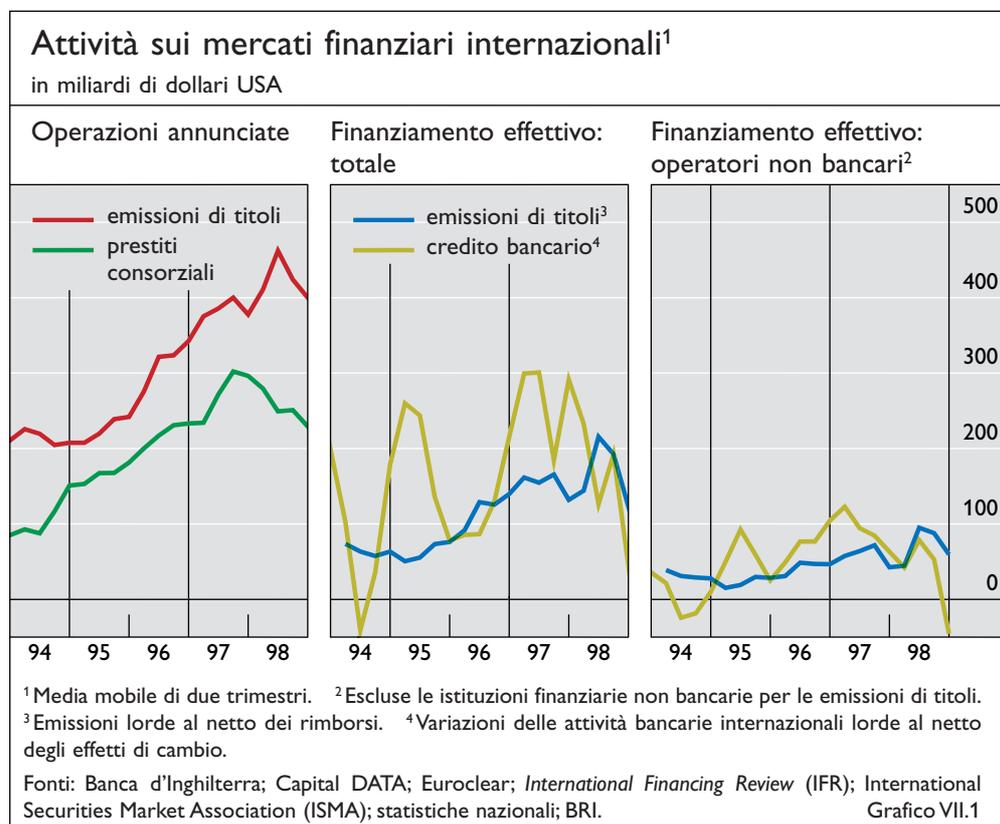


## VII. I mercati finanziari internazionali

### Aspetti salienti

La moratoria sul debito russo annunciata nell'agosto 1998 ha segnato una svolta decisiva per i mercati finanziari internazionali. È pur vero che il ricorrente manifestarsi di tensioni dall'inizio della crisi asiatica nel luglio 1997 aveva già esercitato un notevole impatto sulle complessive condizioni di mercato. Tuttavia, fino alla scorsa estate i fattori di espansione si erano mantenuti in genere abbastanza forti da controbilanciare i crescenti timori destati dall'esposizione al rischio di credito. Fra questi fattori figurano in particolare la ricerca di rendimenti più elevati in un contesto monetario favorevole, la diversificazione internazionale dei portafogli a essa parzialmente collegata, l'ondata di fusioni e acquisizioni nei paesi industriali e il progressivo emergere di un mercato finanziario paneuropeo. L'inattesa decisione russa ha provocato una grave perdita di fiducia del mercato, aggravata in settembre dalle rivelazioni sull'entità delle esposizioni del Long-Term Capital Management (LTCM). Le condizioni di emissione si sono repentinamente inasprite per tutti i mutuatari con la sola eccezione di quelli di prim'ordine, i nuovi finanziamenti posti in essere sui mercati internazionali bancario e mobiliare si sono drasticamente ridotti ed è precipitata l'attività sul mercato secondario per tutti gli strumenti rischiosi. Sebbene l'allentamento dei tassi ufficiali abbia



Finanziamento netto stimato sui mercati internazionali <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
	in miliardi di dollari USA						
Totale attività esterne delle banche <sup>2</sup>	316,4	274,9	680,1	532,7	1 142,6	331,0	9 665,4
Attività bancarie sull'interno in valuta estera	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1 382,8
<i>meno: ridepositi interbancari</i>	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
A = Attività bancarie internazionali nette <sup>3</sup>	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
B = Finanziamento netto mediante strumenti del mercato monetario	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Totale emissioni perfezionate di obbligazioni e notes	..	504,1	536,8	859,6	1 014,0	1 167,8	
<i>meno: rimborsi e riacquisti</i>	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Finanziamento netto mediante obbligazioni e notes	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
D = A + B + C = Totale finanziamento internazionale	388,7	443,6	593,1	957,3	1 038,3	792,7	9 801,1
<i>meno: duplicazioni<sup>4</sup></i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1 456,1
E = Totale finanziamento internazionale netto	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8 345,0

<sup>1</sup>Per i dati sulle posizioni bancarie e sui collocamenti in euronotes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio; per il finanziamento obbligazionario, dati di flusso. <sup>2</sup>Banche situate nei paesi del G10, in Austria, Danimarca, Finlandia, Irlanda, Lussemburgo, Norvegia, Spagna, Antille olandesi, Bahamas, Bahrain, Hong Kong, Isole Cayman e Singapore, nonché filiali di banche USA a Panama. <sup>3</sup>Esclusi i ridepositi stimati fra banche dichiaranti. <sup>4</sup>Titoli di debito internazionali acquisiti o emessi dalle banche dichiaranti, nella misura in cui figurano nelle statistiche bancarie come attività verso non residenti.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI. Tabella VII.1

riportato una certa calma e rivitalizzato i mercati primario e secondario, la solidità del sistema finanziario globale ha continuato a destare preoccupazione.

In prima analisi, nonostante le rilevanti perdite subite da alcuni operatori principali, il mercato interbancario internazionale pare aver resistito relativamente bene alla massiccia liquidazione di posizioni con elevato grado di leva e al brusco spostamento di preferenze degli investitori a favore di attività sicure e liquide. Nel contempo, i finanziamenti sul mercato mobiliare internazionale hanno ulteriormente tratto sostegno da fattori di più lungo periodo, e i mutuatari con elevato merito di credito hanno persino aumentato le loro emissioni in presenza di una serrata concorrenza fra sottoscrittori. Infine, i mercati derivati ancora una volta sono stati in grado di assorbire il cambiamento intervenuto nelle posizioni e nelle strategie esistenti. Tuttavia, la resistenza dei mercati non deve far passare in secondo piano il fatto che sia gli operatori di mercato sia le autorità sono stati colti di sorpresa dalla portata del capovolgimento, il che ha rivelato gravi inadeguatezze negli attuali sistemi di gestione del rischio e di sorveglianza prudenziale, nonché l'insufficiente trasparenza del mercato.

## Il mercato bancario internazionale

Nel settore dei prestiti consorziali le fusioni e acquisizioni in Nord America e in Europa hanno mantenuto nel 1998 l'attività su livelli relativamente

sostenuti; ciò nonostante il volume totale delle operazioni annunciate (\$957 miliardi) è diminuito del 16%. Le facilitazioni allestite a favore dei prenditori dei mercati emergenti (\$68 miliardi) si sono quasi dimezzate e hanno subito un ulteriore calo nel primo trimestre 1999. La crisi asiatica scoppiata a metà 1997 aveva già reso il contesto molto meno favorevole per i mutuatari, e il ritiro dei gruppi bancari giapponesi e di altri paesi asiatici ha portato a un ulteriore inasprimento delle condizioni di credito. In tal senso, la moratoria russa non ha fatto che accentuare la riconsiderazione da parte delle banche delle proprie esposizioni e metodologie di gestione del rischio. La crescente presenza di investitori istituzionali e di banche di investimento, insieme a più intense contrattazioni sul mercato secondario, ha portato a un maggiore allineamento delle condizioni di prezzo con quelle prevalenti sul mercato mobiliare internazionale. Nel contempo, l'accresciuto impiego dei derivati creditizi ha fornito un certo margine per un più rapido aggiustamento

La moratoria  
russa ...

Aspetti principali dell'attività bancaria internazionale <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
	in miliardi di dollari USA						
A = Attività verso paesi esterni all'area dichiarante	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Attività verso paesi interni all'area dichiarante	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Attività verso soggetti non bancari	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Finanziamento internazionale di impieghi interni	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Ridepositi interbancari	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Partite non classificate	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Credito bancario internazionale lordo	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Credito bancario internazionale netto	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Passività verso paesi esterni all'area dichiarante	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Passività verso paesi interni all'area dichiarante	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Passività verso soggetti non bancari	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Finanziamento interno di impieghi internazionali	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Ridepositi interbancari	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Partite non classificate	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Indebitamento bancario internazionale lordo	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Per memoria: prestiti consorziali <sup>2</sup>	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

<sup>1</sup>Variazioni nelle consistenze, al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup>Nuovi prestiti annunciati.

Fonti: Capital DATA; BRI.

Tabella VII.2

delle esposizioni, quantunque la crisi finanziaria globale abbia messo in luce una serie di carenze in quel segmento di mercato (si veda la sezione sui mercati derivati).

Il deterioramento del clima finanziario nel corso del 1998 traspare più chiaramente dalle statistiche dettagliate BRI sull'attività bancaria internazionale, che si riferiscono ai crediti effettivamente erogati piuttosto che alle operazioni annunciate. Infatti, se nel primo trimestre dell'anno le banche hanno ridotto di un importo record le proprie esposizioni verso le economie emergenti dell'Asia, esse hanno successivamente esteso il loro disimpegno ad altre regioni del mondo in via di sviluppo. Nel terzo trimestre quindi, al culmine della crisi russa, il disimpegno delle banche ha coinvolto i paesi industriali. In particolare, vi è stata una drastica riduzione dei nuovi finanziamenti alla clientela non bancaria situata nei centri finanziari in cui hanno sede hedge funds. Le contestuali vendite di titoli da parte delle banche dichiaranti comprovano inoltre la liquidazione di prestiti collateralizzati. Nell'ultimo trimestre, nonostante l'attenuarsi del disimpegno dalle economie emergenti, la chiusura delle posizioni finanziate con capitale di prestito e la fuga degli investitori verso la sicurezza hanno raggiunto la massima intensità, determinando una contrazione assoluta del credito bancario internazionale aggregato. Al tempo stesso, nel collocare i propri fondi i depositanti non bancari hanno mostrato una decisa preferenza per gli istituti di credito considerati meno esposti alle turbolenze finanziarie.

Taluni fattori di crescita hanno celato per un certo tempo l'impatto negativo di tali andamenti sui flussi bancari internazionali. Uno di essi è stato l'approssimarsi della UEM, che ha agito da catalizzatore per l'attività dei mercati in Europa. Il secondo è stato il ruolo attivo svolto dalle banche sui mercati mobiliari: la netta variazione registrata nelle disponibilità delle banche in alcune categorie di titoli nel corso dell'anno dimostra infatti l'importanza assunta dalle negoziazioni in proprio nell'attività globale. Un ulteriore fattore di sostegno è stata l'intensa redistribuzione di liquidità mondiale per il tramite del mercato interbancario internazionale. Questi elementi, unitamente all'espansione sul piano internazionale di alcuni gruppi bancari europei, hanno altresì controbilanciato il ridimensionamento dell'operatività delle banche giapponesi e gli effetti indiretti delle turbolenze sulle banche aventi legami effettivi o presunti con i principali debitori o con investitori ad alta leva finanziaria.

#### *Operazioni con i paesi interni all'area dichiarante*

Nel primo semestre 1998 l'attività bancaria internazionale era già fortemente incentrata su mutuatari situati in Europa, in Nord America e nei centri dei Caraibi, a scapito del Giappone e della maggior parte delle economie emergenti. Tale configurazione dei flussi creditizi ha concorso a ritardare l'ampliamento dei premi di rischio all'interno del gruppo dei mutuatari residenti nell'area dichiarante a esclusione del Giappone (si veda la nota 2 della tabella VII.1 per una definizione dell'area dichiarante alla BRI). Essa potrebbe inoltre aver favorito indirettamente il finanziamento di strategie con effetto di leva. Degno di nota in questo stesso periodo è il forte accumulo da parte delle banche di titoli emessi

... accentua il ritiro delle banche dai paesi in via di sviluppo ...

... e provoca una contrazione assoluta del credito ...

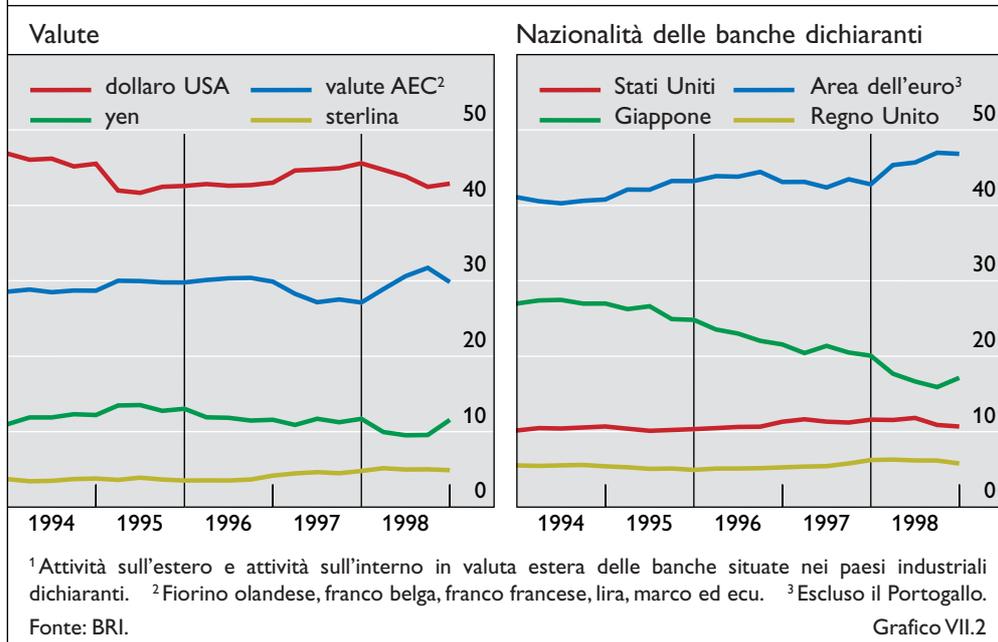
... allorché viene meno l'effetto dei fattori propulsivi

La sostenuta attività creditizia nell'area durante il primo semestre dell'anno ...

... favorisce le transazioni con effetto di leva ...

## Struttura per valute e nazionalità del credito bancario internazionale<sup>1</sup>

quote percentuali, a fine trimestre



da soggetti di paesi sviluppati, benché la portata del sottostante intreccio di posizioni sia emersa solo al momento della loro liquidazione. Le brusche oscillazioni nella disponibilità di credito osservate nel corso dell'estate sono state particolarmente evidenti per le transazioni con il settore non bancario all'interno dell'area dichiarante. Mentre nel terzo trimestre il ridimensionamento è stato circoscritto a soggetti situati negli Stati Uniti e in alcuni centri dei Caraibi (dove hanno sede legale numerosi hedge funds), nel quarto esso ha assunto dimensioni di massa. Ciò si è rispecchiato in una contrazione su base annua del 9% del volume di credito bancario internazionale erogato alla clientela non bancaria all'interno dell'area.

Dal lato del passivo dei bilanci internazionali delle banche dichiaranti, l'acquisizione di nuovi depositi di investitori non bancari dell'area appariva sufficiente fino all'estate a compensare la perdita di quelli provenienti dai mercati emergenti. I segnali di tensione sono emersi nel terzo trimestre, quando i depositanti dell'area hanno mostrato maggiore propensione a collocare le proprie attività presso un ristretto novero di gruppi bancari. Lo squilibrio è divenuto particolarmente acuto nel quarto trimestre, con il massiccio e generale ritiro dei soggetti non bancari interni all'area dal mercato bancario internazionale (-22% su base annua). Ciò chiarisce meglio la natura della tanto dibattuta stretta creditizia internazionale dello scorso ottobre. In retrospettiva emerge che la crisi dell'intermediazione interbancaria internazionale in quel periodo è stata dovuta alla ridotta capacità delle banche di attirare fondi non meno che alla loro stessa riluttanza a concedere credito. In tal senso si spiega l'immissione di liquidità ad opera delle autorità monetarie dei maggiori paesi, che ha impedito ulteriori ripercussioni sistemiche.

... che amplificano la successiva inversione di tendenza ...

... sulla quale influisce altresì la massiccia revoca di depositi

Attività esterne delle banche verso i paesi al di fuori dell'area dichiarante*								
	1996	1997	1998				Consistenze a fine 1998	
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.		4° trim.
in miliardi di dollari USA								
Totale area esterna	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1 200,7
Paesi sviluppati	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europa orientale	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	-1,0	108,8
<i>Russia</i>	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	-1,6	54,7
Paesi in via di sviluppo	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	-3,6	843,7
America latina	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	-6,1	309,0
<i>Argentina</i>	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	-2,8	46,5
<i>Brasile</i>	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	-4,5	98,2
<i>Messico</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Medio Oriente	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Africa	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asia	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	-7,9	369,3
<i>Cina</i>	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
<i>Corea</i>	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	-4,9	74,6
<i>Indonesia</i>	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	-1,6	50,5
<i>Thailandia</i>	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	-5,4	56,6

\*Variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio.  
Fonte: BRI. Tabella VII.3

### Operazioni con i paesi esterni all'area dichiarante

Nel 1998 vi è stata una netta inversione dei flussi di credito bancario verso i mercati emergenti e in transizione (da +\$73 miliardi nel 1997 a -\$60 miliardi), anche se con modalità diverse fra regioni in termini di tempi e di entità. Nel caso dell'Asia, la crisi iniziata nell'estate 1997 ha raggiunto il culmine nei primi tre mesi del 1998, allorché le banche dichiaranti hanno drasticamente ridotto le esposizioni verso Corea, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Dopo un momentaneo miglioramento delle condizioni di mercato, in particolare a favore della Corea, i mutuatari dei mercati emergenti hanno subito il contraccolpo della fuga verso la sicurezza degli investitori seguita all'annuncio della moratoria sul debito russo in agosto. Successivamente, le banche dichiaranti hanno continuato a ridurre la propria esposizione verso questo gruppo di paesi, ma si sono anche ritirate dalla Cina, date le crescenti incertezze sulla situazione finanziaria delle holding locali e sulla sostenibilità del tasso di cambio (Capitolo III). Il diffuso disimpegno fra i vari gruppi nazionali di banche creditrici e l'elevata quota di debito a breve nell'esposizione bancaria complessiva verso l'Asia (60% in media a fine 1997) hanno reso ancora più dirompenti gli effetti sulle economie locali.

Al di fuori dell'Asia il contagio è stato per un certo tempo contenuto, ma nel prosieguo dell'anno sono emerse indicazioni di un estendersi della stretta creditizia ad altri paesi emergenti. In America latina, uno sviluppo rimarchevole è stato il capovolgimento nei flussi di credito bancario verso il Brasile fra il primo

Il disimpegno delle banche dall'Asia ...

... si estende nel corso dell'estate ...

... arrivando a interessare la Cina ...

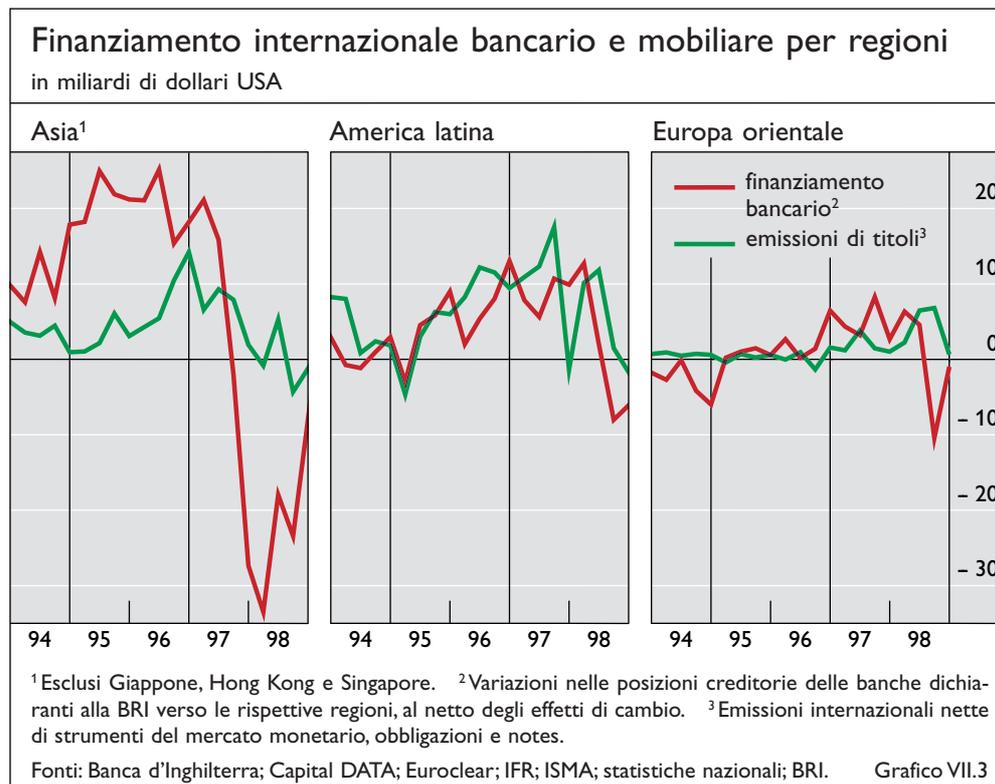
... e il Brasile

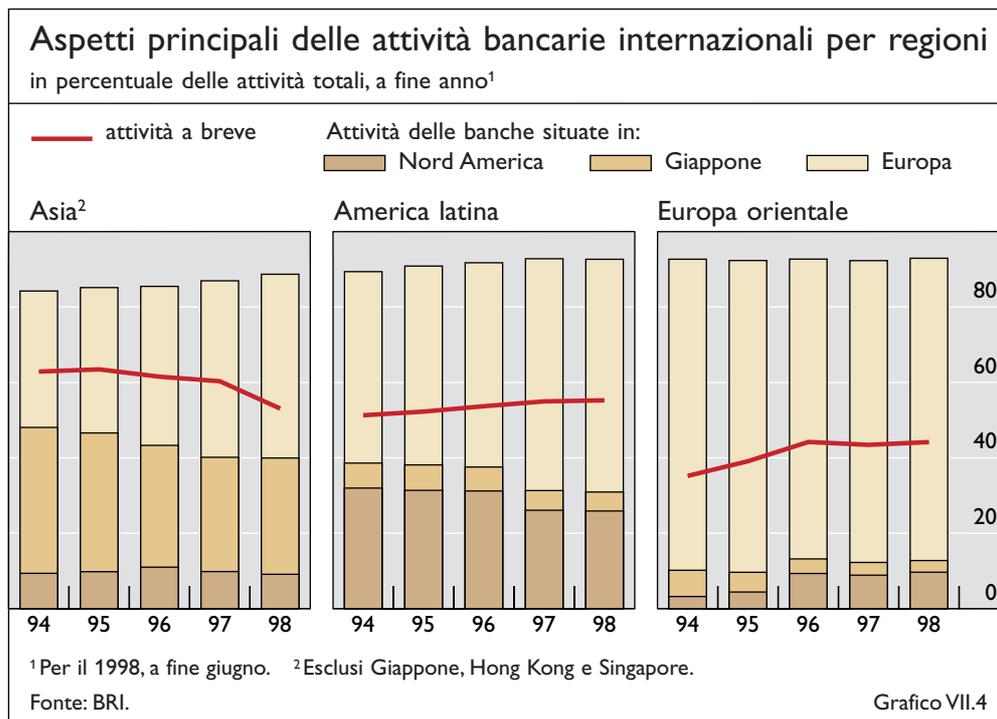
e il secondo semestre. Nella prima parte dell'anno i tassi d'interesse interni eccezionalmente alti e una nuova regolamentazione avevano indotto cospicui afflussi di fondi bancari. Tuttavia tali afflussi sono stati seguiti da deflussi di entità ancor maggiore quando gli andamenti in Russia hanno portato a una riconsiderazione particolarmente severa dell'esposizione verso il Brasile. L'impatto della crisi russa, la liquidazione di posizioni con effetto di leva seguita al quasi collasso di LTCM e le proposte nel senso di una maggiore compartecipazione del settore privato nel quadro del programma di sostegno preventivo del FMI in favore del Brasile hanno probabilmente spinto i creditori a ridurre la propria esposizione anteriormente alla svalutazione del real agli inizi del 1999. È interessante osservare che il ritiro delle banche da altri paesi latino-americani è stato più contenuto giacché l'Argentina ha in parte preservato l'accesso al mercato bancario internazionale fino a buona parte del terzo trimestre e il Messico ha ottenuto nuovi crediti nel quarto trimestre, pur se con spreads più alti.

Altrove il contagio è più contenuto ...

Il fatto che l'America latina sia rimasta immune nel primo semestre 1998 dalla crisi originata in Asia è già stato rilevato nel Capitolo III. La perdurante, seppure ridotta, capacità dell'Argentina e del Messico di attingere ai mercati internazionali è pertanto indicativa della maggiore differenziazione operata dagli investitori nel valutare il rischio paese. Nondimeno, altri fattori di fondo possono aver accentuato tale tendenza. In primo luogo, la presunzione implicita che i paesi della regione godessero di una rete di sicurezza internazionale ha incoraggiato le banche a sfruttare i differenziali di tasso d'interesse esistenti, consentendo pertanto una stabilizzazione degli spreads creditizi (si veda l'ultima sezione del presente capitolo). In secondo luogo, le banche europee e nordamericane erano fortemente interessate a rafforzare la propria presenza in America latina e a intensificare i collegamenti con i sistemi bancari locali considerati in una fase

... indicando una maggiore differenziazione del rischio paese ...





relativamente avanzata del processo di ristrutturazione. Infine, fatta eccezione per il Brasile, l'incidenza del debito bancario in scadenza nel 1998 era notevolmente inferiore rispetto a quella dell'Asia. Ciò ha alleviato il fabbisogno di finanziamento esterno, almeno nel breve periodo, tanto più che in alcuni casi tale fabbisogno ha potuto essere soddisfatto attraverso il mercato mobiliare internazionale.

Per quanto riguarda l'Europa orientale, dalle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale appare che alla Russia hanno continuato ad affluire finanziamenti bancari fino al momento in cui le autorità hanno dichiarato la moratoria su parte del debito del paese. Ciò è stato attribuito alla fiducia dei creditori nella capacità del paese di onorare il servizio del debito o di assicurarsi un pacchetto di sostegno internazionale in caso di difficoltà. L'annuncio della moratoria è stato seguito da un massiccio calo del valore in dollari dell'esposizione bancaria verso la Russia, in ampia misura dovuto a una forte svalutazione del portafoglio di titoli in mora. Infatti, al paese è riconducibile l'intera contrazione registrata nelle attività delle banche dichiaranti verso la regione nel secondo semestre dell'anno. Durante questo periodo non paiono essersi ridotti in misura significativa i crediti bancari verso gli altri paesi est-europei, grazie forse a un contesto economico più favorevole e ai crescenti legami con i paesi dell'Unione europea.

Al tempo stesso, malgrado l'impatto congiunto del contagio e della caduta dei prezzi del petrolio, in Medio Oriente sono proseguiti gli afflussi di fondi bancari internazionali. In particolare, l'Arabia Saudita e gli Emirati Arabi Uniti hanno continuato a sfruttare il loro elevato merito di credito per attingere al mercato bancario su larga scala.

## I mercati mobiliari internazionali

Nonostante la tendenza all'aumento dei rimborsi e la rarefazione dell'attività in strumenti del mercato monetario, nel 1998 il finanziamento netto posto in

... malgrado lo shock della crisi russa

essere tramite emissioni di titoli di debito internazionali ha raggiunto un nuovo record (\$678 miliardi). Nel corso dell'anno le condizioni di emissione sono variate considerevolmente. La sostenuta attività del primo trimestre è riconducibile sia al differimento di alcuni collocamenti determinato dall'aggravarsi della crisi asiatica alla fine del 1997, sia al più accomodante orientamento della politica monetaria che ne è seguito. La situazione si è deteriorata nel mese di agosto, allorché la moratoria sul debito russo ha consentito l'accesso al mercato ai soli operatori di prim'ordine. Una tornata di riduzioni dei tassi d'interesse ufficiali ha in parte rasserenato il clima, favorendo una ripresa dell'attività, sebbene le inquietudini sui rischi di credito e di liquidità abbiano fortemente influenzato la composizione delle emissioni a scapito dei prenditori dei mercati emergenti. I dati disponibili per il primo trimestre 1999 mostrano che questi ultimi sono stati in grado di accedere nuovamente ai mercati mobiliari internazionali in gennaio, subito dopo la svalutazione del real brasiliano (che era stata ampiamente scontata). Indicatori di mercato suggeriscono, tuttavia, che la riconsiderazione su scala mondiale della rischiosità lo scorso autunno ha influito in modo più duraturo sui premi per il rischio di credito e di liquidità, rimasti al di sopra della media di lungo periodo.

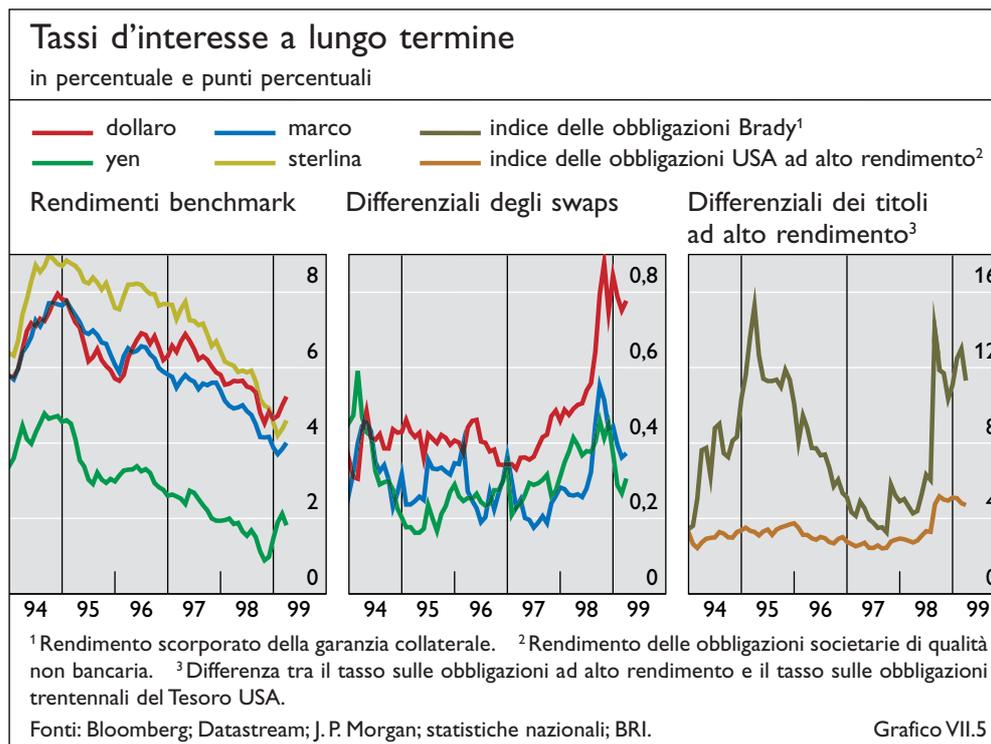
Un volume record di emissioni mobiliari ...

Aspetti principali delle emissioni internazionali di titoli debitori <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Consistenze a fine 1998
in miliardi di dollari USA							
Totale emissioni nette	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Strumenti del mercato monetario <sup>2</sup>	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Obbligazioni e notes <sup>2</sup>	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Paesi sviluppati	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europa <sup>3</sup>	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Giappone	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
Stati Uniti	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Centri offshore	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Altri paesi	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Istituzioni internazionali	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dollaro USA	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Valute dell'area dell'euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Altre valute	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Istituzioni finanziarie <sup>4</sup>	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Settore pubblico <sup>5</sup>	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Imprese private	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
<i>Per memoria:</i>							
<i>emissioni annunciate di obbligazioni e notes</i>	<i>534,6</i>	<i>492,5</i>	<i>534,5</i>	<i>861,1</i>	<i>1 010,9</i>	<i>1 172,7</i>	

<sup>1</sup> Per le obbligazioni internazionali, dati di flusso; per gli strumenti del mercato monetario e le notes, variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio. <sup>2</sup> Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. <sup>3</sup> Esclusa l'Europa orientale. <sup>4</sup> Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. <sup>5</sup> Governi, enti pubblici e istituzioni internazionali.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BRI.

Tabella VII.4



... rivela la resilienza dei mercati ...

... in un contesto di ristrutturazioni ...

... di adeguamento all'euro ...

... e di serrata concorrenza tra sottoscrittori

Ciò nondimeno, i mercati hanno dato prova di resilienza di fronte alle ricorrenti turbolenze. L'allargamento della base di investitori ed emittenti e la gamma sempre più vasta di strutture offerte hanno rappresentato importanti fattori di sostegno; non sono tuttavia mancati altri influssi di lungo periodo, tre dei quali assumono un maggiore risalto. In primo luogo, la ristrutturazione all'interno dei settori industriale e finanziario ha dato origine a un'ondata di emissioni collegate ad acquisizioni. In secondo luogo, la migliorata finanza pubblica nelle economie industriali (con l'eccezione del Giappone) ha schiuso nuove opportunità per un'ampia gamma di prenditori di prim'ordine. Infine, l'imminente introduzione della moneta unica europea ha impartito un ulteriore stimolo ai flussi internazionali, poiché il desiderio degli emittenti di stabilire benchmark denominati in ecu/euro ha prodotto un certo allontanamento da taluni mercati locali.

La maggiore volatilità dei mercati ha accentuato la concentrazione tra gli intermediari. I consorzi di collocamento USA hanno mantenuto la posizione preminente, sfruttando la solidità dei loro bilanci al fine di assicurarsi mandati per ingenti emissioni in dollari di organismi sovranazionali ed enti pubblici. Gli intermediari con base in Europa hanno tratto vantaggio dalla loro capacità distributiva nei segmenti valutari europei e dall'imminente introduzione dell'euro per conquistare nuove quote di mercato. Per converso, il basso volume di scambi di emanazione nipponica o in yen ha ulteriormente ridotto la quota degli intermediari giapponesi. Al tempo stesso, la più serrata concorrenza ha compresso i margini di sottoscrizione, inducendo taluni gruppi bancari a ridimensionare le proprie ambizioni di "global players".

#### *Categoria e nazionalità degli emittenti*

Le turbolenze sui mercati finanziari hanno influito sulla composizione dei prenditori che accedono ai mercati mobiliari internazionali. La forte richiesta di

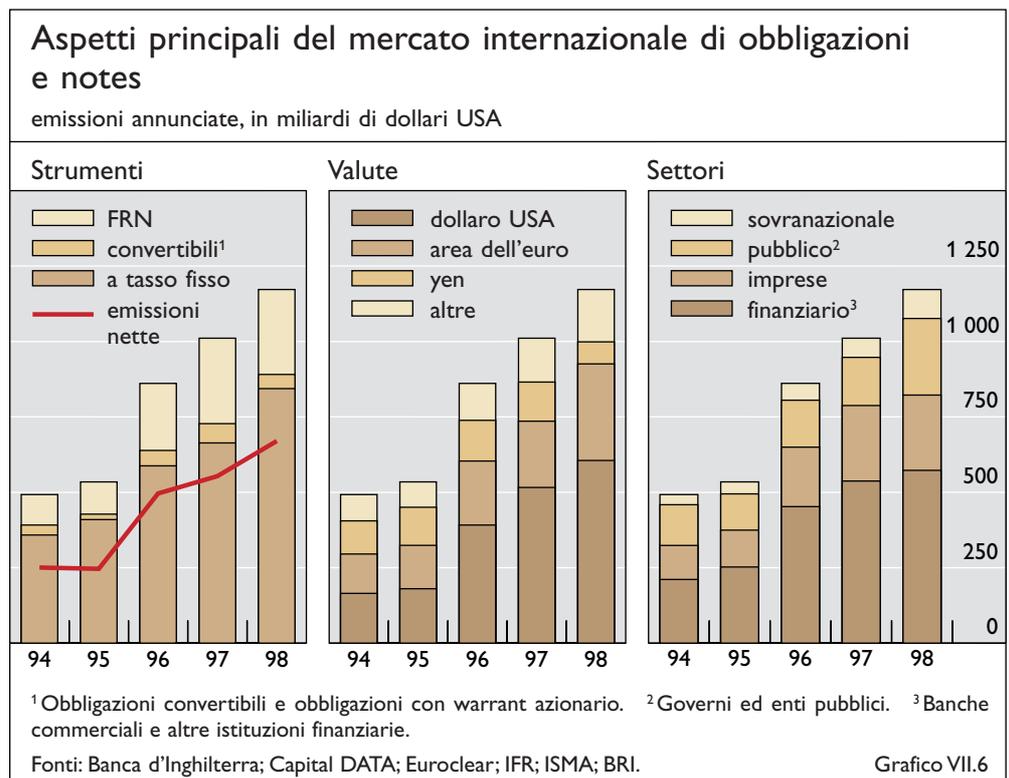
titoli di qualità primaria e ad elevata liquidità ha incoraggiato i soggetti del settore pubblico dei paesi industriali e gli organismi sovranazionali a incrementare l'attività di emissione (cresciuta, su base annua, del 59 e del 44% rispettivamente). Ciò si è riflesso in un marcato aumento della dimensione media delle operazioni: quelle superiori a \$1 miliardo hanno rappresentato il 27% dei collocamenti totali, contro il 10% dell'anno precedente. Le istituzioni finanziarie hanno mantenuto la posizione di preminenza (54%), malgrado i timori originati dalle loro esposizioni nei confronti dei mercati emergenti e degli investitori a elevata leva finanziaria. La preferenza dei sottoscrittori per le grandi emissioni benchmark e i dubbi circa la solidità del settore privato non finanziario hanno ostacolato i collocamenti di quest'ultima categoria di prenditori.

Gli investitori si orientano verso i titoli liquidi ...

I mutuatari statunitensi e quelli tedeschi si sono mostrati particolarmente dinamici, contribuendo rispettivamente per il 26 e il 13% alle emissioni totali lorde di titoli di debito. Mentre negli Stati Uniti le agenzie di finanziamento semipubbliche hanno tratto profitto dalla ridotta offerta di titoli del Tesoro USA per lanciare ingenti emissioni internazionali di riferimento, le istituzioni bancarie tedesche di prim'ordine hanno attivamente perseguito la diversificazione della provvista collocando prestiti di eccezionale ammontare denominati in marchi. Per contro, la raccolta lorda degli emittenti giapponesi si è ridotta bruscamente a seguito di un ampliamento dei premi di rischio richiesti alle banche e del ricorso da parte del settore societario al mercato obbligazionario interno. Al tempo stesso, la fuga degli investitori verso la sicurezza ha gravato principalmente sull'attività dei prenditori delle economie emergenti, le cui emissioni lorde sono conseguentemente diminuite del 36% rispetto al volume record del 1997, fino a raggiungere \$95 miliardi. Sebbene nella prima metà dell'anno gli

... degli emittenti primari statunitensi e tedeschi ...

... a scapito dei prenditori dei mercati emergenti



## Differenziali medi delle obbligazioni sovrane internazionali in dollari USA\*

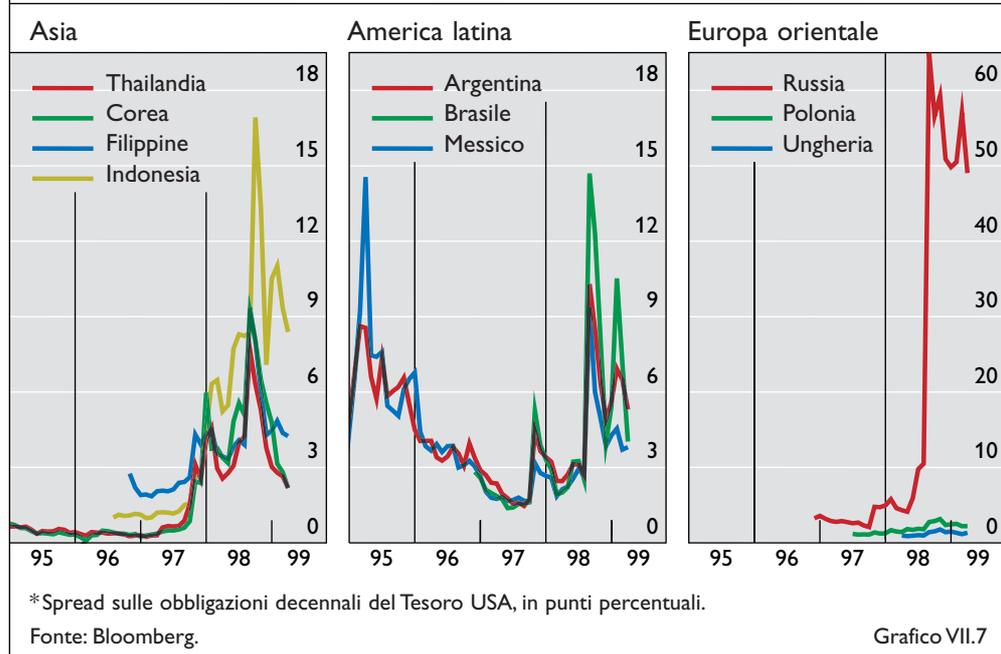


Grafico VII.7

investitori avessero mostrato una certa preferenza per gli emittenti dell'America latina e dell'Est europeo, la sospensione del servizio del debito annunciata dalla Russia ha di fatto bloccato l'attività di questo segmento di mercato. Alcuni mutuatari sovrani sono nondimeno riusciti a lanciare ingenti prestiti, seppure con spreads molto più elevati e per scadenze più brevi. Inoltre, in diversi casi sono state incorporate clausole preferenziali nelle emissioni, allo scopo di accrescerne la negoziabilità.

### Tipi di strumenti e composizione per valute

La raccolta effettuata con *strumenti del mercato monetario*, comprese l'eurocommercial paper (ECP) e altre euronotes a breve termine, è rallentata ulteriormente nel 1998. Sebbene in parte riconducibile alla crisi dei mercati emergenti, la contrazione è stata essenzialmente originata dal rimborso di passività da parte di un ristretto gruppo di mutuatari sovrani europei e di istituzioni finanziarie giapponesi. In netto contrasto con la modesta attività di questo settore si è posto il mercato USA della commercial paper, che ha fatto registrare una robusta espansione. Benché il dollaro statunitense sia rimasto di gran lunga la valuta più attivamente utilizzata nel mercato della ECP, in Europa diversi governi hanno precorso l'emergere di un ampio e liquido mercato europeo dei titoli a breve annunciando l'introduzione di nuovi prestiti denominati in euro.

Nei *segmenti a più lungo termine* del mercato, l'incremento delle emissioni lorde di *titoli ordinari a tasso fisso* ha più che compensato il calo dei collocamenti di notes a tasso variabile e di titoli collegati ad azioni. Quantunque la volatilità dei rendimenti obbligazionari e dei tassi di swap nella seconda metà dell'anno abbia spesso reso difficile il lancio di prestiti a tasso fisso, la domanda di liquidità da parte degli investitori e la corsa all'introduzione di grandi emissioni benchmark nell'imminenza della UEM hanno fornito un generale sostegno a

Diminuiscono i collocamenti di titoli a breve ...

... ma la domanda di liquidità stimola le emissioni a tasso fisso

tale comparto di attività. La persistenza di ampi differenziali di swap in alcune valute chiave (dollaro e sterlina in particolare) ha inoltre consentito ai mutuatari primari di controbilanciare le ricadute negative dei margini meno attraenti sulle nuove emissioni. Tuttavia, in presenza di una debole richiesta di strutture complesse, gli organismi sovranazionali e i principali mutuatari del settore pubblico sono ricorsi a una varietà di dispositivi volti ad accrescere la liquidità, fra i quali la fungibilità delle tranches e le opzioni di riacquisto.

Se da un lato l'evoluzione dei tassi d'interesse mondiali e la volatilità dei prezzi delle attività hanno accentuato la propensione degli investitori per gli strumenti difensivi, dall'altro gli ampi differenziali degli swaps hanno ridotto l'attrattiva delle emissioni di *obbligazioni a tasso variabile* (floating rate notes – FRN). La crisi finanziaria globale ha inoltre sollevato dubbi circa l'affidabilità di credito delle istituzioni finanziarie, principali utilizzatrici di questo segmento di mercato. Nel 1998 si è assistito a una brusca contrazione nel volume delle *emissioni collegate ad azioni*, che ha fatto seguito ai risultati eccezionali dell'anno precedente. La carente performance dei mercati azionari nipponici ha determinato la pressoché totale assenza delle società giapponesi da un comparto che le aveva viste un tempo in posizione dominante. Diversa è stata la situazione per gli emittenti con sede in Europa, dove la ristrutturazione del settore industriale e la crescente rilevanza attribuita allo “shareholder value” hanno continuato a spingere le imprese verso la dismissione di partecipazioni incrociate attraverso emissioni fiscalmente convenienti di titoli permutabili (che consentono di scambiare obbligazioni di una società contro azioni di un'altra). Va peraltro rilevato che la scarsità di transazioni standard collegate ad azioni non dà conto della dimensione complessiva di tale segmento di mercato, poiché un crescente numero di emissioni è stato strutturato sinteticamente sulla base di derivati azionari. Il mercato primario delle *azioni internazionali* è stato caratterizzato da una maggiore vivacità: il volume dei collocamenti, lanciati principalmente da società di telecomunicazioni giapponesi ed europee di recente privatizzazione, ha infatti segnato un nuovo record (\$125 miliardi).

Diversi eventi possono chiarire i vari fattori che hanno interessato il mercato obbligazionario internazionale. Nella prima metà dell'anno, ad esempio, gli investitori si sono mostrati più favorevolmente disposti nei confronti delle obbligazioni societarie, come testimonia l'espansione delle emissioni europee a elevato rendimento (junk bonds). In seguito, peraltro, i collocamenti di questo tipo sono quasi del tutto scomparsi in conseguenza della fuga verso la qualità. Al tempo stesso, i *titoli garantiti da attività* si sono giovati della domanda di investimento in prestiti di prim'ordine, nonostante una certa segmentazione del credito e i timori circa la liquidità e la solidità finanziaria delle strutture sottostanti. Tali fattori non hanno impedito lo sviluppo della titolarizzazione in diversi paesi europei, come dimostra il lancio in Italia e in Svizzera delle prime emissioni assistite da ipoteche. Le pressioni sulle banche europee per accrescere l'efficienza patrimoniale e la redditività del capitale proprio hanno inoltre incoraggiato il trasferimento del rischio di credito relativo ai portafogli di prestiti societari attraverso emissioni di “collateralised loan obligations” (CLO), spesso in combinazione con derivati creditizi. In Europa, tuttavia, il mercato dei titoli garantiti da attività rimane ostacolato da numerose norme e convenzioni,

Il rischio di credito ostacola il lancio di FRN

Le emissioni collegate ad azioni sono sottoposte a influssi contrastanti ...

... così come gli strumenti ad alto rendimento

nonché dall'esistenza di canali di raccolta alternativi (come i prestiti ipotecari assistiti da garanzia pubblica).

Il dollaro USA ha continuato a rappresentare circa la metà dei collocamenti lordi di titoli internazionali. La fuga verso la qualità e la liquidità ha avvantaggiato le obbligazioni emesse da agenzie o strutture di titolarizzazione statunitensi (incluse le obbligazioni globali, che tendono a essere collocate presso i residenti USA). Tuttavia, l'imminente introduzione della moneta unica europea ha determinato un incremento della quota delle valute dell'area dell'euro (dal 19 al 24%) e dell'ecu/euro (dall'1 al 6%). Si è inoltre rilevato un marcato aumento delle transazioni in sterline grazie, in parte, a favorevoli opportunità di swap. Per converso, fattori tecnici e di liquidità hanno ostacolato l'operatività nelle valute europee minori a beneficio del marco tedesco. Le attività sull'estero in yen sono state frenate dagli elevati costi di emissione richiesti ai residenti, dalla mancanza di convenienti opportunità di swap valutari e dal rapido sviluppo delle emissioni societarie interne. Infine, l'incidenza sui prestiti in valute ad alto rendimento prodotta dalle perturbazioni sui mercati emergenti è stata in parte compensata dalla ripresa in alcune economie asiatiche e dall'introduzione di nuove denominazioni valutarie.

Le emissioni in dollari USA predominano ...

... nonostante l'ondata di operazioni in euro ...

... mentre si indebolisce il peso dello yen

## I mercati derivati globali

Nel 1998 l'attività in strumenti derivati è stata sospinta dai mutamenti delle aspettative circa i tassi d'interesse e di cambio, dai nuovi massimi raggiunti dai mercati azionari e dalla massiccia liquidazione di posizioni a elevato grado di leva negli ultimi mesi dell'anno. Gli scambi negoziati in borsa sono balzati nel terzo trimestre, allorché gli investitori hanno preso le distanze dalle attività a rischio spostando le rispettive esposizioni verso titoli governativi ad alto rating e liquidi. La concorrenza tra mercati organizzati è rimasta intensa, in particolare in

Balzo nell'attività in prodotti derivati ...

... in particolare nel terzo trimestre ...

Mercati di determinati strumenti finanziari derivati						
	Ammontare nozionale in essere a fine anno					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	in miliardi di dollari USA					
Strumenti negoziati in borsa	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Futures su tassi d'interesse	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Opzioni su tassi d'interesse	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Futures su valute	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opzioni su valute	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futures su indici azionari	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Opzioni su indici azionari	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Strumenti negoziati fuori borsa <sup>1</sup>	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Swaps su tassi d'interesse	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Swaps su valute <sup>2</sup>	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
Opzioni su tassi d'interesse <sup>3</sup>	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

<sup>1</sup>Dati rilevati dall'ISDA. <sup>2</sup>Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute; compresi gli swaps combinati su tassi d'interesse e su valute. <sup>3</sup>Caps, collars, floors e swaptions.

Fonti: Futures Industry Association; ISDA; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI. Tabella VII.5

Europa, dove l'imminente introduzione dell'euro e l'incessante avanzata delle negoziazioni telematiche hanno insidiato la supremazia delle sedi di contrattazione consolidate. Va inoltre sottolineato che la continua concorrenza proveniente dal segmento OTC, in rapida crescita, ha costretto le borse valori a offrire una più ampia gamma di servizi per compensare la perdita delle loro prerogative. Il marcato incremento delle posizioni fuori borsa in essere nella seconda metà dell'anno ha mostrato come l'esigenza di una massiccia chiusura delle esposizioni in seguito alla moratoria russa abbia ampiamente controbilanciato l'effetto frenante prodotto dagli accresciuti timori circa i rischi di liquidità e di controparte. Le turbolenze, e le perdite da queste indotte, hanno nondimeno evidenziato la debolezza delle esistenti tecniche di gestione del rischio in periodi di estrema volatilità e di esaurimento della liquidità, spingendo gli operatori di mercato a riconsiderare i loro modelli di rischio e le procedure di controllo interno.

... favorito dall'inversione di esposizioni

### *Strumenti negoziati in borsa*

Nel 1998 il volume aggregato dei contratti finanziari rilevati dalla BRI si è ulteriormente accresciuto (del 9%, passando a \$388 trilioni). I prodotti su tassi d'interesse, che permangono di gran lunga i più attivamente trattati, hanno fatto segnare un sostenuto incremento degli scambi (dell'8%, per un totale di \$350 trilioni). Le incertezze sul corso della politica monetaria in Europa e Nord America hanno favorito le negoziazioni di contratti su tassi d'interesse a breve per buona parte dell'anno, mentre la fuga verso i titoli governativi di prim'ordine e ad elevata liquidità ha dato impulso all'attività, nel secondo semestre, lungo quasi tutta la curva dei rendimenti. Verso la fine dell'anno, tuttavia, si è rilevata una flessione del turnover dovuta agli effetti distensivi prodotti dai più bassi tassi ufficiali, dal ritiro dal mercato di investitori a elevata leva finanziaria e dalla liquidazione di posizioni in previsione della UEM. I contratti su indici azionari hanno continuato a svilupparsi molto più velocemente dei prodotti su tassi d'interesse (+16%, salendo a \$34 trilioni), come conseguenza sia dell'introduzione di nuovi indici, sia di episodi di pressioni al ribasso e di accentuata volatilità, che hanno indotto gli investitori a ricercare protezione. Per contro, le ampie fluttuazioni osservate nelle principali coppie di valute non sono state accompagnate da una generale ripresa dell'attività nel comparto dei contratti valutari (scesi del 17% a \$3,5 trilioni). Oltre che alla persistente supremazia dei prodotti OTC nella gestione del rischio valutario, gli osservatori hanno ricondotto la modesta performance delle borse alla stabilità dei tassi incrociati europei nonché alla riluttanza degli investitori ad assumere posizioni in valute dei paesi emergenti.

Negli scambi in borsa prevalgono i prodotti su tassi d'interesse ...

... sebbene gli indici azionari esercitino una crescente attrattiva ...

... mentre rallenta l'attività in cambi

Il CBOT ha continuato a essere la più importante borsa valori a livello mondiale (il numero delle negoziazioni è salito a 281 milioni, con un aumento del 16%), grazie al netto incremento nel turnover delle contrattazioni in titoli del Tesoro USA e alla crescita di nuovi prodotti su indici azionari. Anche il CME e il CBOE, le altre due maggiori borse statunitensi, hanno intensificato la loro attività (del 13 e dell'11% rispettivamente, totalizzando 227 e 207 milioni di contratti). In Europa, l'Eurex Germania (che ha sostituito la DTB) ha fatto registrare un nuovo record (+87%, con 210 milioni di contratti), soppiantando il

L'Eurex spodesta il LIFFE ...

Strumenti finanziari derivati negoziati nelle borse organizzate							
	Volume delle contrattazioni in base all'ammontare nozionale						Ammontare nozionale a fine 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
in triloni di dollari USA							
Futures su tassi d'interesse	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Su strumenti a breve termine	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
di cui: eurodollaro a tre mesi	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
euroyen a tre mesi	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
euromarco a tre mesi	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
Pibor a tre mesi	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Su strumenti a lungo termine	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
di cui: obbligazioni del Tesoro USA	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
obbligazioni di Stato giapponesi	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
obbligazioni di Stato tedesche	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
obbligazioni di Stato francesi	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Opzioni su tassi d'interesse <sup>1</sup>	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Futures su valute	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Opzioni su valute <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Futures su indici azionari	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Opzioni su indici azionari <sup>1</sup>	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
<b>Totale</b>	<b>227,8</b>	<b>340,5</b>	<b>333,9</b>	<b>321,5</b>	<b>356,7</b>	<b>387,7</b>	<b>13,5</b>
<i>In Nord America</i>	<i>113,1</i>	<i>175,9</i>	<i>161,1</i>	<i>154,2</i>	<i>182,7</i>	<i>199,5</i>	<i>7,3</i>
<i>In Europa</i>	<i>61,4</i>	<i>83,9</i>	<i>87,5</i>	<i>100,1</i>	<i>114,9</i>	<i>134,6</i>	<i>4,4</i>
<i>In Asia<sup>2</sup></i>	<i>53,0</i>	<i>77,8</i>	<i>81,1</i>	<i>63,8</i>	<i>56,3</i>	<i>51,3</i>	<i>1,8</i>
<i>Altri</i>	<i>0,4</i>	<i>2,9</i>	<i>4,2</i>	<i>3,4</i>	<i>2,9</i>	<i>2,3</i>	<i>0,0</i>

<sup>1</sup> Calls e puts. <sup>2</sup> Compresa Australia e Nuova Zelanda.

Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni; elaborazioni BRI.

Tabella VII.6

... accaparrandosi i contratti sul Bund

LIFFE come terza piazza più attiva su scala mondiale. La fuga verso la qualità nel secondo semestre dell'anno ha fatto balzare il future sul Bund al terzo posto fra i prodotti su tassi d'interesse, dopo i contratti sulle obbligazioni del Tesoro USA e sull'eurodollaro. Tuttavia, la stretta intervenuta nel segmento dei titoli di Stato tedeschi nella fase di turbolenza ha suscitato il timore che il mercato sottostante potesse non essere sufficientemente ampio da sorreggere l'attività in futures nei periodi di tensione. Nel contempo gli scambi complessivi sul LIFFE sono diminuiti (del 7%, a 194 milioni di contratti), giacché gli aumenti dei derivati su tassi d'interesse a breve e di alcuni prodotti collegati ad azioni hanno compensato solo in parte la flessione accusata dai contratti su titoli di Stato; quelli sul Bund, in particolare, si sono esauriti parallelamente alla migrazione delle negoziazioni verso il più conveniente sistema telematico di Eurex. Malgrado i notevoli progressi tecnologici, l'attività presso il MATIF è calata bruscamente (-31%, a 52 milioni di contratti) in un contesto di ridotte variazioni relative fra i tassi d'interesse dell'Europa continentale.

L'introduzione di contratti eurocompatibili ...

Il previsto consolidamento degli strumenti europei su tassi d'interesse ha accelerato l'introduzione di una pleora di contratti eurocompatibili, suscitando il timore che la spinta a innovare potesse pregiudicare la liquidità. Sempre in

Europa è altresì da segnalare il significativo incremento negli scambi di prodotti collegati ad azioni, che hanno tratto beneficio sia dal lancio di una serie di nuovi indici e contratti azionari paneuropei, sia dalla riduzione del valore unitario di talune opzioni. L'attività sul bacino del Pacifico è stata generalmente sottotono, in particolare sul mercato nipponico dove, nonostante alcune opportunità di negoziazione offerte dal "premio Giappone", il livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse ha ridotto, con l'eccezione di un breve periodo alla fine dell'anno, la relativa domanda di copertura. Più vivaci scambi di contratti collegati ad azioni hanno dato luogo a un accenno di ripresa in altri mercati dell'Estremo Oriente; in termini di valore, nondimeno, l'attività complessiva dei paesi emergenti – anche al di fuori del continente asiatico – rimane modesta se confrontata a quella delle economie industriali.

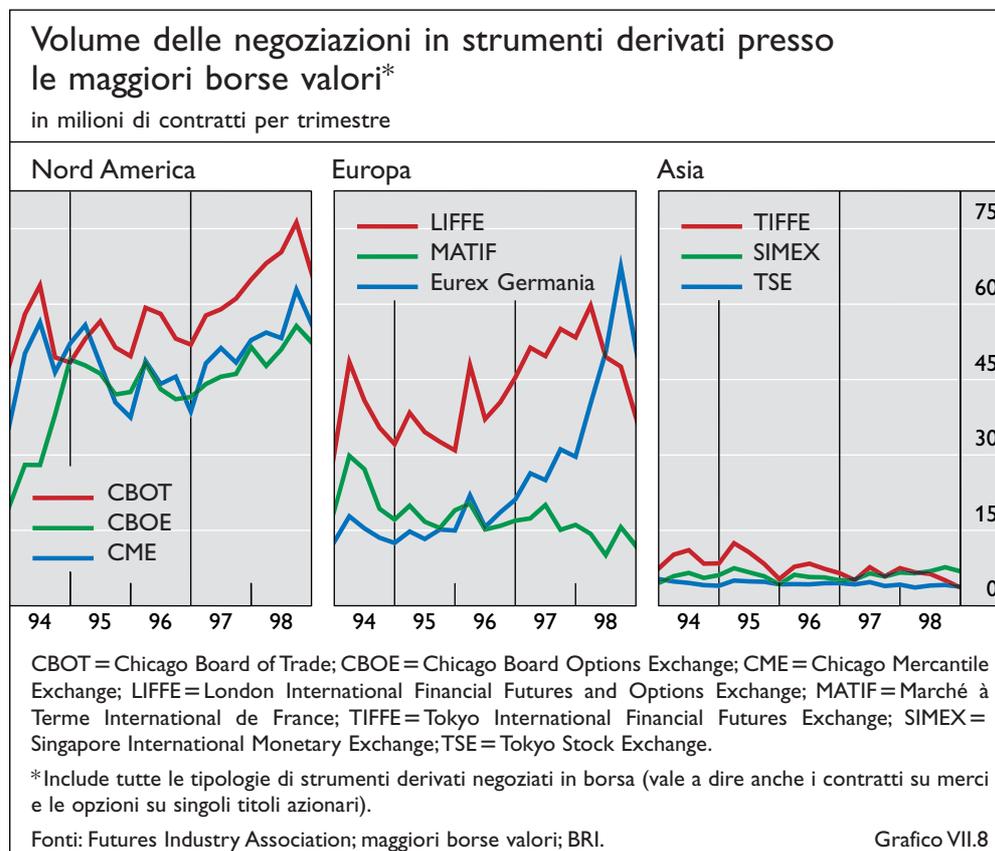
... e di prodotti azionari paneuropei ...

La lotta per la conquista di quote di mercato in Europa ha segnato una svolta critica allorché le borse basate prevalentemente sulla contrattazione alle grida, quali il LIFFE e il MATIF, hanno ceduto all'inarrestabile espansione degli scambi telematici. Benché incentrato sulla negoziazione a pronti dei titoli, l'accordo tra la Deutsche Börse (DB) e il London Stock Exchange all'inizio di luglio ha accentuato le spinte al consolidamento e alla creazione di nuovi collegamenti a livello europeo. Le borse statunitensi, dal canto loro, hanno stipulato una serie di accordi con intermediari del mercato all'ingrosso e imprese informatiche specializzate allo scopo di creare infrastrutture elettroniche per la negoziazione congiunta di titoli governativi e dei relativi derivati. Con il rapido sviluppo della contrattazione telematica, la battaglia per l'egemonia si sta gradualmente spostando dal lancio di nuovi contratti all'arena tecnologica, a beneficio

... è determinata dalla maggiore concorrenza ...

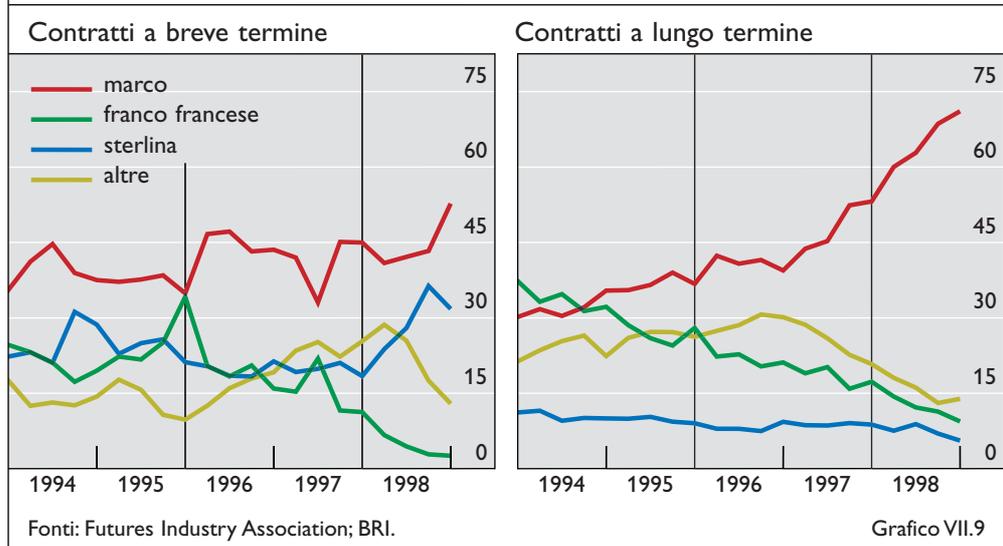
... dalle esigenze di consolidamento ...

... e dai progressi tecnologici



## Turnover degli strumenti derivati su tassi d'interesse europei per valute di denominazione e per scadenze

quote percentuali



di una ristretta cerchia di centri altamente efficienti. A tale riguardo, sembra opportuno rilevare come i sistemi di negoziazione dell'ultima generazione stiano già mettendo in discussione i sistemi interni di contrattazione in uso presso le principali borse elettroniche, consentendo il collegamento di diversi strumenti di borsa e OTC (in particolare, via Internet). La crescente importanza di infrastrutture telematiche in grado di operare trasversalmente sui vari segmenti di prodotto e di mercato pone nuove sfide all'azione degli organi di regolamentazione volta ad assicurare la solidità e la trasparenza di tali sistemi.

### Strumenti negoziati fuori borsa

I dati provvisori per il 1998 diffusi dall'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) mostrano una ripresa dell'espansione dell'attività in swaps e in opzioni su tassi d'interesse collegate a swaps, che ha fatto seguito al ristagno dell'anno precedente. L'incremento segnalato dell'ammontare nozionale delle posizioni in essere, pari al 76%, risulta dilatato dalla crescita quantitativa degli intermediari dichiaranti; anche al netto della correzione, tuttavia, esso si mantiene considerevolmente al di sopra dell'aumento delle analoghe posizioni aperte nei mercati regolamentati (35 e 9% rispettivamente). In particolare, la liquidazione delle posizioni a elevato grado di leva nel secondo semestre dell'anno ha determinato un consistente aumento dei volumi esistenti (giacché queste ultime, a differenza di quanto avviene nei mercati a termine, non possono essere estinte con un'operazione di segno contrario). Tuttavia, i timori sul rischio di credito hanno causato, verso la fine dell'anno, una brusca contrazione delle facilitazioni creditizie concesse alle controparti più deboli, agendo in tal modo da freno sulla complessiva espansione del mercato.

L'ISDA non ha diffuso ulteriori statistiche disaggregate; da altre fonti, tuttavia, si evince che il segmento dei *prodotti su tassi d'interesse* ha rappresentato il principale fattore propulsivo. Di fronte alle pesanti perdite, gli operatori

L'attività sull'OTC è stimolata dalle liquidazioni di posizioni ...

... soprattutto nei segmenti degli swaps su tassi d'interesse ...

primari e i fondi di investimento a elevato grado di leva hanno liquidato le rispettive posizioni, anche mediante swaps di attività e titoli strutturati. In aggiunta a ciò, un certo volume di scambi è stato originato dalle insolite dinamiche dei tassi interbancari e dei rendimenti obbligazionari in Giappone sul finire dell'anno. Mentre le banche nipponiche hanno visto innalzarsi il costo delle loro passività interbancarie, quelle occidentali hanno cominciato a offrire tassi negativi sui depositi denominati in yen, stimolando così la liquidazione degli swaps in essere espressi in questa moneta, nonché gli scambi di floors di tasso d'interesse.

Nell'area dei *derivati valutari*, l'apprezzamento pressoché costante del dollaro nei confronti dello yen fino ad agosto ha alimentato l'attività nelle connesse opzioni, compensando in parte la diminuzione dell'operatività nelle monete dell'area dell'euro e dei paesi emergenti (Capitolo VI). Successivamente, la massiccia liquidazione di posizioni in titoli denominati in dollari si è associata a una parallela chiusura di posizioni corte in yen, determinando una volatilità record delle parità principali e una rarefazione dell'attività. Prescindendo dal Giappone, si è tuttavia assistito a qualche segno di miglioramento negli scambi sui mercati asiatici: l'apprezzamento delle valute locali e il recupero dei mercati azionari hanno infatti consentito un graduale allentamento delle condizioni monetarie e una parziale ripresa dei contratti a termine.

Nel mercato dei *derivati creditizi*, sebbene le tensioni finanziarie asiatiche avessero già richiamato l'attenzione degli operatori di mercato sulla questione del rischio di credito, la propagazione della crisi a livello globale nella seconda metà dello scorso anno ha sottoposto il mercato a influssi contrastanti. Da un lato, i timori circa le esposizioni delle banche verso istituzioni a elevato grado di leva e verso alcuni paesi emergenti hanno suscitato un diffuso interesse per gli strumenti che offrono protezione dal rischio di controparte. Dall'altro, il pronunciato ampliamento dei differenziali creditizi per gli operatori dei mercati emergenti ha spinto gli intermediari a usare maggiore cautela nel fornire copertura ai soggetti con più basso merito di credito. Secondo fonti di mercato, inoltre, la liquidità avrebbe risentito dei dubbi sollevati circa l'adeguatezza della documentazione dei prestiti, come testimoniano le vertenze fra le controparti in merito alle coperture allestite a fronte dell'esposizione creditoria verso la Russia. Gli acquirenti della protezione hanno incontrato difficoltà nel far valere le proprie ragioni a causa dei disaccordi sulla definizione del "credit event", sulla determinazione del prezzo dei crediti di riferimento e sulle modalità di regolamento dei contratti.

#### *Trasparenza e interdipendenze tra mercati*

L'indagine triennale delle banche centrali sui mercati derivati OTC di fine giugno 1998 fornisce un quadro della situazione immediatamente precedente alla moratoria sul debito russo. Quattro aspetti assumono una particolare rilevanza nel contesto degli avvenimenti che sono susseguiti. In primo luogo, gli ammontari nozionali mostravano che l'esposizione dei mercati dei contratti derivati OTC ai mutamenti dei tassi d'interesse, quattro volte superiore a quella delle borse organizzate, rappresentava la principale fonte di rischio di mercato nel settore dei derivati. Tale esposizione al tasso d'interesse contribuiva per

... e delle opzioni su valute

L'attenzione sulla gestione del rischio di credito ...

... mette in luce problemi nei derivati creditizi

L'indagine sui mercati derivati OTC evidenzia ...

... la predominanza dei contratti su tassi d'interesse ...

due terzi ai \$72 trilioni di ammontari nozionali aggregati in essere sull'OTC a fine giugno 1998 (e per il 90% ai \$14 trilioni registrati sui mercati regolamentati). Va tuttavia rilevato come lo sviluppo di sofisticate strategie di negoziazione, la relativa espansione dei collegamenti trasversali fra mercati, nonché arbitraggi basati su disparità regolamentari possano aver ridotto la significatività dei dati aggregati sulle singole categorie di rischio di mercato. Ad esempio, gli elevati costi in termini di patrimonio connessi con gli swaps su valute incrociate ha indotto gli operatori a sostituirli con una combinazione di swaps su tassi d'interesse e riporti a breve su valute. Ciò implica che l'incremento dell'esposizione in cambi non è accuratamente evidenziato nelle statistiche sugli swaps valutari.

... nel trasferimento del rischio di mercato ...

In secondo luogo, gli ammontari nozionali delle posizioni su tassi d'interesse e su valute nei mercati OTC sono ormai comparabili con le esposizioni totali a pronti dei mercati bancari e mobiliari globali. Gli ammontari nozionali vengono generalmente utilizzati come base per misurare i flussi di pagamento relativi ai singoli contratti. In quanto tali, essi consentono un raffronto – seppure approssimativo – tra mercati a pronti e degli strumenti derivati per ciò che concerne il trasferimento potenziale del rischio di mercato, ma non forniscono una stima esatta dei profitti e delle perdite connessi con tale trasferimento. Un migliore indicatore è il valore lordo di mercato dei contratti OTC, che misura il costo di sostituzione di tutti i contratti in essere nell'ipotesi che siano chiusi alla data di segnalazione. A fine giugno 1998 tale costo ammontava a \$2,6 trilioni, pari al 3,6% degli ammontari nominali segnalati. Tuttavia, un limite degli attuali sistemi di acquisizione dei dati consiste nella mancanza di analoghe informazioni per gli strumenti a contante, il che implica che i suddetti valori non possono essere significativamente utilizzati per calcolare le posizioni lunghe e corte su una base complessiva di portafoglio (considerando le possibili compensazioni tra i vari tipi di posizioni).

... ma la molteplicità di strumenti e strategie ...

In terzo luogo, altre istituzioni finanziarie diverse dagli operatori dichiaranti sono divenute un'importante categoria di controparti (concorrendo per il 41% agli ammontari nozionali totali), di riflesso alla posizione di preminenza assunta dagli investitori istituzionali e da quelli ad alto grado di leva. Anche prima del collasso di LTCM, molteplici indicazioni empiriche suggerivano che tali intermediari avevano accumulato ingenti posizioni al fine di lucrare la divergenza/convergenza di rendimento e di volatilità in un ventaglio di strumenti a reddito fisso. In effetti, con il restringersi delle opportunità di arbitraggio, il crescente ricorso a tali strategie ha determinato un grado di leva finanziaria sempre più elevato allo scopo di ottenere rendimenti soddisfacenti. Una strategia largamente usata è stato il cosiddetto “yen carry”, che implica l'assunzione di posizioni corte sul mercato monetario denominato in yen e di posizioni lunghe in attività più remunerative in altre valute. La liquidazione di tali posizioni all'indomani della moratoria sul debito russo in agosto ha comportato ingenti rimborsi di passività in yen, accelerando manifestamente il risoluto apprezzamento della valuta nipponica in settembre e all'inizio di ottobre (Capitolo VI). Malgrado la loro diffusione, tali strategie non erano direttamente rilevabili dalle statistiche esistenti a causa della quantità di canali utilizzati per ottenere l'esposizione desiderata al rischio di mercato e/o di credito. Ciò nonostante, la forte crescita di riporti in cambi, opzioni valutarie in yen e swaps su tassi d'interesse a far

Posizioni globali sui mercati degli strumenti derivati OTC per tipologia di rischio <sup>1</sup>						
	Posizioni a fine marzo 1995			Posizioni a fine giugno 1998		
	Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato		Ammontare nozionale	Valore lordo di mercato	
	miliardi di \$USA	miliardi di \$USA	in % dell'ammontare nozionale	miliardi di \$USA	miliardi di \$USA	in % dell'ammontare nozionale
Contratti su valute	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Transazioni a termine secco e riporti in cambi	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Swaps su valute	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Opzioni	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Altri	61	10	16,4	33	2	6,4
Contratti su tassi d'interesse <sup>2</sup>	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
FRA	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Swaps	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Opzioni	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Altri	216	7	3,2	52	2	4,5
Contratti collegati ad azioni	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Contratti a termine e swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Opzioni	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Contratti su merci	318	28	8,8	506	39	8,0
Oro	147	10	6,8	228	9	4,4
Altri	171	18	10,5	278	30	10,9
Contratti a termine e swaps	120	13	10,8	165	..	..
Opzioni	51	5	9,8	113	..	..
Derivati creditizi e altri contratti OTC	..	..	..	118	4	3,1
Lacune nelle segnalazioni (stime)	6 893	432	6,3	..	..	..
Totale generale	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6

<sup>1</sup>Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate da entrambe le controparti. Oltre ai mesi di segnalazione, sono cambiati la base di segnalazione (locale nel 1995, consolidata a livello mondiale nel 1998) e il numero dei paesi partecipanti (26 nel 1995, 43 nel 1998), per cui le due serie statistiche non sono pienamente comparabili. <sup>2</sup>Solo contratti su un'unica valuta.

Fonte: BRI. Tabella VII.7

tempo dall'indagine del 1995 fa ritenere che lo "yen carry" si sia evoluto da un'operazione incentrata sul mercato a pronti a un complesso approccio comprendente molteplici strumenti derivati.

Da ultimo, al netto degli effetti degli accordi di compensazione sui valori di mercato positivi lordi dei contratti, l'esposizione creditoria delle istituzioni dichiaranti derivante dall'assunzione di posizioni in prodotti derivati OTC era pari, alla fine di giugno del 1998, a \$1,2 trilioni. Se da un lato tale cifra risultava notevolmente inferiore all'ammontare delle esposizioni iscritte in bilancio, dall'altro si può affermare a posteriori che essa sottostimava gravemente il rischio di credito potenziale. L'episodio del fondo LTCM può essere illustrativo a tale riguardo. La strategia di LTCM, forse il più attivo utilizzatore al mondo di swaps su tassi d'interesse, consisteva nel lucrare i differenziali di prezzo fra svariati strumenti finanziari (Capitolo V). Ad agosto 1998, degli oltre

... comporta una sottostima dell'effettivo rischio di credito ...

... come dimostra il caso di LTCM

\$1 000 miliardi della sua esposizione nominale complessiva in strumenti derivati, \$750 miliardi rappresentavano swaps di questo tipo, contratti con circa 50 controparti di vari paesi, nessuna delle quali a conoscenza dell'esposizione totale del fondo. Quest'ultima ammontava a oltre il 5% del totale segnalato alle banche centrali dagli intermediari nei confronti delle "altre" istituzioni finanziarie rilevate dall'indagine. Sebbene l'esposizione creditoria corrente delle sue controparti fosse integralmente collateralizzata, queste ultime non si erano minimamente protette da potenziali aumenti nelle esposizioni derivanti da variazioni dei valori di mercato, e hanno cominciato a richiedere garanzie aggiuntive solo in settembre, quando è stata resa nota la gravissima situazione del fondo d'investimento statunitense. Gli sforzi di LTCM di reperire fondi smobilizzando i titoli a più elevata liquidità sono stati avvertiti dai mercati di tutto il mondo, trasmettendo l'onda d'urto dai valori illiquidi o a più basso rating agli strumenti benchmark.

In tal modo, le turbolenze dell'autunno scorso, benché innescate dall'insolvenza della Russia, hanno essenzialmente tratto origine dall'accumulo di esposizioni eccessivamente ampie e concentrate nei confronti di una clientela rivelatasi più vulnerabile del previsto ai rischi di mercato, di credito e di liquidità. La crisi ha inoltre messo in luce l'inadeguatezza dell'informativa fornita dagli investitori a elevata leva finanziaria circa l'entità delle esposizioni al rischio di mercato, la natura delle strategie operative e la validità delle metodologie di gestione del rischio. Quantunque le garanzie collaterali possano aver fornito agli operatori un senso di protezione dal connesso rischio di credito, l'insospettata complessità delle interconnessioni tra posizioni e intermediari ha destabilizzato persino i titoli più sicuri e liquidi. Ciò ha dimostrato che i mercati finanziari di base sono men che mai immuni dalle crisi che si manifestano alla periferia del sistema. Da allora, le istituzioni creditizie hanno iniziato a riconsiderare gli assunti su cui si basano i loro modelli e a porre una maggiore attenzione alle prove di stress e all'analisi delle grandezze fondamentali.

Tali eventi hanno altresì dimostrato come gli schemi di rilevazione statistica esistenti non consentano, in quanto tali, di ricavare un quadro completo e affidabile delle posizioni a livello mondiale. Questa difficoltà deriva in parte dalle diverse metodologie di misurazione dei rischi di mercato e di credito nei diversi segmenti, ma riflette anche le complesse interdipendenze tra mercati apparentemente non collegati tra loro, create attraverso l'assunzione di posizioni simmetriche o l'utilizzo degli strumenti come garanzia. Sono attualmente in corso iniziative volte a migliorare la trasparenza a livello tanto di singola istituzione quanto di sistema (si veda il capitolo sulle Attività della Banca); esse contemplano la ricerca dei modi atti a rafforzare gli standard informativi e a elaborare sistemi di segnalazione in grado di produrre utili misure della vulnerabilità del mercato. Le difficoltà concettuali e pratiche che ciò comporta non sono di poco conto: in attesa di una soluzione a questi problemi, ci si dovrà necessariamente basare sulle attuali fonti di informazione, la cui inadeguatezza dovrà tuttavia essere tenuta in debito conto nei processi decisionali degli operatori di mercato.

La mancanza di trasparenza a livello micro ...

... e macro ...

... sottolinea l'esigenza di migliorare le modalità di misurazione dei rischi