazionali consolidate delle banche dichiaranti alla BRI¹</i>
Attività internazionali contrattuali dichiarate sulla base del mutuatario immediato	Attività internazionali dichiarate sulla base del rischio ultimo. Per settore
<i>A1. Scomposizione per scadenze</i> ➤ -1 anno, 1-2 anni, oltre 2 anni, non classificate	<i>B1. Banche</i> ➤ scomposizione per scadenze
<i>A2. Scomposizione per settore</i> ➤ banche, settore pubblico, settore privato non bancario, non classificate	<i>B2. Settore privato non bancario</i> ➤ scomposizione per scadenze
<i>A3. Totale</i>	<i>B3. Settore pubblico</i> ➤ scomposizione per scadenze
	<i>B4. Valore di mercato dei derivati OTC</i> (dichiarati sulla base del rischio ultimo)
<i>A4. Aperture di credito non utilizzate e linee in appoggio all'emissione di titoli</i>	<i>B5. Misura base delle esposizioni delle banche dichiaranti</i> (B1 + B2 + B3 + B4)
<i>A5. Posizioni in moneta locale delle affiliate estere di banche dichiaranti nei confronti di residenti</i> ➤ attività e passività	<i>B6. Linee di credito condizionali</i> (possibile scomposizione per settore)
<i>A6. Esposizione netta delle banche²</i> (per memoria, sulla base del rischio ultimo)	<i>B7. Misura base delle esposizioni delle banche dichiaranti a fronte di circostanze eccezionali</i> (B5 + B6)
¹ La voce B5 corrisponde grosso modo alla voce A6 delle statistiche attuali, con l'aggiunta delle esposizioni bancarie in strumenti derivati (indicate alla posizione B4). La voce B6 vuole rappresentare dati più omogenei di quelli dell'attuale voce A4, mentre la B7 intende rispecchiare l'importanza dei crediti condizionali. ² La voce A6 delle statistiche attuali è ottenuta sottraendo dal totale contrattuale (voce A3) le garanzie nette di terzi.	

2. Il mercato internazionale dei titoli di debito

In presenza di ulteriori ampliamenti degli spread creditizi nel quarto trimestre 2000, le modalità di raccolta sui mercati internazionali dei titoli di debito si sono adeguate alle difficili condizioni del credito. In termini aggregati, le emissioni nette hanno toccato \$328 miliardi (tabella II.2.1), con un aumento del 21% rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, tale incremento si è concentrato nel segmento a breve, mentre i collocamenti a tasso fisso a lungo termine sono diminuiti notevolmente. Inoltre, gli investitori hanno mostrato una preferenza per i mutuatari a più alto rating. Anche le emissioni nette dei paesi

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati dei titoli di debito internazionali								
in miliardi di dollari USA								
	1999	2000	1999	2000				Stock a fine dic. 2000
	Anno	anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 215,1	1 138,2	205,5	260,5	280,3	269,8	327,7	6 277,8
Strumenti del mercato monetario ¹	66,4	122,0	17,3	1,2	24,4	14,9	81,6	370,1
Obbligazioni e notes ¹	1 148,8	1 016,2	188,3	259,3	255,9	254,9	246,1	5 907,7
<i>A tasso variabile</i>	333,1	333,2	72,0	78,1	91,5	78,0	85,6	1 521,0
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	784,5	674,5	110,4	180,6	163,0	176,4	154,6	4 151,7
<i>Collegate ad azioni</i>	31,1	8,4	5,9	0,7	1,4	0,5	5,9	235,0
Paesi sviluppati	1 136,5	1 065,6	191,6	232,6	267,5	252,8	312,6	5 363,8
<i>Area dell'euro</i>	490,6	535,0	93,4	115,3	139,1	121,8	158,9	2 181,7
<i>Giappone</i>	2,7	- 34,6	- 6,7	-13,2	- 2,7	-11,7	- 6,9	281,6
<i>Stati Uniti</i>	481,8	407,5	82,1	86,3	92,2	124,5	104,5	1 703,6
Centri offshore	13,0	16,1	3,0	1,6	3,2	6,7	4,6	77,1
Paesi in via di sviluppo	41,0	34,1	12,2	22,2	3,1	8,0	0,8	454,8
Istituzioni internazionali	24,6	22,4	- 1,3	4,1	6,4	2,2	9,7	382,0
Settore privato	996,5	894,2	173,0	194,8	238,2	202,1	259,1	4 652,9
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	645,0	622,3	114,9	159,2	159,6	116,2	187,3	3 079,4
<i>Imprese private</i>	351,6	271,9	58,1	35,6	78,6	86,0	71,8	1 573,5
Settore pubblico ³	194,0	221,6	33,8	61,6	35,7	65,4	58,9	1 242,9
<i>Amministrazioni centrali</i>	36,0	26,4	10,7	14,5	10,1	2,6	- 0,9	469,0
<i>Altri enti pubblici</i>	158,0	195,2	23,1	47,1	25,5	62,7	59,8	773,9

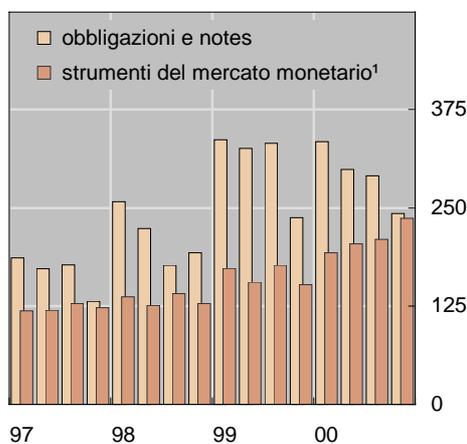
¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ³ Escluse le istituzioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella II.2.1

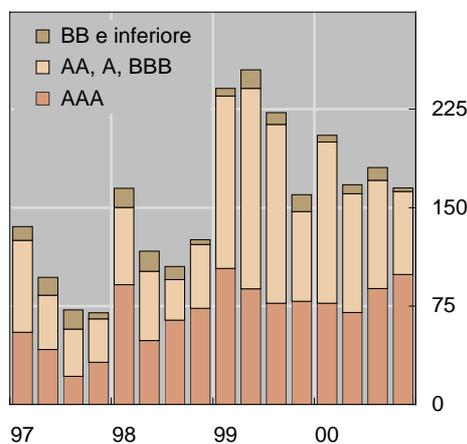
Emissioni internazionali annunciate per scadenza e classe di rating

in miliardi di dollari USA

Emissioni ordinarie a tasso fisso



Obbligazioni con rating²



¹ Escluse le emissioni rimborsate nello stesso trimestre. ² Comprese le obbligazioni con documentazione EMTN.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico II.2.1

in via di sviluppo hanno subito una flessione. Se l'attività di emissione nel segmento a lungo termine non ha registrato un rallentamento ancora maggiore lo si deve al fatto che le banche europee più quotate e le agenzie federali USA hanno mantenuto una forte presenza sul mercato primario. Sembra inoltre che alcuni grandi mutuatari, prevedendo un ulteriore peggioramento delle condizioni del credito, abbiano anticipato i piani di emissione. Grazie all'attività relativamente sostenuta del quarto trimestre, le emissioni nette totali sono salite a \$1 138 miliardi lo scorso anno, una cifra di poco inferiore a quella del 1999. In realtà, nel 2000 le emissioni lorde annunciate sui mercati delle obbligazioni e notes internazionali, pari a \$1 778 miliardi, hanno superato quelle dell'anno precedente (tabella II.2.2), ma su base netta l'ammontare risulta inferiore a causa del più elevato volume di rimborsi.

Gli ampi spread creditizi spingono i mutuatari verso il mercato monetario

Gli elevati differenziali di credito sugli strumenti a lungo termine hanno spinto l'attività di raccolta verso il segmento a breve della struttura per scadenze, dove l'aumento degli spread non è stato altrettanto pronunciato. Le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso sono scese da \$176 miliardi del terzo trimestre a \$155 miliardi nel quarto, che è risultato pertanto il trimestre più debole dell'anno. Il calo dei collocamenti a lungo termine nel periodo sotto rassegna è stato più che compensato da un'ondata di emissioni nette sul mercato monetario, salite a \$82 miliardi, un ammontare pari a oltre cinque volte quello del trimestre precedente. Tale importo è la risultante di un

La raccolta a breve compensa ampiamente il calo delle emissioni a lungo termine

incremento nelle emissioni lorde (passate a \$237 miliardi, diagramma di sinistra del grafico II.2.1) e di un calo dei rimborsi, e ciò fa ritenere che alcuni prenditori abbiano preferito rinnovare le loro obbligazioni a breve anziché rifinanziarle con titoli a lungo termine. La ricomposizione intorno alle scadenze brevi prodottasi nel quarto trimestre ha disegnato il profilo dell'attività di finanziamento per il 2000: le emissioni nette di strumenti del mercato monetario si sono quasi raddoppiate rispetto all'anno precedente, mentre quelle ordinarie a tasso fisso a lungo termine hanno subito una marcata contrazione.

La crescita della raccolta sul mercato monetario ha coinciso con una ripresa dell'intermediazione bancaria. Le banche commerciali si sono confermate come le principali emittenti nel comparto a breve, con il 55% dei collocamenti lordi del mercato monetario nel quarto trimestre. È probabile che questi fondi abbiano contribuito all'estensione dei crediti bancari ad altri prenditori. Nondimeno, talune società si sono rivolte direttamente al mercato monetario, in particolare a quello dell'eurocommercial paper, dove le emissioni societarie lorde sono salite da \$49 miliardi nel terzo trimestre a \$57 miliardi nel quarto. Due dei maggiori mutuatari, GE Capital e GMAC International Finance, hanno fatto ricorso alla carta commerciale denominata in euro, il che ha consentito loro di evitare le difficoltà presenti nell'omologo segmento in dollari USA in dicembre.

Il rallentamento della raccolta a lungo termine è stato particolarmente evidente per gli emittenti a più basso rating. Fra i collocamenti quotati, le emissioni lorde di qualità bancaria inferiori a tripla A sono diminuite da \$82 a 64 miliardi (diagramma di destra del grafico II.2.1). La flessione è stata ancor più marcata per le emissioni annunciate nella categoria speculativa, scese nel periodo in esame ad appena il 27% dell'importo del trimestre precedente. Al tempo stesso, i collocamenti lordi di società quotate tripla A sono saliti da \$89 a 99 miliardi. Il rallentamento dell'attività sarebbe stato ancor più pronunciato se alcuni mutuatari non avessero anticipato i loro piani di emissione nel timore di un ulteriore deterioramento delle condizioni agli inizi del 2001. Ad esempio, Citigroup ha lanciato in dicembre emissioni a tasso fisso a due, cinque e dieci anni per un ammontare di oltre \$4 miliardi nell'intento, secondo fonti di mercato, di evitare il rischio di un successivo ampliamento dei differenziali.

Aumentano le
emissioni lorde
delle società
quotate tripla A ...

Le agenzie federali USA mantengono il loro dinamismo, mentre il settore telecom resta in disparte

Il vigore dell'attività di emissione nella classe superiore di rating durante il quarto trimestre 2000 è principalmente riconducibile alle agenzie federali, che hanno raccolto \$60 miliardi netti, una cifra prossima all'ammontare record del terzo trimestre. Le sole emissioni lorde delle agenzie federali di credito ipotecario USA sono ammontate a \$48 miliardi, di cui \$25 miliardi di

obbligazioni e notes collocate da Fannie Mae e \$23 miliardi da Freddie Mac⁵. Quest'ultimo ha lanciato sul mercato dell'euro un prestito obbligazionario per €5 miliardi con scadenza 15 gennaio 2006. Lo scorso anno le emissioni totali nette delle agenzie federali (\$196 miliardi), sono aumentate del 28% rispetto al 1999. Anche le banche europee ad alto rating sono state attive prenditrici. KfW International Finance, sussidiaria statunitense di una banca tedesca per lo sviluppo regionale quotata tripla A, ha lanciato diverse emissioni a tasso fisso in dollari e sterline, per un ammontare complessivo di oltre \$10 miliardi.

... grazie ai massicci collocamenti delle agenzie di credito ipotecario USA

Per contro, l'attività di raccolta delle società di telecomunicazione ha continuato a rallentare, di fronte allo scarso interesse degli investitori e all'aumento degli spread. Dopo il massimo toccato nel secondo trimestre 2000, le emissioni lorde del settore telecom sono scese al livello più basso nel quarto, sebbene esso rappresenti ancora – con \$19 miliardi di nuovi prestiti annunciati – un aumento del 22% rispetto all'ultimo trimestre del 1999. Più della metà delle emissioni lorde del periodo in esame è costituita da un prestito

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	1999	2000	1999	2000			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	1 768,5	1 777,6	352,3	471,5	451,8	464,9	389,4
A tasso variabile	484,9	564,2	102,2	125,6	143,6	157,7	137,2
Ordinarie a tasso fisso	1 231,5	1 166,4	237,5	333,9	298,5	291,1	242,9
Collegate ad azioni ¹	52,1	47,1	12,6	12,1	9,6	16,1	9,3
Dollaro USA	775,4	752,2	132,0	198,2	183,1	210,8	160,1
Euro	676,5	607,4	139,5	170,9	147,4	145,5	143,5
Yen	118,9	201,9	36,7	48,8	75,6	49,7	27,9
Altre valute	197,7	216,2	44,2	53,7	45,6	58,9	57,9
Settore privato	1 373,9	1 372,7	279,7	355,0	366,9	350,4	300,5
Istituzioni finanziarie ²	896,8	932,0	184,7	262,5	230,8	228,3	210,4
Imprese private	477,1	440,7	95,0	92,4	136,1	122,1	90,1
di cui: società telecom	84,3	113,8	15,7	24,7	46,7	23,2	19,2
Settore pubblico	316,8	335,3	57,7	96,9	64,7	100,0	73,7
Amministrazioni centrali	94,2	66,8	17,1	27,3	16,2	18,0	5,3
Altri enti pubblici	222,6	268,5	40,6	69,5	48,6	81,9	68,5
Istituzioni internazionali	77,8	69,6	14,9	19,7	20,1	14,5	15,2
Emissioni perfezionate	1 773,0	1 776,7	387,1	448,9	445,4	466,5	415,9
Rimborsi	624,2	760,6	198,8	189,6	189,5	211,6	169,8

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella II.2.2

⁵ Le agenzie federali USA hanno beneficiato di una sostenuta domanda di titoli, in parte perché questi ultimi sono ritenuti validi succedanei dei titoli del Tesoro. Cfr. il riquadro "Riserve in dollari USA: quanto è dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali?" alle pagine 33-35.

obbligazionario per \$10 miliardi lanciato da British Telecom, cui va aggiunto un collocamento di France Telecom per \$4,6 miliardi destinato a rifinanziare il suo debito a breve in Europa. In termini lordi, la provvista del settore telecom per l'intero 2000 si è ragguagliata a \$114 miliardi, con un aumento del 35% rispetto al 1999, e rappresenta il 6% circa del totale delle emissioni dell'anno.

Gli emittenti continuano a preferire il dollaro USA

Riprendono quota le emissioni denominate in euro

Proseguendo la tendenza descritta nelle precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, i mutuatari hanno mostrato di anteporre il dollaro USA all'euro come moneta di denominazione, sebbene con un margine di preferenza più ristretto che in passato. Le emissioni nette in dollari sono ammontate a \$153 miliardi nel quarto trimestre, con un leggero incremento sul periodo precedente (tabella II.2.3). Nello stesso tempo, vi è stata una significativa ripresa dei collocamenti in euro, da \$86 a 128 miliardi, in concomitanza con l'apprezzamento della moneta unica. Ciò è dovuto in parte al fatto che nel quarto trimestre i prenditori europei hanno svolto un ruolo predominante nella raccolta di fondi e hanno emesso principalmente nella propria valuta.

Per il 2000 nel suo insieme, le emissioni nette in dollari USA (\$543 miliardi) sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al livello dell'anno precedente, mentre quelle in euro sono scese da \$571 a 441 miliardi. La forza del dollaro durante l'anno, specie nei confronti dell'euro, ha contribuito a tale dinamica, dal momento che gli emittenti hanno ripristinato la tendenza a emettere in valute forti. Essi si erano discostati da tale comportamento nel 1999, facendo maggiore ricorso all'euro anziché al dollaro, forse nell'intento di instaurare la propria presenza nel nuovo segmento valutario.

I mutuatari dei mercati emergenti riducono la raccolta

Le emissioni nette scendono a meno di \$1 miliardo

Come osservato nel "Quadro generale degli sviluppi", gli indici del debito dei mercati emergenti hanno evidenziato un aumento generalizzato degli spread sovrani nel quarto trimestre, ma vi sono state al tempo stesso notevoli differenze da paese a paese. Ciò sta a indicare che gli investitori sono stati alquanto selettivi nelle loro valutazioni dell'affidabilità creditizia dei vari mercati emergenti. In un tale contesto, le emissioni nette di titoli di debito internazionali dei paesi in via di sviluppo sono calate da \$8 miliardi nel terzo trimestre 2000 a meno di \$1 miliardo nel quarto (tabella II.2.1). Alcuni paesi si sono rivolti al mercato nonostante gli ampi spread creditizi, mentre altri si sono astenuti, pur potendo beneficiare di condizioni favorevoli. Su base netta, i collocamenti sono scesi a \$34 miliardi nel 2000, con una flessione del 17% rispetto al 1999; la maggior parte della raccolta si è concentrata nel primo trimestre dello scorso anno.

Per le economie confrontate a spread relativamente ampi, un modo per ridurre i costi di finanziamento era quello di raccogliere fondi in una valuta a basso tasso d'interesse. Due paesi, in particolare, si sono rivolti al mercato samurai: la Repubblica di Turchia, che è riuscita a emettere un prestito

triennale per ¥50 miliardi a un tasso fisso del 3,0%, e la Repubblica federale del Brasile, che ha collocato titoli per ¥60 miliardi con scadenza a oltre cinque anni e cedola fissa del 4,75%. Se non coperte da swaps su valute, queste transazioni sono esposte a un rischio valutario nella misura in cui lo yen si apprezza nei confronti delle monete in cui sono denominati i proventi delle esportazioni dei due paesi.

Brasile e Turchia si rivolgono al mercato samurai

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica ¹								
in miliardi di dollari USA								
		1999	2000	1999	2000			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Europa	Dollaro USA	54,9	176,6	0,5	33,1	35,9	40,3	67,2
	Euro	488,5	378,5	98,9	100,7	98,7	68,9	110,2
	Yen	6,2	43,6	2,5	3,7	31,1	7,6	1,2
	Altre valute	77,7	87,5	12,0	19,5	14,6	22,0	31,3
Nord America	Dollaro USA	435,5	320,5	72,9	67,9	71,4	102,6	78,7
	Euro	45,6	47,7	7,4	8,9	8,7	15,0	15,0
	Yen	- 1,3	16,0	0,3	5,2	4,6	2,5	3,8
	Altre valute	15,1	14,6	2,5	2,3	0,8	3,4	8,0
Altri	Dollaro USA	54,5	45,7	2,0	21,8	11,1	5,6	7,2
	Euro	36,9	14,8	9,3	5,2	4,8	1,6	3,3
	Yen	- 12,1	- 21,0	- 4,3	- 10,5	- 3,8	- 3,4	- 3,3
	Altre valute	13,5	13,7	1,4	2,6	2,5	3,5	5,1
Totale	Dollaro USA	545,0	542,7	75,4	122,8	118,4	148,5	153,1
	Euro	571,0	441,0	115,7	114,8	112,1	85,5	128,5
	Yen	- 7,2	38,7	- 1,6	- 1,6	31,8	6,7	1,7
	Altre valute	106,3	115,9	15,9	24,5	17,9	29,0	44,4

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella II.2.3

I paesi in via di sviluppo dell'Asia, continuando a registrare eccedenze dei conti correnti, non hanno avuto particolare interesse a finanziarsi sui mercati internazionali, pur potendo fruire di differenziali relativamente attraenti. Un'eccezione di rilievo fra i mutuatari sovrani di quest'area è la Federazione della Malaysia, che ha collocato €650 milioni di titoli quinquennali. Le società di telecomunicazione figurano tra gli altri grandi prenditori della regione; fra di esse, China Mobile (\$690 milioni) e Telekom Malaysia Global (\$300 milioni). Anche se taluni paesi – come la Thailandia – sono usciti dalla crisi del 1997, alcune delle loro società sono tuttora alle prese con problemi di sovraindebitamento e non sono pertanto in condizione di accedere al mercato dei capitali.

Riserve in dollari USA: quanto è dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali?

Ben S. C. Fung e Robert N. McCauley

Le banche centrali detengono quasi la metà dei \$1,2 trilioni di titoli del Tesoro USA nei portafogli di non residenti negli Stati Uniti e oltre un decimo delle consistenze totali in essere. Sebbene esse stiano riducendo la loro quota di riserve in dollari investite in tali titoli^①, è probabile che continueranno a essere importanti detentrici ancora per un certo tempo. Contemporaneamente, è in atto un loro spostamento verso i titoli di agenzie federali USA.

Data la prospettiva di una contrazione dei titoli del Tesoro USA in essere, il grado di dinamismo con cui le banche centrali gestiscono i loro portafogli può avere implicazioni per la liquidità del mercato. Una banca centrale che sottoscrive in asta un titolo del Tesoro USA e lo rivenda solo alla scadenza, attuando in tal modo una rigida strategia di "buy and hold", può produrre sulla liquidità di mercato un effetto analogo a quello di un riscatto del debito da parte dell'emittente. Il quesito che si pone è quanto sia dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali rispetto a quella di altri investitori non residenti, e se in prospettiva tale dinamismo sia in aumento o in diminuzione.

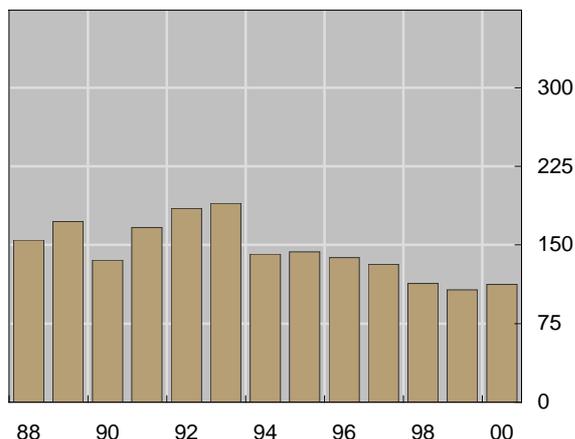
Turnover dei titoli del Tesoro USA

A livello aggregato, pur non seguendo la strategia di "buy and hold" sopra descritta, le banche centrali gestiscono i loro portafogli di titoli del Tesoro USA in modo molto meno attivo di altri investitori esteri. Il grafico seguente mostra l'indice annuo di rotazione - espresso come rapporto fra la media delle vendite e degli acquisti lordi e lo stock in essere - nel portafoglio di titoli del Tesoro USA di non residenti negli Stati Uniti tra il 1988 e il 2000^②. Il turnover medio per le banche centrali in questo periodo è del 145%, con un minimo di poco più del 100% e un massimo del 190%; ciò starebbe a indicare che le banche

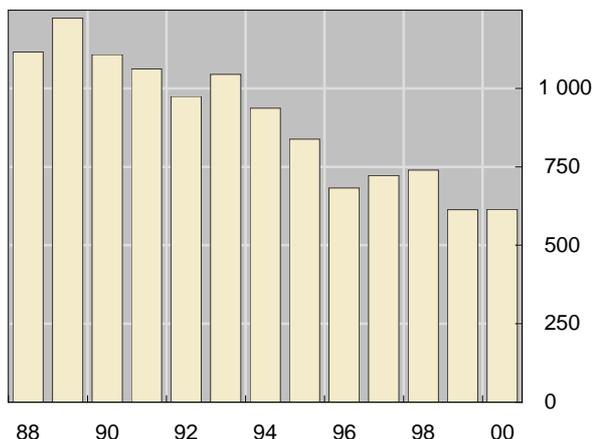
Indice di rotazione dei titoli del Tesoro USA detenuti da investitori residenti al di fuori degli Stati Uniti

in percentuale

Banche centrali



Altri detentori



Fonte: Dipartimento del Tesoro USA.

^① Cfr. Fung e McCauley, "Composizione delle riserve valutarie in dollari USA per strumento", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre 2000, pagg. 66-67. ^② Per il 2000 i dati sono disponibili solo per il primo semestre; l'indice di rotazione è stato pertanto calcolato su base annualizzata.

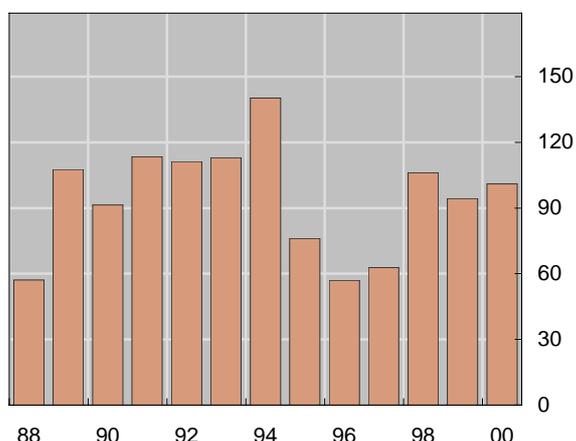
centrali non detengono fino alla scadenza tutti i titoli del Tesoro di loro proprietà. Tale indice è molto inferiore al 900% registrato in media per gli altri detentori. Poiché fra questi figurano gli hedge funds, la forte crescita di tale categoria di investitori nell'arco del decennio ha avuto la tendenza a dilatare gli scambi. Nondimeno, l'indice di rotazione per le banche centrali corrisponde soltanto a circa un sesto di quello relativo ad altri detentori.

Negli anni recenti le banche centrali hanno attuato una gestione meno attiva dei loro portafogli di titoli del Tesoro USA. Per gli anni novanta l'indice di rotazione presenta il profilo di una U capovolta, con un picco intorno al 1993. Pare esservi una correlazione positiva fra turnover e dinamica dei prezzi obbligazionari; nel 1994, per esempio, alla diminuzione dei volumi si è associata un'ondata di vendite sui mercati delle obbligazioni USA in quell'anno. Dopo aver toccato il massimo nel 1993, l'indice di rotazione si è quasi dimezzato, attestandosi appena al disopra del 100% negli ultimi anni.

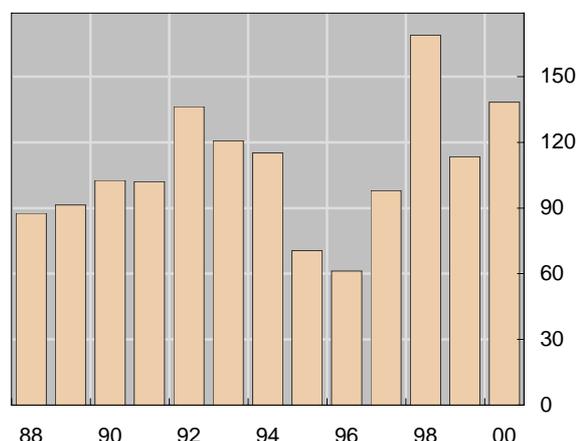
Indice di rotazione dei titoli di agenzie federali USA detenuti da investitori residenti al di fuori degli Stati Uniti

in percentuale

Banche centrali



Altri detentori



Fonti: Dipartimento del Tesoro USA; Dipartimento del Commercio USA; elaborazioni degli autori.

Attualmente gli investitori esteri stanno riducendo il loro portafoglio di titoli del Tesoro più rapidamente delle banche centrali. Questa ricomposizione nel gruppo degli investitori non residenti a favore delle meno dinamiche banche centrali accentua il calo del turnover. Presi nel loro insieme, tali fattori potrebbero ridurre ulteriormente la liquidità del mercato in un contesto di offerta calante di titoli del Tesoro USA.

Turnover dei titoli di agenzie federali USA

La gestione dei titoli di agenzie USA da parte delle banche centrali risulta leggermente meno attiva di quella di altri non residenti. Il grafico precedente mostra l'indice di rotazione di questi titoli nei portafogli della totalità degli investitori residenti al di fuori degli Stati Uniti. Per le banche centrali l'indice medio è di poco inferiore al 100% (con un minimo del 50% e un massimo del 140%), e quindi leggermente più basso del 108% degli altri non residenti.

In anni recenti le banche centrali hanno mostrato un maggiore dinamismo nella gestione di questi portafogli, dopo il rallentamento fatto registrare verso la metà degli anni novanta. L'indice di rotazione si era quasi triplicato fra il 1988 e il 1994, raggiungendo in quest'ultimo anno un massimo intorno al 140%, in concomitanza con la politica di inasprimento monetario iniziata dalla Federal Reserve. Nei tre anni successivi esso si è dimezzato al 60% circa, per poi risalire - a partire dal 1998 - a livelli prossimi a quelli dei primi anni novanta. L'indice di rotazione dei titoli di agenzie USA detenuti da altri non residenti presenta un profilo e un intervallo di oscillazione analoghi; in questo caso, tuttavia, la punta massima è

stata toccata nel 1998, dopo la vicenda LTCM, e ha raggiunto il 170%. Analogamente all'aumento negli ultimi anni dell'indice di rotazione di tali titoli nei portafogli di banche centrali e di altri investitori non residenti, anche le relative consistenze risultano in costante aumento. Entrambi questi fattori potrebbero contribuire a migliorare la liquidità di mercato dei titoli delle agenzie federali USA.

In conclusione, se le attuali tendenze dovessero proseguire, le istituzioni monetarie ufficiali potrebbero presto rivelarsi più attive nella gestione di titoli di agenzie federali che non in quella dei titoli del Tesoro. Anche se le consistenze dei primi nei portafogli delle banche centrali risultano tuttora modeste rispetto ai titoli del Tesoro, negli anni recenti le istituzioni monetarie ufficiali hanno investito maggiormente in tali strumenti che non in "Treasuries". Secondo i dati del Tesoro USA, a fine 1999 le banche centrali detenevano \$422 miliardi di titoli del Tesoro, contro \$51 miliardi soltanto di titoli di agenzie federali[®], e hanno effettuato in quell'anno acquisti per \$20 miliardi di quest'ultima tipologia di titoli, mentre sono risultate venditrici nette di buoni del Tesoro per \$10 miliardi. Tali sviluppi potrebbero significare che le banche centrali utilizzano sempre più i titoli di agenzie USA per gestire la durata finanziaria del loro portafoglio complessivo, mentre in precedenza tale obiettivo veniva perseguito facendo leva sulla composizione dei titoli del Tesoro USA.

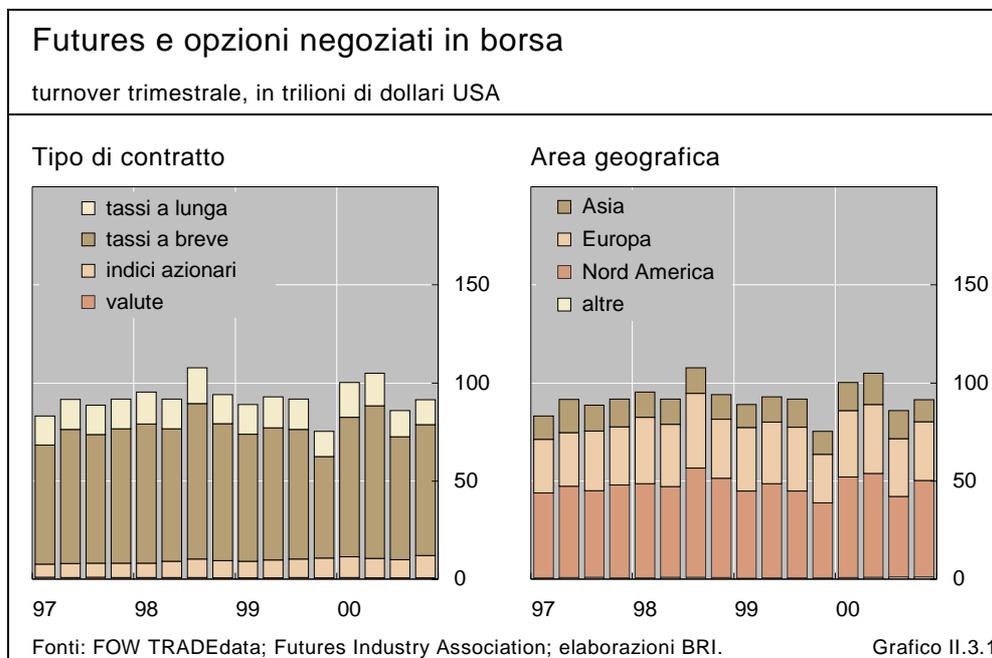
[®] È probabile che le disponibilità delle banche centrali in titoli di agenzie USA siano più elevate poiché gli acquisti di tali strumenti commercializzati attraverso canali euroobbligazionari non sono sempre rilevati nelle statistiche del Tesoro USA come vendite a banche centrali.

3. I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre 2000 il valore in dollari dell'attività sui mercati organizzati è aumentato moderatamente, grazie soprattutto ai contratti su titoli azionari. Nel segmento a reddito fisso, l'incremento del turnover in strumenti del mercato monetario ha più che compensato il calo di quello dei contratti su titoli di Stato, dando luogo a una leggera crescita complessiva. In termini aggregati, l'attività nel comparto a reddito fisso è stazionaria dal terzo trimestre 1998, con taluni contratti benchmark in espansione a scapito di altri. Per l'intero 2000 è osservabile una ripresa degli scambi dopo il rallentamento del 1999.

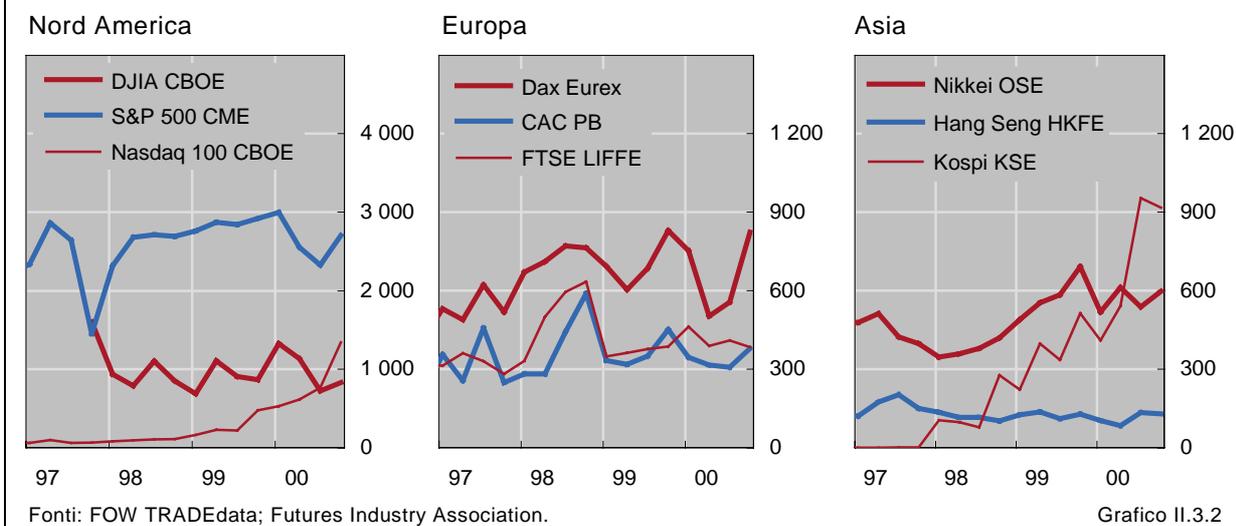
Moderato aumento delle negoziazioni di borsa

Nel quarto trimestre il valore in dollari delle operazioni realizzate in borsa sui contratti censiti dalla BRI è cresciuto del 6%, portandosi a \$91,5 trilioni. Pur facendo seguito a una netta contrazione nel terzo trimestre, tale incremento contrasta con la dinamica osservata nei due anni precedenti, durante i quali gli scambi avevano mostrato una tendenza calante nell'ultimo trimestre.



Principali futures e opzioni su azioni

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Crescita trainata dai contratti su indici azionari

Gli andamenti nei mercati azionari mondiali paiono essere stati un fattore determinante della ripresa registrata durante il trimestre. In effetti, buona parte dell'aumento complessivo del valore in dollari degli scambi è attribuibile ai contratti su indici azionari (cresciuti del 22%, a \$11,4 trilioni), la cui forte crescita nel Nord America e in Europa ha più che compensato il calo in altre aree geografiche. Le rinnovate pressioni al ribasso sui mercati azionari mondiali hanno accentuato la volatilità effettiva e implicita, spingendo gli investitori a coprire le proprie posizioni (per un'analisi più approfondita, si veda il "Quadro generale degli sviluppi"⁶). Le pressioni sono state causate dai timori connessi con un rallentamento dell'economia statunitense e dalle meno favorevoli prospettive di profitto e di crescita delle imprese tecnologiche. Nei mercati dei contratti collegati ad azioni particolarmente intense sono state le operazioni su indici tecnologici. Ad esempio, nel trimestre in esame il turnover del contratto CBOE Nasdaq 100 (basato su azioni di questo settore) è aumentato del 77% in termini di valore. Un notevole sviluppo ha registrato anche l'attività di taluni mercati derivati di recente istituzione, come la borsa valori coreana.

Intensa attività in strumenti del mercato monetario

Nello stesso periodo si è avuto un aumento meno pronunciato degli scambi in strumenti a reddito fisso (saliti del 4% a \$79,4 trilioni), con una crescita

⁶ Gli scambi complessivi di strumenti collegati ad azioni potrebbero senz'altro risultare più elevati di quanto segnalato dalle statistiche aggregate della BRI, poiché queste ultime non comprendono le opzioni su azioni singole. Anche se tali strumenti rappresentano una quota crescente di questo segmento di mercato, la mancanza di dati sul loro valore in dollari ne impedisce l'inclusione nelle statistiche BRI.

La debolezza dei mercati azionari spinge gli investitori a coprire le proprie posizioni

alquanto sostenuta nel Nord America a fronte di flessioni in Europa e in Asia. La riduzione del valore delle operazioni su titoli pubblici (del 5%, a \$12,7 trilioni) è stata più che compensata dalla maggiore attività sul mercato monetario (+6%, a \$66,7 trilioni). Anche in questo caso, i segni di decelerazione dell'economia statunitense hanno rafforzato le attese di un allentamento monetario, stimolando le contrattazioni sul mercato a breve USA (cresciute del 20%). Queste potrebbero essere state favorite anche dall'ulteriore espansione del mercato degli swap di tasso d'interesse, giacché i futures e le opzioni sull'eurodollaro – i contratti a breve più attivamente trattati – sono di impiego corrente per la copertura di swap e swaption su tassi d'interesse.

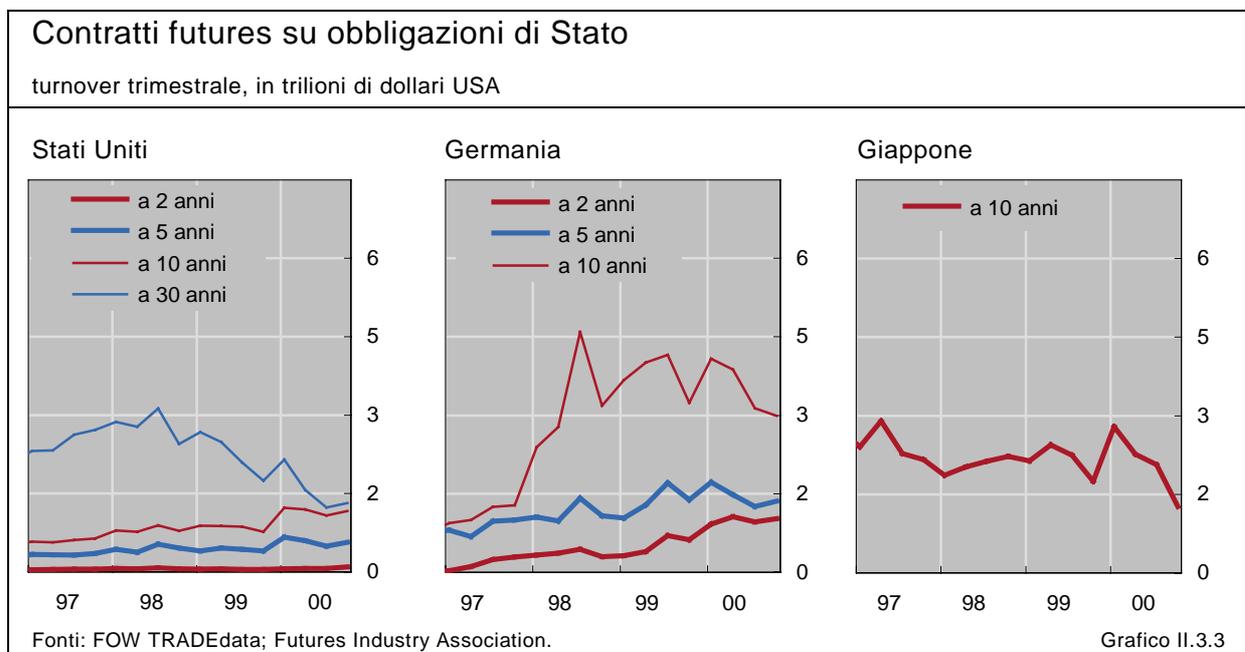
Le attese di un allentamento monetario negli USA stimolano le operazioni di mercato monetario

Spostamento dei benchmark nel settore a reddito fisso

Di fronte alla forte concorrenza del mercato OTC, l'attività a reddito fisso nei mercati organizzati ha mostrato un andamento stazionario dopo i livelli record raggiunti nel terzo trimestre 1998⁷. Negli ultimi anni sono stati pochi i contratti introdotti dalle maggiori borse ad aver incontrato un'accoglienza entusiastica, e il successo ottenuto da alcuni è andato per lo più a scapito dei benchmark tradizionali. Ciò è valso in particolare per il mercato USA, dove i rimborsi netti di titoli pubblici, insieme a uno spostamento delle emissioni verso le scadenze intermedie, hanno ridotto la liquidità del contratto sul Treasury bond, che è stato pressoché estromesso da quello sulla Treasury note decennale (per una trattazione più approfondita di questo aspetto si veda la sezione monografica "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario" alle pagine 42-49).

Taluni contratti beneficiano della riallocazione a sfavore di benchmark tradizionali

Anche in Europa vi era stata una redistribuzione dell'attività alla fine degli anni novanta, allorché Eurex si era accaparrata gran parte delle contrattazioni



⁷ Per una trattazione più approfondita, cfr. la *Rassegna trimestrale BRI*, novembre 2000.

nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti in euro, mentre il LIFFE aveva conquistato la supremazia in quello a breve. I guadagni realizzati dalle due borse nei rispettivi comparti erano dovuti alla diffusa accettazione dei loro contratti come benchmark per l'area dell'euro. Inoltre, un fenomeno simile a quello osservato sul mercato USA sembra essersi prodotto più di recente in seno all'Eurex, dove la crescita del contratto sull'euroschatz a breve termine ha parzialmente compensato il calo del contratto sull'eurobund.

L'innovazione indotta dalla minore emissione di titoli pubblici

Il riscatto di debito pubblico nel Nord America e le minori emissioni nette in Europa, assieme al crescente volume di titoli collocati dai settori parastatale e privato, sembrano destinati ad avere ulteriori conseguenze sull'attività in strumenti a reddito fisso. In primo luogo, il sempre maggiore peso delle emissioni non governative incoraggerà probabilmente le borse a introdurre contratti basati su strumenti quali obbligazioni societarie e titoli garantiti da attività. Ad esempio, nel settembre 2000 la US Bond Market Association ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di elaborare proposte per un future su obbligazioni private, mentre il CBOT ha annunciato l'imminente introduzione di contratti su titoli garantiti da ipoteca. In secondo luogo, le borse potrebbero tentare il lancio di strumenti basati su indici ampi del reddito fisso, anziché su specifici titoli pubblici o privati. Le banche di investimento hanno introdotto numerosi prodotti di questo tipo negli ultimi anni. E sebbene esistano indici generali dei titoli USA fin dagli anni ottanta, quelli più recenti offrono una copertura globale.

Resta concentrata l'attività in contratti su titoli pubblici giapponesi

Non è stata viceversa osservata, né sembra probabile, un'analogica ricomposizione dell'attività in Asia. Le negoziazioni in strumenti giapponesi a reddito fisso continuano a concentrarsi sull'obbligazione di Stato decennale, con scambi assai modesti negli altri titoli pubblici a lungo termine. L'attività in strumenti basati sulle obbligazioni di Stato giapponesi ha peraltro ristagnato negli ultimi anni, forse a causa della convinzione piuttosto diffusa che i tassi a lungo termine sono destinati a muoversi entro una fascia di valori ristretta.

Ripresa dell'attività in borsa nell'arco del 2000

Nell'insieme dell'anno 2000 il valore aggregato delle contrattazioni di borsa nei prodotti finanziari rilevati dalla BRI è aumentato del 10% rispetto all'anno precedente, portandosi a \$383 trilioni. L'espansione maggiore è stata registrata dai contratti su indici azionari, saliti del 12% a \$41 trilioni. Va peraltro notato che queste ultime cifre sottostimano verosimilmente la crescita complessiva degli strumenti collegati ad azioni, poiché le statistiche BRI non rilevano tutte le transazioni (ad esempio, non comprendono i contratti su merci e le opzioni su azioni singole). Anche i prodotti di tasso d'interesse sono cresciuti a ritmo sostenuto (+10%, a \$339 trilioni), grazie soprattutto all'aumento degli strumenti del mercato monetario. Per contro, gli scambi in contratti valutari hanno proseguito la loro flessione di lungo periodo, diminuendo dell'8% a \$2,6 trilioni. Dato che la gestione del rischio valutario continua a essere appannaggio del mercato OTC, queste operazioni rappresentano solo una quota marginale dell'attività di borsa.

Attività sulle principali borse valori nel 2000

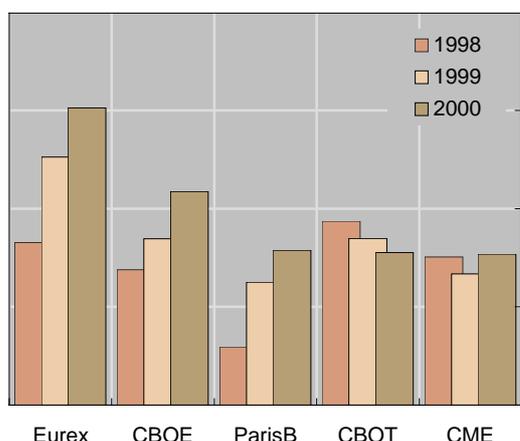
Serge Jeanneau

Non è sempre possibile un raffronto immediato fra il volume di attività delle diverse borse, poiché esso può essere misurato dal numero di contratti negoziati oppure dal valore in dollari delle transazioni. La maggior parte delle borse tende a segnalare la propria operatività in termini di numero dei contratti. Anche se è il modo più semplice per determinare il livello relativo di attività, questa misura pecca di imprecisione, poiché il taglio dei contratti può variare significativamente all'interno della stessa borsa, fra le varie borse e nel tempo. Diversamente dalla precedente sezione sui mercati derivati, gran parte dell'analisi contenuta in questo riquadro segue la prassi del mercato, considerando il numero dei contratti piuttosto che il valore in dollari. Ciò consente un raffronto per le contrattazioni in strumenti di cui non sono prontamente disponibili stime in termini di valore (soprattutto opzioni su azioni singole e contratti su merci). Si è tuttavia anche cercato di comparare l'attività delle borse sulla base del valore dei contratti. Questa comparazione rivela un quadro assai differente.

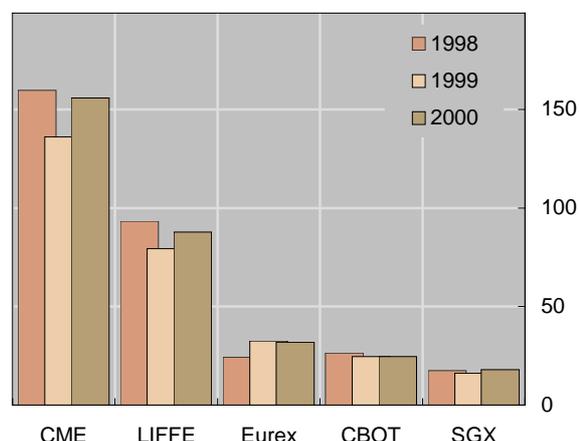
Una delle caratteristiche salienti del 2000 è stato l'ulteriore rafforzamento della posizione di Eurex come più attiva sede di contrattazione al mondo, con 445 milioni di contratti negoziati, pari a un aumento del 21%. Nel 1999 la borsa aveva tratto notevole vantaggio dall'introduzione dell'euro, che aveva determinato una concentrazione della liquidità nei contratti sui titoli di Stato tedeschi. Più di recente, essa ha saputo sfruttare la crescente importanza degli investitori al dettaglio sui mercati azionari europei, lanciando nuovi contratti su indici azionari e una serie di nuove opzioni su azioni singole di società tedesche ed europee. Inoltre, la nascita di Eurex dalla fusione tra Deutsche Terminbörse e SOFFEX nell'autunno 1998 si è tradotta in una più intensa attività sulla piazza tedesca in termini aggregati. Al tempo stesso, il CBOE è subentrato al CBOT quale seconda borsa più attiva al mondo. Il rapido sviluppo delle opzioni su titoli azionari singoli ha contribuito ad alimentare il turnover del CBOE, salito del 28%, a 326 milioni di contratti.

Volumi trattati nelle principali borse

Milioni di contratti



Miliardi di dollari USA



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

MATIF/Paris Bourse è salita dalla quinta posizione del 1999 alla terza nel 2000, con una crescita del 26% del turnover (236 milioni di contratti). L'aumento dell'attività della borsa parigina negli anni recenti è in buona parte dovuto al consolidamento delle varie sedi locali di contrattazione in una singola entità, e alla riduzione del taglio nominale dei contratti azionari. Vi ha parimenti concorso il recupero del contratto future "euronotionnel", grazie anche agli sforzi delle banche francesi per rianimare l'attività in questo strumento rispetto ai livelli modesti del 1998 e 1999.

Il CBOT è riuscito, seppure di misura, a mantenere il quarto posto nella graduatoria mondiale, nonostante il secondo calo annuo consecutivo (-8%, 233 milioni di contratti). Il future sul Treasury bond, da lungo tempo lo strumento più prestigioso della borsa statunitense, ha risentito negativamente sia di un calo dell'offerta netta di nuovi titoli del Tesoro USA sia del deliberato spostamento delle emissioni verso le scadenze intermedie. Il CME si è situato al quinto posto, con un aumento del turnover del 15%, a 231 milioni di contratti. La ripresa del volume delle operazioni in questa borsa è legata alle incertezze circa l'evoluzione dell'attività economica e della politica monetaria negli Stati Uniti, che hanno originato scambi sostenuti nel suo contratto chiave sull'eurodollaro, il quale potrebbe anche aver beneficiato della costante crescita del mercato degli swaps su tassi d'interesse. All'aumento delle operazioni hanno inoltre contribuito i contratti azionari mirati agli investitori al dettaglio.

Se si considera il valore in dollari delle transazioni, il quadro muta radicalmente. Attualmente non esistono comparazioni di questo tipo dell'attività delle borse, ma la BRI raccoglie statistiche sugli scambi in termini di valore per un sottoinsieme di contratti finanziari, segnatamente su tassi d'interesse, indici azionari e valute[®]. Tali cifre rivelano che il turnover complessivo è molto più alto per le borse che trattano strumenti di mercato monetario che non per quelle specializzate in titoli pubblici o indici azionari. Infatti, nel 2000 il CME e il LIFFE risultano di gran lunga le prime due sedi di contrattazione al mondo[®]. La differenza nella posizione relativa è spiegata dal fatto che i contratti del mercato monetario hanno di regola valori nozionali superiori a quelli degli strumenti su titoli di Stato o su azioni. Analogamente ad altre specifiche contrattuali, l'ammontare nominale di un contratto è stabilito dalla borsa con l'obiettivo di creare il più ampio mercato possibile per lo strumento in questione, tenuto conto delle prevedibili strategie di copertura e di assunzione del rischio degli operatori, nonché del costo di transazione per un determinato ammontare. Poiché l'impatto sul prezzo di una data variazione dei tassi d'interesse è inferiore per i titoli con scadenza più ravvicinata, i futures a breve termine, in quanto meno volatili, sono generalmente di ammontare nominale maggiore rispetto ai contratti su titoli a lungo termine.

Va tuttavia rilevato che il passaggio a segnalazioni basate sul valore non faciliterebbe necessariamente il raffronto fra l'attività delle varie borse. Come mostra la trattazione delle caratteristiche dei contratti nei mercati a reddito fisso, le ampie differenze nella durata delle attività sottostanti implicano che, persino nell'ambito di una stessa categoria generale di rischio di mercato, i contratti non possano essere semplicemente comparati o sommati sulla base del valore in dollari. I raffronti fra l'attività dei vari mercati organizzati dovrebbero probabilmente essere riferiti a tipi omogenei di contratto.

[®] Queste statistiche non comprendono i contratti su azioni singole o su merci. [®] Per contro, Eurex e CBOT si collocano rispettivamente solo in terza e quarta posizione, mentre il MATIF scende al nono posto. La borsa di Singapore (SGX) risulta la quinta borsa mondiale grazie a un'intensa negoziazione di strumenti del mercato monetario.

III. Sezione monografica

Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario

La possibilità che lo stock dei titoli in essere del Tesoro americano si riduca sensibilmente induce a chiedersi in che modo potrebbe funzionare in loro assenza il più vasto mercato del reddito fisso in dollari USA. Finora gli operatori hanno fatto ampiamente ricorso a tali titoli come parametro di riferimento per la fissazione del prezzo di altri valori, come strumento per costituire posizioni di copertura e speculative sulla durata finanziaria e sulla volatilità, come base per i contratti futures e come garanzia a fronte di crediti.

Una risposta a tale questione può essere ricercata risalendo indietro nel tempo di quasi un secolo, per osservare come funzionava il mercato obbligazionario USA nel periodo anteriore alla prima guerra mondiale, allorché il debito pubblico americano era di entità esigua. A quell'epoca, tuttavia, mancavano molti degli strumenti che occupano oggi un posto importante nei mercati finanziari, come i titoli emessi a fronte di prestiti ipotecari, i futures e le opzioni. Di conseguenza, potrebbe essere difficile trarre conclusioni affidabili da quell'esperienza passata. La presente nota affronta la questione analizzando lo spostamento del ruolo di benchmark dai titoli del Tesoro ad altre passività intervenute nel *mercato monetario* del dollaro nell'arco dell'ultima generazione, al fine di ricavare indicazioni sul modo in cui potrebbero evolvere i ruoli rispettivi nel *mercato obbligazionario*. L'analisi prende pertanto in considerazione un'epoca in cui erano in uso i moderni strumenti finanziari.

Il dato principale emergente da questa analisi è che durante i due ultimi decenni gli strumenti privati hanno eclissato i titoli di Stato come benchmark sul mercato monetario del dollaro anche in presenza di un rapido aumento del debito pubblico. Il ricambio è avvenuto mediante un processo di "ribaltamento" delle preferenze, che ha visto gli operatori spostare il loro favore da uno strumento a un altro in sintonia con la scelta prevalente degli altri. Più di recente, nel mercato obbligazionario si è osservato un minore ricorso ai titoli pubblici come valori di riferimento, ed è ben possibile che tale tendenza sarebbe proseguita anche senza una riduzione del debito pubblico in essere. In questo caso, una contrazione durevole dell'offerta di obbligazioni del Tesoro USA non farebbe che accelerare un processo già in atto.

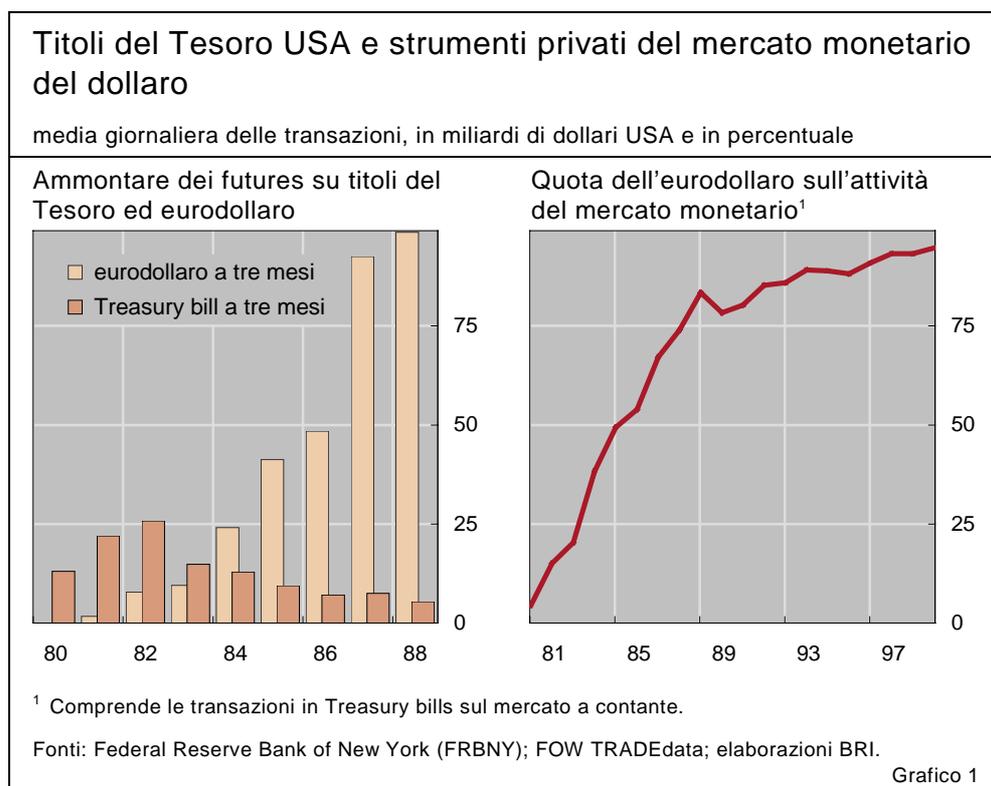
Nel mercato monetario si è avuto uno spostamento delle preferenze ...

... che ha portato all'adozione di un nuovo benchmark

Spostamento dei benchmark nel mercato monetario

Sul mercato monetario del dollaro i Treasury bills svolgevano un tempo un ruolo preminente come riferimento di prezzo, strumento di copertura e di posizionamento e come base per i contratti futures. Venticinque anni fa, in aggiunta al ben sviluppato mercato a contante venne introdotto un contratto future sui Treasury bills a tre mesi. Il contratto ebbe grande successo, e già nell'estate 1982 il volume giornaliero delle operazioni in questo strumento effettuate dagli operatori dichiaranti superava quello delle transazioni sul mercato a contante.

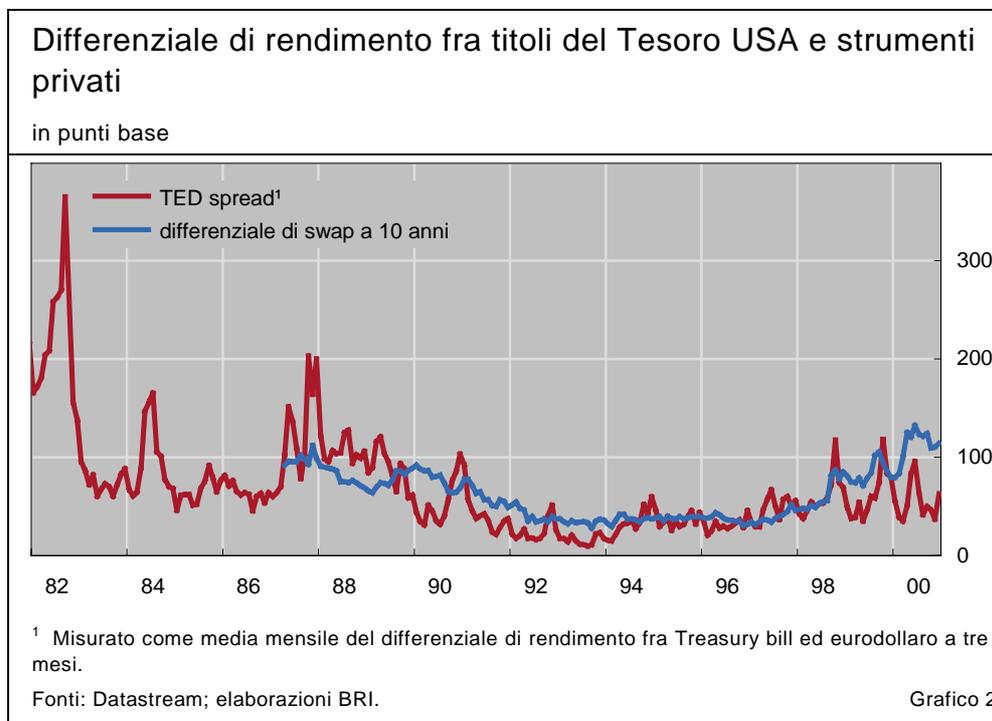
Nel 1981 fu anche lanciato un contratto future su una serie di certificati di deposito di grandi banche statunitensi, con consegna dei certificati di una qualsiasi delle prime dieci istituzioni. Dopo un iniziale successo, a partire dall'agosto 1982 il contratto fu vittima di una maggiore selettività degli investitori a riguardo del merito creditizio delle singole istituzioni in seguito alla crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo. Di fatto, iniziò a operare una variante della legge di Gresham, per cui i certificati delle banche ritenute meno solide, potendo essere acquistati a minor prezzo, erano quelli regolarmente dati in consegna. In conseguenza di questa situazione, in cui "il credito cattivo scacciava il credito buono" e il prezzo del future era condizionato dagli eventi in America latina, il contratto cadde in disuso.



Nella primavera 1982, tuttavia, era iniziata a Chicago la negoziazione di un future, di migliore concezione, sui tassi bancari. Il contratto sull'eurodollaro, basato su una media troncata dei tassi quotati da un gruppo di primarie banche internazionali situate a Londra, consentiva un regolamento differenziale in contante. Nel settembre dello stesso anno veniva lanciato a Londra un contratto analogo, che prevedeva sia la consegna materiale che il regolamento in contante (per non contravvenire alla legislazione britannica sul gioco d'azzardo). Le contrattazioni in questi due strumenti crebbero lentamente, favorite nel caso del contratto di Chicago dalla vicinanza della sua "corbeille" a quella del Treasury bill, ciò che facilitava la negoziazione del cosiddetto TED spread, ossia il differenziale di rendimento fra il titolo del tesoro USA e l'eurodollaro. Ma nel 1984 le contrattazioni nel future sull'eurodollaro presero il volo, superando già in quell'anno il volume dei contratti sul Treasury bill (grafico 1, diagramma di sinistra).

Il contratto sull'eurodollaro introdotto a Chicago nel 1982 ...

... dopo soli due anni sopravanza il contratto sul Treasury bill



Questo sorpasso appare tanto più sorprendente in quanto il contratto sul Treasury bill, a differenza di quello sull'eurodollaro, era avvantaggiato dal fatto di basarsi su uno strumento intensamente trattato. Inoltre, esso aveva nel gettito fiscale del Tesoro USA una più solida base di credito ed era già affermato prima della comparsa del concorrente. Quali fattori spiegano dunque la sua estromissione ad opera del contratto sull'eurodollaro come strumento di riferimento più usato sul mercato monetario del dollaro? La ragione più probabile è che il superiore merito di credito del Treasury bill abbia agito in suo sfavore. Una banca che intendesse gestire la propria combinazione di attività e passività a breve termine, o posizionarsi nei riguardi dell'evoluzione dei tassi d'interesse di mercato, trovava nei tassi sull'eurodollaro un'approssimazione

Il tasso sull'eurodollaro ricalca meglio i rendimenti dei titoli privati

dei propri tassi marginali passivi e attivi assai più accurata di quella offerta dai rendimenti dei Treasury bills. Analogamente, un operatore intenzionato a coprire il proprio portafoglio di strumenti a breve – come certificati di deposito, accettazioni bancarie e carta commerciale – si rendeva conto che il tasso sull'eurodollaro seguiva i tassi di questi strumenti privati meglio del titolo di Stato. La copertura di un tale portafoglio mediante una posizione corta in futures sul Treasury bill esponeva l'operatore al cosiddetto rischio di base, ossia al rischio di un ampliamento del TED spread.

Una "fuga verso la qualità" nel 1984 mette in crisi le coperture attuate mediante Treasury bills

Taluni episodi traumatici intervenuti sul mercato monetario misero in chiara evidenza il rischio connesso con l'uso di un rendimento di Stato come "proxy" dei tassi privati. Nella primavera del 1984 il dissesto della Continental Illinois provocò una "fuga verso la qualità" che condusse a un brusco aumento del TED spread (grafico 2). La copertura approssimata di posizioni lunghe in titoli privati mediante posizioni corte in Treasury bills fallì completamente lo scopo, generando perdite da entrambi i lati per effetto del calo di prezzo dei valori privati e del contestuale rincaro dei titoli del Tesoro.

Il verificarsi di improvvise ampie variazioni dello spread poteva anche essere originato da squilibri fra domanda e offerta. Nella primavera del 1987, alla forte richiesta di Treasury bills da parte delle banche centrali intervenute a sostegno del dollaro fece riscontro una minore offerta del Tesoro USA, dovuta a un imprevisto aumento del gettito fiscale. Episodi di questo genere costrinsero gli operatori a rivedere le loro strategie tradizionali al punto da intaccare il forte vantaggio in termini di liquidità dell'affermato contratto sul Treasury bill.

La dinamica del cambiamento di benchmark

La sostituzione del titolo pubblico da parte di uno strumento privato ha avuto la tendenza ad autorafforzarsi, con un processo di "ribaltamento" delle preferenze tipico di una situazione strategica in cui i vantaggi di una data scelta per un operatore dipendono in maniera positiva da una scelta analoga di altri operatori⁸. Nel caso in questione, via via che le banche o gli intermediari mobiliari spostavano la propria preferenza dal contratto sul Treasury bill a quello sull'eurodollaro, quest'ultimo guadagnava in spessore e liquidità, divenendo così più attraente per altri operatori. Il processo non è giunto al limite estremo, nel senso che il contratto sull'eurodollaro, pur sopravanzando di gran lunga il Treasury bill sui mercati dei futures, non lo ha però estromesso completamente (grafico 1, diagramma di destra)⁹.

Una questione interessante è se tale coesistenza vada vista come un esito di mercato oppure come la conseguenza di vincoli giuridici e istituzionali agenti in favore del Treasury bill. Ad esempio, le condizioni di tasso dei prestiti agli studenti patrocinati dalla US Student Loan Marketing Association hanno continuato a essere fissate con riferimento ai rendimenti del titolo pubblico fino

⁸ Thomas C. Schelling, *Micromotives and Macrobehavior* (New York: Norton, 1978). Cfr. anche BRI, 70ª *Relazione Annuale* (Basilea, giugno 2000), pagg. 126-128.

⁹ Marcia Stigum, in *The Money Market*, 3ª ediz. (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1990), pag. 757, pone il quesito "Bill Futures: A Dying Contract?".

al 1999, anno in cui le banche sono riuscite a persuadere il Congresso ad adottare come base un tasso privato¹⁰.

Spostamento dei benchmark nel mercato obbligazionario?

È logico attendersi che anche nel mercato obbligazionario il ruolo di benchmark venga assunto da un tasso privato? La trattazione che precede fa ritenere che questa eventualità dipenda dalla disponibilità di un solido benchmark privato e dal verificarsi di movimenti traumatici nel differenziale di rendimento fra titoli privati e pubblici.

Uno spostamento nel mercato obbligazionario presuppone un solido benchmark privato

È poco probabile che uno strumento privato prenda il posto delle obbligazioni del Tesoro USA in difetto di un tasso standardizzato. Quel che occorre è una qualche misura convenzionale per il segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti, sul modello di una media dei tassi a tre mesi quotati da un gruppo ristretto di banche, che offra un riferimento privato omogeneo e di elevata qualità creditizia al mercato monetario del dollaro. Le medie storiche disponibili dei rendimenti delle obbligazioni private ad alto rating non appaiono del tutto rispondenti allo scopo. Per contro, a partire dalla metà degli anni ottanta il mercato dei derivati OTC offre un'alternativa attraente: il tasso fisso che le maggiori banche sono disposte a corrispondere sugli swap di tasso d'interesse denominati in eurodollari.

Il tasso swap presenta diversi vantaggi rispetto a una media dei rendimenti delle obbligazioni in essere. Poiché i nuovi contratti swap con una data scadenza vengono negoziati quotidianamente, la scadenza stessa rimane costante da un giorno all'altro, diversamente dalla vita residua media cui è necessariamente riferito un indice calcolato sullo stock di titoli in essere. Inoltre, i nuovi tassi swap sono quotati alla pari e non subiscono così gli effetti fiscali e contabili che intervengono nel prezzo delle obbligazioni sul mercato secondario allorché queste sono negoziate al disotto o al disopra del valore nominale.

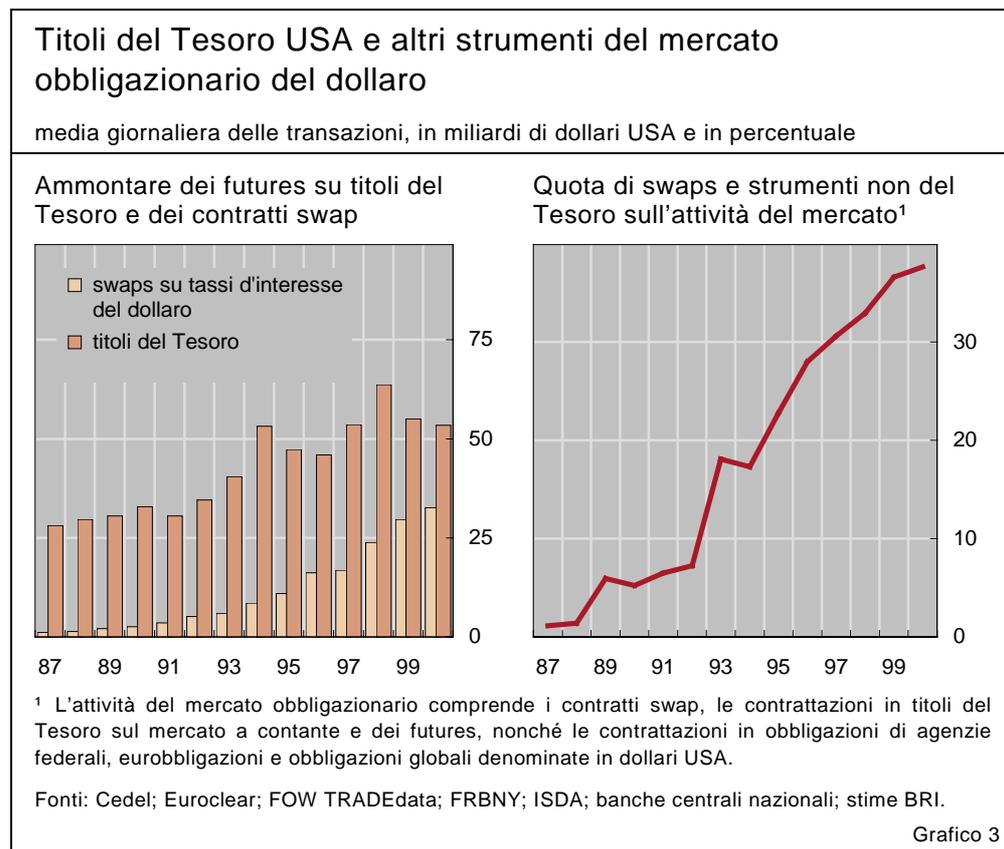
Il tasso swap presenta vantaggi rispetto a una media dei rendimenti obbligazionari

Negli ultimi anni anche nel mercato obbligazionario si sono avuti episodi traumatici come quello della Continental Illinois nel mercato monetario. In particolare, il quasi dissesto del Long-Term Capital Management nel 1998 ha inferto un duro colpo alla prassi di coprire gli strumenti privati, come i titoli assistiti da garanzia ipotecaria o le obbligazioni societarie, mediante posizioni

L'episodio di LTCM evidenzia i rischi di una strategia di copertura con titoli del Tesoro

¹⁰ In risposta alle richieste delle banche, il Congresso aveva incorporato nella legge *Higher Education Amendments Act* del 1998 una direttiva rivolta al Congressional Budget Office affinché questo esaminasse la possibilità di cambiare il tasso di riferimento applicato ai prestiti agli studenti, sostituendo al rendimento dei Treasury bills il tasso sull'eurodollaro (Libor) o un altro tasso privato. Quindi, nel 1999, con la legge *Ticket to Work and Incentives Improvement Act*, il Congresso ha deciso di adottare temporaneamente come benchmark - fino al 2003 - il tasso sulla carta commerciale a tre mesi, che tende a muoversi in stretta sintonia con il Libor. Cfr. Congressional Budget Office, *A Framework for Projecting Interest Rate Spreads and Volatilities*, Memorandum, gennaio 2000. La scelta del tasso sulla carta commerciale a tre mesi come benchmark per i prestiti in questione appare strana. Il fatto che questo tasso segua da vicino il Libor sembra essere l'unico elemento in suo favore. Stigum, op. cit, pag. 728, rileva che un contratto future su carta commerciale A-1 P-1 a 90 giorni non ha mai riscosso grande interesse, poiché il vero mercato è quello degli strumenti con scadenza originaria a 30 giorni o meno.

corte in Treasury notes e Treasury bonds sul mercato a contante o dei futures. Anche in questo caso, essendo la copertura soltanto approssimata, tali portafogli hanno subito perdite sia sulle posizioni lunghe in strumenti privati, sia sulle posizioni corte in titoli di Stato. Più di recente, gli annunci di riscatti del debito pubblico hanno agito nel senso di ampliare gli spread, allo stesso modo in cui gli squilibri fra domanda e offerta avevano in precedenza modificato i differenziali sul mercato monetario.



Indizi di uno spostamento del benchmark dai titoli del Tesoro ai contratti swap

Grazie alla presenza di un benchmark funzionale e agli episodi di ampliamento traumatico degli spread, nel mercato obbligazionario gli strumenti privati stanno guadagnando terreno rispetto ai titoli del Tesoro USA. In altri termini, vi sono indicazioni che il ruolo di benchmark si stia spostando dalle obbligazioni pubbliche ai contratti di swap. Il volume delle negoziazioni in swap (e delle opzioni sui medesimi, o "swaption") è aumentato rispetto a quello in futures e in opzioni su Treasury notes e Treasury bonds (grafico 3, diagramma di sinistra). Considerando anche le operazioni a contante si ottengono risultati analoghi in termini qualitativi (grafico 3, diagramma di destra). È particolarmente degno di nota il fatto che transazioni in titoli del Tesoro abbiano toccato il punto di massimo nel 1998, mentre quelle in strumenti privati hanno continuato a crescere. Se si confrontano i rispettivi diagrammi di sinistra e di destra dei grafici 1 e 3, si può osservare che negli odierni mercati obbligazionari il processo ha raggiunto uno stadio paragonabile a quello presente nei mercati monetari nella prima metà degli anni ottanta.

Così come nel mercato monetario, in quello obbligazionario gli operatori tendono a seguire comportamenti gregari¹¹. Ogni operatore che per la copertura di strumenti privati rinunci a usare i titoli del Tesoro di fatto sottrae liquidità a questo mercato e la apporta a quello degli swap, incoraggiando così gli altri operatori a fare altrettanto.

Ogni operatore che cambia strategia incentiva gli altri a imitarlo

In prospettiva, nel mercato obbligazionario gli strumenti privati potrebbero tuttavia trovarsi in una posizione meno vantaggiosa rispetto a quella di cui beneficiavano i loro omologhi del mercato monetario nei primi anni ottanta. In particolare, nonostante talune iniziative per avviarne la contrattazione in una borsa organizzata, i contratti swap continuano a essere negoziati sul mercato OTC. Ciò sarebbe dovuto al fatto che la clientela richiede swap strutturati ad hoc, in funzione delle sue esigenze specifiche. Sebbene questa spiegazione sia in parte fondata, è indubbio che le banche primarie siano state riluttanti a passare da un mercato telefonico decentrato alla contrattazione accentrata presso una borsa. Questa struttura di mercato livellerebbe il merito creditizio degli operatori, intaccando così il vantaggio competitivo di quelli più quotati, ossia l'attuale preferenza dei clienti per alcune controparti di qualità relativamente elevata, essendo molti contratti di durata pluriennale. Si aggiunga che gli operatori più attivi possono altresì beneficiare di informazioni esclusive sul flusso di ordini. Nonostante la diffusione di requisiti di garanzia che consentono agli intermediari con più basso rating di accedere al mercato OTC degli swap, è probabile che quest'ultimo comporti costi di transazione maggiori e continui a essere meno liquido di un eventuale mercato regolamentato.

Gli swap continuano a essere negoziati fuori borsa ...

Il processo di globalizzazione in atto nel settore bancario potrebbe tuttavia rendere più difficile il mantenimento della negoziazione degli swap su una base esclusivamente OTC. La clientela attenta al rischio creditizio di controparte sta perdendo la possibilità di diversificare tale esposizione, specie nelle operazioni in strumenti derivati. La crescente concentrazione dei portafogli di swap potrebbe paradossalmente tradursi in forti pressioni verso la concentrazione ultima delle contrattazioni, ossia la borsa organizzata. In questo caso il rischio di controparte verrebbe ovviamente assunto dalla borsa stessa, subordinatamente all'adesione a schemi di ripartizione delle perdite da parte di tutti gli operatori aderenti.

... ma il consolidamento globale nel settore bancario potrebbe condurre alla loro contrattazione in borsa

¹¹ Il documento di presentazione del rapporto del CSFG *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* (Basilea, 1999) esamina la tendenza della liquidità dei mercati dei titoli pubblici a concentrarsi nelle emissioni benchmark (cfr. in particolare le pagine 15 e 16). In uno dei documenti facenti parte dello studio *Liquidity in U.S. Treasury spot and futures markets*, Michael Fleming e Asani Sarkar analizzano la concentrazione della liquidità su specifiche scadenze, mentre in un altro (*The change of liquidity in the life cycle of Japanese government securities*) Hideaki Higo rileva che i titoli di Stato giapponesi nati come benchmark continuano a beneficiare di un più elevato volume di scambi anche molto tempo dopo aver perso tale status.

Conclusioni

Una riduzione duratura del debito pubblico non farebbe che intensificare il ricorso a benchmark privati

Il timore che i moderni mercati obbligazionari non possano operare in modo efficiente in assenza dei titoli di Stato, in particolare del Tesoro USA, è probabilmente ingiustificato. Nel mercato monetario il Treasury bill ha già ceduto la posizione di preminenza alle passività bancarie, e un processo analogo potrebbe essere in atto nel mercato obbligazionario. Il ruolo centrale del debito pubblico potrebbe rivelarsi nient'altro che un retaggio della finanza del periodo bellico, dal momento che in tempo di pace i mercati propendono naturalmente ad adottare benchmark privati. In quest'ottica, una riduzione duratura nella consistenza dei titoli di Stato non farebbe altro che accelerare un processo già ben avviato.

Anche accettando questo punto di vista, rimangono tuttavia seri interrogativi. In un contesto di offerta assai ridotta di passività pubbliche, potrebbe un'eventuale "fuga verso la qualità" determinare un ampliamento ancor più marcato degli spread fra strumenti pubblici e privati, con gravi conseguenze per i portafogli ancora esposti a questo rischio di base? E, in caso di scomparsa del debito di Stato, anziché una "fuga" dal segmento privato verso quello pubblico, non vi sarebbe piuttosto – come in epoche passate – una corsa alla moneta liquida?

Sistemi finanziari più solidi con l'adesione agli standard internazionali

Una strategia di ampio respiro

Sulla scia delle recenti crisi finanziarie, la comunità internazionale ha posto in risalto la necessità di iniziative concrete per rendere i sistemi finanziari interni meno esposti alle crisi. Lo sviluppo e l'applicazione di standard per promuovere politiche più rigorose e rafforzare le infrastrutture istituzionali e di mercato hanno svolto un ruolo centrale in quest'opera di salvaguardia della stabilità finanziaria nazionale e internazionale.

Le varie iniziative intraprese al riguardo dalla comunità internazionale costituiscono l'asse portante di un'ampia strategia volta a promuovere l'adesione agli standard. Sulla base di questi lavori, il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) ha istituito lo scorso anno una Implementation Task Force, che riuniva istanze normative, organi di vigilanza, autorità nazionali di paesi emergenti e sviluppati, nonché istituzioni e gruppi finanziari internazionali. Nel formulare tale strategia¹², la Task Force ha puntualizzato l'esigenza di:

- promuovere fra i paesi un senso di condivisione della necessità di applicare gli standard;
- fissare priorità per l'adozione degli standard tenendo conto delle condizioni dei singoli paesi;
- elaborare metodologie che forniscano indicazioni pratiche per valutare la conformità con i principi fondamentali;
- effettuare esercizi di valutazione, coordinati dal FMI e dalla Banca mondiale, per individuare vulnerabilità, priorità di applicazione e necessità di assistenza tecnica;
- fornire adeguati incentivi, ufficiali e di mercato, ad applicare gli standard;
- mobilitare le necessarie risorse internazionali per fornire assistenza tecnica e formazione al fine di promuovere la creazione di capacità atte a garantire un'efficace e durevole applicazione degli standard.

Questa nota fornisce maggiori dettagli sul modo di soddisfare ciascun requisito per il buon esito della strategia di attuazione.

Gli standard internazionali possono rendere i sistemi finanziari interni meno esposti alle crisi

Un'ampia strategia per promuovere l'applicazione di standard

¹² La Task Force sull'applicazione degli standard era presieduta da Andrew Sheng, Chairman della Hong Kong Securities and Futures Commission. Per la consultazione del rapporto, approvato e diffuso dal FSF nel marzo 2000, cfr. il sito Internet (www.fsforum.org/reports/).

Condivisione

Una condivisione a livello nazionale - consenso interno e impegno politico - è essenziale per il successo

Un saldo senso di condivisione nazionale – comprendente il consenso interno e l'impegno sul piano delle politiche – è fondamentale per promuovere con successo l'applicazione di standard internazionali. Data la complessità dei sistemi finanziari, è probabile che questo processo coinvolga numerosi soggetti a livello nazionale e influisca su interessi consolidati. Potrebbero derivarne problemi per i funzionari nazionali responsabili in vari ambiti della stabilità finanziaria, molti dei quali vorrebbero impegnarsi per l'introduzione degli standard e sanno già dove sono necessari miglioramenti. Un adeguato consenso politico interno sull'esigenza di tali standard potrebbe facilitare la soluzione di quei problemi. Le valutazioni esterne, in quanto giudizio obiettivo di terzi sulle carenze riscontrate, possono concorrere a generare il consenso politico interno necessario a stimolare i cambiamenti ritenuti essenziali e auspicabili. Anche la comunità internazionale ha un forte interesse all'adozione di prassi corrette, poiché gli effetti delle crisi finanziarie possono propagarsi fra i paesi. Tuttavia, la "pressione" internazionale deve essere applicata con discernimento, in modo da non ostacolare gli sforzi verso il raggiungimento del necessario consenso nazionale. Sarà essenziale pervenire a un appropriato equilibrio fra il ritmo di attuazione dettato dal consenso interno e da considerazioni di capacità nei singoli paesi e quello auspicabile in un'ottica globale.

Priorità

Le priorità nell'applicazione degli standard devono essere fissate tenendo conto delle condizioni del paese

L'adesione a tutti i criteri (nel compendio del FSF ve ne sono riportati oltre 60) sarebbe un compito arduo, superiore a quanto la maggior parte delle economie potrebbe ragionevolmente realizzare nel prossimo futuro. È quindi ovvio che dovranno essere stabilite priorità paese per paese, riconoscendo al tempo stesso che molti criteri sono interdipendenti (ad esempio, l'efficacia della vigilanza e della regolamentazione dipende dalla qualità delle prassi contabili e del quadro giuridico sottostanti). Allo scopo di agevolarne l'adozione, il FSF ha proposto un insieme di 12 standard fondamentali per il rafforzamento dei sistemi finanziari, che andrebbero applicati in via prioritaria tenendo conto delle condizioni specifiche dei vari paesi (si veda il riquadro alla fine della presente nota). Tali standard rientrano in tre categorie principali: politiche macroeconomiche e trasparenza informativa, infrastrutture istituzionali e di mercato, regolamentazione e supervisione finanziaria. Essi sono illustrati nel compendio del FSF, disponibile sul sito Internet (www.fsforum.org).

Metodologie di valutazione

La valutazione delle prassi correnti rispetto agli standard può facilitarne l'applicazione

Al fine di stabilire le priorità di applicazione è importante localizzare eventuali lacune significative nelle prassi in uso in un determinato paese rispetto agli standard internazionali. Questi ultimi sono per lo più espressi in termini alquanto generali, ed è quindi necessaria una notevole competenza sia sui criteri stessi sia sulle pratiche correnti di un paese per poter effettuare un'adeguata valutazione di conformità. Per prestare assistenza in fase di

attuazione, molti organismi normativi hanno messo a punto o stanno elaborando regole o metodologie specifiche volte a fornire indicazioni pratiche per la valutazione dell'osservanza dei rispettivi standard. Con l'impiego di tali metodologie è possibile ottenere un quadro complessivo dei punti di forza e di debolezza presenti nel sistema esaminato.

Schema di valutazione

Periodiche valutazioni dei progressi compiuti nell'adesione agli standard possono svolgere un ruolo importante nello sviluppo di piani d'azione volti ad ampliarne l'impiego e a individuare esigenze di assistenza tecnica e di formazione. Tali valutazioni possono essere effettuate dalle stesse parti interessate (autovalutazioni), da istituzioni omologhe o da esperti esterni. Le metodologie elaborate al riguardo dagli organismi di regolamentazione dovrebbero costituire una valida guida in tale contesto.

L'esperienza ha in genere dimostrato quanto sia importante che le autovalutazioni, pur rappresentando un'utile base di partenza, siano integrate da una verifica esterna indipendente del rispetto degli standard. Di recente, il FMI e la Banca mondiale hanno messo a punto, in collaborazione con autorità nazionali e altri organismi internazionali, uno schema articolato per valutare l'osservanza degli standard e le relative politiche. Una delle più importanti iniziative in quest'ambito è il "Financial Sector Assessment Programme" (FSAP), elaborato congiuntamente dalle due istituzioni al fine di individuare le vulnerabilità nel settore finanziario e le aree di sviluppo prioritarie. Il FSAP prevede, fra l'altro, una valutazione degli standard applicabili al settore finanziario e implica la collaborazione di una serie di autorità nazionali e organismi normativi. Un'altra iniziativa di rilievo, intrapresa in via sperimentale dal FMI e dalla Banca mondiale, è costituita dai "Reports on the Observance of Standards and Codes" (ROSC), uno strumento che raccoglie valutazioni sintetiche circa i progressi compiuti da un'economia nell'osservanza di una vasta gamma di standard e codici riconosciuti a livello internazionale. Tali valutazioni comprendono attualmente gli standard relativi al settore finanziario previsti nell'ambito del FSAP¹³, nonché quelli sulla diffusione di dati e sulla trasparenza fiscale. Sono inoltre oggetto di valutazioni gli standard su governo societario, contabilità e auditing¹⁴.

Iniziativa
FMI-Banca
mondiale: il FSAP
mira a individuare
le vulnerabilità nel
settore finan-
ziario ...

... mentre i ROSC
raccolgono infor-
mazioni sullo stato
di applicazione

Incentivi

L'interesse soggettivo dovrebbe costituire la motivazione principale ad adottare gli standard. Dati i costi delle crisi finanziarie, è nell'interesse di ciascun paese

¹³ Ogni FSAP comprende valutazioni dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e del *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*. A seconda delle condizioni del paese, possono essere anche previste valutazioni sull'applicazione dei principi fondamentali in materia di regolamentazione dei mercati mobiliari, supervisione del settore assicurativo, sistemi di pagamento e regolamento.

¹⁴ Per ulteriori informazioni sui ROSC e la relativa modulistica predisposta per alcuni paesi, cfr. il sito Internet del FMI (www.imf.org/external/standards/index.htm).

La motivazione principale ad adottare standard internazionali è l'interesse soggettivo ...

ridurre la propria esposizione alle crisi. Inoltre, un sistema finanziario sano e robusto contribuisce ad accelerare la crescita del reddito pro capite attraverso più elevati saggi di risparmio, una migliore allocazione delle risorse e una più efficiente offerta di servizi finanziari.

Mentre l'interesse soggettivo dovrebbe costituire la motivazione principale, gli incentivi ufficiali e di mercato possono concorrere a promuovere l'applicazione degli standard. Dopo il rapporto della Implementation Task Force del FSF, un nuovo gruppo è stato incaricato di esaminare la gamma di incentivi che potrebbero essere utilizzati per incoraggiare le economie ad applicare gli standard internazionali¹⁵. Gli incentivi considerati riguardano quelli provenienti sia dal mercato sia da fonti ufficiali (canali di vigilanza, di regolamentazione e di accesso al mercato).

... coadiuvato da incentivi ufficiali ...

Dato che gli standard possono contribuire a rafforzare i sistemi finanziari nazionali e internazionali, il settore ufficiale ha interesse a fornire incentivi miranti a promuoverne l'applicazione. Lo stimolo fornito dalla comunità internazionale può consistere, fra l'altro, nell'incoraggiare i paesi a effettuare e rendere note le valutazioni, nell'avviare un dialogo con le istituzioni finanziarie internazionali e nel partecipare a verifiche comparative. Tali incentivazioni devono essere accompagnate, ove necessario, dall'offerta di assistenza tecnica e di risorse. La concessione di taluni finanziamenti ufficiali, quali la Contingent Credit Line del FMI, è stata specificamente subordinata ex ante ai progressi compiuti nell'applicare gli standard. Anche le autorità nazionali di vigilanza e di regolamentazione possono fornire incentivi, ad esempio incoraggiando l'utilizzo di informazioni sul rispetto degli standard nei procedimenti di valutazione del rischio delle istituzioni finanziarie e nelle decisioni in materia di accesso al mercato.

... ma in prospettiva gli incentivi di mercato sono forse i più efficaci

Tuttavia, l'interesse soggettivo e gli incentivi ufficiali, pur svolgendo un ruolo importante, non sono forse sufficienti a promuovere l'applicazione degli standard. Gli incentivi di mercato – il riflesso dell'osservanza degli standard sul pricing delle attività e sulle decisioni allocative – sono destinati, in prospettiva, a essere i più efficaci. Peraltro, affinché tali incentivi possano dispiegare i loro effetti, è necessario che siano soddisfatti alcuni presupposti. Gli operatori devono avere familiarità con gli standard internazionali e considerarli rilevanti per le loro valutazioni del rischio. Inoltre, essi devono avere accesso a informazioni affidabili e attuali sull'applicazione degli standard e incorporarle nelle loro politiche di prezzo e decisioni allocative.

Sono necessari ulteriori sforzi per sfruttare il potenziale degli incentivi di mercato

Il gruppo ha condotto un dialogo informale con una serie di operatori nei principali centri finanziari (oltre 100 istituzioni finanziarie in 11 giurisdizioni) per valutare il grado di soddisfacimento di tali presupposti. Dalle iniziative ad ampio raggio intraprese finora da FSF, FMI e Banca mondiale è emerso chiaramente che esistono le premesse per un efficace ruolo degli incentivi di mercato. Nondimeno, è risultata anche evidente la necessità di un notevole

¹⁵ Il "Follow-up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards" è presieduto da Axel Nawrath, Direttore Generale del Ministero delle Finanze tedesco. Il rapporto approvato dal FSF nel settembre 2000 è disponibile sul sito Internet (www.fsf.org/reports/).

impegno su vari fronti per accrescere la consapevolezza di mercato degli standard internazionali e la loro traslazione nelle politiche di prezzo e nelle decisioni allocative. Le autorità nazionali, il FMI, la Banca mondiale, gli organismi di regolamentazione e il FSF continuano ad adoperarsi in tal senso anche attraverso pubblicazioni, conferenze, seminari e altri convegni di sensibilizzazione. Sono altresì in atto diverse iniziative complementari da parte del settore privato. Per promuovere ulteriormente gli incentivi di mercato sono inoltre auspicabili approfondimenti di tipo analitico sull'importanza del rispetto degli standard nelle valutazioni dei rischi, nonché azioni volte a incoraggiare la diffusione di informazioni sui progressi compiuti dai paesi nell'applicare gli standard utili ai fini della gestione dei rischi.

Risorse

L'applicazione degli standard è un'attività ad alta intensità di risorse, e molti paesi devono far fronte a seri vincoli di ordine pratico. Le iniziative per la creazione di capacità costituiscono una componente essenziale per un efficace e durevole rafforzamento dei sistemi finanziari. Autorità nazionali, istituzioni finanziarie internazionali, come BRI, FMI e Banca mondiale, nonché organismi di regolamentazione partecipano tutti a sostegno di questa finalità, fornendo assistenza tecnica e programmi di formazione. Da parte sua, il FSF ha sponsorizzato la creazione – da parte di BRI, FMI e Banca mondiale – di una guida globale sulle opportunità di formazione, con informazioni online sui corsi disponibili presso gli organismi competenti per migliorare la qualità della supervisione finanziaria¹⁶. Benché inizialmente incentrata sulla vigilanza bancaria, tale guida sarà estesa alle iniziative di formazione in un'ampia gamma di attività finanziarie, fra cui la supervisione del settore assicurativo e i sistemi di pagamento e regolamento. L'Istituto per la stabilità finanziaria, operante presso la BRI a Basilea, sta collaborando con il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e in misura crescente con altri organismi di regolamentazione allo scopo di offrire una formazione mirata ai responsabili della vigilanza e avente come oggetto il miglioramento e il rafforzamento dei rispettivi sistemi finanziari.

Le potenziali richieste di assistenza nell'applicazione degli standard sono molto numerose e, inevitabilmente, anche la comunità internazionale si troverà ad affrontare vincoli in termini di risorse. Per assicurare un efficace utilizzo di queste ultime, è importante che l'assistenza tecnica sia finalizzata a obiettivi ben precisi e impiegata durevolmente nei paesi beneficiari.

Istituzioni finanziarie internazionali, organismi di regolamentazione e autorità nazionali partecipano alle iniziative per l'applicazione degli standard

I vincoli in termini di risorse implicano un'efficace finalizzazione dei programmi di assistenza

¹⁶ Cfr. il sito Internet (www.fsforum.org/training/home.htm).

Conclusioni

Gli standard non sono una panacea, bensì un mezzo per promuovere solidi sistemi finanziari

L'applicazione degli standard non è di per sé sufficiente ad assicurare la stabilità finanziaria. E gli stessi standard non costituiscono un fine, né una sorta di panacea. Al contrario, essi andrebbero considerati come un mezzo per promuovere la solidità dei sistemi finanziari e, di conseguenza, una crescita economica sostenuta. In particolare, contribuendo a migliorare il funzionamento del settore finanziario, l'adesione agli standard può agire nel senso di ridurre l'accumularsi di rischi e vulnerabilità nel sistema, che possono provocare crisi finanziarie con costi significativi in termini di prodotto e di occupazione.

Standard fondamentali per solidi sistemi finanziari

I dodici standard di seguito elencati sono stati ritenuti dal FSF essenziali per la solidità dei sistemi finanziari e applicabili in via prioritaria tenendo conto delle condizioni delle singole economie. Benché il grado di adesione differisca da paese a paese, gli standard fondamentali sono ampiamente accettati in quanto requisiti minimi per prassi corrette. Alcuni di essi assumono rilevanza in diverse aree (cfr. il sito Internet www.fsforum.org/standards/keystds.htm).

Area	Standard fondamentale	Organo
<i>Politica macroeconomica e trasparenza informativa</i>		
Trasparenza della politica monetaria e finanziaria	Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies	FMI
Trasparenza fiscale	Code of Good Practices on Fiscal Transparency	FMI
Diffusione di dati	Special Data Dissemination Standard (SDDS)/General Data Dissemination System (GDDS) ¹	FMI
<i>Infrastrutture istituzionali e di mercato</i>		
Insolvenza	²	BIRS
Governo societario	Principles of Corporate Governance	OCSE
Contabilità	International Accounting Standards (IAS)	IASC ³
Auditing	International Standards on Auditing (ISA)	IFAC ³
Pagamenti e regolamenti	Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica	CSPR
Integrità dei mercati	The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force on Money Laundering	FATF
<i>Regolamentazione e supervisione finanziaria</i>		
Vigilanza bancaria	Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria	CBVB
Regolamentazione dei mercati mobiliari	Objectives and Principles of Securities Regulation	IOSCO
Vigilanza del settore assicurativo	Insurance Core Principles	IAIS

¹ Le economie che hanno, o potrebbero cercare, l'accesso ai mercati internazionali dei capitali sono invitate ad aderire ai più stringenti SDDS, mentre tutti gli altri paesi possono optare per i GDDS. ² La Banca mondiale sta coordinando un'iniziativa di vasta portata volta a sviluppare tali principi e linee guida. La Commission on International Trade Law (UNCITRAL) delle Nazioni Unite, che ha adottato la *Model Law on Cross-Border Insolvency* nel 1997, si adopererà per facilitarne l'applicazione. ³ L'International Accounting Standards Committee (IASC) e l'International Federation of Accountants (IFAC) sono enti di emanazione del settore privato e, in quanto tali, si differenziano dagli altri organi di regolamentazione.

Principali organismi di regolamentazione

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)

Il CBVB, istituito dalle banche centrali del G10, costituisce un'assise per la regolare cooperazione tra i suoi paesi membri in materia di vigilanza bancaria. Esso formula norme e orientamenti di carattere generale e raccomanda criteri per prassi bancarie ottimali nell'aspettativa che le singole autorità nazionali si adoperino per la loro applicazione (www.bis.org).

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR)

Il CSPR, istituito dalle banche centrali del G10, costituisce un'assise per la regolare cooperazione tra i suoi paesi membri su questioni attinenti ai sistemi di pagamento e regolamento. Esso ha il compito di monitorare e analizzare gli sviluppi nei sistemi nazionali di pagamento, regolamento e compensazione, nonché negli schemi di netting multivalutari e internazionali. Il CSPR costituisce inoltre una sede di coordinamento delle funzioni di sorveglianza facenti capo alle banche centrali del G10 per ciò che concerne tali schemi di netting. Esso formula norme e orientamenti di carattere generale e raccomanda criteri per prassi ottimali nell'aspettativa che le autorità nazionali competenti si adoperino per la loro applicazione (www.bis.org).

Financial Action Task Force (FATF)

La FATF, istituita nel 1989 in occasione del vertice del G7 di Parigi, aveva inizialmente definito un programma di 40 raccomandazioni per contrastare il riciclaggio di denaro di provenienza illecita. Tali raccomandazioni sono state modificate nel 1996 per tener conto delle tendenze più recenti e delle potenziali minacce future. La FATF, cui partecipano 26 paesi, ha il compito di monitorare i progressi compiuti dai suoi membri nell'applicazione di misure antiriciclaggio, attraverso un'autovalutazione annuale integrata da più dettagliate analisi congiunte. Inoltre, la FATF analizza tendenze, tecniche e contromisure in materia di riciclaggio, nonché le loro implicazioni rispetto alle 40 raccomandazioni, oltre a promuovere attivamente l'adozione e l'applicazione di queste ultime presso i paesi non membri (www.oecd.org/fatf).

International Accounting Standards Committee (IASC)

Lo IASC è un organismo indipendente di emanazione privata, istituito nel 1973 con il compito di armonizzare i principi contabili impiegati nei documenti di bilancio da imprese e altre organizzazioni in tutto il mondo. Il Consiglio di amministrazione del Comitato è responsabile dello sviluppo e dell'approvazione di norme contabili internazionali; lo IASC ne ha finora promulgate 40 (www.iasc.org.uk).

International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

Lo IAIS, istituito nel 1994, è un forum per la cooperazione fra organismi normativi e autorità di vigilanza del settore assicurativo provenienti da oltre 100 paesi, il cui compito è quello di elaborare principi e norme, accettati a livello internazionale, per un'efficace regolamentazione e vigilanza di tale settore. Dopo i Core principles, l'Insurance Concordat e vari altri standard, l'attività normativa dello IAIS si è concentrata di recente su solvibilità, offerta di servizi all'estero, gestione dei rischi nel portafoglio titoli, sorveglianza sui conglomerati finanziari, riassicurazioni, condotta di mercato e operazioni commerciali elettroniche (www.iaisweb.org).

International Federation of Accountants (IFAC)

L'IFAC raggruppa organismi nazionali di normazione contabile sia del settore privato che di quello pubblico, nonché taluni gruppi specialistici che intrattengono frequenti contatti con questo comparto. L'IFAC si adopera per promuovere la professione contabile e armonizzare gli standard contabili su scala mondiale in modo da consentire l'offerta di servizi omogenei e di elevata qualità. Attraverso l'International Auditing Practices Committee (IAPC), organo di sua emanazione, l'IFAC ha messo a punto gli International Standards on Auditing (ISA) e gli International Auditing Practice Statements (IAPS) (www.ifac.org).

Fondo monetario internazionale (FMI)

Il FMI elabora e controlla il rispetto di standard internazionali in aree aventi una diretta rilevanza operativa per le sue funzioni di sorveglianza del sistema monetario internazionale. In collaborazione con altri organismi normativi, esso ha elaborato standard internazionali per la diffusione e la compilazione di statistiche, nonché regole di trasparenza nelle politiche fiscali, monetarie e finanziarie, contribuendo altresì alla valutazione e all'applicazione di standard internazionali in materia di vigilanza bancaria. Inoltre, il FMI ha predisposto per vari paesi, su base sperimentale, rapporti sui loro progressi nell'adesione a standard e codici per prassi ottimali riconosciuti a livello internazionale (www.imf.org).

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

Lo IOSCO è un organismo per la cooperazione fra le autorità di vigilanza mobiliare. Vi fanno regolarmente parte organi pubblici di regolamentazione dei mercati dei titoli e dei futures. Esso elabora e promuove standard al fine di preservare l'efficienza e la solidità di tali mercati. Avvalendosi di una partecipazione su scala mondiale, esso fissa i principi per un'efficace sorveglianza sulle operazioni mobiliari internazionali e promuove l'integrità dei mercati attraverso una rigorosa applicazione di tali principi e l'imposizione di efficaci misure contro la loro violazione (www.iosco.org).

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE)

L'OCSE mira a promuovere politiche a sostegno di una crescita economica sostenuta e dell'occupazione nei suoi paesi membri. Nell'ambito dell'azione a favore di un efficace funzionamento dei mercati, l'Organizzazione incoraggia la convergenza di politiche, leggi e regolamenti concernenti le imprese e i mercati finanziari (www.oecd.org).

IV. Sviluppi strutturali e normativi

Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie

Ottobre

L'Electronic Banking Group (EBG) del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) pubblica un documento di discussione e una serie di libri bianchi che affrontano le problematiche di vigilanza internazionale connesse con le operazioni bancarie elettroniche¹⁷. Nel documento il Gruppo fa notare come l'e-banking si basasse su una tecnologia destinata ad ampliare la portata geografica "virtuale" delle banche e della clientela senza comportare necessariamente una corrispondente espansione "fisica". Tale espansione avrebbe potuto oltrepassare i confini nazionali. Molte delle questioni transfrontaliere poste dalla rapida crescita delle operazioni bancarie elettroniche non erano state considerate all'epoca in cui furono sviluppate le attuali linee guida del Comitato di Basilea. Nel sottolineare la particolare esigenza di cooperazione internazionale tra gli organi di vigilanza per affrontare i risvolti prudenziali internazionali, il Gruppo individua quattro aree di intervento:

- (i) sviluppare il lavoro svolto fino a oggi ed elaborare principi guida per una prudente gestione dei rischi nell'attività bancaria elettronica;
- (ii) stabilire se e dove vadano modificate le attuali linee guida del Comitato di Basilea in modo da facilitare una solida attività di vigilanza delle operazioni internazionali di banca elettronica;
- (iii) promuovere la cooperazione internazionale all'interno del sistema bancario e tra settori pubblico e privato al fine di individuare sia gli aspetti di rischio nell'e-banking sia le prassi ottimali necessarie ad affrontarli;
- (iv) incoraggiare e agevolare lo scambio di materiale predisposto dalle autorità di vigilanza bancaria e delle informazioni disponibili sui programmi di formazione in banca elettronica.

EBG sottolinea la necessità di cooperazione tra autorità di vigilanza in tema di e-banking

¹⁷ Cfr. *Electronic Banking Group Initiatives and White Papers*, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Basilea, ottobre 2000. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

Novembre

Un gruppo di grandi banche aderisce a una serie di principi antiriciclaggio

Un gruppo di 11 banche internazionali concorda i principi Wolfsberg, una serie di prescrizioni volontarie concertate contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita¹⁸. Queste regole riguardano i rapporti tra banche e privati con patrimoni di elevato ammontare e comprendono linee guida concernenti l'accettazione di clienti, le situazioni che richiedono particolare attenzione, i modi per individuare attività insolite o sospette, l'accertamento dell'identità del proprietario effettivo dei conti e la formazione del personale bancario. Altre banche sono state invitate ad aderire ai principi, ma non è stato convenuto nessun meccanismo per affrontare i casi di violazione delle regole.

Gli organi di regolamentazione USA sollecitano commenti su una regolamentazione patrimoniale semplificata per le istituzioni finanziarie non complesse

Gli organi di regolamentazione delle banche federali e casse di risparmio USA distribuiscono, a fini di consultazione, una nota informativa riguardante un progetto di regolamentazione che prevede l'introduzione di uno schema patrimoniale semplificato per le istituzioni finanziarie a struttura non complessa¹⁹. Pur conformandosi ai principi statuiti dal Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, tale schema alleggerirebbe l'onere degli adempimenti di vigilanza per le istituzioni regolamentate meno complesse. La nota informativa sollecita commenti sulle questioni seguenti: definizione di istituzione non complessa, individuazione dei criteri di idoneità per uno schema patrimoniale semplificato, fissazione di una soglia minima appropriata per il patrimonio di vigilanza delle istituzioni non complesse, esame di ulteriori opzioni per la misurazione del patrimonio regolamentare delle istituzioni non complesse e soluzione delle questioni connesse con l'applicazione di uno schema semplificato.

Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture

Ottobre

Il governo svizzero annuncia una riduzione dell'imposta di bollo con decorrenza dal 1° gennaio 2001. Le banche nazionali che trattano titoli svizzeri presso borse estere non dovranno pagare l'imposta di bollo su tali transazioni. Saranno esentati anche gli investitori istituzionali che effettuano contrattazioni in proprio.

I principali operatori USA decidono di eliminare le clausole di ristrutturazione dai "default swap"

I maggiori operatori USA in derivati su crediti concordano l'eliminazione delle clausole di ristrutturazione dai "credit default swap" tradizionali emessi su società USA²⁰. La modifica è stata sollecitata in gran parte a seguito delle perdite subite dai venditori di "default swap" sulla compagnia di assicurazione statunitense Consecro. La perdita di accesso al mercato della carta

¹⁸ Cfr. www.wolfsberg-principles.com.

¹⁹ Cfr. www.federalreserve.gov.

²⁰ Per contro, continueranno a essere offerti "default swap" che prevedono pagamenti in caso di ristrutturazione del debito.

commerciale aveva costretto questa società a fare ricorso alle proprie linee creditizie di appoggio. Una successiva ristrutturazione del debito della compagnia, comprendente la proroga di un anno di tali linee, aveva innescato pagamenti di “default swap” emessi su di essa. Secondo gli operatori, un simile evento avrebbe conferito agli acquirenti della protezione guadagni indebiti, soprattutto perché non vi era stata insolvenza. Da allora, la possibilità di avvalersi dei “default swap” nelle ristrutturazioni del debito, specie in assenza di un’effettiva inadempienza economica, ha destato preoccupazione presso gli operatori. L’iniziativa dei dealers USA potrebbe fra l’altro avere conseguenze sulla liquidità nel mercato dei derivati creditizi, dato che le banche europee continuano a far uso delle clausole di ristrutturazione.

L’European Securities Forum (ESF) annuncia il progetto per la creazione di un’unica infrastruttura che funga da controparte centrale e stanza di compensazione per tutti i titoli di capitale europei²¹. Il Forum ha precisato che avrebbe preso in esame offerte di gestori esterni cui affidare l’operatività del sistema, ma che in assenza di soluzioni soddisfacenti potrebbe assumerne personalmente la gestione. Esso ritiene che l’evolversi dei sistemi di contrattazione renda le strutture proprietarie verticali inappropriate a un mercato paneuropeo dei capitali. Inoltre, l’attuale frammentazione del trattamento post-negoziato riduce l’efficienza di costo e la competitività dei mercati europei. L’iniziativa trae spunto dal mancato accordo degli attuali partecipanti sulla creazione di una struttura europea per la compensazione dei titoli azionari.

ESF annuncia progetti per la creazione di un’unica controparte centrale europea

La Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), prima società mondiale per la compensazione e il regolamento di titoli, invita il settore dei servizi finanziari a studiare una soluzione globale per abbassare i costi, ridurre i rischi e facilitare lo sviluppo delle contrattazioni di strumenti finanziari in tutto il mondo. La DTCC ha annunciato in un libro bianco la sponsorizzazione di una conferenza mondiale agli inizi del 2001 per trattare questi temi²². Più che proporre una soluzione basata su una singola controparte centrale, il documento enumera una serie di questioni da dibattere, che richiedono una convergenza di opinioni e un comune accordo a livello di settore. Tali questioni comprendono: norme nel campo delle comunicazioni e della tecnologia; accordi sulla gestione incrociata delle garanzie e dei margini tra controparti centrali; condivisione degli investimenti tecnologici; coordinamento delle politiche e dei programmi operativi.

DTCC sollecita una soluzione globale per i servizi di compensazione

La London Clearing House annuncia piani per l’ampliamento dei servizi di compensazione degli strumenti derivati negoziati fuori borsa. OTCDerivNet, la

²¹ L’European Securities Forum, che comprende i maggiori utenti di schemi di compensazione e regolamento europei, è stato istituito nel 1998 per promuovere il rapido sviluppo di un’efficiente infrastruttura per il mercato dei capitali europeo. Cfr. *ESF’s Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, European Securities Forum, Francoforte e Londra, dicembre 2000. Disponibile sul sito Internet (www.eurosf.com).

²² Cfr. *Central Counterparties: Development, Cooperation and Consolidation*, Depository Trust and Clearing Corporation, New York, ottobre 2000. Disponibile sul sito Internet (www.dtcc.com).

nuova società creata insieme a otto operatori leader del settore, sarà basata sul servizio SwapClear istituito nel 1999 per la compensazione di swap su tassi d'interesse. La nuova struttura eseguirà la compensazione, il netting e l'aggiustamento giornaliero dei margini per una gamma ampliata di prodotti OTC in un maggior numero di valute.

Novembre

I Ministri finanziari europei concordano lo scambio di informazioni sui redditi da risparmio di non residenti

I Ministri economici e finanziari europei raggiungono un accordo sulla lotta all'evasione fiscale nell'Unione europea²³. In base alle nuove regole concordate, la maggior parte degli Stati europei scambierà informazioni sui redditi da risparmio dei non residenti, consentendo al paese di origine dell'investitore non residente di ricevere i proventi del gettito fiscale generato da tali redditi. I paesi contrari a una rapida introduzione dello scambio di informazioni (Austria, Belgio e Lussemburgo) potranno beneficiare di un periodo di transizione di sette anni, che permetterà loro di applicare la ritenuta alla fonte sui redditi prodotti dal risparmio con un'aliquota del 15% nei primi tre anni e del 20% nei restanti quattro anni. L'accordo prevede che i tre quarti della ritenuta fiscale siano trasferiti al paese d'origine dell'investitore non residente. Alla fine del periodo di transizione scatterà per tutti i paesi UE l'obbligo dello scambio di informazioni. Tuttavia, nel timore che un simile accordo possa scatenare una pericolosa fuga del risparmio verso paesi esterni alla UE, Austria e Lussemburgo hanno fatto rilevare che la loro ratifica definitiva, e quindi l'entrata in vigore della direttiva fiscale agli inizi del 2003, dipenderanno dall'accettazione del sistema di scambio delle informazioni da parte di vari centri finanziari non appartenenti alla UE.

Il Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei pubblica il suo rapporto preliminare²⁴. Dopo aver individuato una serie di carenze nei mercati finanziari dell'Unione europea, il rapporto afferma che il Piano d'azione per i servizi finanziari – approvato dai Capi di Stato e di Governo della UE nel marzo 2000 – contiene gli elementi chiave necessari per l'ulteriore integrazione del mercato europeo dei servizi finanziari²⁵. Tuttavia, esso rileva altresì la lentezza e l'incongruenza dell'attuale processo legislativo, sollecitando l'adozione di un nuovo sistema regolamentare in grado di rispondere in modo rapido e flessibile agli sviluppi nei mercati finanziari. Il documento contiene quattro raccomandazioni principali: (i) per la legislazione mobiliare a livello europeo dovrebbe essere adottato unicamente uno schema di principi generali, conformemente alle normali procedure legislative della UE;

²³ Cfr. www.europa.eu.int.

²⁴ Il Comitato, presieduto da Alexandre Lamfalussy, è stato istituito in occasione della riunione ECOFIN del luglio 2000 con il mandato di accertare le condizioni esistenti per l'applicazione nella UE della regolamentazione sui mercati mobiliari. Il documento *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* è disponibile sul sito Internet (www.europa.eu.int). Il rapporto finale del Comitato è stato pubblicato a fine febbraio 2001.

²⁵ Il Piano prevede il completamento del mercato unico dei servizi finanziari entro il 2005.

(ii) i singoli procedimenti di attuazione dovrebbero essere delegati a un nuovo Comitato europeo per i mercati mobiliari, sostenuto dagli organi di vigilanza della UE; (iii) i paesi membri dovrebbero applicare la legislazione UE in un nuovo contesto di accresciuta cooperazione per assicurare il coerente recepimento delle leggi; (iv) l'adozione delle norme UE dovrebbe essere accelerata attraverso una più incisiva azione da parte della Commissione e una maggiore cooperazione tra gli Stati membri e i rispettivi organi di regolamentazione. Un passo cruciale del rapporto è il suggerimento che, ove possibile, le proposte siano concordate attraverso le esistenti procedure abbreviate e che le nuove norme siano recepite e applicate sotto forma di regolamenti anziché di direttive²⁶. Al tempo stesso, il Comitato non raccomanda la creazione di un unico organo di regolamentazione paneuropeo, sostenendo che (i) non è ancora operante l'armonizzazione legislativa atta a garantire l'appropriato funzionamento di un mercato integrato; (ii) è necessaria un'azione rapida per ovviare alle lacune dell'attuale quadro regolamentare; (iii) occorrerà un certo tempo per poter verificare se riforme di questo tipo abbiano prodotto risultati o meno. Se venisse approvato dai governi UE entro i primi mesi di quest'anno, il sistema proposto potrebbe cominciare a funzionare agli inizi del 2002.

Il Comitato dei saggi auspica un nuovo modello di sistema regolamentare per i mercati finanziari europei

A breve distanza dalla pubblicazione del rapporto dei saggi, la Commissione europea annuncia un'ampia revisione della Direttiva sui servizi d'investimento²⁷. Tale revisione dovrà servire a studiare il modo migliore di aggiornare la normativa alla luce dei profondi cambiamenti in atto nel settore dei servizi d'investimento e nelle infrastrutture di negoziazione dei mercati mobiliari europei. Questa iniziativa fa seguito al diffuso riconoscimento che l'attuale "passaporto unico", il quale consente alle imprese d'investimento di vendere i loro servizi in tutti i paesi dell'Unione europea, non funziona bene a causa delle restrizioni che alcuni Stati membri continuano ad applicare in nome della protezione degli investitori (riquadro alle pagine 15 e 16). È prevista una fase di consultazione, che si concluderà a fine marzo 2001, il cui obiettivo principale è quello di stabilire come rendere il "passaporto unico" pienamente operativo, nonché di sviluppare uno schema regolamentare appropriato per l'infrastruttura del mercato. La revisione dovrebbe creare il quadro giuridico che consentirà al "passaporto unico" di diventare uno strumento più efficiente per le attività interprofessionali ed essere progressivamente esteso ai servizi per gli investitori al dettaglio. Relativamente alle infrastrutture di negoziazione, la Commissione rileva come la legislazione mobiliare UE, pur prevedendo che i "mercati regolamentati" siano accessibili alle società d'investimento di altri paesi membri, non assicuri adeguate salvaguardie in materia di informativa esterna, trasparenza, integrità e stabilità. Ciò può avere effetti distorsivi sulla

La Commissione europea annuncia un'ampia revisione della Direttiva sui servizi d'investimento

²⁶ I regolamenti sono atti legislativi che, una volta approvati dal Consiglio dei Ministri e dal Parlamento europeo, non necessitano di conversione in legge da parte dei paesi membri, al contrario delle direttive, per le quali i tempi di conversione possono arrivare fino a 18 mesi e oltre.

²⁷ Cfr. www.europa.eu.int.

concorrenza tra borse e sistemi di negoziazione. Si pone pertanto la questione se sia utile applicare principi comuni alle piattaforme di negoziazione (compresi i nuovi sistemi telematici) e, in caso affermativo, di quali principi dovrebbe trattarsi. La Commissione sta anche cercando di avviare un dibattito sulla necessità di una risposta comune, sotto il profilo regolamentare e di vigilanza, al consolidamento dei sistemi di compensazione e regolamento. Il processo di consultazione, che rientra nel Piano d'azione sui servizi finanziari, terrà conto delle conclusioni raggiunte dal rapporto finale dei saggi.

L'OCSE annuncia l'abbandono della minaccia di sanzioni economiche nei confronti dei centri offshore che si impegnano a cooperare

L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) annuncia l'abbandono della minaccia di sanzioni economiche nei confronti dei centri finanziari offshore che sottoscrivano un impegno collettivo alla trasparenza e alla cooperazione. Nel giugno 2000 l'OCSE aveva pubblicato un elenco di paesi con prassi fiscali nocive nel quadro di un'azione internazionale di lotta all'evasione fiscale condotta su più fronti²⁸. I paesi in questione erano stati avvertiti della possibilità di un'azione sanzionatoria nei loro confronti qualora non avessero accettato di collaborare entro il luglio 2001. Uno dei requisiti più controversi prevede che i centri offshore introducano meccanismi per lo scambio di informazioni con le autorità fiscali dei paesi OCSE. L'iniziativa intende replicare alle proteste dei centri offshore, secondo cui l'OCSE li costringerebbe ad adottare standard più severi di quelli osservati da alcuni dei suoi paesi membri.

Euroclear e Clearstream, le due grandi società di compensazione internazionali, annunciano l'intenzione di istituire collegamenti diurni tra i loro sistemi di regolamento. L'iniziativa, che segue un precedente accordo di collegamento notturno tra i due organismi, è destinata a offrire servizi infragionalieri multipli per lo scambio di titoli e la consegna del contante.

Le banche commerciali operanti nell'area dell'euro lanciano un sistema transfrontaliero di pagamenti al dettaglio che dovrebbe accelerare i tempi di elaborazione e ridurre i costi. Il sistema STEP1 tratterà in modo completamente automatizzato i pagamenti al dettaglio sulla piattaforma di compensazione Euro1, già in uso presso numerose grandi banche internazionali. Un importante vantaggio del nuovo sistema sarà la riduzione dei tempi di esecuzione a circa tre giorni, rispetto a un massimo di sette giorni occorrente fino ad oggi.

La European Central Securities Depositories Association (ECSDA) concorda una serie di standard per facilitare il regolamento transfrontaliero di titoli azionari²⁹, che consentiranno ai depositari nazionali di collegarsi direttamente tra loro. La ECSDA ha anche deciso di applicare il principio della

²⁸ Cfr. l'edizione dell'agosto 2000 di questa Rassegna per ulteriori dettagli.

²⁹ L'ECSDA è stata istituita nel 1997 allo scopo di fornire ai depositari centrali nazionali un consesso per lo scambio di opinioni e l'elaborazione di progetti di comune interesse. Il suo lavoro si è incentrato sulla messa a punto di un sistema esente da rischi per il regolamento internazionale di valori mobiliari basato sul principio della consegna contro pagamento. Cfr. www.ecsda.com.

consegna contro pagamento, che permetterebbe lo scambio si-multaneo di contante e titoli tra acquirente e venditore all'atto del regolamento.

La svedese OM Gruppen AB e la Morgan Stanley Dean Witter & Co. lanciano Jiway, borsa online destinata ad ampliare l'accesso degli investitori al dettaglio ai mercati mobiliari europei e statunitensi. Tuttavia, i suoi servizi non saranno offerti direttamente alla clientela al dettaglio, ma saranno disponibili solo a brokers, consulenti finanziari e altri intermediari.

Dicembre

Il Presidente degli Stati Uniti firma il Commodity Futures Modernization Act del 2000³⁰. La legge, che modifica ampiamente il Commodity Exchange Act, istituisce una struttura flessibile per la regolamentazione delle contrattazioni in futures, sancisce un accordo tra Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e Securities and Exchange Commission (SEC) che pone fine al divieto – in vigore da 18 anni – di negoziare futures su singole azioni e conferisce certezza giuridica ai mercati derivati OTC (dato che per alcuni contratti futures non varrà più la presunzione di illegittimità). In base alla nuova regolamentazione dei mercati futures, l'attuale approccio rigido e indifferenziato sarà sostituito da Principi fondamentali ampi e flessibili. Saranno inoltre istituiti tre livelli di regolamentazione per i mercati: borse futures riconosciute ("recognised futures exchanges", RFE), infrastrutture per le transazioni in derivati ("derivatives transactions facilities", DTF) e infrastrutture per le transazioni multilaterali esentate ("exempt multilateral transaction execution facilities", MTEF). Questi tre livelli permetteranno di allineare meglio le prescrizioni regolamentari alla natura dei prodotti e della clientela. Oltre a ciò, gli organismi di compensazione sotto la supervisione di CFTC, autorità di vigilanza bancaria USA, SEC o supervisor esteri potranno compensare operazioni eseguite tramite MTEF e transazioni bilaterali. La legge, che rinnova per cinque anni l'autorizzazione a CFTC, chiarisce altresì i casi di deroga previsti dall'Emendamento del Tesoro e conferisce esplicitamente alla Commissione la competenza in materia di transazioni valutarie al dettaglio.

Firmata la nuova legge sulle negoziazioni in futures

L'ESF decide di non appaltare il contratto per la fornitura dei servizi di controparte centrale. In sostituzione, esso distribuirà un modello che dovrà servire da falsariga per un'unica stanza di compensazione paneuropea. Le singole stanze europee saranno invitate a pronunciarsi sul modello, proponendo soluzioni praticabili. Non sarà emanata una richiesta formale in tal senso finché saranno compiuti rapidi progressi con i fornitori di servizi.

ESF modifica la sua strategia per la creazione di un'unica controparte centrale europea

Blackbird Holdings Inc. lancia una piattaforma elettronica per gli swap su tassi d'interesse europei. La società, creata lo scorso autunno come struttura "dealer-to-dealer" per derivati semplici di tasso d'interesse, si era inizialmente concentrata su swap in dollari canadesi e USA. La piattaforma europea negozierà swap denominati in euro, sterline e franchi svizzeri.

³⁰ Cfr. www.cftc.gov.

Il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali

Serge Jeanneau

Nel gennaio 2001 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato un secondo pacchetto di proposte per un Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, che nella sua versione definitiva sostituirà l'attuale Accordo del 1988. Quest'ultimo ha contribuito al rafforzamento della solidità e stabilità del sistema bancario internazionale e ha promosso la parità concorrenziale tra le banche attive a livello internazionale. Tuttavia, il mondo finanziario si è sviluppato enormemente negli ultimi dieci anni, al punto che il coefficiente patrimoniale standard dell'Accordo è diventato un indicatore meno accurato delle condizioni finanziarie di una banca e ha creato incentivi perversi.

La nuova regolamentazione intende stabilire una più stretta correlazione fra i requisiti patrimoniali obbligatori e i rischi sottostanti, riconoscere i miglioramenti ottenuti nella misurazione e nel controllo dei rischi, nonché fornire alle banche e alle loro autorità di vigilanza un ventaglio di opzioni per valutare l'adeguatezza patrimoniale, in modo che l'Accordo si presti a essere applicato da tutte le categorie di banche. Il Comitato è del parere che queste proposte abbiano posto le basi per una regolamentazione flessibile, capace di adattarsi ai cambiamenti nel sistema finanziario, rafforzandone la sicurezza e la solidità.

I commenti pervenuti sulle proposte del primo documento a fini di consultazione, pubblicato dal Comitato nel giugno 1999 (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* dell'agosto 1999) e il costante dialogo con i vari gruppi del settore e le autorità di vigilanza in tutto il mondo sono stati di grande ausilio nello sviluppare le nuove proposte. Il Comitato riconosce che il Nuovo Accordo presenta un'estensione e una complessità maggiori rispetto all'Accordo del 1988. Ciò è una naturale conseguenza delle innovazioni nel settore finanziario e della risultante necessità di una regolamentazione più sensibile ai rischi. Gli aspetti salienti delle proposte sono illustrati brevemente nei paragrafi che seguono. Per un'analisi più dettagliata si rimanda al pacchetto di documenti pubblicato dal Segretariato del Comitato di Basilea^①.

Le proposte sono incentrate su tre pilastri che si rafforzano reciprocamente e che consentono alle banche e alle autorità di vigilanza di valutare in modo appropriato i vari rischi cui sono esposte le banche stesse. Il Nuovo Accordo fa perno su: requisiti patrimoniali minimi, che rappresentano una versione perfezionata dello schema di misurazione dell'Accordo del 1988; controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale di un'istituzione e del suo processo interno di valutazione; disciplina di mercato attraverso un'efficace informativa esterna.

Primo Pilastro

Con le proposte per il Primo Pilastro – i requisiti patrimoniali minimi – il Comitato intende sostituire lo schema rigido e indifferenziato dell'Accordo del 1988 con una gamma di opzioni che le banche possono scegliere, previa autorizzazione delle rispettive autorità di vigilanza, a seconda della complessità del loro assetto operativo e della qualità della gestione dei rischi. La nuova regolamentazione mira a incentivare le banche a migliorare costantemente la loro capacità di gestione dei rischi in modo da potersi avvalere delle opzioni più sensibili ai rischi e quindi di requisiti patrimoniali più accurati. Il Comitato attribuisce inoltre maggior peso nel calcolo dei coefficienti patrimoniali alle valutazioni effettuate dalle banche stesse dei rischi cui sono esposte.

Relativamente al rischio di credito, le banche meno complesse potranno impiegare il metodo standard, che sviluppa quello dell'Accordo del 1988 e introduce l'impiego di valutazioni esterne del merito di credito. Le banche con più sofisticate capacità di gestione dei rischi, e in grado di soddisfare rigorosi standard prudenziali, possono fare uso di un sistema basato sui rating interni. Tale sistema

^① Cfr. in particolare *The New Basel Capital Accord: an explanatory note* per una descrizione generale dei contenuti del pacchetto a fini di consultazione. Disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

consente alle banche di effettuare proprie stime di alcuni elementi chiave del rischio di credito, come la probabilità di insolvenza del debitore. Il Comitato propone inoltre un requisito patrimoniale esplicito a fronte del rischio operativo, per il cui calcolo vengono offerte varie opzioni nel nuovo pacchetto di proposte. Il trattamento del rischio di mercato rimane sostanzialmente invariato.

Per quanto concerne la copertura patrimoniale complessiva, che sarà determinata dalla somma dei coefficienti patrimoniali per i rischi di credito, di mercato e operativo calcolati separatamente, l'obiettivo primario del Comitato è quello di fornire una metodologia più sensibile ai rischi che non determini mediamente né un aumento né una diminuzione del patrimonio di vigilanza delle banche, tenuto anche conto del nuovo coefficiente patrimoniale per il rischio operativo. Naturalmente, i requisiti patrimoniali di una singola banca possono aumentare o diminuire a seconda del suo profilo di rischio.

Secondo Pilastro

L'ulteriore lavoro svolto dal Comitato ha anche riaffermato l'importanza del processo di controllo prudenziale in quanto complemento essenziale dei requisiti patrimoniali minimi. Pertanto, il nuovo Accordo propone procedure mediante le quali gli organi di vigilanza possono assicurarsi che ciascuna banca disponga di solidi meccanismi interni per valutare l'adeguatezza del suo patrimonio e stabilisca obiettivi patrimoniali commisurati al profilo di rischio e al sistema di controllo specifici della banca. Questo procedimento interno sarebbe quindi soggetto a verifica e a interventi da parte dell'autorità di vigilanza, ove opportuno.

Terzo Pilastro

Il Comitato ritiene che i requisiti e le raccomandazioni di trasparenza dell'informazione, contenuti nel pacchetto di proposte, promuoveranno la disciplina di mercato consentendo agli operatori di disporre di informazioni essenziali sul profilo di rischio e sull'adeguatezza patrimoniale delle banche. Le proposte forniscono linee guida più dettagliate in merito all'informativa esterna su struttura del capitale, esposizioni al rischio e adeguatezza patrimoniale.

Analogie e differenze rispetto alle proposte del giugno 1999

La base concettuale e l'impostazione delle due serie di proposte sono rimaste uguali. È stato infatti mantenuto l'approccio fondato sui tre pilastri; per ciascuna delle misurazioni nel quadro del Primo Pilastro sono previste varie opzioni; le banche sono incentivate ad adottare misure più accurate dei rischi; è aumentata la sensibilità al rischio delle varie ponderazioni (è stata abbandonata l'impostazione incentrata sui paesi del "club OCSE" per tali ponderazioni di rischio); è stato introdotto un requisito esplicito per il rischio operativo.

Tuttavia, sono state anche apportate varie modifiche. Anzitutto, è notevolmente aumentato il grado di analicità di ciascun elemento delle nuove proposte. In secondo luogo, il metodo standard per la misurazione del rischio di credito stabilisce una più stretta correlazione tra le varie classi di rischio e i rischi sottostanti (in parte attraverso l'aggiunta di una nuova classe di rischio per le esposizioni delle imprese; cfr. tabella seguente). In terzo luogo, per il sistema basato sui rating interni sono previste due opzioni (metodo di base e avanzato). In quarto luogo, è stato modificato il baricentro della misurazione degli altri rischi, spostando dal Primo al Secondo Pilastro il trattamento del rischio di tasso d'interesse, mentre il rischio operativo continua a essere trattato nel quadro del Primo Pilastro. Infine, per il Secondo e Terzo Pilastro sono stati fissati criteri molto più specifici.

Ponderazioni di rischio per le imprese in base al metodo standard

Giugno 1999		Gennaio 2001	
AAA fino ad AA-	20%	AAA fino ad AA-	20%
A+ fino a B-	100%	A+ fino ad A-	50%
Inferiore a B-	150%	BBB+ fino a BB-	100%
Non classificati	100%	Inferiore a BB-	150%
		Non classificati	100%

Lavori futuri e introduzione del Nuovo Accordo

Dopo questa seconda fase di consultazione che terminerà il 31 maggio 2001, il Comitato lavorerà alla stesura definitiva del Nuovo Accordo, che intende concludere entro la fine dell'anno; la sua introduzione nei paesi membri è prevista nel 2004. Questo arco di tempo tiene conto delle esigenze connesse con i procedimenti legislativi nazionali e con l'adeguamento dei sistemi interni delle banche, del processo di controllo prudenziale e delle segnalazioni di vigilanza. Nell'elaborare la nuova regolamentazione il Comitato ha consultato le autorità di vigilanza in tutto il mondo e si attende che al Nuovo Accordo aderiscano, nei tempi dovuti, tutte le banche di una certa rilevanza. Il Comitato riconosce, che per attuare le sue proposte le autorità di vigilanza dovranno in molti casi potenziare le proprie risorse. Nondimeno, esso ritiene che i benefici di uno schema di regolamentazione patrimoniale più sensibile al rischio e atto a promuovere rigorose procedure di gestione dei rischi giustifichino un aumento delle risorse. Il Comitato di Basilea e l'Istituto per la stabilità finanziaria della BRI sono pronti a fornire la loro assistenza e costituiranno entrambi l'istanza di riferimento per la diffusione e lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza.

Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi		
Mese	Organismo	Iniziativa
ottobre 2000	Electronic Banking Group del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Pubblicazione di un documento di discussione e di una serie di libri bianchi sulle implicazioni dell'attività bancaria elettronica per le autorità di vigilanza
	Governo svizzero	Annunciata la riduzione dell'imposta di bollo
	Operatori USA in derivati su crediti	Accordo sull'abolizione delle clausole di ristrutturazione dai contratti tradizionali di "default swap"
	European Securities Forum	Annunciato il progetto per la creazione di un'unica struttura europea che funga da controparte centrale e stanza di compensazione
	Depository Trust and Clearing Corporation	Richiesta l'elaborazione di una soluzione globale per i servizi di compensazione
	London Clearing House	Progettata espansione dei servizi di compensazione per i derivati OTC
novembre 2000	Gruppo di banche a operatività internazionale	Adesione ai principi Wolfsberg contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita
	Organi di regolamentazione USA	Richiesto il parere delle parti interessate su uno schema semplificato di regolamentazione patrimoniale per le istituzioni a struttura non complessa
	Ministri economici e finanziari europei	Accordo sulla lotta all'evasione fiscale attraverso un programma di scambio di informazioni sui redditi da risparmio di non residenti
	Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei	Pubblicazione del documento <i>Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets</i>
	Commissione europea	Annunciata un'ampia revisione della Direttiva sui servizi d'investimento
	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico	Annunciato l'abbandono della minaccia di sanzioni economiche per i centri offshore che sottoscrivono un impegno alla trasparenza e alla cooperazione
	Euroclear e Clearstream	Annunciato collegamento diurno tra i rispettivi sistemi di regolamento
	Gruppo di banche commerciali dell'area dell'euro	Lancio di un sistema transfrontaliero per i pagamenti al dettaglio
	European Central Securities Depositories Association	Accordo su una serie di standard per facilitare il regolamento transfrontaliero di titoli azionari
	OM Gruppen AB e Morgan Stanley Dean Witter & Co.	Lancio di Jiway, borsa online destinata agli investitori al dettaglio
dicembre 2000	Presidente degli Stati Uniti	Firma del Commodity Futures Modernization Act del 2000
	European Securities Forum	Cambio di strategia per la creazione di una controparte centrale europea per i titoli azionari
	Blackbird Holdings Inc.	Lancio di una piattaforma elettronica per gli swap su tassi d'interesse