

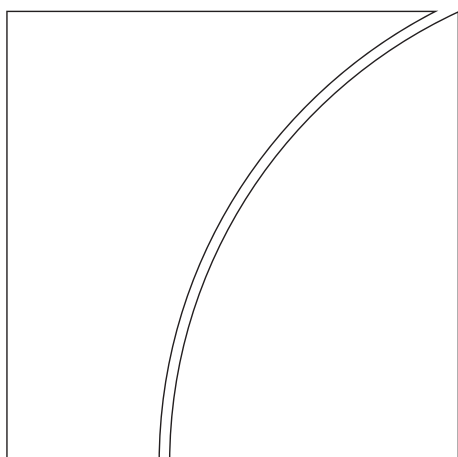


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2002

**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 2002. 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 2002

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

1. Quadro generale degli sviluppi: i problemi di trasparenza offuscano il clima di ottimismo del mercato	1
<i>Protratta ripresa dei mercati azionari</i>	3
<i>Enron scuote la fiducia degli operatori</i>	5
Box: Tre consociate, ascesa e caduta di Enron	6
<i>Le curve dei rendimenti rivelano aspettative di una forte ripresa</i>	8
<i> Mercati creditizi forti nel segmento a lunga e turbolenti in quello a breve</i>	11
<i>Gli spreads delle emissioni sovrane diminuiscono nonostante l'inadempienza dell'Argentina</i>	14
2. Il mercato bancario internazionale	17
<i>Le banche giapponesi riducono le loro attività in yen</i>	18
<i>Le banche incrementano gli acquisti di titoli di Stato europei</i>	20
<i>Attività sottotono nel mercato del dollaro USA</i>	21
<i>I flussi netti alle economie emergenti tornano su valori positivi</i>	22
Box: Prestiti consorziali internazionali: attività record nel settore dell'energia	25
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	26
<i>Differenze nell'attività di emissione a seconda dell'area geografica e della valuta</i>	26
<i>Le imprese non finanziarie guidano la ripresa delle emissioni del settore privato</i>	30
<i>Attività di emissione ancora depressa sui mercati emergenti</i>	32
4. I mercati degli strumenti derivati	34
<i>Le aspettative di una svolta nel ciclo dei tassi d'interesse alimentano gli scambi in futures del mercato monetario</i>	35
<i>Gli sviluppi sul mercato ipotecario USA sostengono l'attività in opzioni del mercato monetario</i>	36
<i>Tornano a crescere le contrattazioni in strumenti su titoli di Stato</i>	37
<i>Espansione dei contratti su indici azionari in un contesto di decrescente volatilità delle borse</i>	38
Box: Forte espansione dell'attività di borsa nel 2001	39
<i>La vicenda Enron ha un impatto limitato sull'attività di borsa</i>	40
<i>Il CBOT lancia swap futures</i>	40

Sezioni monografiche

Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale	43
<i>Robert N. McCauley, Judith S. Ruud e Philip D. Wooldridge</i>	
<i>Il passaggio a un'operatività globale</i>	43
Box: Distinzione fra attività bancaria internazionale e globale	44
<i>Determinanti della globalizzazione</i>	50
<i>Rischi derivanti dalla globalizzazione dell'attività bancaria</i>	52
<i>Questioni concernenti il futuro</i>	53

Credito bancario internazionale alle economie emergenti: flusso e riflusso negli anni novanta	55
<i>Serge Jeanneau e Marian Micu</i>	
<i>Espansione e contrazione del credito bancario</i>	55
<i>Quadro analitico</i>	59
<i>Fattori esogeni o endogeni?</i>	61
Box: Metodologia empirica e risultati delle stime	63
<i>Il ruolo dei regimi di cambio</i>	65
<i>Conclusioni</i>	66
Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI	69
<i>Blaise Gadanez e Karsten von Kleist</i>	
<i>Filtraggio dei dati sui prestiti sindacati</i>	69
<i>Comparazione con le statistiche bancarie consolidate della BRI</i>	71
Box: Metodologia	73
<i>Stime semestrali</i>	74
<i>Stime trimestrali</i>	76
<i>Conclusioni</i>	77
Impieghi delle statistiche BRI: un'introduzione	79
<i>Philip D. Wooldridge</i>	
<i>Ampliamento degli aggregati monetari e creditizi</i>	81
<i>Consistenze e flussi del debito estero</i>	83
<i>Esposizioni al rischio delle banche creditrici</i>	91
<i>Cambiamenti nell'intermediazione finanziaria</i>	93
<i>Futuri miglioramenti nelle statistiche della BRI</i>	95
 Sviluppi strutturali e normativi	 98
<i>Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie</i>	98
<i>Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro</i> <i>infrastrutture</i>	101
Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi	106
 Allegato statistico	 A1
Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI	

Convenzioni adottate nella Rassegna

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

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

1. Quadro generale degli sviluppi: i problemi di trasparenza offuscano il clima di ottimismo del mercato

Negli ultimi mesi del 2001 gli investitori a livello mondiale hanno invertito la fuga verso la qualità e la sicurezza, iniziata durante l'estate, per assumere posizioni in previsione di un'imminente ripresa economica. L'edizione del dicembre 2001 della *Rassegna trimestrale BRI* rimarcava la resilienza dei mercati all'indomani degli attacchi terroristici dell'11 settembre. Nelle settimane successive quella resilienza è sfociata in ottimismo, e molti dei principali mercati azionari hanno registrato forti rialzi nell'ultima parte dell'anno, nonostante i deboli profitti segnalati e alcuni importanti fallimenti di imprese private. Agli inizi di novembre un analogo clima positivo ha pervaso i mercati del reddito fisso, determinando un restringimento degli spreads creditizi delle emissioni societarie e un'accentuazione delle curve dei rendimenti nei comparti del dollaro USA e dell'euro. Anche nelle economie emergenti i mercati azionari e obbligazionari sono stati generalmente sostenuti, e i problemi dell'Argentina non sembrano aver scoraggiato gli investitori.

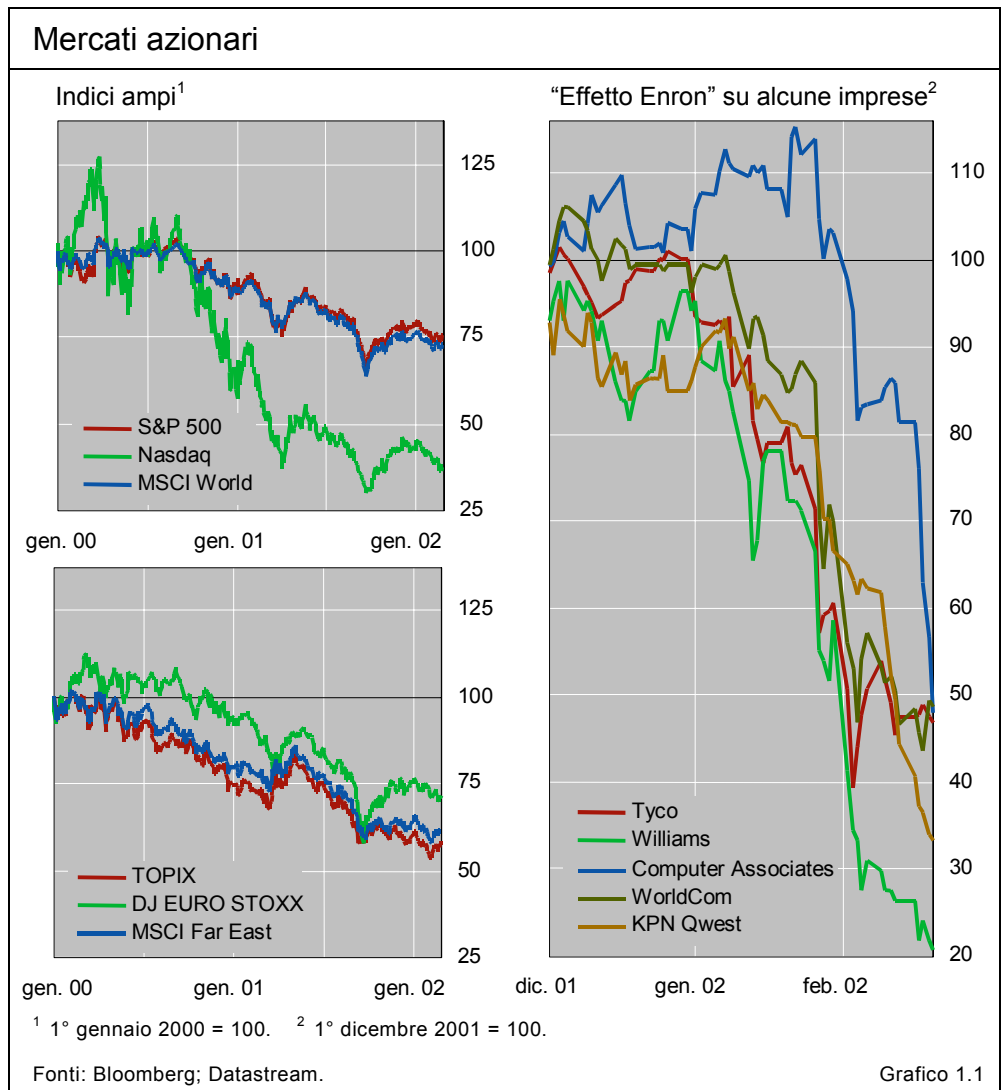
Agli inizi del gennaio 2002 le quotazioni azionarie e obbligazionarie nella maggior parte dei paesi incorporavano aspettative di una ripresa alquanto vigorosa intorno alla metà dell'anno. Gli investitori sono stati incoraggiati dalle misure di allentamento monetario poste in essere dalla Fed e dalla BCE, dai cenni di miglioramento degli indicatori macroeconomici – o quantomeno dall'interruzione della loro dinamica discendente – e dai progressi inaspettatamente rapidi della campagna militare guidata dagli Stati Uniti in Afghanistan. Nell'area industriale la generale svolta positiva non ha interessato il Giappone, dove nei primi due mesi di quest'anno gli investitori hanno mostrato un crescente scetticismo circa le prospettive di un'incisiva ristrutturazione del settore finanziario e di una prossima conclusione della fase recessiva.

Verso la fine di gennaio e gli inizi di febbraio una serie di rivelazioni sui retroscena del fallimento di un'importante società USA ha scosso la fiducia degli operatori. I mercati mondiali hanno perso ingenti guadagni al crescere dei timori riguardo all'affidabilità delle segnalazioni societarie in materia di profitti e di indebitamento. I particolari emersi su disinvolute procedure contabili e carenze negli assetti di governo aziendale hanno diffuso fra gli operatori

crescenti dubbi circa l'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati finanziari. Gli investitori hanno penalizzato in particolare le azioni e obbligazioni di imprese ad alto grado di leva e di quelle con situazioni contabili relativamente poco trasparenti.

Nella prima settimana di marzo sono emerse indicazioni di un rinnovato ottimismo, estesi persino al Giappone. Negli Stati Uniti e in Europa gli operatori hanno rivolto la loro attenzione all'eccezionale revisione verso l'alto dei nuovi dati sul PIL statunitense per il quarto trimestre, che pronosticavano un anticipo della ripresa. In Giappone, il fatto che si lasciasse fallire la Sato Kogyo, un'impresa di costruzioni, è stato interpretato come il segnale di un nuovo, sano processo di ristrutturazione societaria, e ciò ha contribuito a rilanciare il mercato azionario.

Nel quarto trimestre le emissioni azionarie e obbligazionarie internazionali sono aumentate nettamente rispetto al terzo, sebbene l'attività per l'intero 2001 sia stata sensibilmente inferiore ai livelli osservati nel 2000. Le grandi società hanno continuato a sostituire l'indebitamento a breve con obbligazioni a più



lungo termine, assicurandosi in tal modo un finanziamento stabile, ancorché a costi più elevati. Trovando un'accoglienza inospitale nel comparto della commercial paper, taluni prenditori declassati di recente si sono rivolti al mercato obbligazionario. Nonostante la crisi in Argentina, gli emittenti dei settori pubblico e privato delle economie emergenti sono stati in grado di accedere ai mercati internazionali dei titoli di debito e dei prestiti consorziali, anche se il volume dei flussi è rimasto contenuto a causa della debole congiuntura mondiale.

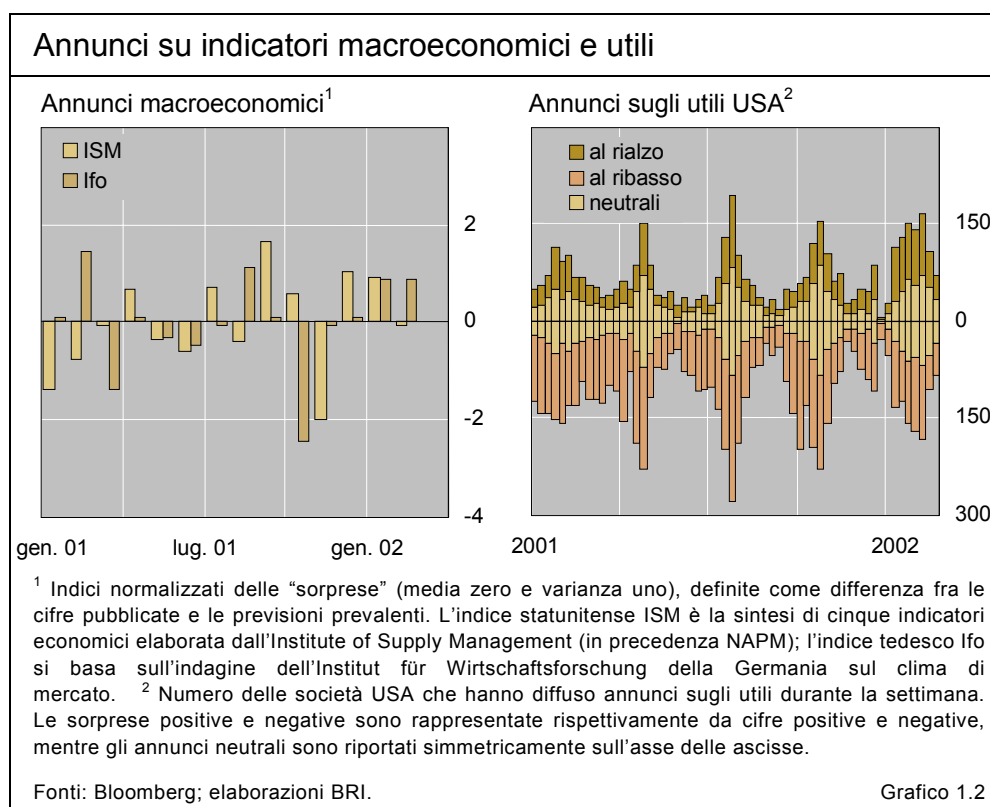
Protratta ripresa dei mercati azionari

Mercati azionari in ripresa ...

La fase ascendente dei mercati azionari, iniziata a fine settembre 2001 e proseguita sino ai primi di gennaio, è stata la più lunga dall'aprile 2000 (grafico 1.1). Gli attacchi terroristici dell'11 settembre erano intervenuti dopo che una serie di indicatori economici sfavorevoli aveva già indebolito seriamente i mercati azionari mondiali. Dopo i bruschi cali nelle due settimane successive agli attentati, a metà ottobre le quotazioni azionarie erano tornate ai livelli precedenti gli attacchi. A metà novembre, il Nasdaq Composite era cresciuto del 33,5%, S&P 500 del 18,3% e MSCI World Index del 18,1% rispetto ai loro minimi di fine settembre.

... nonostante dati macroeconomici inizialmente deludenti ...

I mercati azionari hanno conseguito questi guadagni nonostante le deludenti notizie sull'economia globale derivate dagli indicatori tradizionali. Ad esempio, le cifre sull'occupazione USA nel settore non agricolo rese note agli inizi di novembre mostravano una perdita di 415 000 posti di lavoro in



ottobre, e l'indagine ISM per quel mese evidenziava un indice inaspettatamente basso, pari a 39,8 (grafico 1.2). In novembre il National Bureau of Economic Research confermava che l'economia statunitense era in recessione dal mese di marzo. Gli operatori sono parsi interpretare questo annuncio, corroborato dal fatto che le dieci fasi recessive negli USA tra il 1945 e il 1991 erano durate in media dieci mesi, come un'ulteriore prova che l'economia aveva raggiunto il punto di svolta inferiore e che la ripresa era imminente.

Nel corso del quarto trimestre gli investitori si sono mostrati sempre più fiduciosi nel fatto che le riduzioni dei tassi ufficiali della Federal Reserve, della BCE e di altre banche centrali, nonché l'espansione fiscale negli Stati Uniti, avrebbero assicurato una pronta ripresa. La Fed, in particolare, aveva abbassato il policy rate per un totale di 150 punti base in tre tappe nei due mesi successivi agli attentati. Tale opinione sembrava trovare conferma nei dati macroeconomici sorprendentemente favorevoli di Stati Uniti ed Europa, pubblicati in novembre e dicembre, e nelle stime preliminari che segnalavano una crescita – benché molto contenuta – del PIL statunitense per il quarto trimestre. Anche i dati sui profitti societari avallavano questo mutamento di clima. A differenza di quanto accaduto per gran parte del 2001, quando gli annunci dei risultati reddituali tendevano a deludere più che a confortare le aspettative, fra la fine del 2001 e gli inizi del 2002 vi è stato un sostanziale equilibrio fra sorprese positive e negative in termini di utili.

Una caratteristica di rilievo del mercato USA sono stati i livelli insolitamente alti toccati dai rapporti prezzo/utigli. Agli inizi del gennaio 2002 il ratio riferito all'indice S&P 500 superava di poco il valore registrato nell'aprile 2000, al culmine del boom dei mercati azionari. È plausibile attendersi che il rapporto prezzo/utigli basato su un indicatore tardivo dei profitti aumenti verso la fine di una fase recessiva, poiché il mercato tende ad anticipare un'impennata dei profitti durante la ripresa. Tuttavia, anche tenendo conto di ciò, i ratio degli inizi di quest'anno sono parsi eccezionalmente elevati. Negli ultimi tre mesi della recessione USA del 1990-91, ad esempio, tale rapporto era pari ad appena 18 (grafico 1.3).

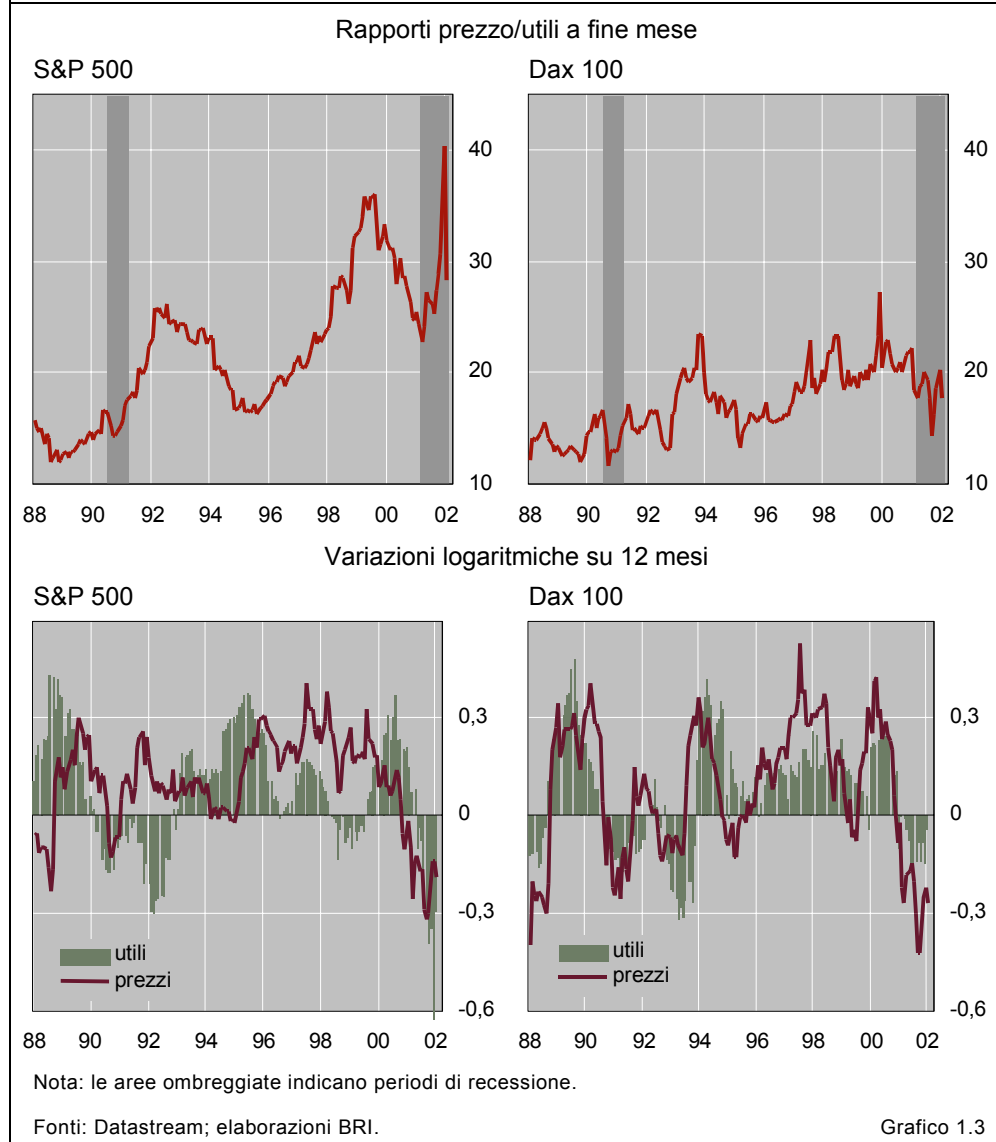
Contrariamente ad allora, però, all'origine degli elevati rapporti di capitalizzazione nel quarto trimestre 2001 vi è stato non tanto un aumento delle quotazioni azionarie quanto una flessione inopinatamente marcata dei profitti. Durante la recessione del 1990-91 questi ultimi si erano ridotti di circa un terzo, rispetto al calo del 47% registrato fra dicembre 2000 e dicembre 2001. Una quota significativa della forte contrazione del quarto trimestre 2001 è riconducibile a poste "una tantum", quali i costi di ristrutturazione e le svalutazioni dell'avviamento iscritte a fronte di precedenti acquisizioni. In altri termini, i rapporti prezzo/utigli sono stati sostenuti non solo dal clima di ottimismo, ma anche dagli sforzi delle società di stralciare investimenti incauti nel momento in cui l'attenzione del mercato era concentrata principalmente sulle prospettive future degli utili operativi. L'elevatezza di tali rapporti sembrava pertanto rimarcare due ipotesi chiave alla

... e sono in seguito sostenuti da notizie più favorevoli

Gli elevati rapporti prezzo/utigli ...

... rispecchiano rettifiche di valore "una tantum" e previsioni ottimistiche per il futuro

Mercati azionari: prezzi e utili



base delle valutazioni del mercato: in primo luogo, gli utili operativi avrebbero recuperato molto più di quanto avvenuto nelle recessioni precedenti e, in secondo luogo, gli episodi di sopravvalutazione degli investimenti (che implicino successive svalutazioni dell'attivo) sarebbero stati più contenuti.

Enron scuote la fiducia degli operatori

I mercati reagiscono alle notizie relative alla vicenda Enron ...

Gli eventi che si sono ripercossi più pesantemente sui mercati azionari nel quarto trimestre sono stati quelli connessi con il deterioramento della situazione finanziaria e il successivo fallimento della società energetica Enron. Il 16 ottobre il colosso USA ha rivisto le cifre relative ai suoi utili netti quadriennali dichiarati, ribassandole di \$591 milioni, e ridotto i mezzi propri di \$1,2 miliardi per tener conto delle perdite su transazioni con varie consociate

Tre consociate, ascesa e caduta di Enron

Tre mesi dopo il fallimento di Enron continua a non essere chiaro quando e come il colosso statunitense dell'energia abbia guadagnato e perso dall'alterazione di documenti contabili. A tutt'oggi le informazioni più esaurienti sono contenute nel Rapporto Powers, una relazione di 203 pagine redatta da un comitato ristretto del consiglio di amministrazione della società. Secondo il rapporto, Enron aveva costituito entità strutturate in modo da "conseguire risultati di bilancio favorevoli, e non per raggiungere obiettivi economici reali o per trasferire il rischio"¹. La trattazione che segue si basa in ampia misura su questa relazione nel delineare le caratteristiche di tali entità, e la integra con altre informazioni al fine di ricostruire alcuni degli avvenimenti che hanno condotto all'ascesa e alla caduta della società.

Tre consociate

Enron ha istituito tre principali consociate per migliorare le cifre di bilancio (cfr. il quadro riepilogativo seguente). La prima di queste consociate, la Chewco, è stata creata nel dicembre 1997 allo scopo di stralciare dallo stato patrimoniale di Enron una partecipazione commerciale, la Joint Energy Development Investment (JEDI). Nel giugno 1999 Enron ha dato vita a una seconda società, la LJM1, impiegata per la creazione di uno special purpose vehicle (SPV), la Swap Sub, che fungeva a sua volta da controparte in transazioni di copertura, sotto forma di opzioni put, per proteggere la partecipazione di Enron nella Rhythms, un fornitore di servizi Internet controllato da privati. L'ultima entità, la LJM2, è nata nell'ottobre 1999 ed è stata utilizzata per creare quattro SPV, i cosiddetti "Raptors", anch'essi con funzione di controparte in diverse operazioni finalizzate alla copertura di varie partecipazioni commerciali, fra cui la TNPC, un'azienda per l'erogazione di energia.

Queste entità avevano in comune una pecca rivelatasi poi fatale: nessuna di esse era pienamente svincolata da Enron. Nel caso della Chewco, la sua indipendenza da un punto di vista tecnico-contabile comportava la sottoscrizione di una quota di capitale per \$12 milioni da parte di azionisti esterni, finanziata quasi per intero da un prestito bancario. Tale prestito, tuttavia, era garantito da contante per \$6,6 milioni della stessa Enron, che veniva di fatto ad essere esposta a un rischio. Nel caso di LJM1 e LJM2, Enron ha sostenuto entrambe le partecipazioni fornendo azioni proprie e opzioni su queste azioni, di cui le due consociate si sono avvalse per finanziare la Swap Sub e i Raptors. Ciò significa che l'integrità finanziaria di questi SPV dipendeva in modo cruciale dal mantenimento del valore di borsa del titolo Enron. Lo SPV che Enron impiegava come controparte per coprire la propria partecipazione nella TNPC era a sua volta sostenuto da warrants su azioni TNPC, il che rendeva strutturalmente impraticabile il meccanismo di copertura. Attraverso Swap Sub e Raptors, Enron effettuava in pratica operazioni di copertura con se stessa.

L'ascesa

In un primo tempo i risultati contabili delle consociate non sembrano aver avuto un impatto sulla quotazione del titolo Enron. Nel 1998 e 1999 l'azione della società si è limitata a tenere il passo con l'indice generale del mercato USA (cfr. grafico). È stato nel 2000 che il suo prezzo ha cominciato a crescere: nei primi tre mesi dell'anno il guadagno è stato del 72%, contro il 3% soltanto dell'indice

Le tre consociate e il loro impatto sugli utili dichiarati di Enron

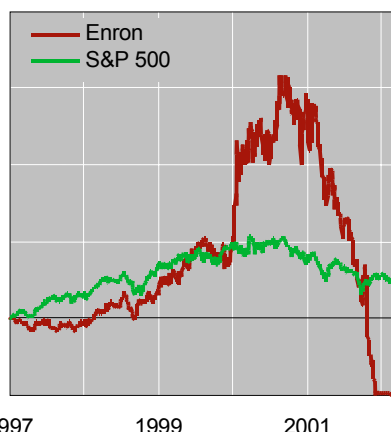
Data di istituzione	Consociata/SPV	Partecipazioni relative	Sopravvalutazione cumulativa dei profitti
Dicembre 1997	Chewco	JEDI	\$405 milioni
Giugno 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$102 milioni
Ottobre 1999	LJM2/Raptors	TNPC e altre	\$1 077 milioni

Fonti: Rapporto Powers; elaborazioni BRI.

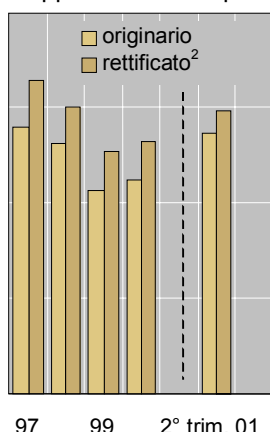
¹ Cfr. *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* (Rapporto Powers), 1° febbraio 2002.

Dati di bilancio e quotazioni azionarie di Enron

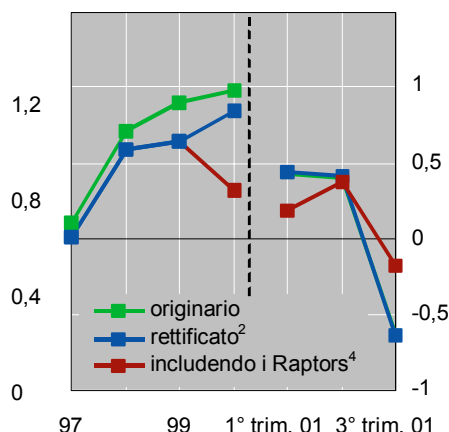
Quotazioni azionarie¹



Rapporto debito/capitale



Utile netto³



¹ 1° gennaio 1997 = 100. ² L'8 novembre 2001. ³ In miliardi di dollari USA. ⁴ In base al Rapporto Powers, pag. 133.

Fonti: Bloomberg; evidenze della SEC su Enron.

S&P 500. Tale quotazione sarebbe da attribuire alla performance dei profitti. A fine 1999 la società aveva dichiarato una crescita pari al 27%. In realtà, l'aumento era dovuto in ampia misura al ruolo svolto da Chewco e LJM1 nel dissimulare le perdite subite sulle partecipazioni JEDI e Rhythms. In assenza di questa sopravvalutazione contabile, l'utile sarebbe cresciuto solo del 9%, un terzo di quanto riportato in bilancio. A fine 1999, inoltre, la società aveva inizialmente dichiarato un indebitamento di \$8,1 miliardi. Un ricalcolo contabile farebbe innalzare tale cifra a \$8,8 miliardi, portando il rapporto passività/capitale proprio da 0,85 a 1,01.

Anche dopo lo scoppio della bolla speculativa del settore Internet nell'aprile 2000, l'azione Enron ha continuato a mostrare una dinamica sorprendente. In luglio la società ha annunciato un contratto ventennale con Blockbuster, una grande impresa di noleggio VHS, per la fornitura online di servizi video. In agosto la quotazione Enron ha toccato il suo massimo. Nell'anno 2000 il titolo ha guadagnato il 91% in termini di valore, mentre l'indice S&P 500 ha perso il 9%. Per quell'anno Enron aveva dapprima dichiarato un incremento degli utili del 10% ma, ancora una volta, tale percentuale non teneva conto delle perdite che si andavano accumulando nelle tre consociate. In questo caso, le perdite erano ampiamente riconducibili alla TNPC e alle altre partecipazioni che avrebbero dovuto essere coperte da LJM2 e dai connessi veicoli Raptors.

La caduta

Nel 2001 il titolo Enron comincia a calare vertiginosamente. A inizio d'anno la società viene accusata da più parti di essere responsabile di una crisi energetica in California; in marzo viene annullato il contratto con Blockbuster. Di fronte al perdurante calo del titolo in borsa diviene sempre più evidente che la solidità finanziaria delle consociate è irrimediabilmente compromessa. Il 16 ottobre gli investitori vengono colti di sorpresa dall'annuncio di uno storno di utili al netto delle imposte (\$544 milioni) e una riduzione dei mezzi propri (\$1,2 miliardi); tali rettifiche evidenziano a bilancio le perdite occultate tramite LJM2 e Raptors. Già calata del 59% dall'inizio dell'anno, l'azione continua a scendere, perdendo un ulteriore 72% nelle tre settimane seguenti. L'8 novembre la società annuncia la rettifica retroattiva dei rendiconti finanziari dal 1997, riducendo l'utile netto nell'arco dei quattro anni per un totale di \$591 milioni. Questa revisione tiene conto delle perdite occultate da Chewco e LJM1.

Nei 15 giorni lavorativi seguenti il titolo scende in pratica a zero. Il 9 novembre Enron concorda la vendita del proprio capitale azionario alla Dynegy, una concorrente di piccole dimensioni, e il 20 novembre rende noto un prestito in scadenza per \$690 milioni. Il 28 dello stesso mese sia Moody's che S&P declassano il debito della società alla categoria ad alto rischio ("junk"), mentre la Dynegy revoca l'accordo di acquisizione. Il 2 dicembre Enron avvia la procedura fallimentare.

(cfr. il riquadro precedente). Il Nasdaq Composite e S&P 500 hanno reagito perdendo rispettivamente il 4,4 e l'1,9%. I mercati hanno nuovamente subito forti cali il 29 ottobre, nell'ordine del 3,9% per il Nasdaq e del 2,4% per S&P 500, a seguito del declassamento al grado Baa2 delle obbligazioni Enron da parte di Moody's. La probabilità di insolvenza entro i dodici mesi successivi associata a questa classe di rating era pari soltanto allo 0,16%; purtuttavia, la società dichiarerà fallimento poco più di un mese dopo.

In gennaio e febbraio la pubblicazione delle situazioni contabili di varie imprese e delle risultanze delle autorità investigative ha determinato cali significativi degli indici di mercato. Tali ribassi, seguiti alle rivelazioni sulla distruzione di documenti relativi a Enron da parte del revisore dei conti, sono parsi rispecchiare timori circa la trasparenza di singoli bilanci e un più generale disagio sull'integrità delle informazioni su cui si basano i mercati. Per gli operatori uno degli aspetti più inquietanti della vicenda era il ricorso a transazioni con consociate strutturate in modo da produrre favorevoli risultati contabili. I dettagli sulla natura di queste operazioni, che sembra si protraessero da quattro anni, e le testimonianze sul ruolo della società di revisione hanno penalizzato più il Nasdaq che non S&P 500. Evidentemente, gli investitori hanno avuto la sensazione che le imprese tecnologiche costituenti la gran parte di questo indice stessero manipolando gli utili dichiarati, soprattutto attraverso il trattamento contabile delle acquisizioni. E difatti il 29 gennaio 2002 la notizia di ambiguità contabili a carico di alcune imprese ha fatto arretrare il Nasdaq Composite del 2,6%. Nondimeno, alcuni dei cali più pronunciati delle quotazioni nei due mesi considerati hanno interessato società quali Tyco (gruppo diversificato), Williams (società di rifornimento energetico) e WorldCom (grande impresa di comunicazione).

... e, più in generale, ai problemi di trasparenza

Le curve dei rendimenti rivelano aspettative di una forte ripresa

Il clima di ottimismo dei mercati azionari ha cominciato a estendersi al segmento a reddito fisso agli inizi del novembre 2001, quando le curve dei rendimenti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro hanno assunto un'inclinazione insolitamente ripida. Dagli inizi di settembre a fine ottobre i rendimenti in dollari USA a tre mesi sono scesi di 120 punti base e quelli degli swaps decennali di 75 punti (grafico 1.4). Negli ultimi due mesi dell'anno gli interessi a breve hanno continuato a perdere terreno, sospinti dalle riduzioni del tasso obiettivo sui federal funds decise il 6 novembre e l'11 dicembre. Nello stesso periodo, i rendimenti a due o più anni sono risaliti ai livelli precedenti gli attentati. A fine anno lo scarto fra tassi decennali e trimestrali in dollari USA ha toccato il punto massimo dagli inizi del 1994, anche se i rendimenti a lunga erano ancora prossimi ai minimi raggiunti nell'autunno 1998 (grafico 1.5).

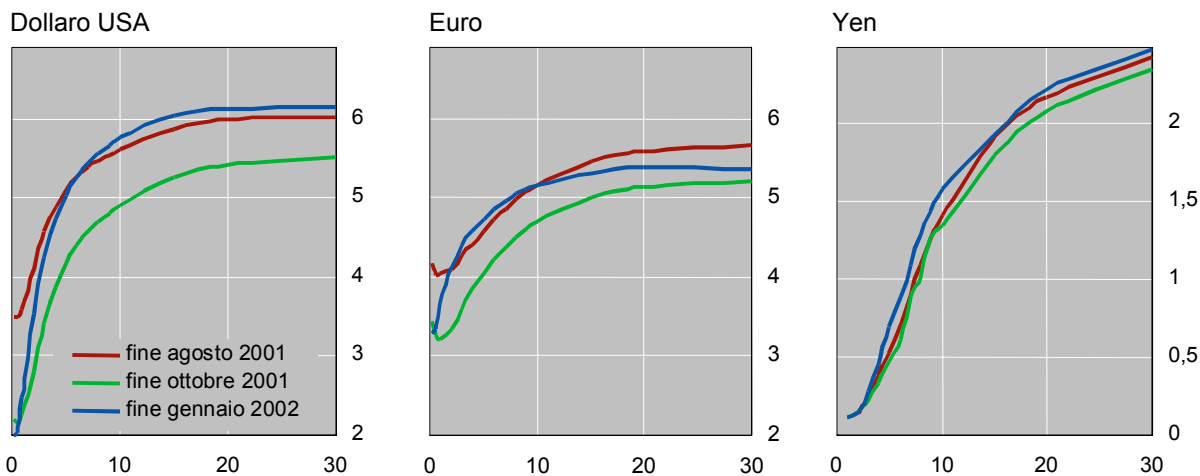
L'accentuazione delle curve dei rendimenti in dollari e in euro segnala un anticipo della ripresa ...

L'ascesa dei rendimenti USA a lungo termine iniziata ai primi di novembre è stata innescata da favorevoli indicatori economici, come il sorprendente recupero delle vendite al dettaglio e il calo nelle richieste di indennità di

... e il rientro di posizioni "rifugio"

Curve dei rendimenti privati¹

in percentuale



¹ Libor per scadenze a 3 mesi, 6 mesi e un anno; swaps su tassi d'interesse per scadenze da 2 a 30 anni.

Fonte: Bloomberg.

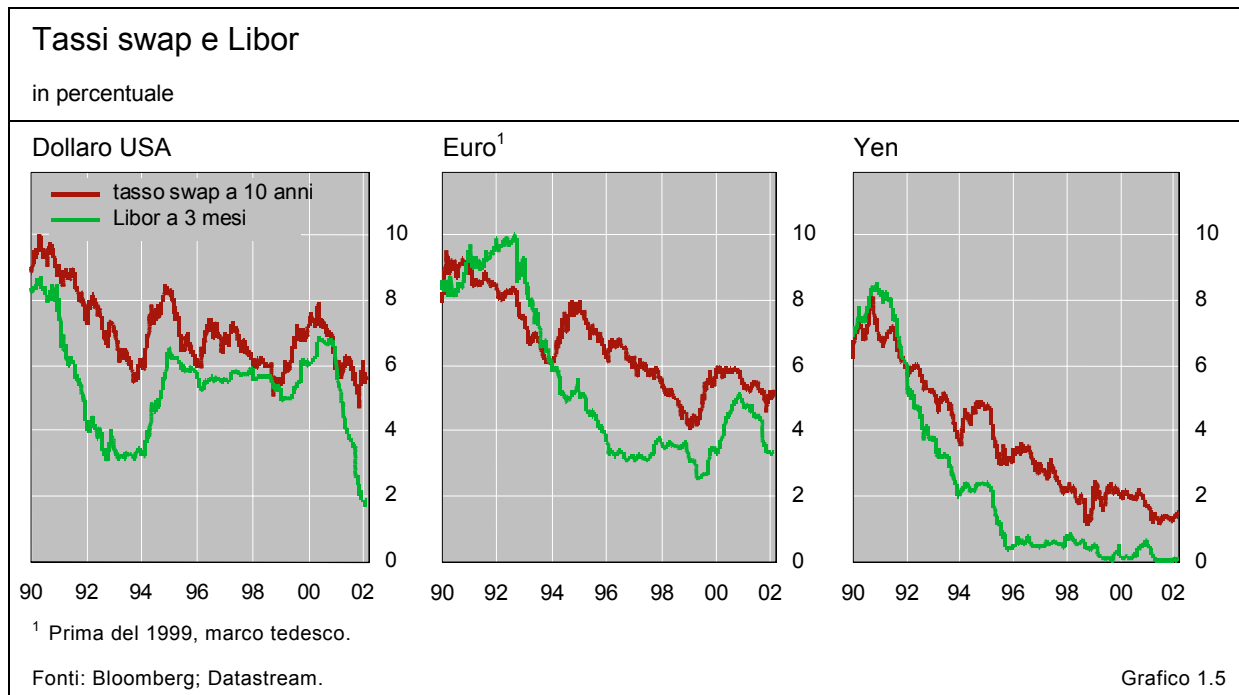
Grafico 1.4

disoccupazione. In aggiunta, i successi militari della coalizione anti-talebana in Afghanistan hanno contribuito al rientro di posizioni "rifugio", allentando i timori di un conflitto lungo e incerto.

Il differenziale fra i rendimenti biennali e trimestrali dei titoli del Tesoro è balzato da 40-60 punti base in ottobre a circa 140 punti in dicembre, segnalando che gli operatori avevano anticipato la data in cui prevedevano il ritorno a un orientamento più restrittivo della politica monetaria USA. I crescenti rendimenti pubblici a lungo termine potrebbero aver rispecchiato anche un rilassamento della politica fiscale. Tuttavia, il fatto che in novembre e dicembre i rendimenti swap siano aumentati persino più velocemente di quelli sui titoli di Stato indica che nel periodo a cavallo fra il 2001 e il 2002 gli incrementi hanno tratto principalmente origine da fattori più di fondo, che vanno oltre le condizioni di offerta sul mercato dei Treasuries. Anche le strategie con cui gli intermediari in titoli garantiti da ipoteca aggiustano la durata dei loro portafogli coprendo le posizioni in risposta a oscillazioni dei rendimenti obbligazionari potrebbero aver contribuito al forte rialzo di questi ultimi a fine 2001 (cfr. "I mercati degli strumenti derivati" a pag. 34).

L'impennata del Treasury bond trentennale a fine ottobre, quantunque spettacolare, ha fornito in effetti un ulteriore esempio del complesso ruolo svolto da fattori di offerta nel quarto trimestre. Il rendimento del titolo è sceso nettamente dopo l'annuncio, il 31 ottobre, che la nuova emissione sarebbe stata sospesa. Tuttavia, il rialzo è servito solo a far sì che l'obbligazione trentennale recuperasse terreno rispetto al rendimento decennale, in calo dopo l'11 settembre. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a trenta e a dieci anni – aumentato sensibilmente verso la fine di settembre, quando il rendimento decennale era in calo, ma non così quello trentennale – è tornato ai livelli

Il ruolo dei fattori
dal lato dell'offerta



osservati durante i primi otto mesi del 2001. Analogamente, gli spreads fra tassi swap a 30 anni e rendimenti pubblici si sono ampliati notevolmente dopo l'annuncio del Tesoro, ma solo per riportarsi ai livelli pre-attentati.

I rendimenti nell'area dell'euro hanno seguito da vicino quelli statunitensi. Ciò ha rispecchiato il taglio del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali della BCE l'8 novembre, nonché la prevalente sensazione che l'evoluzione economica delle due aree sarebbe proceduta in parallelo nell'immediato futuro. Tuttavia, l'inclinazione della curva dei rendimenti in euro, a differenza di quella in dollari, non risultava eccezionalmente ripida rispetto ai parametri storici (grafico 1.5). La debolezza dell'euro nei confronti del dollaro, accentuatasi nel nuovo anno, era inoltre in linea con la diffusa percezione che la ripresa nell'area dell'euro avrebbe avuto inizio più tardi, e forse con minor vigore, che negli Stati Uniti.

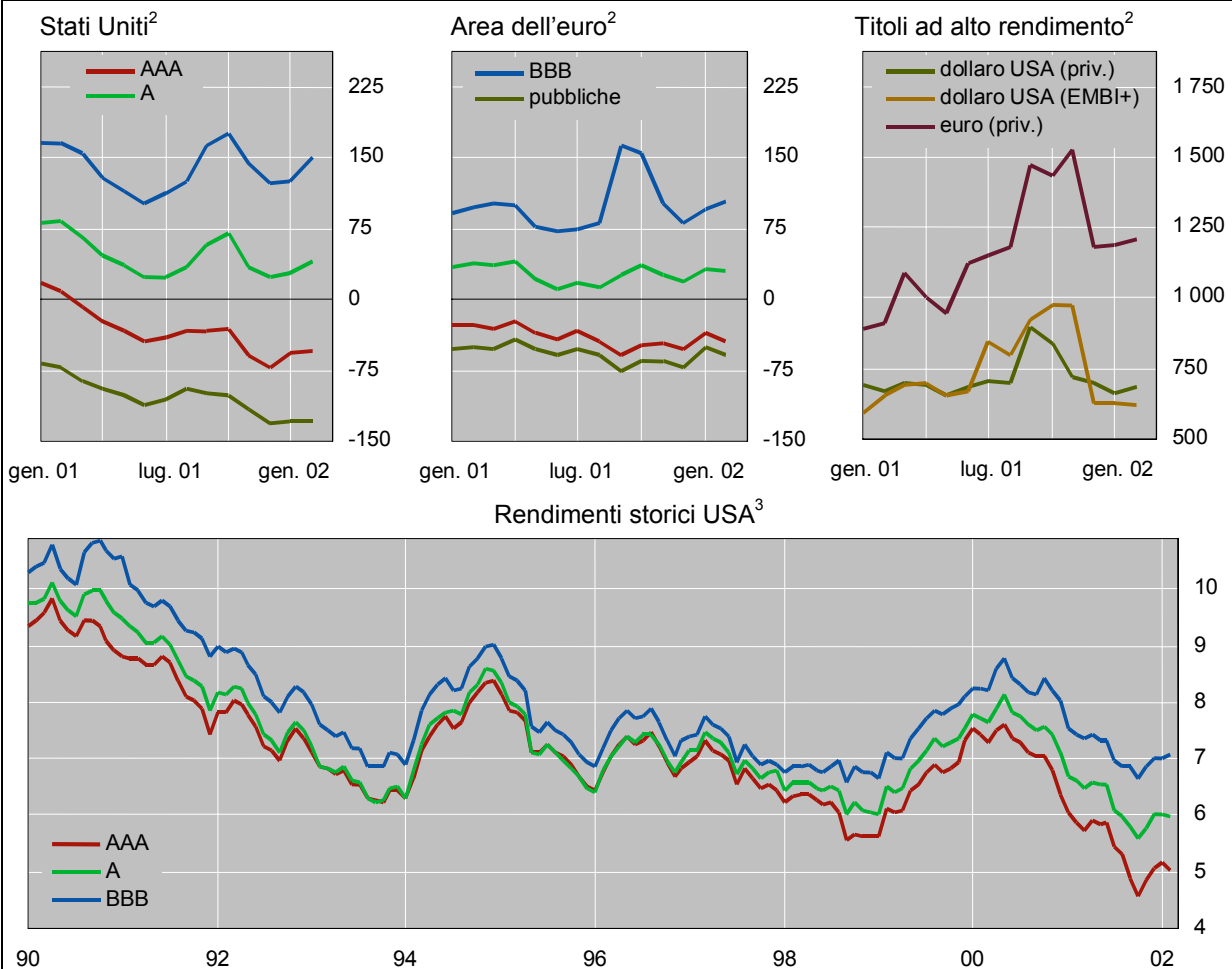
La curva dei rendimenti in euro rispecchia una convergenza con gli sviluppi transatlantici ...

La curva dei rendimenti si è accentuata anche in Giappone; tra la fine di ottobre 2001 e fine gennaio 2002 i rendimenti decennali sono cresciuti di 17 punti base, sebbene da un livello assai basso, mentre i tassi a breve sono rimasti praticamente invariati. Tuttavia, diversamente da Stati Uniti e area dell'euro, ciò non sembra dovuto a ottimismo circa le prospettive di ripresa. Al contrario, sono tornati a manifestarsi segni di apprensione riguardo alla solidità del settore bancario, stante l'impatto negativo dei decrescenti corsi azionari sui bilanci delle banche e l'incertezza sulle conseguenze della prevista riduzione della copertura assicurativa sui depositi a partire dal 31 marzo. Taluni investitori sembrano pertanto aver improntato a maggiore cautela la gestione delle loro attività in yen, compresi i titoli pubblici a lungo termine. Anche le principali agenzie di rating hanno mostrato un crescente scetticismo. Il 4 dicembre Moody's ha deciso di retrocedere di una posizione il debito interno

... mentre quella in yen sottintende una accentuata avversione al rischio

Spreads di obbligazioni private e pubbliche¹

dati di fine mese



¹ Differenziali tra indici obbligazionari e tassi swap a 10 anni. ² In punti base. ³ In percentuale.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

giapponese, e il 13 febbraio ha annunciato l'intenzione di procedere a un ulteriore declassamento di due posizioni. Dopo il fallimento di Enron e le difficoltà incontrate dall'Argentina, gli investitori si sono mostrati alquanto riluttanti ad acquistare titoli esteri in yen, con il risultato che nel quarto trimestre le emissioni internazionali nette in questa moneta sono divenute negative (tabella 3.3 a pag. 31).

Mercati creditizi forti nel segmento a lunga e turbolenti in quello a breve

Il clima di ottimismo concorre a restringere gli spreads sul credito societario

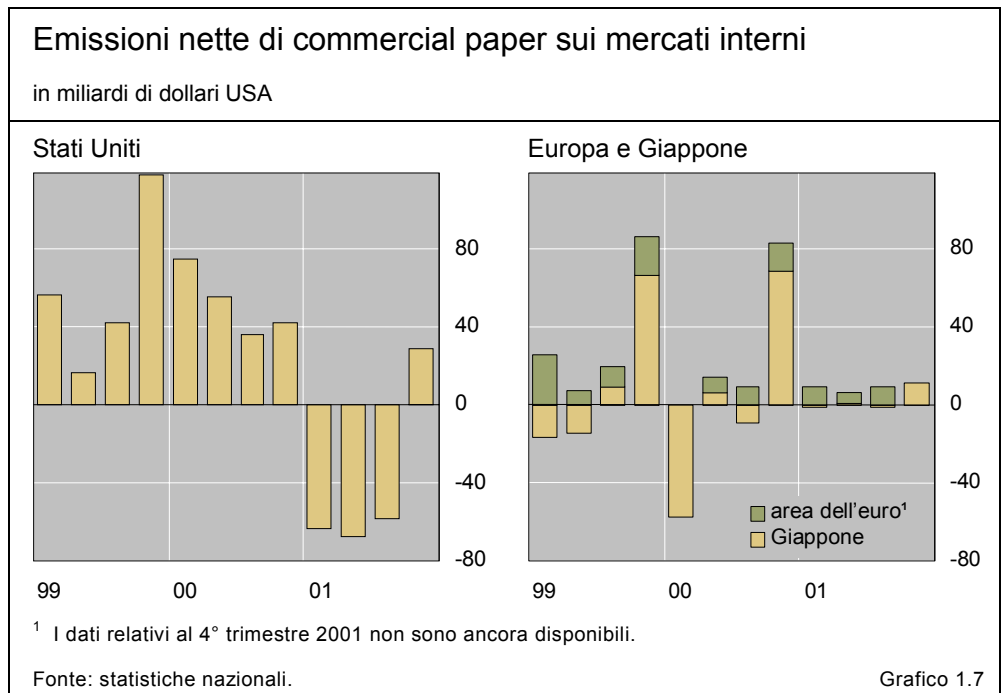
Nonostante alcuni importanti fallimenti societari e i declassamenti del merito di credito, negli ultimi due mesi dell'anno gli spreads sulle emissioni societarie sono calati, invertendo la tendenza all'ampliamento che aveva contraddistinto il terzo trimestre (grafico 1.6). Moody's ha segnalato una crescita dei tassi di inadempienza fino a dicembre, ma prevede che si stabilizzino agli inizi del

2002 per poi cominciare a scendere. I prenditori di qualità bancaria – anche quelli retrocessi dalle agenzie di rating, come Ford e AT&T – non hanno incontrato difficoltà a collocare titoli a lungo termine nel quarto trimestre. Le emissioni nette di strumenti di debito internazionali sono aumentate nettamente rispetto al periodo precedente (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito” a pag. 26). Tra la fine di gennaio e l’inizio di febbraio gli spreads creditizi sono tornati ad ampliarsi moderatamente a seguito di alcuni fallimenti societari e delle rivelazioni sulle discutibili pratiche contabili di Enron. Ne ha risentito in maniera particolare il debito di conglomerati complessi e di mutuatari ad alto grado di leva finanziaria.

Proseguendo la dinamica rilevata in precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, nel quarto trimestre 2001 le emissioni nette di titoli a breve sul mercato internazionale sono state modeste, nonostante il sensibile aumento di quelle a lunga, specie da parte di residenti nell’area dell’euro. Lo stock in essere di commercial paper (CP) nel mercato interno USA è cresciuto di \$28 miliardi nel trimestre sotto rassegna, durante il quale l’attività di emissione è generalmente intensa, ma è sceso di \$161 miliardi per l’intero 2001 (grafico 1.7). Questa tendenza sembra essere proseguita nel nuovo anno. Il calo delle emissioni a breve rispecchia in parte le ridotte esigenze di finanziamento delle scorte da parte di grandi società, per effetto del rallentamento ciclico, ma vi ha altresì contribuito l’opportunità di assicurarsi rendimenti a lunga relativamente contenuti, anche a costo di pagare un premio su tassi a breve estremamente bassi.

I mutuatari continuano a sostituire il debito a breve con emissioni a più lungo termine ...

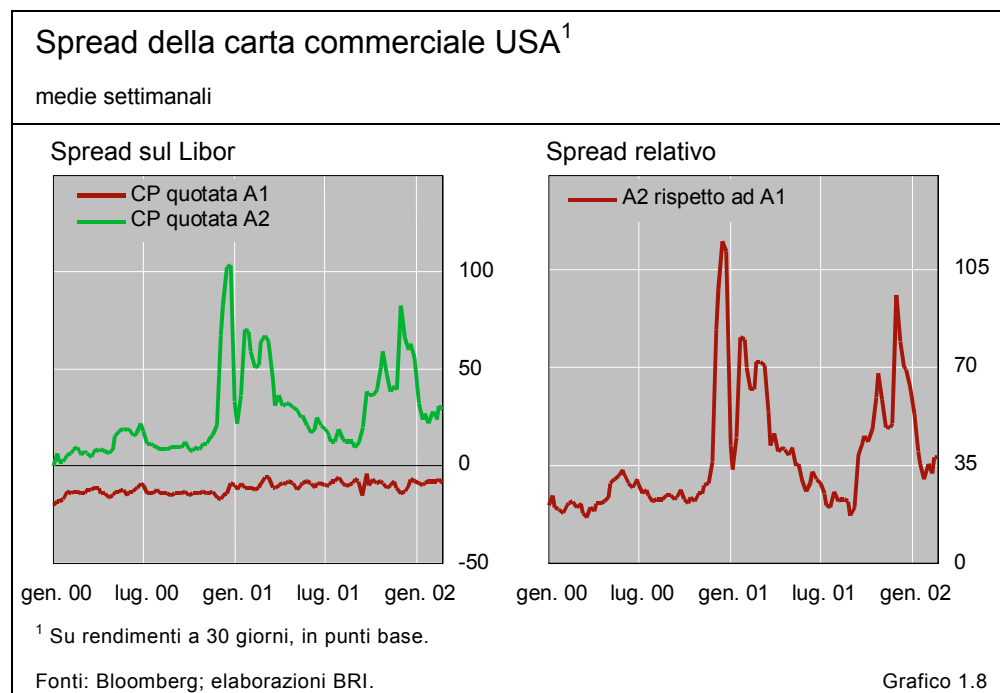
Per alcuni grandi prenditori, tuttavia, le emissioni di CP erano divenute proibitive a causa dei declassamenti del merito creditizio e dell’accresciuta



... in presenza di turbolenze sul mercato della CP

avversione al rischio degli investitori sul mercato monetario. In taluni casi i mutuatari si sono rivolti al mercato obbligazionario anche per esigenze di finanziamento a breve. Gli spreads creditizi sulla CP, la cui volatilità si era accentuata all'indomani degli attacchi terroristici di settembre, si sono ampliati nettamente dopo il fallimento di Enron in novembre, per tornare a ridursi agli inizi di gennaio e a stabilizzarsi in seguito (grafico 1.8). Alcuni osservatori hanno rilevato che le banche, tradizionali sostenitrici del mercato della CP mediante linee creditizie di appoggio, sono divenute più riluttanti a fornire tale sostegno negli ultimi tempi. Le ragioni di ciò potrebbero risiedere nell'accentuata rischiosità di questi impegni in periodo di recessione e, più in generale, nella maggiore attenzione che le banche hanno cominciato ad anettere alla gestione delle loro potenziali esposizioni al rischio di credito.

Il mercato dei derivati creditizi sembra aver reagito in maniera ordinata ai grandi fallimenti societari e all'inadempienza dell'Argentina. Questi eventi hanno forse costituito il banco di prova finora più importante della capacità di un mercato relativamente giovane di trasferire l'esposizione al rischio di inadempienza dagli acquirenti ai venditori di una protezione. Da alcune parti è stato sollevato il quesito se la precedente offerta di scambio dell'Argentina costituisse un "event of default" e se i titoli ricevuti in occasione di uno scambio precedente fossero consegnabili a termini del contratto. Nondimeno, gli operatori sono parsi fiduciosi nella soluzione di siffatti problemi e in una contenuta propagazione degli effetti a livello di sistema.



Gli spreads delle emissioni sovrane diminuiscono nonostante l'inadempienza dell'Argentina

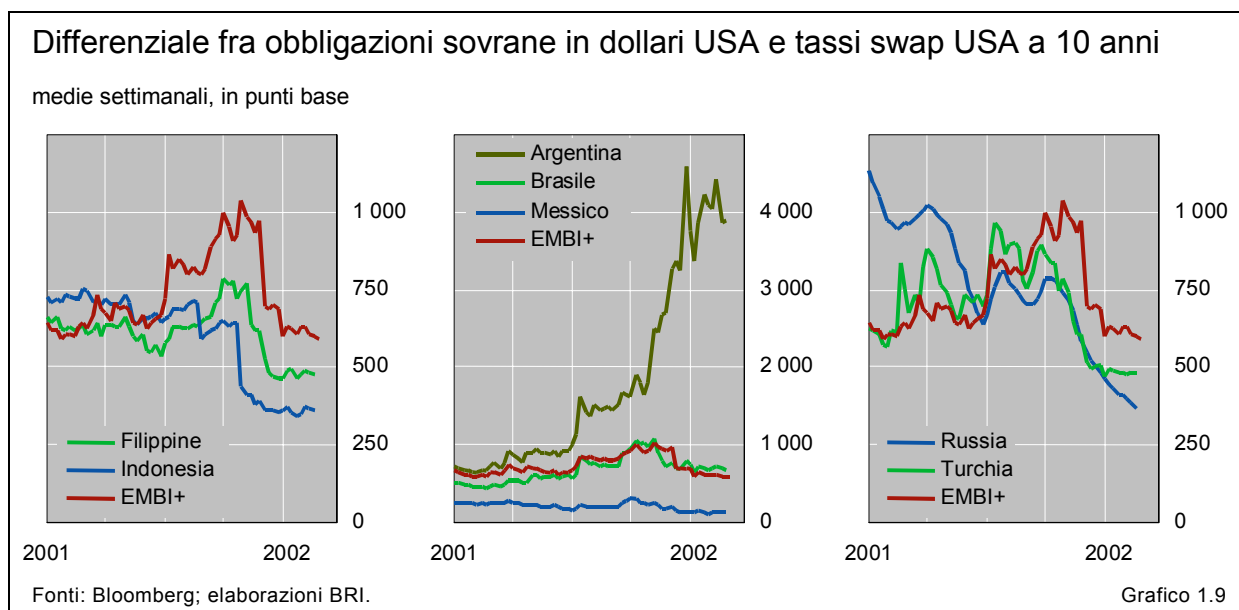
Nel periodo in esame l'accresciuta fiducia nelle prospettive di una ripresa globale si è anche rispecchiata nei prezzi di molte emissioni dei mercati emergenti, pur in presenza di un costante peggioramento della situazione in Argentina. A differenza del terzo trimestre, quando gli investitori avevano adottato un approccio prudente nei confronti di determinati mutuatari, come Brasile e Filippine, nel quarto i differenziali sono calati per la quasi totalità dei prestiti di quest'area (grafico 1.9). Ciò è in parte il risultato della continua ricomposizione dei portafogli a scapito dei titoli argentini, attuata dagli investitori orientati verso i mercati emergenti. A tale riguardo, è significativo il fatto che gli investitori non paiono aver reagito agli sviluppi in Argentina operando sostanziali rivalutazioni di prezzo del rischio.

Diminuiscono gli spreads sulle emissioni sovrane dei mercati emergenti

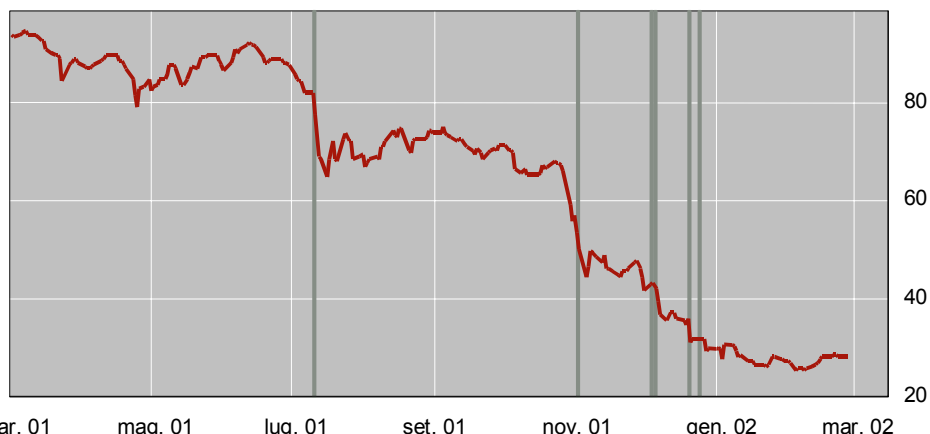
In effetti, talune economie emergenti sono state nettamente favorite dagli investitori allorché la crisi argentina era in atto. Sebbene le emissioni nette complessive dei prenditori emergenti siano rimaste contenute nel quarto trimestre, diversi emittenti sovrani dell'America latina – fra cui Cile, Colombia e Messico – sono riusciti a effettuare nuovi collocamenti sul mercato internazionale. Anche i mutuatari del settore privato di Messico e Brasile non hanno incontrato grosse difficoltà nell'ottenere prestiti bancari sindacati (cfr. "Prestiti consorziali internazionali: attività record nel settore dell'energia", a pag. 25).

Nuove emissioni da parte di vari paesi latino-americani ...

Gli investitori si sono altresì mostrati più ottimisti circa le prospettive delle economie dell'Estremo Oriente, e in particolare l'impatto del rallentamento dei settori tecnologici sulle esportazioni asiatiche. La borsa coreana ha guadagnato il 33,2% nel 2001 e il 38,6% da inizio ottobre; anche il mercato azionario di Taiwan, Cina ha registrato consistenti rialzi. Nel terzo trimestre i collocamenti netti di titoli di debito da parte di mutuatari dell'Est asiatico erano stati negativi, le emissioni azionarie internazionali annunciate erano rallentate



Prezzo dell'obbligazione di Stato argentina¹



Nota: le linee verticali marcano i seguenti avvenimenti: 10 luglio, alti tassi d'interesse corrisposti in sede d'asta; 1° novembre, annuncio di ristrutturazione del debito da parte dell'Argentina; 2 dicembre, imposizione di restrizioni alla convertibilità dei depositi bancari e di controlli valutari da parte del governo; 5 dicembre, rifiuto del FMI di erogare i fondi concordati; 20 dicembre, dimissioni del Presidente de la Rúa; 23 dicembre, annuncio di inadempienza dell'Argentina.

¹ Repubblica Argentina 11%, emissione 1997, scadenza 2017.

Fonte: Datastream.

Grafico 1.10

... e di imprese private coreane

e i prestiti a prenditori dei mercati emergenti dell'Asia avevano subito una flessione; diversi paesi asiatici avevano inoltre ridotto i loro depositi presso banche estere (cfr. "Il mercato bancario internazionale", a pag. 17). Per contro, nel quarto trimestre hanno ripreso slancio i collocamenti azionari sui mercati internazionali da parte dei paesi di quest'area e le emissioni nette di titoli sono tornate su valori leggermente positivi. I mutuatari del settore privato coreano sono stati particolarmente attivi sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali.

Gli sviluppi in Argentina esercitano un impatto contenuto ...

Una ragione del limitato influsso esercitato dagli sviluppi in Argentina sulle condizioni finanziarie di altre economie emergenti è che i mercati avevano già scontato un'elevata probabilità di inadempienza da parte di questo paese con diversi mesi di anticipo sul concretizzarsi dell'evento (grafico 1.10). Ciò contrasta con quanto accaduto nella vicenda Enron, dove la portata dei problemi è divenuta evidente solo poco prima del fallimento della società. I mercati avevano riconosciuto la reale probabilità di insolvenza dell'Argentina almeno dal 10 luglio 2001, quando il governo si era visto costretto a corrispondere tassi d'interesse eccezionalmente alti a un'asta su un'emissione interna. In quell'occasione il titolo pubblico più attivamente trattato aveva perduto il 5,1%. Il rischio presunto di insolvenza si è accresciuto ulteriormente in novembre, allorché il piano per la ristrutturazione del debito pubblico in essere ha ottenuto un'accoglienza negativa da parte degli investitori, ed è tornato ad aumentare agli inizi di dicembre, quando sono stati congelati i conti bancari e il FMI, rilevando i lenti progressi della riforma fiscale, ha sospeso l'erogazione di una linea creditizia concordata nel quadro di un precedente programma di sostegno. Dopo i tenaci tentativi del paese di difendere il regime di "currency board" e un periodo di forti agitazioni sociali e politiche, a fine

... sia prima che dopo l'annuncio di moratoria

dicembre è seguito l'annuncio della moratoria dei pagamenti del debito estero per \$132 miliardi.

Nel primo trimestre 2002 il nuovo governo si è strenuamente adoperato per definire un nuovo quadro di riferimento che prevedeva, in una prima fase, un doppio regime di cambio e, successivamente, la libera fluttuazione (e ampio deprezzamento) della valuta. Nonostante le incerte prospettive, tuttavia, i problemi dell'Argentina non sono sembrati propagarsi ad altri paesi latino-americani, né hanno provocato perturbazioni di rilievo al sistema finanziario globale. Le imprese fortemente esposte nei confronti del paese, in particolare banche estere, dovranno necessariamente stralciare una quota delle loro operazioni. Nondimeno, pare che la maggior parte dei creditori sia riuscita a ridurre le proprie esposizioni a livelli accettabili nei mesi precedenti la dichiarazione di inadempienza. Conseguentemente, essi sono stati in grado di assorbire l'impatto della moratoria senza dover liquidare repentinamente una grande quantità di titoli emessi da altri prenditori sovrani per coprire le perdite nei confronti dell'Argentina.

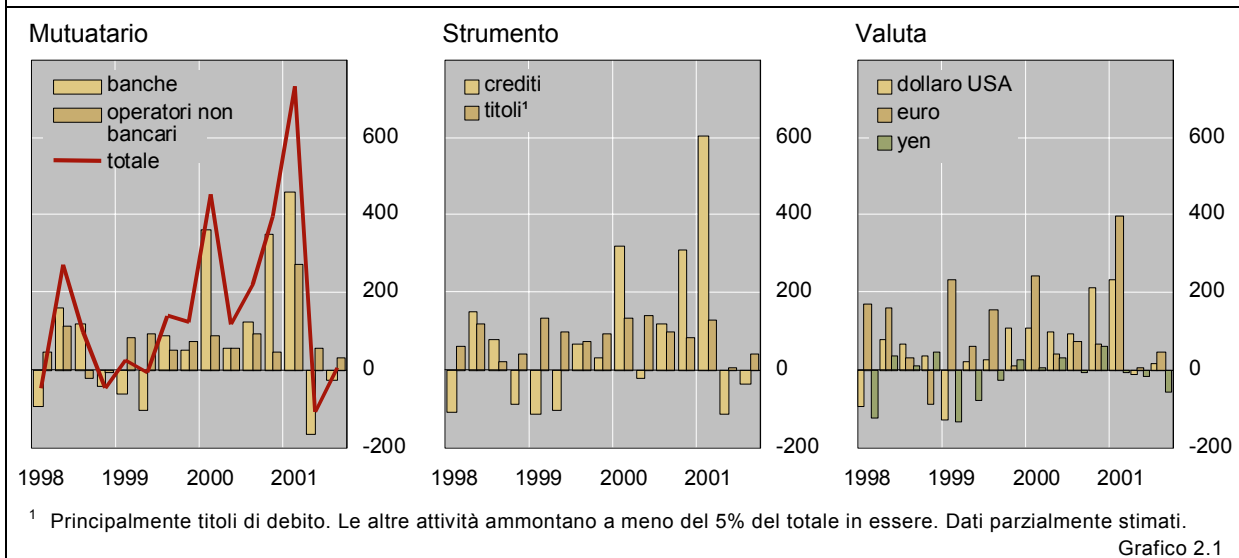
2. Il mercato bancario internazionale

Nel terzo trimestre 2001 l'attività sul mercato bancario internazionale è rimasta debole; al netto degli effetti di cambio, la consistenza delle posizioni creditorie sull'estero delle banche si è stabilizzata a \$11,3 trilioni, dopo la sostanziale contrazione nel trimestre precedente. Il ridimensionamento degli impieghi in yen delle banche giapponesi ha contribuito a un calo di \$26 miliardi nei crediti verso il sistema bancario, scesi per il secondo trimestre consecutivo. Gli acquisti di titoli di Stato europei hanno sostenuto la perdurante crescita delle attività verso mutuatari non bancari, salite di \$30 miliardi; l'incremento, tuttavia, è il più contenuto da quasi tre anni.

I flussi netti dalle banche dichiaranti alla BRI verso le economie emergenti sono tornati su valori positivi per la prima volta dal 1999 (\$4 miliardi nel terzo trimestre, contro una media di -\$35 miliardi nel primo semestre 2001). Tuttavia, l'inversione di segno non rispecchia tanto una ripresa del credito bancario – le attività verso taluni paesi sono aumentate, ma nel complesso l'area emergente ha continuato a ridurre il proprio debito bancario esterno – quanto piuttosto una diminuzione dei depositi presso banche estere. I paesi

Credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA



esportatori di petrolio e le economie dell'Est asiatico, che avevano in precedenza collocato ingenti fondi presso le banche dell'area dichiarante, hanno cominciato a effettuare prelievi nel terzo trimestre.

Le banche giapponesi riducono le loro attività in yen

Il comparto dello yen sul mercato bancario internazionale ha subito un'ampia contrazione nel trimestre in esame; i crediti in questa valuta verso tutte le tipologie di mutuatari sono diminuiti di \$54 miliardi, ossia del 7% circa (grafico 2.1). Il calo è interamente da ascrivere alla flessione delle posizioni interbancarie (tabella 2.1); in particolare, le banche nipponiche hanno ridotto drasticamente i fondi collocati presso le loro omologhe in Europa, specie nel Regno Unito.

La diminuzione delle attività in yen nel terzo trimestre 2001 è stata la più consistente dalla prima metà del 1999. A quell'epoca essa era stata indotta dalla cessazione o dal ridimensionamento dell'operatività all'estero delle

Rimpatrio in Giappone di ingenti fondi in yen ...

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI verso operatori bancari ¹								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
	1999	2000			2001			Stock a fine sett. 2001
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale attività interbancarie	- 17,1	900,1	126,5	349,7	456,9	- 166,2	- 25,8	7 416,5
Attività verso proprie dipendenze	8,4	408,2	94,0	159,0	185,2	- 65,5	92,8	3 633,5
Crediti e depositi	- 221,5	669,9	97,6	302,3	396,9	- 155,3	- 22,0	6 334,7
Titoli ²	204,4	230,2	29,0	47,5	60,0	- 10,9	- 3,8	1 081,8
Paesi sviluppati	200,3	870,0	106,6	280,3	424,3	- 118,6	- 26,1	5 951,7
Europa	291,4	608,1	61,3	197,8	424,4	- 79,8	- 29,1	4 235,9
intra-area euro ³	154,6	88,4	10,9	15,7	63,8	25,7	0,2	833,5
Giappone	- 188,0	55,4	- 4,8	72,9	5,5	- 30,0	- 13,5	406,7
Stati Uniti	87,7	185,5	53,2	- 7,1	- 12,2	3,2	10,6	1 142,4
Centri offshore	- 126,2	3,9	20,0	51,2	24,5	- 33,8	- 3,0	882,5
Economie emergenti	- 52,1	3,8	- 9,1	8,0	- 6,6	- 13,2	- 2,2	384,1
Non classificate ⁴	- 39,1	22,4	9,0	10,2	14,7	- 0,6	5,5	198,2
Dollaro USA	- 108,3	387,7	69,0	152,6	93,4	- 41,3	7,1	3 171,1
Euro	274,3	272,1	20,6	47,1	270,3	4,0	5,3	2 105,4
Yen	- 192,2	75,4	4,5	87,3	- 12,1	- 22,2	- 56,9	510,2
Altre valute ⁵	9,1	164,9	32,4	62,7	105,3	- 106,7	18,7	1 629,8
<i>Per memoria: attività sull'interno⁶</i>	1,5	53,9	27,5	- 23,1	94,4	- 28,1	0,9	865,3

¹ Comprese le attività verso proprie dipendenze. ² Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. Dati parzialmente stimati. ³ Attività transfrontaliere in euro delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa. ⁴ Comprese le attività verso istituzioni internazionali. ⁵ Comprese le valute non classificate. ⁶ Attività in valuta verso residenti del paese in cui ha sede la banca dichiarante.

Tabella 2.1

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI verso operatori non bancari

variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA

	1999	2000		2001			Stock a fine sett. 2001	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale attività verso operatori non bancari	303,3	289,4	94,9	45,5	274,0	57,6	30,1	3 854,9
Crediti e depositi Titoli ¹	103,0	59,2	23,7	8,5	206,2	50,0	- 11,6	2 262,3
	200,3	230,2	71,3	37,0	67,8	7,7	41,7	1 592,5
Paesi sviluppati	275,4	258,2	81,5	47,7	236,3	46,5	27,2	2 894,7
Europa	259,0	198,3	67,3	31,6	99,6	23,9	31,4	1 615,9
intra-area euro ²	147,8	55,2	10,2	4,8	53,5	6,1	13,3	616,3
Giappone	- 64,4	- 67,5	- 10,3	- 33,5	- 7,1	4,9	- 10,9	106,3
Stati Uniti	86,0	123,4	22,7	48,0	141,5	9,8	5,3	1 079,1
Centri offshore	24,6	47,0	7,2	16,0	25,5	7,0	11,0	384,5
Economie emergenti	- 15,9	- 15,6	5,4	- 13,8	9,2	4,8	- 8,2	490,4
Non classificate ³	19,1	- 0,2	0,8	- 4,5	3,0	- 0,7	0,1	85,3
Dollaro USA	141,5	124,4	26,7	57,7	137,7	30,2	8,7	1 732,9
Euro	185,1	157,4	52,6	21,3	128,2	- 0,2	43,4	1 271,2
Yen	- 7,0	19,3	- 8,6	- 25,8	6,1	7,4	3,2	269,7
Altre valute ⁴	- 16,3	- 11,7	24,2	- 7,7	2,0	19,3	- 25,2	581,1
<i>Per memoria: attività sull'interno⁵</i>	27,1	144,6	- 3,1	40,7	27,6	- 3,6	- 2,4	716,3

¹ Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. Dati parzialmente stimati. ² Attività transfrontaliere in euro delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa. ³ Compresa le attività verso istituzioni internazionali. ⁴ Compresa le valute non classificate. ⁵ Attività in valuta verso residenti del paese in cui ha sede la banca dichiarante.

Tabella 2.2

banche giapponesi¹. Queste ultime sono all'origine del calo anche nel periodo sotto rassegna. Tuttavia, in questo caso la contrazione è riconducibile essenzialmente ai crediti verso banche non collegate, più che alle posizioni intragruppo, diminuite di \$4 miliardi soltanto nel terzo trimestre contro i quasi \$120 miliardi nel primo semestre 1999. Sebbene la maggior parte dei fondi sia stata rimpatriata da istituzioni domiciliate a Londra, il ritiro ha interessato banche di diversa nazionalità: hanno infatti visto ridursi i loro depositi in yen istituti inglesi, olandesi, statunitensi, svizzeri e tedeschi.

... dovuto in parte alla liquidazione di posizioni offshore

Diversi fattori spiegano il rimpatrio degli impieghi in valuta nipponica. In primo luogo, è proseguita la liquidazione di posizioni offshore in yen nei confronti di operatori non bancari giapponesi. I crediti internazionali verso questo settore si sono ridotti di \$11 miliardi nel terzo trimestre, e sono stati in parte reintercanalati in Giappone attraverso il mercato interbancario (tabella 2.2). In secondo luogo, alcune banche estere hanno trasferito posizioni in yen dalle

¹ Cfr. R. N. McCauley e Y. K. Mo, "Recenti sviluppi nell'attività bancaria internazionale di Hong Kong", in *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 1999, pag. 13. Cfr. anche H. Nakaso, *The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*, BIS Papers, n. 6, ottobre 2001.

loro dipendenze estere a quelle di Tokyo. In terzo luogo, le fusioni tra banche giapponesi avrebbero determinato un ricalcolo dei limiti di fido per gli strumenti a breve collocati presso banche estere, e un conseguente ritiro di fondi. Nella quasi totalità delle fusioni bancarie, i massimali sugli impieghi fissati dalla nuova entità sono inferiori alla somma di quelli delle singole banche oggetto della fusione (e, parallelamente, le controparti riducono in genere i propri limiti di affidamento nei confronti del nuovo soggetto).

Fra le ulteriori cause del rimpatrio dei fondi in yen potrebbero figurare il calo della domanda estera di finanziamenti in questa valuta e il fabbisogno di liquidità delle banche giapponesi. Tuttavia, questi fattori non sembrano aver svolto un ruolo rilevante nel terzo trimestre. Mentre gli investimenti di portafoglio in Giappone da parte di non residenti sono rallentati nel periodo in esame, i crediti in yen delle banche dichiaranti verso i residenti dei paesi in cui esse sono domiciliate sono rimasti più o meno invariati a \$89 miliardi. Inoltre, i tassi passivi interbancari sulla piazza di Tokyo continuano a essere stabili dal secondo trimestre 2001, è ciò è sintomatico dell'assenza di problemi di liquidità.

Le banche incrementano gli acquisti di titoli di Stato europei

A differenza del comparto in yen, i crediti in euro delle banche dell'area dichiarante alla BRI hanno fatto registrare un nuovo aumento, salendo di \$49 miliardi, ovvero del 2% circa (tabelle 2.1 e 2.2). Analogamente ai trimestri precedenti, tale andamento è principalmente dovuto ai flussi fra Regno Unito e area dell'euro.

Le attività in euro continuano a crescere

Sebbene i crediti in euro verso banche siano aumentati solo di \$5 miliardi, le cifre aggregate celano una cospicua variazione nelle posizioni interbancarie. Le banche domiciliate nell'area dell'euro hanno incrementato le loro attività verso omologhe nel Regno Unito, e contemporaneamente queste ultime hanno ridotto i loro crediti nei confronti di banche nell'area dell'euro. Su base netta, vi sono stati pertanto ingenti flussi in euro da banche di quest'area verso il Regno Unito.

Mentre nei trimestri passati tali flussi erano stati in genere intermediati dal mercato interbancario di Londra prima di essere riconvogliati verso banche dell'area dell'euro, nel terzo essi sono stati reimpiegati direttamente nel settore non bancario. Le banche domiciliate nel Regno Unito hanno erogato prestiti in euro per \$15 miliardi a residenti non bancari, comprese proprie affiliate di intermediazione mobiliare, e investito \$20 miliardi circa in titoli in euro emessi da residenti non bancari dell'area. Ulteriori \$12 miliardi di questi titoli sono stati sottoscritti da banche domiciliate nell'area stessa.

Per effetto di questi investimenti, i flussi al settore non bancario in Europa sono rimasti in linea con la media degli ultimi trimestri. Sembrano tuttavia essere cambiati i destinatari finali dei fondi, laddove i mutuatari sovrani sono subentrati a quelli societari. La domanda di prestiti da parte delle imprese è diminuita al decelerare della crescita economica in Europa e in altre aree. Come rilevato nella scorsa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, nel terzo

Le banche si spostano dalle obbligazioni societarie ai titoli di Stato

trimestre le sottoscrizioni di nuovi prestiti consorziali da parte di prenditori europei sono diminuite del 58% su base annua. Il sistema bancario non sembra aver ridotto gli impieghi verso mutuatari societari in Europa, ma non li ha nemmeno incrementati. Le statistiche bancarie su base consolidata indicano piuttosto che i nuovi investimenti sono stati incanalati in massa verso i titoli di Stato. Le attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di emittenti del settore pubblico in Europa – rimaste stabili al 12% dei crediti internazionali fra il secondo semestre 2000 e i primi sei mesi del 2001 – sono salite al 13% nel terzo trimestre. Gli aumenti maggiori hanno interessato i settori pubblici tedesco e italiano.

Attività sottotono nel mercato del dollaro USA

L'attività nel segmento del dollaro USA del mercato bancario internazionale è rimasta sottotono nel terzo trimestre 2001. Le posizioni creditorie in dollari delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate di \$16 miliardi soltanto, corrispondenti a meno dello 0,5% delle consistenze totali in essere, dopo una contrazione parimenti trascurabile nel secondo trimestre. Tale dinamica rappresenta un netto rallentamento rispetto ai periodi precedenti, allorché l'attività aveva toccato il picco di \$100 miliardi (grafico 2.1).

Gli attentati terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti non paiono aver avuto un particolare impatto sull'attività bancaria internazionale. Sebbene la domanda di liquidità in dollari sia cresciuta in seguito agli attacchi, le attività interbancarie in questa valuta sono rimaste più o meno invariate. Nel mese di settembre la Federal Reserve aveva iniettato un volume eccezionalmente elevato di liquidità nel sistema bancario USA, e le banche di nazionalità statunitense ne avevano convogliato una parte verso le loro dipendenze in Europa e nei centri offshore. Tuttavia, questi fondi non sono stati reimpiegati attraverso il mercato bancario internazionale. Le banche estere sembrano aver trovato altre fonti di finanziamento in moneta statunitense. Le aziende di credito nipponiche hanno incanalato i fondi in dollari dal Giappone verso le loro sussidiarie negli Stati Uniti. Le banche della Svizzera e di alcuni altri paesi europei hanno liquidato posizioni in dollari nei confronti di proprie dipendenze operanti negli USA. Sono aumentati anche gli afflussi di valuta statunitense provenienti da residenti dei paesi in cui le banche sono domiciliate, giacché non sono stati rinnovati i prestiti a breve in scadenza.

Un'ulteriore causa del basso livello di attività nel comparto del dollaro USA va ricercata nella perdurante decelerazione dei flussi ai mutuatari del settore non bancario statunitense. I crediti sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di questo settore sono cresciuti di soli \$5 miliardi nel trimestre in esame, l'aumento più contenuto da diversi anni (tabella 2.2). Contrariamente all'Europa, negli Stati Uniti la composizione delle attività internazionali verso il settore non bancario si sta modificando a scapito dei titoli di Stato e a vantaggio dei mutuatari privati. Nel terzo trimestre le posizioni creditorie verso il settore pubblico sono scese al 12% delle attività internazionali verso prenditori statunitensi, contro il 14% alla fine del 2000. All'origine di questo

Debole attività interbancaria in dollari, nonostante gli eventi dell'11 settembre

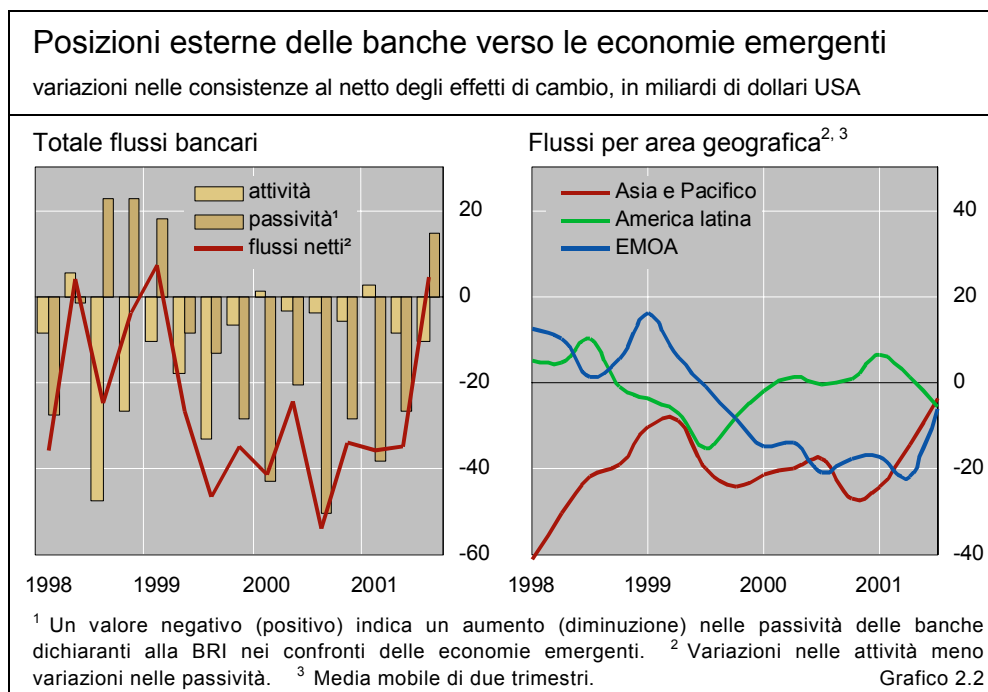
Diminuiscono i crediti verso il settore pubblico USA

andamento sembrano esservi gli acquisti di titoli delle agenzie federali USA, in particolare obbligazioni di Fannie Mae e Freddie Mac. Per effetto del calo nelle consistenze in essere di titoli del Tesoro, del presunto deterioramento della loro liquidità e dei bassi rendimenti pubblici, i titoli delle agenzie statunitensi rappresentano un'alternativa di investimento sempre più attraente².

I flussi netti alle economie emergenti tornano su valori positivi

I flussi netti dalle banche dell'area dichiarante verso le economie emergenti sono tornati in positivo per la prima volta da oltre due anni (grafico 2.2). I residenti sia nella regione Asia-Pacifico sia nei paesi emergenti di Europa, Medio Oriente e Africa (EMOA) hanno ricevuto dalle banche più fondi di quanti non ve ne abbiano fatti affluire. Gli afflussi bancari sono rimasti negativi solo in America latina. Tuttavia, l'inversione non trae origine da un rinnovato interesse per il debito dei mercati emergenti (le attività bancarie hanno infatti continuato a ridursi), ma rispecchia piuttosto una contrazione dei depositi collocati presso banche dell'area dichiarante.

Le banche hanno accresciuto i loro impieghi verso talune economie emergenti, rallentando il calo delle loro esposizioni in altre (tabella 2.3). Le attività verso i paesi impegnati in negoziati per l'accesso all'Unione europea sono aumentate di \$1,8 miliardi e quelle nei confronti di Taiwan, Cina di un importo analogo. Le operazioni pct fra società mobiliari in Corea e banche statunitensi hanno contribuito all'aumento di \$1 miliardo delle posizioni creditorie verso questo paese. Il disimpegno delle banche internazionali dalla



² Cfr. Gruppo di studio sui mercati del reddito fisso, "The changing shape of fixed income markets", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, ottobre 2001, pag. 18.

Il disimpegno delle banche dalla Turchia comincia ad attenuarsi ...

Turchia ha cominciato ad attenuarsi. Pur continuando a ridurre il credito a breve alle banche turche, gli istituti dichiaranti alla BRI hanno sottoscritto nuovi prestiti consorziali per \$1,4 miliardi. La flessione degli impieghi interbancari è stata parzialmente compensata da una crescita delle attività verso il settore societario del paese. Di conseguenza, dopo due cali consecutivi per svariati miliardi di dollari nel primo e nel secondo trimestre, nel terzo i crediti alla Turchia sono diminuiti soltanto di \$0,9 miliardi.

Nondimeno, il credito complessivo alle economie emergenti si è ridotto di \$10 miliardi nel terzo trimestre, il calo più pronunciato degli ultimi due anni. Le posizioni creditorie verso Thailandia, Cina continentale e Indonesia sono

Posizioni esterne delle banche dichiaranti alla BRI verso le economie emergenti

variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA

	Posizioni delle banche ¹	1999	2000		2001			Stock a fine sett. 2001	
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale	Attività	-68,0	-11,9	-3,7	-5,5	2,5	-8,3	-10,4	874,5
	Passività	32,6	141,5	50,2	28,2	38,4	26,7	-14,8	1 090,0
Arabia Saudita	Attività	2,1	0,1	0,0	1,4	-1,9	0,1	-1,6	22,7
	Passività	-17,9	10,9	7,3	4,9	4,7	-1,4	-5,8	57,3
Argentina	Attività	0,7	1,2	2,3	0,3	-1,7	1,5	-2,0	44,8
	Passività	0,1	3,2	3,7	-1,0	-6,0	2,3	-1,8	34,9
Brasile	Attività	-8,9	9,5	3,3	4,6	4,0	-0,0	-0,2	98,9
	Passività	2,2	-4,6	2,3	0,7	-2,6	2,2	4,8	51,8
Cile	Attività	-1,7	0,3	0,4	-0,5	0,5	0,4	-0,5	19,1
	Passività	2,7	-1,4	-0,4	0,4	-0,3	0,2	-0,5	15,1
Cina	Attività	-17,1	-5,4	-1,6	-0,4	-1,8	1,5	-2,7	56,1
	Passività	-4,1	35,7	5,2	8,1	0,6	3,5	-6,7	98,8
Corea	Attività	-5,0	-4,8	-1,8	-9,3	3,3	-2,6	1,0	65,3
	Passività	-4,5	-1,7	-3,4	-6,9	4,6	-2,2	-2,4	27,3
Indonesia	Attività	-7,1	-3,6	-0,3	-0,4	-0,8	-1,5	-2,3	36,8
	Passività	-0,5	-1,0	-0,5	-0,4	1,5	-0,7	-0,4	12,9
Messico	Attività	-4,0	-1,0	-2,3	-3,8	4,9	0,4	-1,3	61,9
	Passività	4,1	7,1	0,2	-1,6	3,2	0,6	4,9	62,8
Russia	Attività	-6,5	-6,6	-3,3	-0,6	-1,2	0,3	0,2	34,9
	Passività	3,8	7,2	3,2	-1,8	3,8	2,6	-2,8	26,9
Sudafrica	Attività	-0,8	0,6	0,8	0,6	0,5	-0,6	0,9	19,2
	Passività	2,1	0,4	1,8	-1,0	1,2	0,6	1,1	13,7
Thailandia	Attività	-17,4	-7,8	-1,0	-3,3	-1,0	-0,8	-3,1	22,3
	Passività	0,0	1,9	-0,7	1,8	0,3	1,0	-0,5	14,8
Turchia	Attività	5,9	11,3	2,5	3,4	-2,2	-5,1	-0,9	40,7
	Passività	3,3	2,3	0,3	2,6	-1,2	0,4	0,8	20,6
<i>Per memoria: paesi candidati alla UE²</i>	<i>Attività</i>	<i>5,2</i>	<i>5,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>	<i>3,4</i>	<i>-0,5</i>	<i>1,8</i>	<i>70,1</i>
	<i>Passività</i>	<i>10,3</i>	<i>5,5</i>	<i>2,7</i>	<i>3,0</i>	<i>4,5</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>58,1</i>
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-8,9</i>	<i>-11,8</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,5</i>	<i>-7,2</i>	<i>-2,8</i>	<i>-5,1</i>	<i>121,6</i>
	<i>Passività</i>	<i>-19,4</i>	<i>37,8</i>	<i>17,2</i>	<i>7,6</i>	<i>13,2</i>	<i>2,0</i>	<i>-9,9</i>	<i>238,6</i>

¹ Per le passività, principalmente depositi. Le altre passività ammontano a meno dell'1% del totale in essere. ² Paesi impegnati in negoziati per l'accesso all'Unione europea: Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

Tabella 2.3

diminuite di \$2 miliardi e oltre. In Argentina, gli impieghi a breve nei confronti del settore bancario sono scesi di \$1 miliardo, e di un importo analogo quelli verso i residenti non bancari³. Messico, Cile e Brasile hanno subito flessioni di minore entità⁴. Tuttavia, nel quarto trimestre i mutuatari di questi tre paesi hanno raccolto sul mercato internazionale dei prestiti sindacati un ammontare relativamente ingente, se confrontato ai periodi recenti, e ciò fa ritenere che tali flessioni potrebbero essere temporanee (cfr. "Prestiti consorziali internazionali: attività record nel settore dell'energia", a pag. 25).

... ma nel complesso i crediti alle economie emergenti calano sensibilmente

Mentre negli ultimi trimestri i residenti delle economie emergenti avevano contribuito ai deflussi di fondi verso le banche dell'area dichiarante alla BRI incrementando i depositi presso queste ultime, nel terzo trimestre 2001 essi hanno ridotto tali collocamenti. Le passività bancarie nei confronti dei paesi emergenti sono diminuite di \$15 miliardi in termini aggregati, rispetto agli aumenti medi di \$29 miliardi registrati fra il secondo trimestre 1999 e il secondo trimestre 2001. Soltanto in America latina i residenti hanno continuato a collocare depositi presso le banche dichiaranti; per contro, nelle regioni Asia-Pacifico ed EMOA sono stati rimpatriati fondi.

Le passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di residenti dell'Asia orientale hanno subito la contrazione maggiore: di \$6,7 miliardi verso la Cina continentale, di \$2,4 miliardi verso la Corea e di \$1,5 miliardi verso la Malaysia. Anche i paesi membri dell'OPEC hanno prelevato ingenti fondi: la sola Arabia Saudita ha rimpatriato depositi per \$5,8 miliardi. In America latina, i residenti di Messico e Brasile hanno continuato a incanalare fondi verso banche all'estero. Lo stesso vale per i residenti non bancari dell'Argentina, che nel trimestre sotto rassegna hanno incrementato i loro depositi presso le banche dichiaranti di un ammontare relativamente cospicuo (\$1,4 miliardi). Tuttavia, questi collocamenti sono stati più che compensati da prelievi di depositi per \$3,2 miliardi da banche argentine. A fine settembre 2001 i residenti non bancari e il settore bancario di questo paese detenevano rispettivamente \$18,6 e 16,3 miliardi presso le banche dell'area dichiarante alla BRI, pressoché interamente denominati in dollari USA.

Ingenti prelievi di depositi dalle banche dichiaranti ...

Il peggioramento dei conti correnti nell'area emergente spiega in ampia misura l'inversione di tendenza dei fondi netti affluiti dalle istituzioni bancarie. Il surplus di parte corrente di quest'area si è dimezzato a circa l'1% del PIL nel 2001, e per il 2002 è previsto un saldo negativo. La più lenta crescita delle esportazioni ha pregiudicato l'eccedenza dell'Est asiatico, mentre i decrescenti prezzi del greggio hanno ridotto quella dei paesi esportatori di petrolio. Anche il calo dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e in Europa ha contribuito ai deflussi bancari, riducendo la relativa convenienza dei depositi in valuta estera.

... in presenza di un deterioramento della bilancia corrente nelle economie emergenti

³ Per un'analisi dettagliata delle variazioni nelle esposizioni bancarie verso l'Argentina, cfr. "BIS international consolidated banking statistics for the third quarter of 2001", comunicato stampa BRI, rif. n. 03/2002E, 28 gennaio 2002.

⁴ La fusione tra una filiazione non bancaria di una banca estera in Brasile e la sua filiazione bancaria ha determinato una riduzione di \$4 miliardi nelle attività verso il settore non bancario brasiliano e un corrispondente incremento delle attività verso banche.

Prestiti consorziali internazionali: attività record nel settore dell'energia

Jesper Wormstrup

L'attività di finanziamento consorziale è ammontata a \$322 miliardi nel quarto trimestre 2001, con un lieve calo del 7% su base destagionalizzata rispetto al trimestre precedente. Per il 2001 nel suo insieme, le nuove sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali si sono ragguagliate a \$1,4 trilioni; tale importo risulta inferiore del 6% soltanto al picco registrato nel 2000 e ben al di sopra dei livelli medi raggiunti negli ultimi anni novanta, quando la situazione economica mondiale era decisamente più favorevole.

La raccolta di mutuatari dei paesi industriali è stata pari a \$297 miliardi. Le imprese del settore energetico sono state particolarmente attive, concorrendo per quasi un quarto al totale dei prestiti collocati, rispetto a una media storica del 12–13%. L'Ente Nazionale per l'Energia Elettrica italiano ha mutuato €5 miliardi, serviti in parte a rifinanziare un'operazione allestita nel novembre 2000. Italergergia, un consorzio comprendente Fiat ed Electricité de France, ha raccolto €6,5 miliardi per far fronte all'OPA lanciata sul gruppo italiano Montedison, e la statunitense First Energy Corp ha perfezionato un prestito per \$4 miliardi, anch'esso collegato a un'acquisizione.

Sospinto dall'attività nel settore dell'energia, il credito destinato al finanziamento di fusioni e acquisizioni (M&A), pari a \$35 miliardi, nel periodo in esame è rimasto stabile rispetto al terzo trimestre. Per l'intero 2001, tuttavia, esso si è attestato sulla cifra di \$140 miliardi, che rappresenta un calo del 33% rispetto all'anno precedente, in linea con quello delle sottostanti operazioni di M&A.

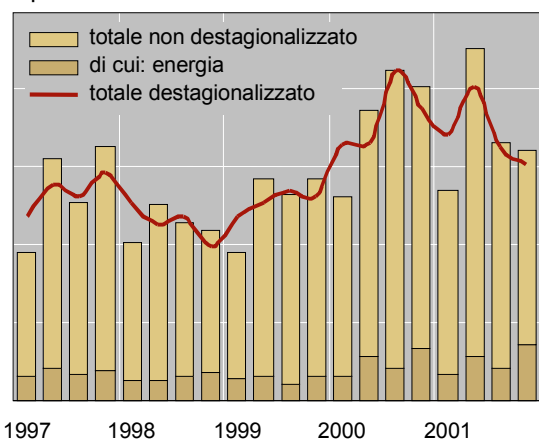
L'attività nel settore delle telecomunicazioni ha ripreso ad aumentare nel quarto trimestre, sebbene essa sia stata diretta in ampia misura a rifinanziare operazioni sottoscritte nel 2000, anno in cui la raccolta delle telecom aveva toccato il massimo. La statunitense AT&T ha concluso il rifinanziamento di un prestito di \$8 miliardi, rinegoziando una linea di credito concordata nel dicembre 2000 per un importo superiore. L'italiana Wind Telecomunicazione SpA ha proceduto al rinnovo di precedenti facilitazioni per €5,5 miliardi, mentre la mm02 – una società britannica di telefonia mobile, un tempo affiliata alla British Telecommunications – ha allestito un prestito per £3,5 miliardi. A seguito dei recenti declassamenti del merito di credito, il costo dell'indebitamento per le società telecom è stato in genere più elevato rispetto all'anno precedente, con maggiorazioni in alcuni casi pari a 100 punti base.

I prestiti consorziali alle economie emergenti sono rallentati leggermente nel periodo sotto rassegna, portandosi a \$20 miliardi. Dopo un livello di attività insolitamente basso nel terzo trimestre, i mutuatari messicani – principalmente società telefoniche e altri conglomerati – sono stati i più attivi, raccogliendo \$4 miliardi. Le imprese brasiliane e sudcoreane hanno mutuato rispettivamente \$2,2 e 1,4 miliardi. I prestatari argentini sono riusciti ad assicurarsi \$0,5 miliardi, nonostante la crisi in cui si è imbattuto il paese. Oltre la metà di questo importo è andata a società del settore energetico, e buona parte del restante è stata impiegata per finanziare crediti commerciali. Le economie emergenti hanno raccolto \$70 miliardi nell'intero 2001, con un calo del 26% rispetto al 2000.

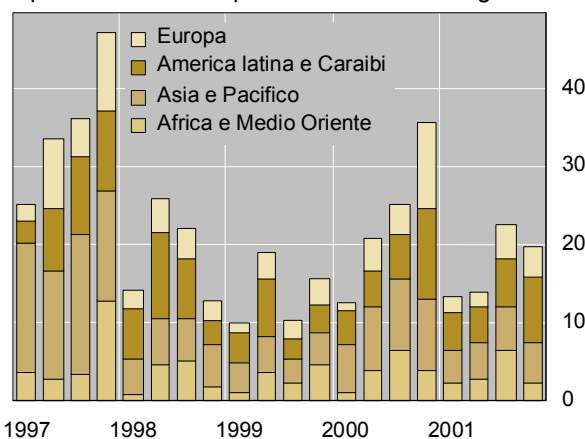
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Operazioni allestite per le economie emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni sia lorde che nette di titoli di debito internazionali hanno registrato una parziale ripresa nel quarto trimestre 2001, dopo il brusco calo del trimestre precedente. Ciò potrebbe in parte rispecchiare il trasferimento al quarto trimestre di emissioni sospese nel terzo a causa delle gravi turbative provocate dagli attacchi dell'11 settembre. Dai dati di fine 2001 si possono rilevare interessanti differenze nel comportamento dei prenditori a seconda della nazionalità e della valuta di denominazione. Gli emittenti di obbligazioni e notes in dollari USA e sterline hanno manifestato una netta preferenza per i titoli ordinari a tasso fisso, mentre nei comparti dell'euro e dello yen si è osservata una propensione per le strutture a tasso variabile. L'incremento delle emissioni nette da parte di residenti USA deriva in ampia misura dal calo dei rimborsi, mentre all'origine del mercato aumento dei collocamenti netti in Europa vi è un'ondata di emissioni annunciate. Nel segmento a più breve termine l'attività netta in strumenti del mercato monetario internazionale è rimasta negativa, fatta eccezione per il subcomparto della commercial paper. Le emissioni nette dei mercati emergenti hanno segnato un lieve recupero, pur rimanendo notevolmente inferiori ai livelli del 1999 e 2000. Come rilevato nel "Quadro generale degli sviluppi", le condizioni creditorie sui mercati mobiliari internazionali sembrano essersi allentate nel corso del quarto trimestre, ma solo rispetto alla situazione restrittiva prevalente a fine estate.

Differenze nell'attività di emissione a seconda dell'area geografica e della valuta

Nel quarto trimestre le emissioni nette di titoli di debito internazionali sono aumentate del 53%, a \$270 miliardi, segnando un netto recupero sul drastico e forse anomalo calo del trimestre precedente (tabella 3.1). Nondimeno, esse rimangono inferiori del 13% alla media trimestrale per il 2000. Le emissioni annunciate di obbligazioni e notes sono cresciute del 16%, portandosi a \$487 miliardi (tabella 3.2).

L'attività di emissione su base mensile presenta considerevoli differenze stagionali, tenendo conto che settembre è tradizionalmente uno dei mesi più intensi mentre agosto è il più debole. Come illustrato nel grafico 3.1, nel mese di settembre le emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali sono

Riprendono quota le emissioni di titoli internazionali ...

... dopo gli sconvolgimenti del terzo trimestre

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito

in miliardi di dollari USA

	2000	2001	2000	2001				Stock a fine dic. 2001
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 243,5	1 071,1	312,9	328,4	295,5	177,0	270,1	7 247,5
Strumenti del mercato monetario ¹	152,1	- 79,3	46,6	2,2	- 26,2	-45,6	- 9,8	397,5
<i>Commercial paper</i>	55,2	26,9	23,3	22,3	10,1	- 12,0	6,5	243,1
Obbligazioni e notes ¹	1 091,3	1 150,4	266,2	326,2	321,6	222,7	279,9	6 850,0
<i>A tasso variabile</i>	359,2	306,1	90,7	86,4	72,0	75,0	72,8	1 745,2
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	715,4	808,5	166,1	236,0	239,0	142,2	191,2	4 833,7
<i>Collegate ad azioni</i>	16,7	35,7	9,4	3,8	10,5	5,5	15,9	271,2
Paesi sviluppati	1 163,1	995,2	302,8	314,0	256,1	164,0	261,0	6 287,5
<i>Stati Uniti</i>	467,2	483,6	125,9	153,3	121,2	94,8	114,4	2 225,8
<i>Area dell'euro</i>	559,9	429,2	138,9	147,1	100,6	66,0	115,5	2 572,5
<i>Giappone</i>	- 25,8	- 12,2	- 5,4	- 4,0	2,3	- 6,8	- 3,7	260,0
Centri offshore	15,0	20,8	3,1	7,3	5,4	4,6	3,5	90,1
Economie emergenti	42,8	39,1	- 0,7	8,9	28,4	- 2,6	4,4	486,5
Istituzioni internazionali	22,6	16,0	7,6	- 1,8	5,5	11,0	1,2	383,4
Settore privato	975,6	807,7	253,1	267,0	219,2	121,7	199,8	5 418,8
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	802,8	642,0	203,5	222,7	161,3	102,3	155,6	4 352,2
<i>Imprese private</i>	172,7	165,7	49,6	44,3	57,9	19,3	44,2	1 066,7
Settore pubblico ³	245,3	247,4	52,2	63,2	70,7	44,4	69,1	1 445,3
<i>Amministrazioni centrali</i>	52,6	38,0	- 3,6	9,2	23,3	- 2,3	7,9	515,6
<i>Altri enti pubblici</i>	192,7	209,4	55,8	54,0	47,5	46,7	61,3	929,6
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	255,9	-130,3	124,9	-57,0	- 63,1	-49,2	39,1	1 918,9
<i>di cui: USA</i>	208,3	-161,2	42,5	-63,1	- 67,9	-58,5	28,3	1 440,9

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ³ Escluse le istituzioni internazionali. ⁴ I dati per il quarto trimestre 2001 sono parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

state inferiori del 27%, ossia di \$53 miliardi, al livello atteso in base a fattori stagionali. Paiono quindi confermate le indicazioni empiriche secondo cui l'attività è stata profondamente alterata dagli eventi dell'11 settembre. Per contro, gli annunci in ottobre, novembre e dicembre sono stati in media superiori del 13% ai loro valori stagionali attesi, dando luogo a una crescita complessiva di quasi \$55 miliardi. Ciò starebbe a indicare che l'aumento delle emissioni nel quarto trimestre rappresenta in ampia misura un recupero di attività dopo il livello insolitamente basso di settembre, più che un incremento di fondo della domanda o dell'offerta di finanziamento.

In netta crescita le emissioni UE ...

In termini di nazionalità, le emissioni nette dei mutuatari della UE sono quasi raddoppiate, portandosi a \$143 miliardi, mentre quelle annunciate sono cresciute del 20%. Hanno concorso significativamente all'espansione

complessiva i collocamenti netti del Regno Unito, pressoché triplicati a \$27 miliardi, ma anche nell'area dell'euro l'attività è stata intensa, con un aumento del 75% delle emissioni nette, a \$115 miliardi, e del 19% di quelle annunciate, a \$345 miliardi. I residenti olandesi e italiani hanno fornito il maggior contributo alla crescita, mentre la raccolta netta dei mutuatari tedeschi è salita dell'11% soltanto rispetto al basso livello del terzo trimestre.

Le emissioni lorde internazionali di residenti USA sono viceversa diminuite dell'8%. L'aumento dei collocamenti netti (+21%, a \$114 miliardi) è dovuto a un calo analogo nei rimborsi. Il riscatto anticipato di emissioni è praticamente cessato. In Giappone le emissioni sono rimaste negative su base netta, pur aumentando marginalmente su base lorda.

La scomposizione per valuta delle emissioni rispecchia in ampia misura quella geografica (tabella 3.3). I collocamenti lordi in euro sono cresciuti del 38%, a \$284 miliardi, una cifra che rasenta il picco massimo, mentre in termini netti essi sono raddoppiati rispetto al terzo trimestre. Nel comparto della sterlina le emissioni lorde hanno toccato il livello record di \$78 miliardi, e sono cresciute del 160% al netto dei rimborsi. Per quanto riguarda il dollaro USA, analogamente alla raccolta dei mutuatari statunitensi, si è registrato un lieve calo su base lorda, ma un aumento del 22% su base netta.

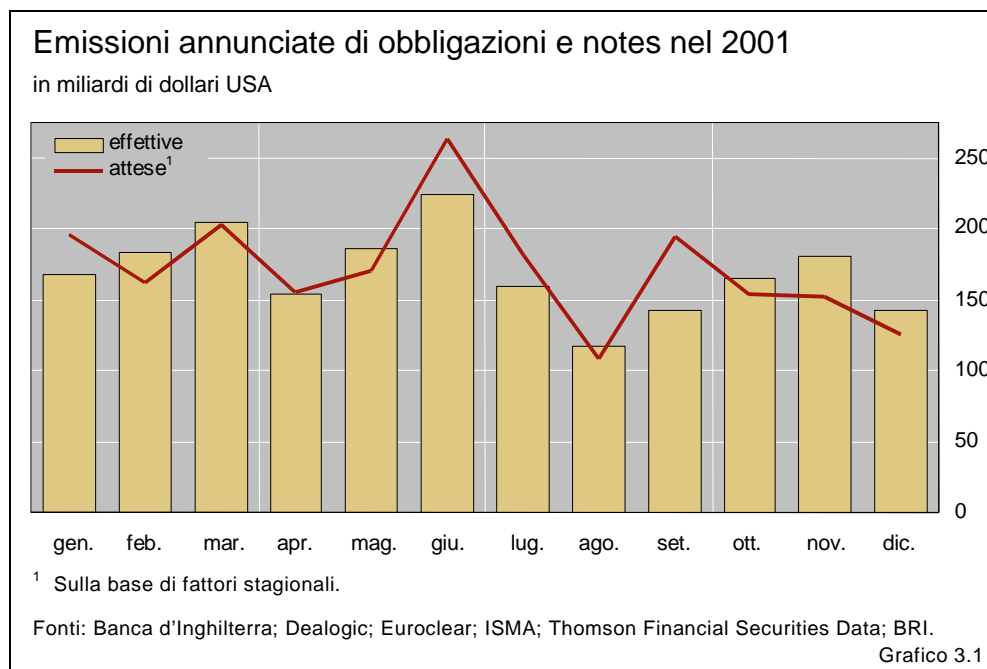
... mentre diminuiscono i rimborsi negli USA

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2000	2001	2000	2001			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	1 707,7	2 025,3	384,5	555,3	564,1	418,8	487,2
A tasso variabile	521,0	554,4	128,6	134,4	134,9	139,1	146,1
Ordinarie a tasso fisso	1 130,2	1 403,3	242,1	408,8	410,9	268,7	314,9
Collegate ad azioni ¹	56,5	67,6	13,8	12,1	18,3	11,0	26,2
Dollaro USA	794,5	980,1	179,5	261,1	286,1	222,9	210,0
Euro	582,7	721,7	134,8	214,8	191,8	123,6	191,4
Yen	129,1	119,5	19,2	27,5	36,0	32,0	24,0
Altre valute	201,4	203,9	51,0	51,8	50,1	40,2	61,7
Settore privato	1 322,6	1 478,7	304,9	412,6	400,9	293,4	371,8
Istituzioni finanziarie ²	1 090,4	1 173,0	252,4	333,1	308,4	244,5	287,0
Imprese private	232,2	305,7	52,5	79,5	92,6	48,9	84,8
di cui: società telecom	115,3	133,3	19,6	49,2	29,2	15,9	39,0
Settore pubblico	316,0	472,1	65,1	125,8	140,4	105,3	100,6
Amministrazioni centrali	92,9	107,0	4,5	31,2	49,4	13,0	13,3
Altri enti pubblici	223,1	365,1	60,5	94,5	90,9	92,3	87,3
Istituzioni internazionali	69,2	74,5	14,5	17,0	22,7	20,1	14,7
Emissioni perfezionate	1 709,5	2 023,3	420,3	543,7	553,4	429,0	497,1
Per memoria: rimborsi	618,1	872,9	154,0	217,5	231,8	206,4	217,2

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

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

Tabella 3.2

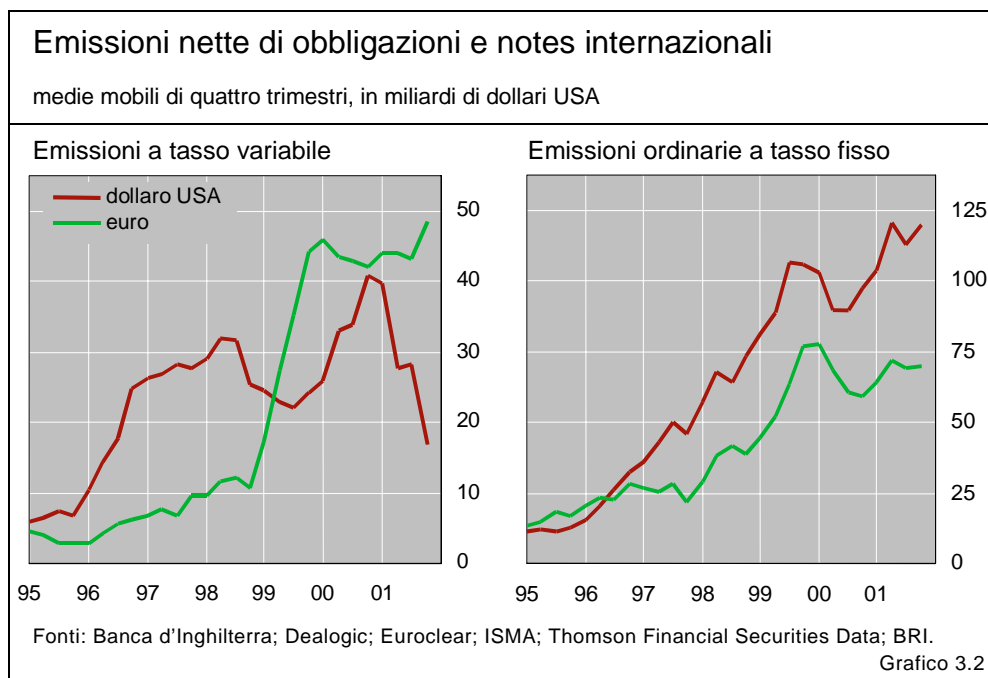


Preferenza per gli strumenti a tasso fisso degli emittenti in dollari USA e sterline ...

Da una disaggregazione delle emissioni del quarto trimestre per valuta e per struttura di tasso emerge un'interessante differenza nel comportamento dei prenditori (grafico 3.2): gli emittenti in dollari e sterline hanno manifestato una spiccata preferenza per le obbligazioni e notes a tasso fisso, mentre quelli in euro e yen si sono orientati verso strumenti a tasso variabile. Questa diversa propensione indicherebbe che gli operatori ritengono conclusa la fase discendente del ciclo dei tassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito e che prevedono un loro aumento su tutta la gamma di scadenze, mentre tra gli emittenti in euro prevale l'incertezza o l'attesa di un ulteriore calo dei tassi d'interesse all'interno dell'area. Tali aspettative sarebbero in linea con le curve dei rendimenti illustrate nel "Quadro generale degli sviluppi": decisamente ascendenti negli Stati Uniti e invertite a breve scadenza nell'area dell'euro. Gli emittenti in yen potrebbero non essere disposti a pagare il crescente premio a termine incorporato nella curva dei rendimenti in yen in previsione di un prolungato periodo di bassi tassi d'interesse a breve.

Le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso in dollari sono cresciute del 43%, e quelle in sterline sono raddoppiate. In termini relativi (ma non assoluti), l'aumento della raccolta in valuta USA origina in buona parte da un calo dei rimborsi, con un lieve incremento delle operazioni annunciate; le emissioni lorde di obbligazioni e notes a tasso fisso in sterline sono salite del 134%. Nel comparto a tasso variabile, per converso, è stata registrata una netta contrazione nelle emissioni annunciate sia in dollari sia in sterline, scese rispettivamente del 37 e del 23%. In termini netti, i collocamenti in dollari sono risultati negativi per la prima volta dagli inizi del 1992, mentre quelli in sterline sono rimasti positivi, pur perdendo il 14% rispetto al terzo trimestre.

Gli emittenti in euro hanno manifestato invece una preferenza per gli strumenti a tasso variabile. Le emissioni nette di obbligazioni e notes con



queste caratteristiche di valuta e di tasso sono aumentate dell'83%, a \$64 miliardi, superando sia il volume dei prestiti a tasso fisso (\$58 miliardi) sia il ritmo di crescita del terzo trimestre (36%). I collocamenti netti in yen a tasso variabile hanno segnato un recupero del 25% rispetto al periodo precedente, mentre quelli a tasso fisso sono calati da \$2 a -5 miliardi.

Anche le emissioni di obbligazioni e notes collegate ad azioni hanno evidenziato andamenti divergenti a seconda della valuta di denominazione. Nel comparto dell'euro la raccolta netta mediante titoli convertibili si è quintuplicata, portando il totale delle emissioni collegate ad azioni a \$16 miliardi su base netta, una cifra senza precedenti negli ultimi 12 anni (tabella 3.1). Le operazioni annunciate in questa valuta sono ammontate a \$16 miliardi, di cui oltre \$4 miliardi di competenza della sola France Telecom, su un ammontare complessivo di \$26 miliardi (tabella 3.2). Per contro, le emissioni nette in dollari di titoli collegati ad azioni sono diminuite di quasi il 70% rispetto al terzo trimestre.

Nel periodo sotto rassegna la scadenza media delle emissioni di obbligazioni e notes internazionali si è allungata a 9,7 anni, dai 7,2 anni del trimestre precedente. L'incremento è dovuto in parte alla più alta incidenza delle emissioni in sterline, che presentano solitamente scadenze più lunghe rispetto a quelle in altre valute. Vi ha anche contribuito la preferenza per le emissioni in euro a tasso variabile, la cui scadenza media è salita da 7,4 anni del terzo trimestre a 12 anni nel quarto.

Le imprese non finanziarie guidano la ripresa delle emissioni del settore privato

Nel quarto trimestre i settori sia pubblico che privato hanno accresciuto la loro raccolta netta, ma su base lorda le emissioni pubbliche hanno continuato a

... mentre quelli in euro e yen optano per i titoli a tasso variabile

Deciso aumento delle emissioni collegate ad azioni, specie nel comparto dell'euro

ridursi (tabelle 3.1 e 3.2). L'indebitamento netto del settore pubblico sui mercati mobiliari internazionali è aumentato del 56%, a \$69 miliardi, per effetto principalmente di un calo del 29% dei rimborsi. Le agenzie federali USA hanno fornito ancora una volta un importante contributo a questo incremento. L'attività di emissione delle istituzioni internazionali ha subito una contrazione dell'89% in termini netti, scendendo a poco più di \$1 miliardo.

Forte ripresa delle emissioni societarie

Le emissioni nette del settore privato sono cresciute del 64% rispetto al terzo trimestre, portandosi a \$200 miliardi, e quelle lorde del 15%. Nondimeno, esse restano molto al disotto della media trimestrale del 2000. Gli emittenti societari hanno guidato la ripresa, aumentando le emissioni annunciate del 34% e quelle nette nella misura record del 129%. In molti casi le richieste di sottoscrizione sono state maggiori dell'offerta, specie in novembre e dicembre. Nel quarto trimestre le istituzioni finanziarie hanno cominciato a invertire la dinamica discendente dei due periodi precedenti, aumentando la raccolta netta del 52%. Il settore finanziario statunitense si è tuttavia discostato da questa tendenza, riducendo le emissioni nette del 16%.

I collocamenti netti di obbligazioni quotate hanno continuato a diminuire nel quarto trimestre (grafico 3.3). Invero, nella classe AAA essi sono aumentati rispetto al periodo precedente, pur rimanendo al disotto della media trimestrale del 1999-2000. Le emissioni nette di altri titoli di qualità bancaria si sono ulteriormente ridotte, e sono divenute negative quelle di categoria inferiore.

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta¹

in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		2000	2001	2000	2001			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Nord America	Dollaro USA	379,0	401,7	103,3	123,0	96,4	85,0	97,3
	Euro	44,6	64,2	10,8	20,9	15,6	7,0	20,7
	Yen	17,2	16,5	3,2	3,3	5,2	6,4	1,5
	Altre valute	18,6	7,6	8,9	5,1	3,3	-1,5	0,7
Europa	Dollaro USA	171,8	48,3	54,0	24,9	13,1	-2,9	13,2
	Euro	412,5	399,1	104,8	128,3	103,4	57,2	110,1
	Yen	40,9	-2,9	-2,5	-6,0	1,7	4,0	-2,6
	Altre valute	86,7	67,6	23,7	19,0	10,3	11,8	26,5
Altre aree	Dollaro USA	62,5	55,0	4,9	7,7	36,6	9,4	1,2
	Euro	15,1	12,9	2,0	5,4	4,3	0,5	2,7
	Yen	-20,4	-2,4	-4,6	-3,3	4,5	-2,5	-1,0
	Altre valute	15,1	3,5	4,4	0,3	1,0	2,5	-0,2
Totale	Dollaro USA	613,3	504,9	162,1	155,5	146,1	91,6	111,7
	Euro	472,1	476,2	117,7	154,6	123,4	64,7	133,5
	Yen	37,7	11,2	-4,0	-6,0	11,3	8,0	-2,1
	Altre valute	120,4	78,8	37,1	24,4	14,6	12,8	27,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

Hanno invece ripreso a crescere i collocamenti privi di rating, grazie forse all'incremento relativo delle emissioni di mutuatari europei, meno soggetti all'attribuzione di rating rispetto ai loro omologhi americani.

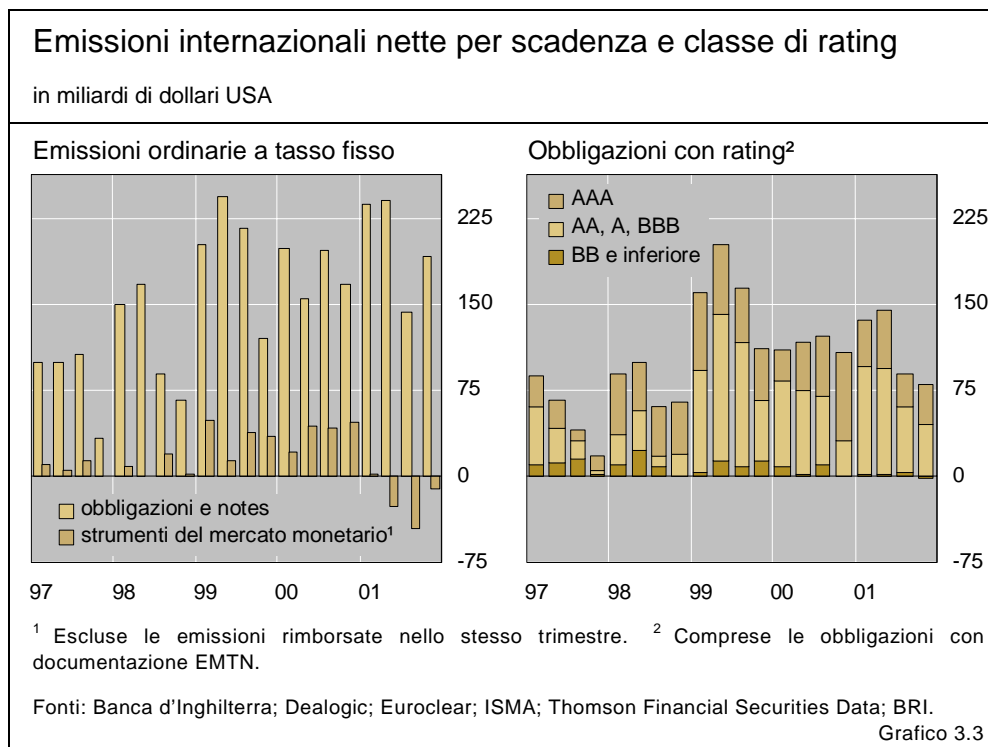
La raccolta netta sul mercato monetario internazionale è migliorata nel quarto trimestre dopo la brusca flessione del terzo, pur rimanendo su valori negativi (tabella 3.1). Il progresso è ampiamente riconducibile alle emissioni nette di commercial paper (CP) sui mercati internazionali, tornate positive nel periodo in esame. Sul mercato interno statunitense le nuove sottoscrizioni di CP hanno superato i rimborsi, anche se l'attività netta di emissione dei residenti USA sul mercato internazionale è rimasta negativa. La debole dinamica si spiega in parte con i declassamenti subiti da alcuni dei prenditori generalmente più attivi, che hanno trovato migliore accoglienza sul comparto obbligazionario. Sia sul mercato interno USA che su quello internazionale della CP, il forte recupero delle emissioni nette di istituzioni finanziarie ha compensato la prevalenza dei rimborsi nel settore non finanziario.

Le emissioni nette di strumenti del mercato monetario restano negative ...

... ma i collocamenti di CP delle istituzioni internazionali tornano a superare i rimborsi

Attività di emissione ancora depressa sui mercati emergenti

Le emissioni nette delle economie emergenti sono tornate su valori positivi nel quarto trimestre; tuttavia, con un volume di appena \$4 miliardi, esse risultano modeste se confrontate alle medie trimestrali del biennio 1999-2000. Ciò si è verificato nonostante l'ampia contrazione degli spreads sul debito di questo gruppo di prenditori rilevata nel "Quadro generale degli sviluppi". Anche le emissioni lorde hanno segnato un recupero, salendo del 43%, a \$21 miliardi, rispetto al terzo trimestre.

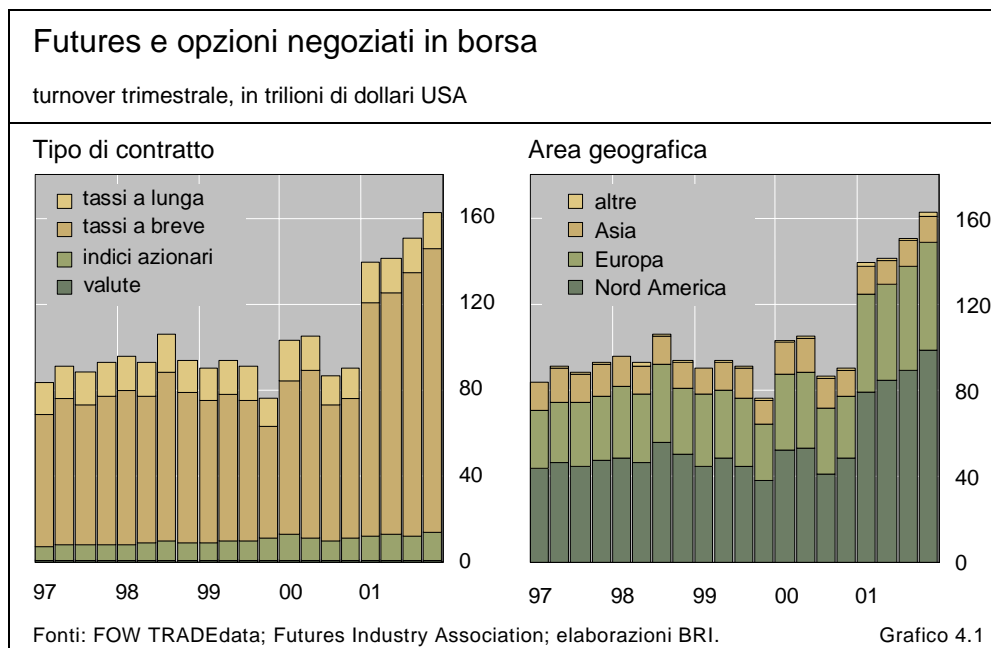


La variazione dell'attività netta di emissione nell'area emergente origina in ampia misura da due paesi: Corea del Sud e Messico. Per effetto di un sostanziale calo dei rimborsi da parte del governo messicano, i collocamenti netti di residenti del paese sono passati da $-\$6,9$ miliardi nel terzo trimestre a zero nel quarto. Nel caso della Corea del Sud è stato il settore privato a contribuire alla crescita delle emissioni, salite su base netta da $-\$1,3$ a $1,6$ miliardi.

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI ha toccato un nuovo massimo per la quarta volta consecutiva. Il valore nozionale dei contratti è cresciuto dell'8%, a \$163 trilioni (grafico 4.1). Il protrarsi dell'incertezza circa la portata di un ulteriore allentamento monetario nei maggiori paesi industriali e la brusca inversione della tendenza decrescente nei rendimenti dei titoli di Stato a metà trimestre si sono accompagnati a una forte crescita degli scambi nel comparto a reddito fisso. Le contrattazioni in strumenti del mercato monetario – che dagli inizi dell'anno erano state eccezionalmente intense in presenza di condizioni monetarie più distese e di cambiamenti nelle prassi di gestione del rischio – sono rimaste molto sostenute. Anche le negoziazioni in contratti su indici azionari hanno registrato incrementi.

L'attività per l'intero 2001 mostra una spettacolare crescita dei volumi trattati in borsa, il cui valore è cresciuto del 54%, a \$594 trilioni. L'espansione è stata trainata dagli strumenti del mercato monetario, aumentati del 71%¹.



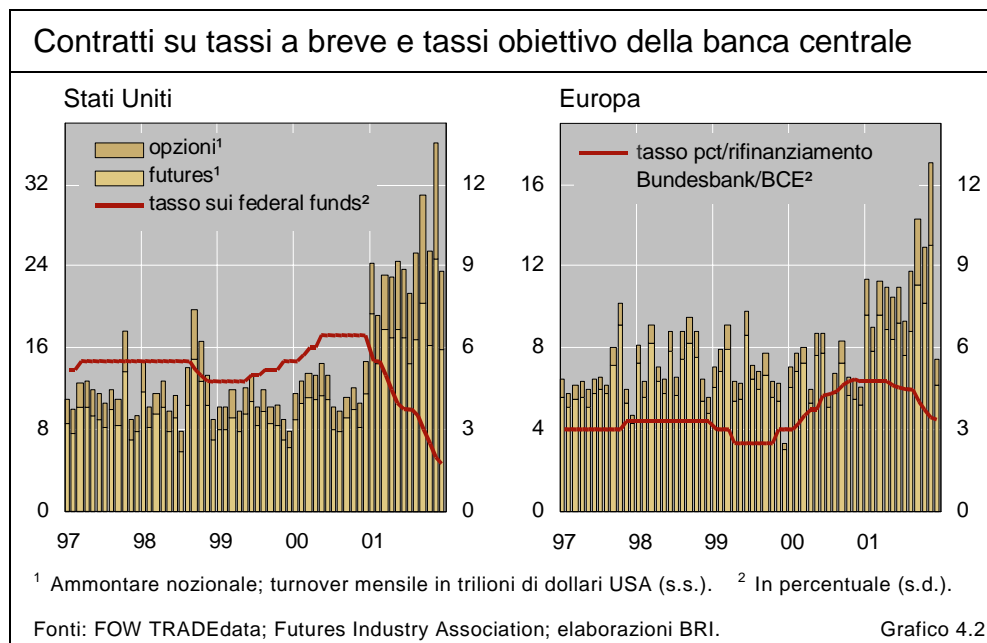
¹ Le principali tendenze dei mercati borsistici nel 2001 sono descritte nel riquadro a pag. 39.

Le aspettative di una svolta nel ciclo dei tassi d'interesse alimentano gli scambi in futures del mercato monetario

L'attività in contratti su tassi d'interesse negoziati in borsa è aumentata a ritmo continuo nel quarto trimestre 2001, con un incremento dell'8% del volume aggregato, salito a \$149,2 trilioni. Contrariamente al precedente periodo di segnalazione, quando l'espansione del comparto a breve era stata superiore a quella degli strumenti a più lungo termine, nel trimestre in esame si è osservato un sostanziale equilibrio nella crescita dei due segmenti.

Mutamento delle aspettative in novembre

Le transazioni in futures del mercato monetario sono aumentate dell'8%, a \$95,7 trilioni (grafico 4.2). Le aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali nella prima parte del quarto trimestre sono mutate considerevolmente in novembre, alla luce della sostenuta ripresa dei mercati azionari mondiali e della percezione che l'economia USA stesse raggiungendo il punto di svolta inferiore. Tali sviluppi hanno indotto gli operatori a ritenere probabile per il 2002 un minore allentamento delle condizioni monetarie, se non addirittura una manovra restrittiva². Queste crescenti aspettative di inversione nel ciclo dei tassi d'interesse, nonostante le ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali, paiono aver svolto un ruolo centrale nel volume record di attività in futures del mercato monetario USA nel quarto trimestre. Benché nell'area dell'euro l'allentamento della politica monetaria sia stato meno pronunciato, l'incertezza prevalente sui mercati finanziari mondiali sembra aver influito anche in Europa, dove gli scambi su strumenti del mercato monetario hanno raggiunto livelli senza precedenti.

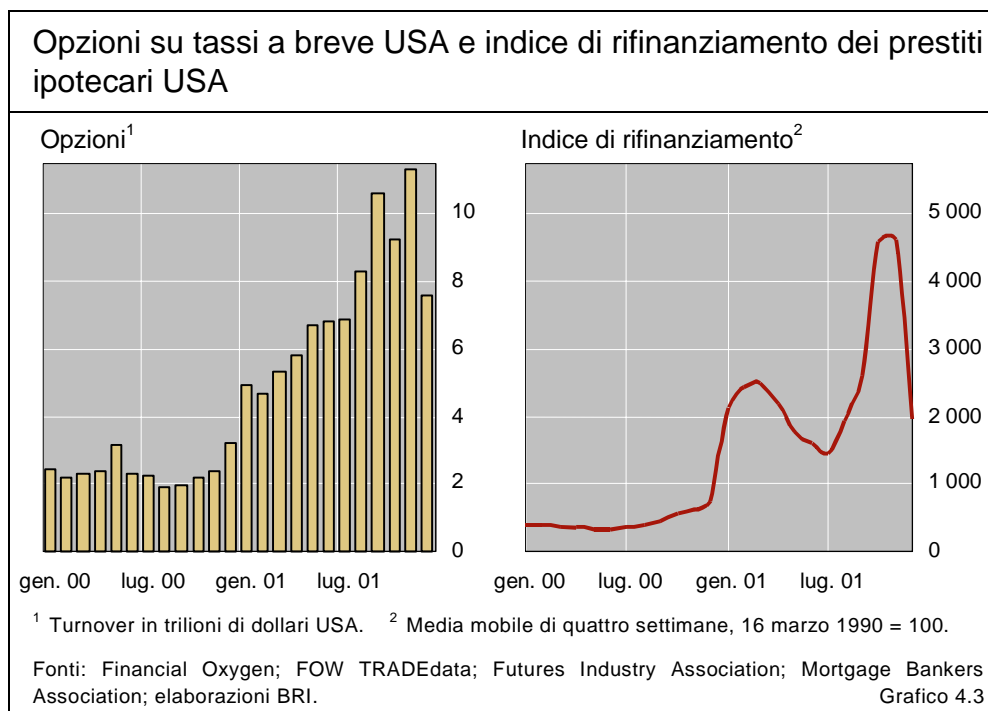


² Ciò si è riflesso nel profilo dell'attività in contratti sull'eurodollaro: quelli con scadenza nel primo mese del ciclo hanno raggiunto quotazioni record, mentre i contratti con scadenze successive hanno perso terreno anche quando i tassi ufficiali USA sono stati abbassati.

Gli sviluppi sul mercato ipotecario USA sostengono l'attività in opzioni del mercato monetario

Nello stesso tempo, la crescita del turnover in opzioni del mercato monetario, un segmento particolarmente vivace dagli inizi del 2001, è rallentata leggermente nel quarto trimestre (+8%, a \$36,2 trilioni). L'attività in opzioni su tassi d'interesse a breve ha nuovamente tratto impulso dagli sviluppi sul mercato ipotecario USA (cfr. l'edizione del dicembre 2001 della *Rassegna trimestrale BRI* per una trattazione più approfondita). Gli operatori del mercato ipotecario all'ingrosso fanno massiccio ricorso a opzioni e swaps di tasso d'interesse per proteggersi dai rischi di rimborso anticipato e di oscillazioni nella durata finanziaria dei loro portafogli³. Come illustrato nel grafico 4.3, le richieste di rifinanziamento ipotecario hanno subito un netto calo dopo la punta massima toccata agli inizi di novembre. Ciò ha determinato un notevole allungamento della durata dei MBS e, di conseguenza, una repentina liquidazione delle coperture in essere, nonché l'acquisizione di nuovi strumenti di protezione contro il rischio di "estensione"⁴.

Il mercato ipotecario USA sostiene l'attività in opzioni su tassi a breve

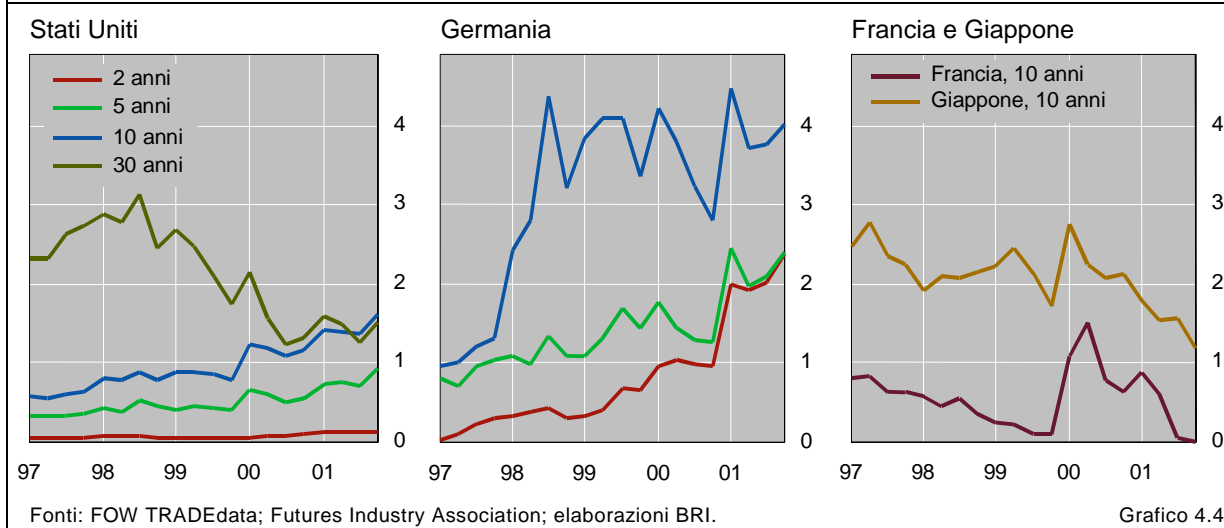


³ Gli investitori in titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di "convessità") dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti godono di talune prerogative, come la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più favorevoli allorché calano i tassi a lunga. I rimborsi anticipati spingono a loro volta gli emittenti di MBS a riscattare titoli via via che si riduce il pool di ipoteche sottostanti. In caso di aumento dei tassi a lungo termine accade esattamente l'opposto, poiché i minori rimborsi determinano un allungamento della durata finanziaria dei portafogli.

⁴ Lo scopo di questi nuovi strumenti di copertura è quello di accorciare la durata dei portafogli di MBS. Alcuni di essi comportano il pagamento di un tasso fisso nel quadro di swaps di tasso d'interesse o l'acquisto di put swaptions.

Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



Tornano a crescere le contrattazioni in strumenti su titoli di Stato

Nel quarto trimestre 2001 si è assistito a una ripresa degli scambi di contratti su titoli di Stato, dopo due flessioni trimestrali consecutive. Il turnover aggregato è cresciuto dell'11%, a \$17,7 trilioni; in particolare, i futures sono aumentati del 9%, a \$15,2 trilioni, e le opzioni del 24%, a \$2,5 trilioni.

La ripresa è stata indotta da una serie di fattori di ordine generale e più specifico che hanno spinto la volatilità di mercato a livelli elevatissimi. L'influsso di più vasta portata pare essere provenuto dall'inversione di tendenza dei mercati obbligazionari mondiali in novembre. Sul segmento dei titoli del Tesoro USA, in particolare, hanno influito i segnali di stabilizzazione dell'economia statunitense e la liquidazione di posizioni "rifugio" acquisite dopo gli attacchi dell'11 settembre. Inoltre, i timori che tali attentati potessero provocare un ulteriore aumento dei fallimenti di società USA, unitamente al dissesto di Enron, hanno innescato episodi di volatilità nel mercato delle obbligazioni societarie, e il conseguente flusso di fondi verso il segmento dei Treasuries ne ha forse amplificato la volatilità. Tali sviluppi di carattere generale hanno probabilmente concorso a gran parte dell'aumento del 26% nel turnover dei contratti su obbligazioni di Stato USA.

I vari segmenti del mercato dei titoli del Tesoro USA sono stati interessati anche da influssi specifici. L'annuncio del 31 ottobre secondo cui il Tesoro statunitense avrebbe cessato la vendita dell'obbligazione trentennale sembra aver colto di sorpresa gli operatori, determinando uno dei più massicci rialzi mai osservati sul mercato dei titoli di Stato⁵. Poiché numerosi intermediari

L'inversione sui mercati mondiali del reddito fisso rilancia i futures su obbligazioni

Desta sorpresa l'annuncio del Tesoro USA

⁵ Nel febbraio 2001 il Borrowing Advisory Committee del Tesoro aveva raccomandato di cessare le vendite di obbligazioni di Stato, ma la debolezza dell'attività economica aveva presumibilmente spinto gli operatori a non tener conto di tale annuncio.

sembravano aver assunto posizioni in Treasuries in vista di un'accentuazione della curva dei rendimenti⁶, l'annuncio ha innescato una tornata di operazioni di copertura di posizioni corte, che ha contribuito in misura rilevante ai repentini rialzi di prezzo nel segmento a lunga. L'attività nel mercato dei futures su obbligazioni del Tesoro, in graduale declino nei primi tre trimestri dell'anno, ha ripreso vigore, aumentando del 21%. Hanno parimenti segnato una forte crescita gli scambi del contratto decennale, assunto ora all'indiscusso rango di benchmark USA, e dei futures a cinque anni. Per contro, il contratto sul titolo biennale ha subito un lieve calo. Secondo fonti di mercato, la liquidità nel segmento a due anni – scadenza strategica per l'assunzione di posizioni in previsione delle manovre della Federal Reserve – potrebbe essersi spostata sul mercato a contante.

Riprendono vigore le negoziazioni sui Treasury bonds

I segni di debolezza dell'economia paiono aver incrementato gli scambi di contratti su obbligazioni di Stato anche in Europa; il turnover degli strumenti su titoli del governo tedesco è salito dell'11% nel quarto trimestre. Sebbene le negoziazioni sul Bund decennale siano aumentate in misura apprezzabile (7%), l'espansione è stata ancora una volta maggiore nelle scadenze a due e a cinque anni (Euro Schatz ed Euro Bobl), presumibilmente di riflesso alla crescente accettazione di tali strumenti come benchmark europei⁷.

La debolezza dell'economia europea alimenta il mercato dei futures obbligazionari

Per contro, l'attività in futures su titoli del governo giapponese ha proseguito la tendenza calante osservata dagli inizi del 2000, registrando una flessione del 25%. Il declassamento del debito pubblico nipponico da parte di un'agenzia di rating a fine novembre e la fragilità delle condizioni economiche complessive del paese hanno indotto gli operatori a vendere talune attività interne a più lungo termine, comprese obbligazioni di Stato. Ciò potrebbe a sua volta aver ridotto l'esigenza di impiegare futures a fini di copertura.

Infine, le contrattazioni presso il LIFFE di Swapnotes in euro sono cresciute a un ritmo sensibilmente inferiore rispetto al trimestre precedente (2%, contro 27%). Sebbene l'attività in questo comparto – che rappresenta meno del 2% del valore del turnover in futures su obbligazioni di Stato tedesche – rimanga alquanto marginale, presso altre borse si ritiene che i futures su tassi swap offrano attraenti prospettive, come dimostra l'introduzione a fine ottobre di un contratto analogo presso il CBOT (cfr. le pagg. 40-42).

Crescita più lenta negli scambi di Swapnotes

Espansione dei contratti su indici azionari in un contesto di decrescente volatilità delle borse

Sebbene la volatilità dei mercati azionari mondiali sia diminuita dopo la punta massima toccata in ottobre, il volume complessivo dei contratti su indici azionari è aumentato del 10%, a \$12,8 trilioni. Le borse asiatiche e nordame-

⁶ Ossia, posizioni lunghe in titoli del Tesoro a breve in previsione di tagli dei tassi d'interesse e posizioni corte in obbligazioni a più lungo termine nell'ipotesi di un aumento dell'offerta.

⁷ Si sono nel frattempo esauriti gli scambi dell'Euro Notionnel presso l'Euronext Paris (Matif), mentre il contratto sull'obbligazione a cinque anni, introdotto dalla borsa francese nel maggio 2001, non ha soddisfatto le aspettative ed è stato pertanto abbandonato.

ricane hanno messo a segno incrementi del 40 e del 7% rispettivamente, mentre quelle europee hanno accusato un calo del 5%. La vigorosa crescita registrata in Asia è dovuta in ampia misura al rapido sviluppo del mercato delle opzioni in Corea. Ciò spiega anche perché dal terzo trimestre 2001 l'attività in prodotti azionari asiatici abbia superato quella in analoghi strumenti europei.

Forte espansione dell'attività di borsa nel 2001

Per il 2001 nel suo insieme il valore aggregato del turnover in prodotti finanziari rilevato dalla BRI è cresciuto del 55%, a \$594 trilioni. Ciò rappresenta l'aumento annuo di gran lunga maggiore dal 1993, anno in cui la BRI ha iniziato a compilare statistiche in termini di valore dei contratti finanziari. Il forte incremento rispecchia il nervosismo che ha contraddistinto i mercati finanziari per buona parte dell'anno. Il risoluto allentamento monetario USA volto a contrastare la decelerazione dell'economia, insieme alle turbolenze causate dagli attentati dell'11 settembre, ha fatto sì che il 2001 sia stato uno degli anni a più elevata volatilità dell'ultimo cinquantennio.

Gli scambi di contratti su tassi d'interesse hanno registrato l'espansione più rapida (60%, a \$543 trilioni), grazie soprattutto alla crescita degli strumenti del mercato monetario (71%, a \$475 trilioni). L'attività in quest'ultimo comparto è stata alimentata sia dalle manovre monetarie distensive sia dal diffuso cambiamento nelle prassi di gestione del rischio (come analizzato in precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*). In confronto, i contratti su titoli di Stato sono aumentati a un ritmo più modesto (11%, a \$68 trilioni).

Le negoziazioni in prodotti su indici azionari sono cresciute a un ritmo paragonabile a quelle degli strumenti del mercato obbligazionario (13%, a \$48 trilioni)^①. In termini di valore esse hanno fatto registrare un costante aumento negli ultimi anni, grazie all'introduzione nelle maggiori sedi di contrattazione di nuovi prodotti specifici e destinati alla clientela al dettaglio, nonché al rapido sviluppo delle borse asiatiche di nuova istituzione. L'attività in contratti valutari è aumentata moderatamente (8%, a \$2,8 trilioni); dato che la gestione del rischio di cambio continua a essere appannaggio del segmento OTC, queste transazioni rappresentano solo una quota marginale del turnover di borsa.

Per quanto concerne l'attività complessiva sui principali mercati organizzati, uno degli sviluppi di maggior rilievo è stato il forte balzo registrato dal Chicago Mercantile Exchange (CME)^② che, con 412 milioni di contratti (pari a un aumento del 78%), è subentrato al Chicago Board Options Exchange (CBOE) quale seconda borsa più attiva del mondo^③. Il CME ha tratto notevole vantaggio dalla forte ripresa del suo contratto più rinomato, quello sull'eurodollaro, divenuto lo strumento più intensamente trattato su scala mondiale (davanti al Bund). L'attività presso il CBOE, per converso, ha subito una flessione del 6%. Pur beneficiando di un aumento del turnover nel comparto degli indici azionari, la borsa ha accusato un calo nei contratti su azioni singole. Il CBOE ha dovuto fronteggiare l'accanita concorrenza di altri mercati statunitensi, e in particolare del neoistituito International Stock Exchange, la prima borsa totalmente elettronica per la negoziazione di opzioni azionarie. Nel contempo, l'Eurex ha mantenuto la propria supremazia come più attiva sede di contrattazione al mondo, con un aumento del numero delle transazioni a 665 milioni di contratti, pari al 49%. Questa espansione è da ricondurre principalmente ai prodotti azionari, sebbene vi abbia contribuito anche la perdurante popolarità dei contratti su titoli di Stato.

^① Va notato che le cifre sul turnover dei contratti su indici azionari sottostimano verosimilmente la crescita complessiva degli strumenti collegati ad azioni, poiché le statistiche BRI non rilevano tutte le transazioni (ad esempio, non comprendono le opzioni su azioni singole). ^② Non è sempre possibile raffrontare immediatamente il volume di attività tra le diverse borse, poiché le transazioni possono essere misurate sia in termini di numero dei contratti negoziati sia di valore in dollari. La maggior parte delle borse tende a segnalare la propria operatività in termini di numero dei contratti. Quantunque imprecisa, tale misura rappresenta il modo più semplice di stabilire i livelli relativi di attività delle borse. Ciò consente un raffronto tra mercati con contratti per i quali non sono prontamente disponibili stime in termini di valore (soprattutto opzioni su azioni singole e contratti su merci). ^③ Sulla base del numero di contratti negoziati, il Korea Stock Exchange (KSE) sarebbe la prima borsa al mondo per gli strumenti derivati. Tuttavia, dato che il taglio unitario dei suoi contratti è sensibilmente inferiore rispetto a quello dei principali mercati organizzati, il KSE non è stato considerato nella graduatoria mondiale dei mercati azionari.

La vicenda Enron ha un impatto limitato sull'attività di borsa

Il proliferare di segnalazioni sempre più negative sulla situazione finanziaria della società energetica statunitense Enron nel novembre dello scorso anno, cui è seguito l'avvio della procedura fallimentare in dicembre, risulta aver causato uno spostamento dell'attività dalla piattaforma di negoziazione della società verso altre sedi, compresi i segmenti OTC operanti nel settore dell'energia e i mercati regolamentati. Tuttavia, l'aumento del 10% registrato dai titoli di questo settore nel quarto trimestre non appare eccessivamente elevato rispetto ai parametri storici. In assenza di dati comparabili sull'attività nel segmento OTC, non è possibile determinare se i mercati fuori borsa abbiano attirato una quota maggiore di scambi rispetto a quelli organizzati.

Spostamento dell'attività dalla piattaforma di negoziazione Enron ad altre sedi

Il CBOT lancia swap futures

Il 26 ottobre 2001 il Chicago Board of Trade (CBOT) ha lanciato un contratto future su swap di tasso d'interesse⁸. Il nuovo strumento, negoziato sia alle grida sia sulla piattaforma di contrattazione elettronica della borsa valori, è basato sul tasso benchmark degli swaps in dollari USA a dieci anni della International Swaps and Derivatives Association (tabella 4.1). Esso offre agli operatori un nuovo veicolo collegato al Libor a lungo termine per la copertura di esposizioni al rischio di tasso d'interesse.

Alcuni operatori hanno recentemente rilevato che il crescente ruolo degli swaps di tasso d'interesse nei mercati finanziari USA potrebbe creare le premesse per lo sviluppo di futures su tassi swaps⁹. La crisi mondiale seguita alla moratoria russa nell'agosto 1998 aveva evidenziato i rischi connessi con l'impiego di obbligazioni di Stato e dei relativi derivati di borsa per coprire posizioni in titoli non governativi, spingendo gli operatori a ricercare strumenti alternativi come gli swaps di tasso d'interesse. La riduzione della liquidità dei titoli di Stato USA seguita ai rimborsi netti del debito da parte del Tesoro fra il 1998 e il 2001 ha intensificato questo spostamento verso gli swaps. Secondo le proiezioni, l'amministrazione USA dovrebbe tornare a registrare un saldo di bilancio negativo nel 2002; nondimeno, la quota dei Treasuries nell'universo degli strumenti USA a reddito fisso è destinata a ridursi ulteriormente alla luce della perdurante crescita dell'attività di emissione dei mutuatari del settore non governativo. Ciò significa che gli operatori finanziari continueranno a ricercare strumenti di negoziazione e di pricing più strettamente correlati a prodotti basati su spreads.

I contratti futures potrebbero trarre vantaggio dalla crescente importanza degli swaps ...

Le borse stanno cercando di approfittare del fatto che il mercato OTC degli swaps presenta tuttora alcune limitazioni tipiche dei mercati decentrati e

... e da alcune delle loro limitazioni

⁸ Questa sezione si basa sulle informazioni diramate dal CBOT (www.cbot.com).

⁹ I potenziali vantaggi del nuovo contratto sono analizzati in dettaglio da: Gerald Lucas e Joseph Schatz, "CBOT 10-year swap futures", *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch, 24 ottobre 2001; Laurie Goodman, "The new swap futures contract", *Mortgage Strategist*, UBS Warburg, 23 ottobre 2001; David A. Boberski, "Swap futures launch at CBOT", *Bond Market Roundup*, SalomonSmithBarney, 5 ottobre 2001.

personalizzati. In questi mercati, gli operatori tendono a mantenere numerosi rapporti bilaterali di controparte, poiché ogni nuova transazione implica la sottoscrizione di un contratto addizionale con un intermediario. Inoltre, vincoli di tempo e costi amministrativi complicano in genere il trasferimento (o l' "assegnazione", nella terminologia di mercato) dei contratti da una controparte all'altra¹⁰. Da ultimo, la chiusura di una posizione in essere comporta il prezzaggio di un nuovo swap a tassi fuori mercato, il che potrebbe indurre gli intermediari ad applicare un differenziale denaro/lettera leggermente più alto.

Potenziali benefici della contrattazione accentrata

La contrattazione attiva di futures per il tramite di un'apposita sede centralizzata può offrire diversi vantaggi. In primo luogo, da un punto di vista amministrativo risulta più semplice la chiusura anticipata di un contratto, poiché essa richiede soltanto la compensazione in borsa delle transazioni (essendo i contratti identici). In secondo luogo, la standardizzazione dei contratti di borsa consente agli intermediari di effettuare le operazioni più rapidamente e a costi più contenuti. Terzo, i crescenti timori circa il rischio di controparte possono

Principali caratteristiche del contratto future su swap di tasso d'interesse a dieci anni negoziato al CBOT

Unità di negoziazione

L'unità di negoziazione è basata sul prezzo nominale della contropartita a tasso fisso di uno swap a dieci anni con capitale nozionale di \$100 000 e scambio di cedole semestrali a un tasso fisso del 6% annuo con cedole a tasso variabile basate sul Libor a tre mesi.

Quotazione

I prezzi sono quotati in punti (\$1 000) e trentaduesimi di punto (1/32, o \$31,25), sulla base di un capitale nozionale di \$100 000.

Mesi di consegna

I primi tre contratti consecutivi del ciclo trimestrale marzo-giugno-settembre-dicembre.

Modalità di consegna

Regolamento a pronti. Il valore di regolamento finale è dato da $\$100\,000 \cdot [6/r + (1 - 6/r) \cdot (1 + 0,01 \cdot r/2) - 20]$, dove r rappresenta il tasso ISDA di riferimento per uno swap in dollari USA a dieci anni nell'ultimo giorno di contrattazione, espresso in termini percentuali. Ad esempio, ponendo al 5¼% il tasso ISDA di riferimento, r risulta pari a 5,25. Il prezzo alla data di scadenza del contratto è il valore di regolamento finale arrotondato al quarto più vicino di un trentaduesimo di punto.

Regolamento

Il prezzo nominale dell'unità di negoziazione nell'ultimo giorno di contrattazione è basato sul tasso ISDA di riferimento per uno swap in dollari USA a dieci anni nell'ultimo giorno di contrattazione, così come pubblicato il giorno lavorativo successivo dal Federal Reserve Board nel suo aggiornamento quotidiano del supplemento statistico H.15.

Tabella 4.1

¹⁰ Ad esempio, sebbene gli swaps possano essere trasferiti a qualsiasi controparte reciprocamente accettabile, entrambi i contraenti originali devono accordarsi preventivamente su una nuova controparte prima di procedere al trasferimento, e ciò comporta taluni inconvenienti.

incoraggiare taluni operatori a esporsi nei confronti di una clearing house quotata tripla A piuttosto che verso un intermediario bancario a più basso rating. Infine, la possibilità di negoziare swaps in borsa dovrebbe migliorare l'accesso al mercato di operatori che hanno incontrato ostacoli per motivi di affidabilità creditizia. Gli operatori non quotati o di qualità non bancaria devono spesso corrispondere agli intermediari in swaps un certo premio di rendimento (sotto forma di un più alto differenziale denaro/lettera) in funzione del loro merito di credito. L'accentramento degli scambi presso una borsa valori, dove il rischio di controparte viene minimizzato da rigidi requisiti di margine, permetterebbe a tali operatori di evitare il premio, e quindi di effettuare transazioni a un tasso unico (quello dell'ISDA, che è un valore mediano dei tassi praticati nelle operazioni fra intermediari). Sebbene l'ingresso di controparti a più bassa qualità creditizia possa avere implicazioni sui margini di profitto degli attuali partecipanti al mercato OTC, esso potrebbe fornire spessore e liquidità aggiuntivi al più ampio mercato degli swaps.

Al di là dei vantaggi associati alla negoziazione centralizzata in borsa, il contratto swap del CBOT presenta una sua utilità intrinseca. Anzitutto, esso può costituire un efficace mezzo di copertura per le passività non di Stato, riducendo al minimo il rischio di base allorché viene impiegato per coprire titoli di agenzie federali, di società private e MBS¹¹. Secondariamente, i futures su swap dovrebbero creare la possibilità di strutturare le operazioni di spread fra contratti swap e altri prodotti CBOT con scadenze analoghe. Il contratto swap è congegnato in modo molto simile a un future tradizionale su titoli di Stato o di altri enti pubblici, con lo stesso taglio nominale e la stessa cedola. In terzo luogo, esso è in grado di integrare anche altri veicoli di negoziazione esistenti. Il contratto swap presenta alcune delle caratteristiche dei futures sull'eurodollaro trattati al CME, con scadenze e modalità di regolamento in contante pressoché identiche. I futures sull'eurodollaro possono essere impiegati per replicare la contropartita a tasso fisso o tasso variabile di un contratto swap, ma solo fino alla scadenza di cinque anni, poiché oltre questo termine la liquidità cala nettamente. Il nuovo contratto swap dovrebbe concorrere a riempire un vuoto nella liquidità di mercato, con ricadute positive per il più ampio mercato degli swaps¹².

Naturalmente, resta da vedere se il future su swaps riuscirà ad attrarre liquidità in misura sufficiente. Negli ultimi anni il CBOT ha tentato di diversificare i suoi prodotti a scapito dei Treasuries, introducendo svariati contratti con promettenti potenzialità, come i futures su titoli di agenzie federali e su MBS. Tuttavia, a causa della loro bassa liquidità, l'utilità di tali strumenti a fini di copertura e di negoziazione è rimasta limitata.

Il contratto del
CBOT dovrebbe
comunque rivelarsi
utile ...

... anche se molto
dipende dalla sua
futura liquidità

¹¹ Il contratto non risentirà delle distorsioni tipiche del mercato dei titoli del Tesoro, come gli squilibri di domanda/offerta e la "specialità" dei tassi d'interesse nel comparto pct.

¹² In particolare, una delle attrattive del contratto swap è che esso presenta la stessa convessità delle obbligazioni e degli swaps su tassi d'interesse, a differenza del future sull'eurodollaro, la cui modalità di quotazione implica una durata finanziaria lineare (poiché il prezzo del contratto si ottiene sottraendo a 100 il rendimento).

Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale¹

Nel corso dell'ultima generazione le banche attive a livello internazionale hanno mostrato la tendenza a passare da un'operatività transfrontaliera a una strategia di posizionamento globale. Varie istituzioni, anziché raccogliere depositi in una giurisdizione ed erogare crediti in un'altra, hanno preferito finanziarsi e concedere prestiti al consumo, ipotecari o alle imprese *all'interno* dei diversi mercati nazionali, attraverso una presenza diretta in loco. Altre hanno adottato un approccio analogo sul mercato dei capitali, cercando di finanziare il proprio portafoglio di titoli esteri con risorse reperite nel paese di emissione. Sia che il modello operativo scelto si orienti al dettaglio oppure all'ingrosso, le banche tendono sempre più a servire la clientela attraverso unità insediate e finanziate sul posto. La strategia di una banca *globale* (o multinazionale) come dianzi descritta differisce da quella di una banca *internazionale*, qui intesa come banca che raccoglie depositi in un paese diverso da quello in cui effettua gli impieghi.

La prima sezione del presente saggio delinea la predetta tendenza a livello dei vari gruppi nazionali di banche dichiaranti e dei vari mercati cui è rivolta l'attività. La seconda sezione esamina le ragioni del fenomeno. La terza ne evidenzia le implicazioni per quanto concerne la tipologia dei rischi. L'ultima sezione solleva alcuni quesiti circa l'evoluzione futura. Il riquadro nella pagina seguente illustra il modo in cui l'attività bancaria globale può essere distinta da quella transfrontaliera sulla scorta dei dati disponibili.

Il passaggio a un'operatività globale

Sebbene l'evidenza statistica più completa della tendenza di lungo periodo a muoversi da un'operatività transfrontaliera a una presenza diretta sui mercati locali riguardi le banche basate negli USA, l'analisi che segue dimostra come la strategia globale non sia affatto limitata a tali banche. In realtà, le banche britanniche, canadesi, irlandesi, spagnole e svizzere appaiono più globalizzate

La tendenza verso un'operatività globale non è uniforme ...

¹ Judith S. Ruud fa parte del Congressional Budget Office (CBO) degli Stati Uniti. Le opinioni espresse in questo lavoro sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o del CBO.

Distinzione fra attività bancaria internazionale e globale

La principale differenza fra attività bancaria internazionale (o transfrontaliera) e globale risiede nel modo in cui la banca finanzia i propri impieghi esterni, ossia i crediti a soggetti residenti al di fuori del paese in cui essa ha sede. Mentre una banca internazionale utilizza fondi raccolti sul mercato interno per finanziare i crediti concessi a residenti esteri, una banca globale finanzia questi crediti con fondi reperiti sullo stesso mercato del mutuatario. In altri termini, l'attività di una banca internazionale si basa prevalentemente su operazioni transfrontaliere, allorché una banca globale tende a servire la clientela estera mediante la propria presenza diretta in loco.

Si consideri ad esempio una banca con sede negli Stati Uniti e attività esterne costituite da crediti verso residenti giapponesi. La tabella sottostante illustra cinque diverse modalità di finanziamento di questi crediti. Nei casi 1 e 2 i fondi sono raccolti negli Stati Uniti sotto forma di depositi di residenti USA e quindi prestati in Giappone. Le transazioni bancarie internazionali sono sostanzialmente delle varianti di questo schema (spesso con l'interposizione di un paese terzo, come un centro bancario dei Caraibi). Nel caso 3, un depositante giapponese colloca i fondi presso una banca USA, che li reimpiega in Giappone. Anche questo flusso circolare rientra nel concetto di operatività internazionale. Il caso 4 esemplifica invece l'operatività globale: i fondi sono raccolti in Giappone dall'affiliata giapponese della banca USA e dati a prestito da quest'ultima a residenti giapponesi. Il caso 5 illustra una possibile variante, in cui i fondi sono reperiti all'estero, ma è il depositante e non la banca a sopportare il rischio di trasferimento valutario.

Sono poche le banche puramente internazionali o puramente globali. In particolare, la maggior parte delle banche globali effettua importanti operazioni transfrontaliere accanto a quelle finanziate in loco. Il modo migliore per valutare l'incidenza relativa dell'operatività globale consiste nel rapportare i crediti esterni finanziati localmente ai crediti esterni complessivi (transfrontalieri e locali). Il rapporto è pari a 1 per una banca globale pura e 0 per una banca internazionale pura. Nella maggioranza dei casi esso si situerà fra i due valori estremi.

Il rapporto può essere calcolato utilizzando le statistiche bancarie consolidate della BRI. In teoria, i crediti finanziati in loco dovrebbero essere misurati in base al minor valore fra le attività e le passività locali iscritte nei bilanci delle affiliate estere. La scelta del minor valore è opportuna in quanto parte dei crediti locali può essere finanziata dalla casa madre, come nel caso 2, mentre parte dei depositi può essere reincanalata all'estero. Le banche che contribuiscono alle statistiche consolidate notificano separatamente le proprie posizioni locali denominate in valuta locale, ma non quelle in tutte le valute. Di conseguenza, il passaggio dall'operatività internazionale a quella globale non è misurabile con esattezza. Nei paesi con un sistema finanziario "dollarizzato" le statistiche consolidate tendono a sottostimare l'importanza dell'operatività globale, data la mancanza di dati sulle posizioni locali in valuta estera.

Finanziamento di impieghi sull'estero

modi in cui una banca con sede negli Stati Uniti può finanziare crediti erogati a residenti giapponesi

Tipo di operatività	Residenti statunitensi	Transfrontaliero	Residenti giapponesi
1. Internazionale	risparmiatore deposito → casa madre	credito →	→ mutuatario
2. Internazionale	risparmiatore deposito → casa madre	deposito →	affiliata credito → mutuatario
3. Internazionale	casa madre	← deposito credito →	← risparmiatore → mutuatario
4. Globale			affiliata ← deposito risparmiatore → credito mutuatario
5. Globale	risparmiatore →	deposito →	affiliata credito → mutuatario

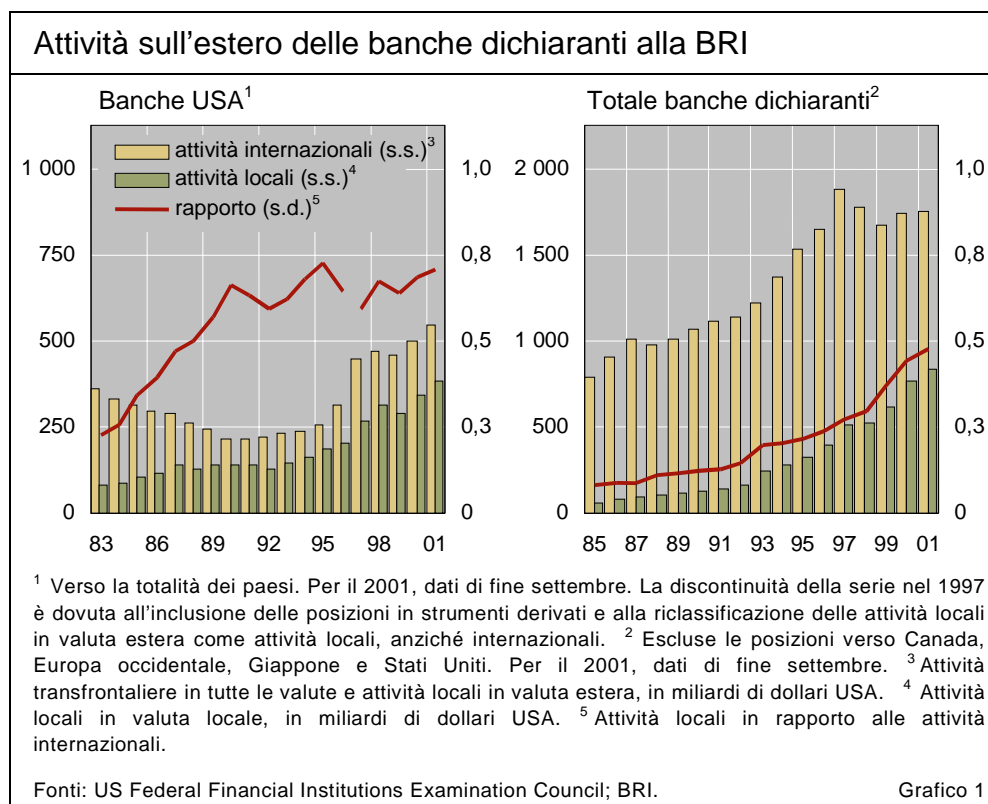
di quelle statunitensi. Se si considerano i dati relativi ai singoli mercati, la tendenza si presenta assai difforme: l'Europa costituisce un'eccezione notevole, mentre i mercati asiatici risultano più globalizzati di quanto generalmente ritenuto.

La tendenza verso l'operatività globale negli ultimi vent'anni

... ma la dinamica generale è chiara

Sebbene il passaggio da una strategia internazionale a una strategia globale sia avvenuto in tempi e con ritmi diversi a seconda delle banche, la tendenza di fondo era già manifesta almeno fin dalla metà degli anni ottanta. Le operazioni transfrontaliere, e in particolare i crediti ai PVS finanziati con depositi eurovalutari, avevano costituito il motore dell'espansione delle attività esterne delle banche durante gli anni sessanta e settanta. Per contro, nei due decenni successivi, le transazioni finanziate in loco sono in genere cresciute più rapidamente delle posizioni transfrontaliere.

La crescita delle operazioni delle banche estere finanziate sul posto è illustrata dai dati riguardanti le istituzioni con sede negli Stati Uniti². Mentre fra il 1982 e il 2001 le posizioni creditorie transfrontaliere delle banche USA sono cresciute del 55%, salendo a \$548 miliardi, quelle locali hanno segnato un aumento di quasi il 400%, raggiungendo i \$385 miliardi (grafico 1, diagramma di sinistra) e una quota di 0,7. Sebbene dal grafico appaia che nel 1997 le attività transfrontaliere hanno decisamente sopravanzato quelle locali, ciò è dovuto a una discontinuità della serie causata dall'inclusione in quell'anno delle



² Cfr. Palmer (2000). Questa sezione si basa su Ruud (2002).

posizioni in strumenti derivati³. In seguito la loro incidenza si è ridotta, poiché le attività locali misurate secondo il criterio più ampio (e più corretto) hanno continuato a crescere più rapidamente.

Globalizzazione in base alla nazionalità delle banche

L'espansione delle operazioni finanziate localmente non è affatto limitata alle banche USA. Le istituzioni con sede in altri paesi hanno accresciuto la propria presenza sui mercati bancari esteri a un ritmo uguale, se non superiore, a quello delle banche americane, anche se ciò è meno documentato. È soltanto a partire dal 1999 che le statistiche consolidate BRI comprendono le posizioni creditorie verso tutti i paesi. In precedenza le banche notificavano unicamente i crediti nei confronti dei paesi esterni all'area dichiarante, ossia principalmente i paesi in via di sviluppo (grafico 1, diagramma di destra).

Le statistiche compilate secondo il nuovo schema mostrano che in un confronto internazionale la globalizzazione del sistema bancario USA non risulta particolarmente marcata. In effetti, alcuni sistemi appaiono più globalizzati di quello americano (grafico 2). Le più recenti statistiche bancarie consolidate indicano per le banche canadesi un rapporto di 1,2 fra attività locali in valuta locale e attività internazionali. In gran parte ciò è dovuto alla vasta base di provvista delle loro filiali e filiazioni negli Stati Uniti, sicché si potrebbe affermare che le banche canadesi, più che globalizzate, sono regionalizzate. Anche le banche spagnole risultano assai globalizzate, giacché finanziano in loco buona parte delle loro attività esterne, specie nell'America latina. Le posizioni creditorie locali delle banche di Regno Unito, Svizzera e Irlanda sono quasi pari alle loro attività internazionali. Le istituzioni con sede nel Regno

Le banche canadesi e spagnole sono quelle più globalizzate

³ A partire dagli ultimi anni ottanta le strategie delle banche USA hanno attribuito meno importanza alla crescita del bilancio, dando invece maggior peso all'attività in strumenti derivati. Quest'ultima può essere misurata in termini di ammontare nozionale o di valore positivo di sostituzione. Ad esempio, un credito derivato può sorgere allorché un cliente ha stipulato con la banca un contratto di swap su tassi d'interesse in base al quale è tenuto a pagare un interesse a lunga a tasso fisso in contropartita di un interesse a tasso variabile riferito allo stesso ammontare nozionale. In caso di successivo calo dei tassi a lunga, lo swap acquista un valore positivo di sostituzione, divenendo così un credito della banca nei confronti del cliente. In altri termini, la banca dovrebbe sostenere un costo per rimpiazzare il contratto in caso di insolvenza del cliente. Dal 1997 tali valori di sostituzione sono compresi fra le attività transfrontaliere e locali notificate dalle autorità USA. Pertanto, la diminuzione del rapporto nel diagramma di sinistra del grafico 1 in seguito all'inclusione delle posizioni derivate indica che l'attività in strumenti derivati comportava fino al 1997 un'esposizione transfrontaliera relativamente maggiore rispetto alle operazioni iscritte in bilancio. Oltre a questa discontinuità della serie, è intervenuta una modifica concettuale. Prima del 1997 le statistiche USA distinguevano fra attività transfrontaliere in valuta e in moneta locale finanziate sull'estero da un lato, e attività in valuta locale finanziate sull'interno dall'altro. In seguito, le attività in valuta estera finanziate localmente non sono più state aggregate con le attività transfrontaliere, bensì con le attività in valuta locale finanziate localmente, denominando il nuovo aggregato "attività locali" (che comprende i valori positivi di sostituzione delle posizioni derivate, anche se questi non sono indicati separatamente). Tale cambiamento concettuale rispecchiava l'accresciuta presenza delle banche USA in sistemi bancari esteri fortemente "dollarizzati" e l'idea che i crediti in dollari erogati e finanziati localmente non comportassero lo stesso rischio dei crediti transfrontalieri.

Unito sono ben rappresentate sui mercati locali non solo nell'emisfero occidentale, ma anche nell'Asia orientale⁴.

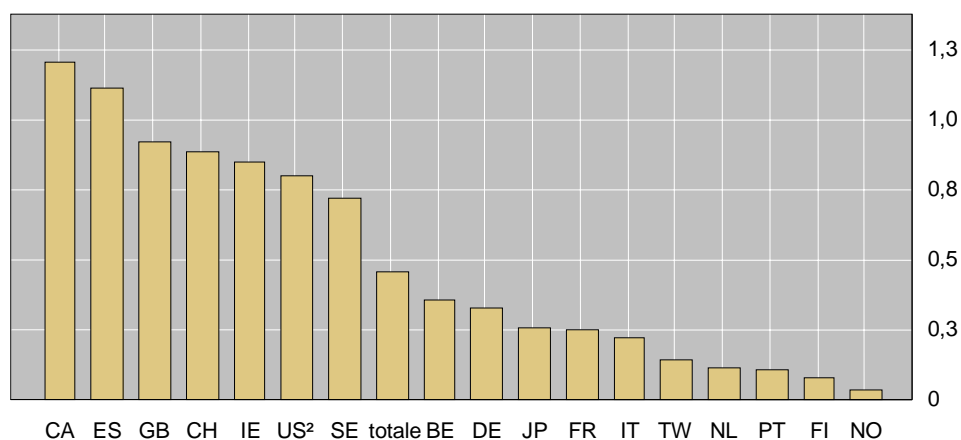
Globalizzazione in base ai mercati

Nell'Europa occidentale predominano ancora le attività transfrontaliere

Se invece delle banche cui fa capo l'espansione delle attività finanziate in loco si considerano i mercati in cui tale espansione è avvenuta, il rapporto fra operazioni internazionali e operazioni globali varia a seconda delle aree geografiche. Le posizioni creditorie locali delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi latino-americani sono fortemente cresciute negli ultimi anni novanta e sono ora pari alle attività internazionali (grafico 3, diagramma di sinistra; tabella 1). Nella regione Asia-Pacifico il livello delle attività locali si sta rapidamente avvicinando a quello delle attività internazionali, e anche nel Nord America il divario è ormai ridotto. Le posizioni creditorie locali verso i paesi dell'Europa orientale, del Medio Oriente e dell'Africa sono pari alla metà di quelle internazionali, ma stanno crescendo velocemente. Soltanto i crediti delle banche dichiaranti verso i residenti dell'Europa occidentale assumono ancora prevalentemente la forma di attività transfrontaliere.

Attività locali delle banche dichiaranti alla BRI, in base alla nazionalità delle istituzioni

a fine settembre 2001; in rapporto alle attività internazionali¹



CA = Canada; ES = Spagna; GB = Regno Unito; CH = Svizzera; IE = Irlanda; US = Stati Uniti; SE = Svezia; totale = totale paesi dichiaranti; BE = Belgio; DE = Germania; JP = Giappone; FR = Francia; IT = Italia; TW = Taiwan, Cina; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; FI = Finlandia; NO = Norvegia.

¹ Attività locali in valuta locale in rapporto alle attività transfrontaliere in tutte le valute più le attività locali in valuta estera. Escluse le posizioni in strumenti derivati. ² Attività locali in rapporto alle attività transfrontaliere.

Fonte: BRI.

Grafico 2

⁴ Questo raffronto sottovaluta di fatto la misura in cui le banche non statunitensi sono divenute globali. Infatti, mentre dal 1997 gli Stati Uniti aggregano i crediti in valuta estera e in valuta locale finanziati localmente, gli altri paesi includono i crediti locali in valuta fra le attività internazionali.

Attività delle banche dichiaranti alla BRI

a fine settembre 2001

	Attività internazionali ¹		Attività sull'interno in valuta locale	Attività sull'interno/ attività internazionali ²	Attività sull'interno/ credito bancario interno ³	Credito bancario esterno/credito bancario totale ⁴
	Totale	Verso operatori non bancari				
	in miliardi di dollari USA			rapporto	in percentuale	
Totale paesi ⁵	7 801	3 900	3 034	0,39	10	21
Asia-Pacifico	904	395	631	0,70	7	11
Australia	85	38	67	0,79	19	28
Cina	54	27	5	0,90	0	2
Corea	54	23	20	0,36	5	10
Filippine	16	12	5	0,34	13	35
Giappone	365	104	224	0,61	4	6
Hong Kong SAR	106	64	169	1,59	71	88
India	19	16	16	0,85	7	14
Indonesia	36	32	4	0,10	5	39
Malaysia	20	17	28	1,39	27	41
Nuova Zelanda ⁶	14	8	18	1,27	29	38
Singapore	94	27	42	0,44	53	77
Taiwan, Cina	15	10	16	1,06	4	6
Thailandia	24	18	17	0,72	15	29
EMOA ⁷	196	131	81	0,41	14	31
Polonia	25	20	34	1,33	52	72
Repubblica ceca	8	6	20	2,38	68	77
Russia	39	20	1	0,30	2	27
Sudafrica	19	10	5	0,29	10	24
Turchia	38	28	1	0,20	1	26
Ungheria	18	12	9	0,50	40	71
America latina ⁸	270	223	263	0,97	48	67
Argentina	61	53	21	0,34	26	67
Brasile	72	53	66	0,91	30	45
Cile	20	19	22	1,08	48	66
Messico	74	63	134	1,82	99	105
Venezuela	12	11	9	0,72	50	69
Nord America	1 578	1 068	1 197	0,76	14	23
Canada	158	66	63	0,40	12	22
Stati Uniti	1 420	1 001	1 134	0,80	14	23
Europa occidentale ⁹	4 854	2 083	862	0,18	8	25
Area dell'euro	3 016	1 415	467	0,15	6	22
Francia	491	208	88	0,18	6	19
Germania	715	286	87	0,12	3	13
Italia	441	273	53	0,12	5	24
Paesi Bassi	341	194	63	0,18	11	34
Regno Unito	1 235	490	366	0,30	18	38
Svizzera	342	65	11	0,30	3	15

¹ Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI in tutte le valute e attività locali delle loro affiliate estere in valuta estera (dati tratti dalle statistiche bancarie consolidate). ² Attività locali in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI in rapporto alle loro attività internazionali. ³ Attività locali in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI in percentuale del totale delle attività locali delle banche commerciali verso soggetti non bancari. ⁴ Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari più loro attività locali in valuta locale, in percentuale delle attività transfrontaliere delle banche dichiaranti verso soggetti non bancari più totale delle attività locali delle banche commerciali verso soggetti non bancari. ⁵ Somma delle regioni indicate in tabella. ⁶ Escluse le attività delle banche australiane, che non contribuiscono alle statistiche consolidate; le banche australiane possiedono alcune delle maggiori banche operanti in Nuova Zelanda. ⁷ Europa orientale, Medio Oriente e Africa; paesi indicati più Algeria, Bulgaria, Cipro, Egitto, Israele, Marocco, Repubblica slovacca, Romania e Tunisia. ⁸ Paesi indicati più Colombia, Ecuador, Perù e Uruguay. ⁹ Area dell'euro e paesi indicati più Danimarca, Islanda, Norvegia e Svezia.

Fonti: FMI; BRI.

Tabella 1

Quote di mercato delle banche estere

In America latina la quota delle banche estere è più che doppia rispetto a quella negli altri mercati ...

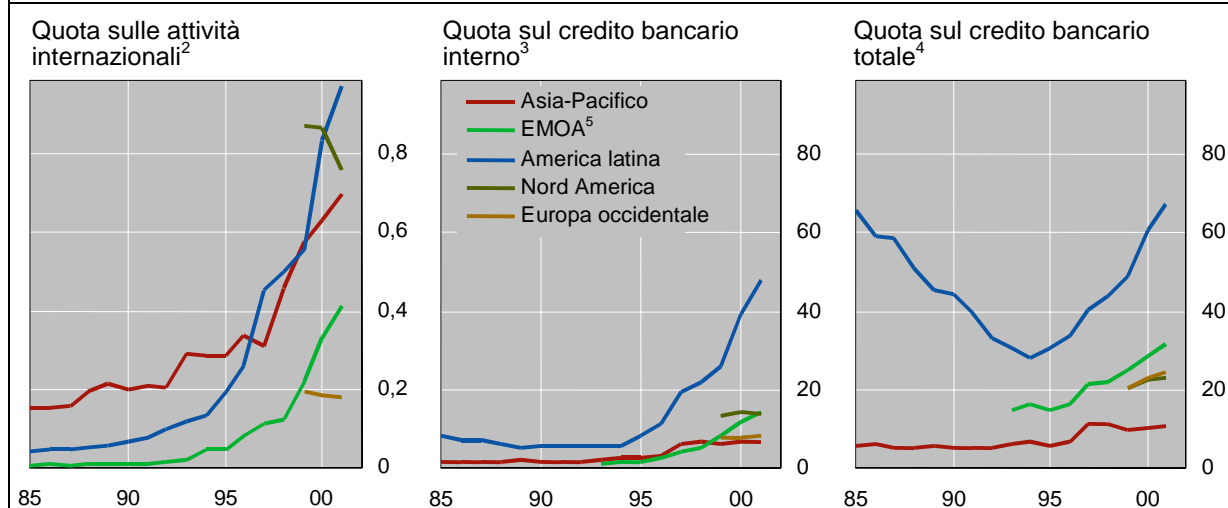
Il quadro si presenta un po' diverso se, anziché considerare unicamente i bilanci delle banche con sede nell'area dichiarante BRI, si guarda anche al loro ruolo nell'intermediazione bancaria complessiva sui vari mercati. Le misure convenzionali delle quote di mercato delle banche estere (dal lato degli impieghi) considerano soltanto le loro attività locali in rapporto al credito bancario interno complessivo. In base a tale misura risulta che la quota delle banche estere sul mercato latino-americano è più che doppia rispetto a quella negli altri mercati (grafico 3, diagramma mediano). Infatti, esse totalizzano quasi la metà del credito bancario interno, rispetto a circa il 15% in Nord America ed EMOA (Europa orientale, Medio Oriente e Africa). La quota per la regione Asia-Pacifico e l'Europa occidentale è inferiore al 10%.

Si può tuttavia adottare una misura più ampia, comprendente anche i crediti transfrontalieri. In particolare verrebbero aggiunte al numeratore e al denominatore del rapporto le attività internazionali verso i soggetti non bancari. In base a tale parametro, com'era prevedibile, la quota delle banche estere risulta sensibilmente maggiore, specie nell'Europa occidentale, dove i crediti transfrontalieri hanno una notevole incidenza in rapporto al credito bancario interno (grafico 3, diagramma di destra).

... ma la loro esposizione è inferiore a quella verso l'Asia

Combinando le diverse prospettive è possibile trarre utili elementi di raffronto fra il mercato latino-americano e quello dell'Asia-Pacifico. Anzitutto, l'esposizione creditoria delle banche dichiaranti alla BRI risulta assai maggiore nella seconda area (\$1,5 trilioni circa, rispetto a \$0,5 trilioni – tabella 1).

Attività locali delle banche dichiaranti alla BRI, in base alla residenza del mutuatario¹



¹ Per l'elenco dei paesi di ciascuna area, cfr. tabella 1. Dati per il 2001 riferiti a fine settembre. ² Attività locali in valuta locale delle banche dichiaranti in rapporto alle loro attività internazionali. ³ Attività locali in valuta locale delle banche dichiaranti in percentuale del totale delle attività locali delle banche commerciali verso soggetti non bancari. ⁴ Attività internazionali delle banche dichiaranti verso soggetti non bancari più loro attività locali in valuta locale, in percentuale delle attività transfrontaliere delle banche dichiaranti verso soggetti non bancari più il totale delle attività locali delle banche commerciali verso soggetti non bancari. ⁵ Europa orientale, Medio Oriente e Africa.

Fonti: FMI; BRI.

Grafico 3

Inoltre, come già detto, il rapporto fra attività locali e attività transfrontaliere non è troppo diverso, e risulterebbe ancora più simile se si considerassero le partecipazioni di un consorzio estero nella ex Long-Term Credit Bank of Japan e nella Korea First Bank, nonché le quote di minoranza possedute da banche estere in altri istituti coreani (grafico 3, diagramma di sinistra). E questo malgrado il fatto che le banche dell'area BRI svolgono un ruolo molto più importante nei mercati dell'America latina che non in quelli dell'area Asia-Pacifico (grafico 3, diagramma di destra). Ciò indicherebbe che in quest'ultima regione il potenziale di espansione delle banche estere dipende dalla crescita economica e dai guadagni prospettici in termini di quote di mercato, allorché in America latina esso è maggiormente in funzione della crescita economica e del processo di finanziarizzazione.

Determinanti della globalizzazione

La tendenza verso la globalizzazione dell'attività bancaria è imputabile a cambiamenti sia nelle strategie perseguite dalle banche, sia nei vincoli a cui queste ultime sono confrontate. Un quesito interessante è perché nel mercato europeo l'operatività internazionale abbia ceduto così poco terreno a quella globale.

Strategie bancarie

Nel corso dell'ultima generazione numerose banche hanno modificato le proprie strategie operative. Le nuove strategie hanno generalmente condotto a una crescita più bilanciata degli impieghi e delle passività locali. Allorché i dipartimenti internazionali delle maggiori banche sono stati impegnati per gran parte degli anni ottanta a rinegoziare i crediti concessi prima del 1982, gli istituti che si erano fatti un nome sviluppando il credito al consumo e le operazioni in titoli sono assurti a posizioni di preminenza. L'orientamento verso la clientela al dettaglio implica uno sforzo teso a trasformare i depositanti in utenti di carte di credito e mutuatari di prestiti ipotecari, e viceversa. Ciò tende naturalmente a espandere in modo equilibrato gli impieghi e la provvista sui mercati esteri. Un effetto analogo risulta dallo sviluppo dell'operatività in valori mobiliari sul mercato di un paese, ad esempio con l'acquisto di titoli pubblici finanziati con operazioni pronti contro termine.

Anche la scelta strategica delle banche di passare da una detenzione passiva dei crediti internazionali alla loro commercializzazione sul mercato ha agito nel senso di ridurre l'operatività transfrontaliera. Le rinegoziazioni degli anni ottanta sono sfociate nella creazione di una nuova classe di strumenti per gli investitori istituzionali: dapprima le obbligazioni Brady e quindi, più in generale, le obbligazioni emesse da governi e imprese di paesi emergenti. Sebbene le banche internazionali continuino a detenere e sottoscrivere tali titoli, l'ampliamento della base di investitori ha in certa misura sottratto spazio ai crediti bancari transfrontalieri.

Gli insegnamenti tratti dalla crisi debitoria degli anni ottanta hanno parimenti indotto le banche a favorire una strategia globale anziché

La globalizzazione è spiegata dalle nuove strategie operative ...

internazionale, soprattutto sui mercati più rischiosi. Nei primi anni ottanta le crisi valutarie indussero i governi a decretare moratorie sul servizio del debito estero (cfr. oltre). I crediti finanziati in loco, benché talvolta soggetti a rischio di insolvenza, non comportavano drenaggio di valuta, e quindi non erano ipso facto colpiti dalle moratorie.

Le banche hanno attuato il riorientamento strategico mediante l'ingresso in nuovi mercati, l'espansione organica dell'operatività preesistente e l'acquisizione di istituzioni estere. Queste ultime si sono inserite nella più generale tendenza al consolidamento internazionale. Le fusioni e acquisizioni transnazionali hanno raggiunto il livello record dell'8% del PIL mondiale negli ultimi anni novanta (cfr. UNCTAD, 2001). Sebbene le banche abbiano in parte deciso di seguire l'esempio della clientela al fine di avere un bilancio di dimensioni sufficienti a far fronte alle loro esigenze di punta, l'aggregazione si è parimenti fondata sul convincimento che a dominare la scena in ciascun segmento di attività saranno gli operatori globali relativamente grandi.

Mutamento dei vincoli

Oltre che alle scelte strategiche, la tendenza verso un'operatività bancaria globale è dovuta alle circostanze di fatto. Una delle principali cause alla base dell'accresciuta presenza delle banche estere nei sistemi finanziari locali è stata la liberalizzazione finanziaria. Negli ultimi due decenni molti paesi con sistemi finanziari relativamente chiusi e amministrati hanno adottato una politica di maggiore apertura, allentando fra l'altro le restrizioni poste alle partecipazioni estere nelle banche locali. In Canada, ad esempio, i vincoli all'insediamento di filiali estere e alla proprietà straniera di istituzioni finanziarie nazionali avevano di fatto costretto le banche non canadesi a servire la clientela dall'esterno del paese anziché mediante affiliate locali.

... ma anche dai
cambiamenti nei
mercati locali

Talvolta la liberalizzazione è stata provocata dalle crisi finanziarie⁵. Le banche con ambizioni globali hanno trovato conveniente rilevare banche locali poste in vendita dopo essere state nazionalizzate in seguito a problemi di insolvenza. Si aggiunga che la debolezza delle istituzioni locali conseguente a una crisi offre alle banche multinazionali vantaggiose occasioni per espandere la propria operatività. Nei paesi con sistemi finanziari a prevalente controllo pubblico, la liberalizzazione e la gestione delle crisi si sono spesso accompagnate a privatizzazioni, alle quali hanno potuto partecipare le banche estere.

Un altro fattore che ha contribuito alla localizzazione dell'attività delle banche estere è stata la perdita di importanza della riserva obbligatoria non remunerata come strumento di politica monetaria. Ad esempio, in passato una banca estera che concedesse un prestito a una società USA finanziandolo all'estero poteva evitare l'obbligo di riserva prescritto dalla Federal Reserve.

⁵ Cfr. Hawkins e Mihaljek (2001).

Nel 1990 la Fed ha però portato allo 0% il coefficiente di riserva, annullando così gran parte dell'incentivo a contabilizzare i crediti all'estero⁶.

L'eccezione Europa

Pur avendo condiviso molti dei suddetti mutamenti, l'Europa presenta rispetto ad altre aree una quota assai inferiore di operazioni bancarie con l'estero effettuate localmente. Per quali ragioni l'Europa si discosta dalla tendenza generale?

Una spiegazione risiede nel fatto che essa è sede di vari importanti centri finanziari. Non soltanto il maggiore di essi, Londra, ma anche Amsterdam, Dublino, Lussemburgo e Zurigo ospitano numerose imprese di servizi finanziari, il cui operato tende ad accrescere l'intermediazione transfrontaliera. Tuttavia, anche tenendo conto dell'attività di questi centri, la posizione dell'Europa rimane singolare.

Una seconda possibile spiegazione della prevalenza delle operazioni transfrontaliere è l'integrazione del mercato monetario interbancario europeo. Tale integrazione era ben avanzata già prima dell'introduzione dell'euro e del sistema di regolamento transeuropeo TARGET. Ma quand'anche si escludano le operazioni interbancarie, le attività transfrontaliere in Europa continuano ad avere un peso maggiore che in altre aree.

Un terzo fattore è dato dall'effetto congiunto di un'intensa concorrenza per accaparrarsi i maggiori mutuatari privati europei e del crescente investimento in titoli emessi in un paese diverso di quello di residenza, sullo sfondo di una limitata presenza delle banche europee nel mercato dei depositi al dettaglio dei paesi limitrofi. Le fusioni realizzate in vista, o a seguito, dell'introduzione dell'euro sono finora avvenute per lo più a *livello nazionale*. Semmai, l'avvento della moneta unica sembra avere ulteriormente accresciuto l'importanza relativa dell'attività bancaria internazionale, consentendo di finanziare i crediti erogati a famiglie e imprese di altri paesi europei con fondi in euro raccolti sul mercato interno.

L'euro ha intensificato l'attività bancaria internazionale in Europa

Rischi derivanti dalla globalizzazione dell'attività bancaria

In termini generali, la tendenza alla globalizzazione dell'attività bancaria internazionale comporta la trasformazione del rischio di trasferimento valutario nel più ampio rischio paese. In senso proprio, il rischio di trasferimento valutario è il rischio che il mutuatario, pur essendo in grado di onorare la sua obbligazione nella propria moneta – sicché rimane impregiudicato il suo merito di credito –, non abbia la possibilità di convertire in valuta estera la moneta nazionale per effettuare il pagamento dovuto. Il rischio paese è un concetto più vasto, comprendente la possibilità di mutamenti sfavorevoli nel quadro legale, fiscale ed economico di un dato paese. L'erogazione di crediti finanziati con

Dal rischio di trasferimento valutario al rischio paese

⁶ Per alcune banche estere, l'assicurazione della FDIC ha continuato a fornire un incentivo in tal senso. Cfr. McCauley e Seth (1992).

depositi locali può evitare il rischio di trasferimento, ma rimane soggetta agli altri aspetti del rischio paese.

Questa distinzione è ben illustrata da un classico caso giudiziario sorto in seguito alla moratoria dei pagamenti esterni delle Filippine nel 1983⁷. La filiazione di Singapore di una banca USA aveva collocato un deposito in dollari presso la filiale di un'altra banca USA situata a Manila. Dopo l'annuncio della moratoria da parte del governo filippino, la banca depositante citò in giudizio presso la magistratura americana la banca depositaria, allo scopo di ottenere il rimborso dei fondi negli Stati Uniti. Venne quindi stabilito che in tali circostanze il depositante sostiene il rischio di trasferimento valutario, mentre la banca che accetta il deposito e presta i fondi in loco è chiamata a sopportare il rischio paese residuo.

I recenti fatti accaduti in Argentina hanno evidenziato i rischi cui è esposta una banca che finanzia sul posto crediti denominati in dollari, specie se questi sono in gran parte erogati a mutuatari che non dispongono di un flusso di risorse in tale valuta. La globalizzazione dell'attività bancaria attenua alcuni dei rischi insiti nell'operatività internazionale, ma ne origina anche di nuovi.

Questioni concernenti il futuro

Allo stato attuale il processo di globalizzazione dell'attività bancaria solleva tre interrogativi. Il primo riguarda il persistere dell'eccezionale predominanza delle posizioni transfrontaliere in Europa; il secondo la misura dell'ulteriore globalizzazione nell'Asia orientale, anche alla luce della situazione dei pagamenti correnti e dell'ingresso della Cina nell'OMC; il terzo la reazione delle banche ai recenti avvenimenti in Argentina.

In Europa la concorrenza fra banche è entrata in una nuova fase con l'avvento dell'euro. Le fusioni a livello nazionale erano mirate a realizzare economie di scala e il consolidamento fra i settori bancario e assicurativo⁸. Queste strategie non hanno comportato grandi cambiamenti nell'operatività internazionale delle banche, mentre l'introduzione della moneta unica ha allentato la concorrenza intraeuropea sul mercato dei prestiti finanziati con depositi interni. Alcuni osservatori si attendono ora una nuova fase di fusioni transnazionali (cfr. White, 1998). Il mercato europeo si allineerà con il resto del mondo nella globalizzazione dell'attività bancaria?

Nell'Asia orientale il recente passaggio a un'operatività globale è in certa misura la conseguenza delle difficoltà incontrate da molti sistemi bancari in seguito alla crisi del 1997. Se è vero che la debolezza del settore bancario

L'operatività globale si rafforzerà in Europa?

L'Asia continuerà ad aprirsi alle banche estere?

⁷ Cfr. 936 F.2d 723; 1991 US App. La Corte Suprema decise in favore dell'attore, sostenendo che il contratto di deposito non escludeva esplicitamente il rimborso a New York. La legislazione USA venne successivamente modificata in senso contrario a tale disposto (Title 12, *United States Code*, section 633, 1994) sicché, in caso di moratoria, il rimborso può essere richiesto negli Stati Uniti soltanto se il contratto prevede esplicitamente questa clausola.

⁸ Cfr. Borio e Tsatsaronis (1999).

aveva parimenti fatto da sfondo alla globalizzazione bancaria in America latina, le eccedenze di parte corrente emerse nell'Asia orientale dopo la crisi segnano un'importante differenza. I paesi di quest'area non stanno generalmente accumulando passività internazionali nette, e da questo lato non avvertiranno la necessità di accrescere la presenza delle istituzioni estere nei loro sistemi bancari. Con l'ingresso nell'OMC la Cina si è impegnata ad aprire il proprio mercato alle istituzioni finanziarie straniere, anche per le operazioni in moneta nazionale, e molte banche contano di realizzare una rapida espansione delle quote di mercato. La questione che si pone è: l'Asia orientale continuerà ad aprire i mercati interni alle banche estere anche dopo che le istituzioni locali avranno rimediato ai danni subiti durante la crisi?

Infine, le strategie delle banche potrebbero mutare alla luce di quanto avvenuto in Argentina. La possibilità che gli impieghi e i depositi in dollari subiscano un trattamento differenziato potrebbe indurre le banche a rivalutare i rischi insiti nelle operazioni in valuta estera finanziate in loco. In questo caso, esse cercherebbero di far maggiormente corrispondere la denominazione dei crediti a quella delle risorse monetarie della clientela locale. Una reazione di questo tipo potrebbe rendere più solido il sistema bancario internazionale. Di qui l'interrogativo: la strategia globale delle banche tenderà in futuro a favorire l'operatività in valuta locale?

Quali saranno le conseguenze della crisi argentina?

Riferimenti bibliografici

Borio, Claudio e Kostas Tsatsaronis (1999): "Il processo di ristrutturazione nel settore bancario mondiale", *Rassegna trimestrale BRI*, agosto, pagg. 36–48.

Hawkins, John e Dubravko Mihaljek (2001): "The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability – an overview", in *The banking industry in the emerging market economies, BIS Papers*, n. 4, agosto.

McCauley, Robert N. e Rama Seth (1992): "Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans", Federal Reserve Bank di New York, *Quarterly Review*, vol. 17, primavera.

Palmer, David (2000): "US bank exposure to emerging-market countries during recent financial crises", *Federal Reserve Bulletin*, febbraio, pagg. 81–96.

Ruud, Judith S. (2002): "US banks' exposure to losses in foreign countries", Congressional Budget Office Paper, di prossima pubblicazione.

United Nations Conference on Trade and Development (2001): *World Investment Report 2001*, Ginevra.

White, William R. (1998): "The coming transformation of continental banking?", *BIS Working Papers*, n. 54, giugno.

Credito bancario internazionale alle economie emergenti: flusso e riflusso negli anni novanta¹

Uno degli aspetti che hanno contraddistinto l'attività sui mercati finanziari mondiali durante gli anni novanta è stato il notevole aumento del credito bancario internazionale ai paesi in via di sviluppo, nonché il suo drastico ridimensionamento dopo la crisi asiatica della seconda metà del 1997. Fin dai primi anni dello scorso decennio l'ampio afflusso di capitali ai paesi emergenti e la susseguente inversione di tendenza hanno dato origine a numerose analisi. Tuttavia, sono relativamente pochi gli studi incentrati specificatamente sulle determinanti del credito bancario internazionale, che di tali flussi ha costituito una delle maggiori componenti². Il presente saggio analizza i fattori alla base delle variazioni delle attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle maggiori economie emergenti dell'Asia e dell'America latina. Il lavoro si fonda sull'ipotesi che sebbene i flussi creditizi siano essenzialmente indotti dalle grandezze economiche fondamentali, anche altri fattori possono talora esercitare un influsso. Adottando un ben noto approccio che distingue fra determinanti esogene ("push") ed endogene ("pull"), i risultati preliminari indicano che entrambi i tipi di fattori influiscono sulla dinamica del credito bancario internazionale. Ulteriori test evidenziano che quest'ultima potrebbe essere stata condizionata anche dal regime di cambio vigente.

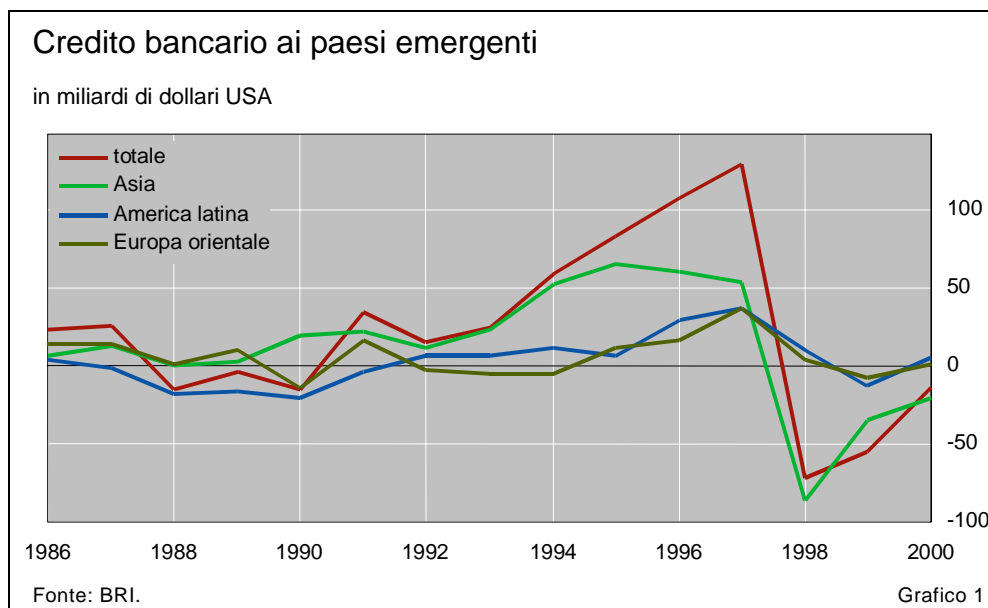
Espansione e contrazione del credito bancario

Mercato aumento
del credito
bancario ...

Il credito bancario internazionale ai paesi in via di sviluppo è cresciuto marcatamente fra la fine del 1990 e l'ultima parte del 1997. Di tale aumento hanno beneficiato soprattutto l'Asia e, seppure in misura minore, l'Europa orientale e l'America latina (grafico 1). In confronto, i crediti ai paesi dell'Africa

¹ Gli autori desiderano ringraziare Florence Béranger e Philippe Hainaut per l'assistenza fornita nel raccogliere ed elaborare gran parte dei dati utilizzati in questo studio. Le opinioni ivi espresse non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

² Notevoli eccezioni sono Buch (2000) e Goldberg (2001).



e del Medio Oriente (non indicati nel grafico) sono rimasti pressoché stagnanti³.

Gran parte dell'incremento dei crediti nel periodo suddetto è dovuto alla forte crescita delle posizioni a breve termine (grafico 2). Questa tendenza è stata attribuita a vari fattori, fra cui l'espansione dei finanziamenti al commercio, la liberalizzazione dei mercati, la creazione di centri offshore, i vantaggi offerti dagli impieghi a breve nel monitorare e gestire le esposizioni internazionali, nonché le cosiddette opportunità di "arbitraggio" generate dalla combinazione di alti tassi d'interesse nominali e cambi fissi o quasi fissi⁴. È stata anche avanzata l'ipotesi che l'erogazione di crediti a breve possa essere stata incoraggiata dal quadro regolamentare vigente⁵.

La quota dei crediti a breve ha raggiunto il livello massimo in Asia, di riflesso al rapido sviluppo dei sistemi bancari locali e offshore, e forse anche a causa delle strategie di "arbitraggio" sui tassi d'interesse attuate dalle banche internazionali. Nell'America latina la quota delle attività a breve è sì aumentata, ma a partire da un livello inferiore, dato il maggior peso dei prestiti a lunga scadenza concessi agli enti pubblici e l'influsso dei precedenti accordi di ristrutturazione.

... soprattutto a breve termine

Quota dei crediti a breve massima in Asia

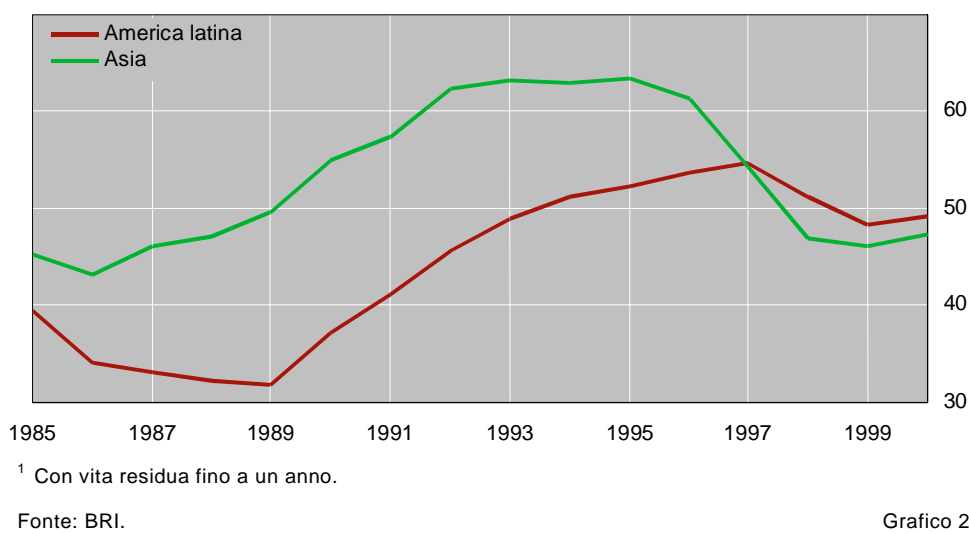
³ La più generale questione della globalizzazione dell'attività bancaria internazionale è trattata nella sezione monografica a pag. 43 di questa *Rassegna trimestrale BRI*.

⁴ Sebbene tali strategie di "carry" siano spesso denominate "arbitraggi", l'utilizzo di questo termine è improprio, poiché le operazioni di arbitraggio sono per definizione esenti da rischio. Per una trattazione più dettagliata delle questioni connesse cfr. Moreno et al. (1998).

⁵ È stato ad esempio affermato che l'Accordo di Basilea del 1988 potrebbe aver stimolato gli impieghi a breve termine ai paesi in via di sviluppo. L'Accordo prevede che, ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza, si applichi un coefficiente di rischio del 20% alle attività bancarie internazionali con vita residua fino a un anno e un coefficiente del 100% a quelle a più lungo termine. Un gruppo di lavoro del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1999) non ha trovato conferme empiriche conclusive a tale riguardo.

Distribuzione del credito bancario internazionale alle economie emergenti in base alla scadenza

crediti a breve¹ in percentuale dei crediti totali



Forte espansione dei crediti delle banche europee

Un'altra tendenza notevole è stata la forte espansione dell'attività delle banche europee (grafico 3). Questa espansione, specie in Asia e in America latina, è stata attribuita al desiderio delle banche europee di diversificare gli impieghi rispetto alle aree in cui esse avevano tradizionalmente svolto un ruolo preminente (Africa, Europa orientale e Medio Oriente), all'aumento degli investimenti diretti esteri e degli scambi commerciali delle imprese europee, nonché alla bassa redditività delle operazioni tradizionali in un contesto di debole crescita economica in Europa⁶. Alla fine del 1997 le banche europee presentavano la più elevata esposizione verso i paesi emergenti, oltre che la maggiore diversificazione geografica.

Attività di credito relativamente modesta delle banche nordamericane

Nello stesso periodo le banche del Nord America hanno incrementato la propria attività creditizia a ritmi relativamente modesti. Questa cautela derivava probabilmente dalle esperienze dei primi anni ottanta, quando i loro bilanci erano stati gravemente indeboliti dalle perdite sui crediti verso l'America latina. Le banche nordamericane sono tornate ad aumentare i prestiti a quest'area fra il 1992 e il 1994, per poi nuovamente ridurli allorché la crisi messicana di fine 1994 ha causato la dismissione di un ingente ammontare di strumenti debitori a breve termine e ad alto rendimento emessi dal governo messicano. In seguito, il credito accordato dalle banche USA all'America latina è rimasto su bassi livelli, e i loro sforzi si sono orientati verso quelle aree in cui fino allora esse avevano svolto un ruolo più limitato (come Asia, Africa, Europa orientale e Medio Oriente).

⁶ Nel caso delle banche tedesche, la bassa redditività potrebbe anche essere stata causata dalla forte concorrenza delle banche a capitale pubblico. Queste ultime paiono essersi avvalse del patrocinio statale per ottenere elevati rating e, di conseguenza, condizioni di finanziamento più favorevoli rispetto alle istituzioni private.

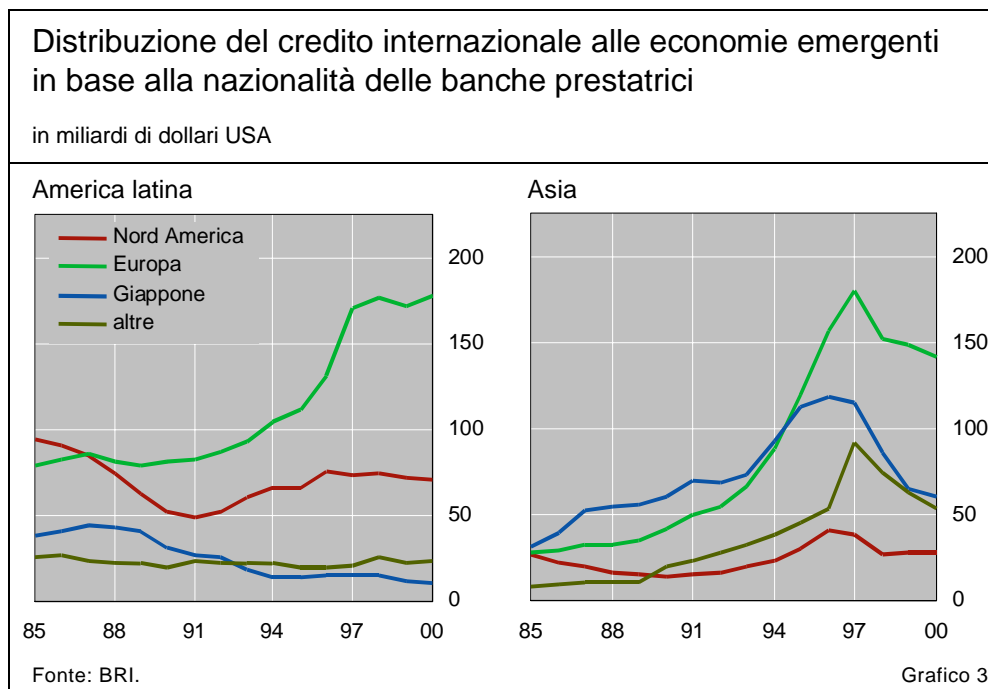
Il comportamento delle banche giapponesi si pone in netto contrasto con quello degli altri principali gruppi. Sebbene il volume delle loro posizioni creditorie fosse inizialmente elevato e abbia continuato a crescere nei primi anni novanta, la quota sul totale mondiale dei crediti in essere ha seguito un trend discendente. Le sempre maggiori perdite subite a fronte degli impieghi interni, unitamente alle pressioni a rafforzare la base patrimoniale, hanno ridotto l'interesse delle banche giapponesi per l'attività creditizia internazionale. Dopo una certa ripresa nel 1994-95 (specie nel credito ai paesi asiatici), la comparsa di un significativo premio sulle passività delle banche nipponiche, dovuta ai crescenti timori circa la solidità del sistema finanziario del paese, ha causato una nuova battuta d'arresto. Poiché quasi l'80% del credito internazionale era nei confronti di residenti asiatici, le banche giapponesi risultavano essere il gruppo nazionale maggiormente esposto verso quest'area.

I prestatori giapponesi mostrano un minore entusiasmo

La crisi asiatica manifestatasi nel luglio 1997 ha determinato un peggioramento delle condizioni sul mercato bancario internazionale. Sebbene i crediti complessivi alle economie emergenti segnassero un nuovo record alla fine dell'anno, si era ormai messo in moto un processo di ridimensionamento. Le banche hanno ridotto prontamente le loro attività verso i residenti asiatici già a partire dalla seconda metà del 1997 (soprattutto con il mancato rinnovo di linee a breve), mentre nei primi sei mesi del 1998 hanno ancora aumentato l'esposizione nei confronti dei prenditori dell'America latina e dell'Europa orientale. Tuttavia, dal secondo semestre 1998 in poi tutte le aree (salvo Africa e Medio Oriente) sono state interessate dalla contrazione dell'attività creditizia internazionale seguita alla moratoria sul debito russo. Il calo era dovuto non solo alla minore propensione delle banche a concedere prestiti, ma anche a

L'iniziale flessione dei crediti all'Asia verso la fine del 1997 ...

... si estende in seguito a quasi tutte le aree



Flussi netti di capitali verso le economie emergenti											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Totale flussi di capitali privati	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>di cui:</i>											
investimenti diretti	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
investimenti di portafoglio	- 0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
altri flussi di capitali ¹	24,6	40,1	8,5	- 6,1	- 43,7	74,2	25,6	- 65,6	- 85,6	- 91,9	-122,8
¹ Compresi i crediti bancari.											
Fonte: FMI, <i>World Economic Outlook</i> .										Tabella 1	

una minore domanda di credito, specie dall'Asia, dove le eccedenze di parte corrente, il disindebitamento delle imprese e gli afflussi di investimenti azionari riducevano il fabbisogno di finanziamento bancario esterno. Nel complesso, dalla fine del 1997 il credito bancario internazionale si è contratto in misura considerevole. La flessione ha riguardato soprattutto le posizioni verso i paesi asiatici, mentre il credito erogato alle altre aree ha ristagnato. Dopo di allora l'attività creditizia non si è più ripresa.

Le recenti crisi evidenziano la volatilità del credito bancario

Le recenti crisi finanziarie hanno messo in questione alcune radicate convinzioni circa la stabilità relativa dei diversi tipi di flussi di capitali. Per lungo tempo si è pensato che il credito bancario fosse più stabile del finanziamento ottenuto sui mercati mobiliari, potendo sostituirsi alla ridotta emissione di titoli nei periodi di tensione (Banca mondiale, 2000, 2001). Questa caratteristica veniva ricondotta alla maggiore enfasi posta dalle banche prestatrici sulle grandezze economiche fondamentali di lungo periodo, non da ultimo a causa della limitata negoziabilità dei crediti sul mercato secondario (Sarno e Taylor, 1999). Tuttavia, l'importanza crescente assunta dai crediti a breve nella prima metà degli anni novanta ha fortemente intaccato questa presunta stabilità, in quanto ha permesso alle banche di ridurre rapidamente le proprie esposizioni (tabella 1). La revoca delle linee creditizie a breve ha contribuito ad accrescere la volatilità del mercato durante la crisi asiatica, creando problemi particolarmente acuti per i paesi dell'area.

Quadro analitico

Vasta letteratura sulle determinanti dei flussi di capitali ...

Il grande volume di capitali affluiti alle economie emergenti a partire dai primi anni novanta e l'entità del loro riflusso dal 1997 hanno stimolato una vasta letteratura sulle cause di tali movimenti. Questi sono stati attribuiti all'interazione fra vari fattori, quali: a) i cambiamenti delle condizioni macroeconomiche mondiali e b) delle grandezze economiche fondamentali nei paesi destinatari; c) la presenza di comportamenti gregari fra i prestatori; d) la crescente importanza della cartolarizzazione e dell'investimento istituzionale;

e) la liberalizzazione dei movimenti di capitali e dei mercati finanziari nei paesi emergenti; f) la riduzione dei premi di rischio derivante dalle garanzie governative implicite o esplicite⁷.

Mentre le trattazioni teoriche hanno considerato un'estesa gamma di potenziali fattori, i lavori empirici hanno per lo più fatto riferimento a schemi concettuali che distinguono le determinanti esogene ("push") da quelle endogene/regionali ("pull") dei flussi di capitali (Calvo et al., 1993; Chuhan et al., 1998; Fernandez-Arias, 1996; Montiel e Reinhart, 1999).

Sono detti esogeni i fattori ritenuti esterni alla sfera di influenza del paese mutuuario. Essi consistono in quegli elementi strutturali e ciclici che inducono prestatori e investitori dei mercati finanziari maturi a diversificare internazionalmente i propri portafogli. Tali elementi agiscono soprattutto nel senso di ridurre temporaneamente l'attrattiva delle attività finanziarie dei paesi industriali, ad esempio in presenza di più bassi rendimenti o di una congiuntura depressa. A ciò possono aggiungersi fattori di "moral hazard", allorché l'apprestamento di garanzie più o meno esplicite da parte dei governi dei paesi creditori o di istituzioni finanziarie internazionali abbassa il premio di rischio sulle passività emesse dai mutuatari di economie emergenti⁸.

Le determinanti endogene, che sono generalmente collegate alle politiche e alle variabili economiche interne, operano attraverso l'aspettativa di un miglioramento duraturo del rapporto rischio/rendimento (minore rischio ovvero maggiore rendimento) dei progetti di investimento nei paesi mutuatari. Rientrano in questa categoria i successi ottenuti dalle politiche macroeconomiche, come una stabilizzazione dell'inflazione unita al risanamento dei conti pubblici, provvedimenti a breve termine che innalzano il rendimento atteso delle attività finanziarie locali e riforme istituzionali volte ad accrescere il grado di apertura dei mercati finanziari interni.

Mentre gran parte dei riscontri empirici raccolti nella prima metà degli anni novanta indicava che i tassi d'interesse USA e le condizioni cicliche avevano svolto un ruolo rilevante nel determinare i flussi di capitali verso le economie emergenti, gli studi successivi non hanno in genere confermato questo nesso (cfr. ad esempio Banca mondiale, 1997).

I lavori più recenti hanno invece messo l'accento sulla complementarità dei fattori esogeni ed endogeni, laddove i primi tendono a determinare il profilo temporale e il volume dei flussi, mentre i secondi la loro distribuzione geografica (Montiel e Reinhart, 1999; Dasgupta e Ratha, 2000). Alcuni ricercatori, come Eichengreen e Mody (1998), hanno inoltre evidenziato certi limiti insiti nell'analisi delle determinanti dei flussi di capitali, sostenendo che ogni studio dovrebbe considerare l'impatto sia di prezzo sia di volume esercitato dai cambiamenti dei fattori esogeni.

... che distingue fra fattori esogeni ed endogeni

Sono esogeni i fattori esterni alla sfera di influenza del paese mutuuario

I fattori endogeni sono collegati a politiche e variabili economiche interne

Studi più recenti sottolineano la complementarità dei fattori

⁷ Il presente lavoro si focalizza soprattutto sui primi due tipi di fattori.

⁸ Gli schemi di assicurazione dei depositi nei paesi prestatori e le garanzie implicite sotto forma di regimi di cambio fisso nei paesi mutuatari sono esempi di fattori esogeni ed endogeni indotti dal quadro regolamentare.

Un più ristretto numero di studi ha adottato approcci alternativi, come i modelli "gravitazionali" (Gosh e Wolf, 2000; Portes et al., 2001). Questi modelli ipotizzano che i flussi finanziari, al pari di quelli commerciali, dipendono in modo cruciale dalla distanza e dal peso economico relativo dei paesi, che fungono da proxy rispettivamente delle difficoltà di informazione e del livello di sviluppo.

In generale, l'opinione prevalente nei primi anni novanta era che i fattori ciclici costituissero il motore primo dei flussi di capitali verso i paesi emergenti. Tuttavia, analisi condotte nella seconda metà del decennio portano a concludere che altre forze strutturali, come l'integrazione finanziaria globale, e dinamiche più complesse hanno parimenti avuto un ruolo significativo.

Fattori esogeni o endogeni?

Entrambi i fattori
influiscono sul
credito bancario

Come descritto nel riquadro di pag. 63, la proposta equazione di base mostra che entrambi i tipi di fattori hanno influenzato il credito bancario internazionale nel periodo in esame (1985–2000). Nel complesso, i risultati ottenuti si discostano in certa misura da quelli di precedenti lavori sui flussi internazionali di capitali verso l'area emergente, mentre presentano analogie con le indicazioni emerse dagli studi più recenti.

Debole correlazione
fra il PIL dei paesi
prestatori e i flussi
bancari ...

Dal lato dei fattori esogeni, si rileva che l'attività economica reale nei maggiori paesi industriali mostra una debole correlazione positiva con il credito bancario internazionale. Tale correlazione risulta dalla combinazione della forte crescita nei principali paesi prestatori negli anni novanta (fatta salva l'eccezione notevole del Giappone) con gli ampi flussi creditizi sino alla fine del 1997⁹. Questo riscontro parrebbe indicare che una robusta attività economica nei maggiori paesi prestatori tenda a generare influssi positivi sui mercati emergenti, creando l'incentivo ad accrescere le esposizioni transfrontaliere. Ciò contrasta con l'ipotesi avanzata in lavori precedenti (ad esempio, Calvo et al., 1993; Hernandez e Rudolph, 1995), secondo cui una decelerazione dell'attività economica nei principali paesi prestatori indurrebbe le banche a cercare sbocchi creditizi altrove.

... ma forte impatto
positivo dei tassi
d'interesse reali

Si può inoltre constatare una relazione positiva fra i tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori e i flussi creditizi verso le economie emergenti. Anche questo riscontro è in contrasto con i risultati di passati lavori sui flussi di capitali diretti ai paesi in via di sviluppo. L'idea sottostante era che un rallentamento ciclico nelle economie avanzate sarebbe stato accompagnato da più bassi rendimenti attesi sul mercato interno, approssimati dai tassi d'interesse reali a breve termine. In tali circostanze le banche avrebbero presumibilmente cercato di accrescere la redditività degli impieghi diversificando il portafoglio in favore di attività a più alto rendimento dei mercati emergenti. Le stime cui si è pervenuti paiono invece indicare che tali effetti di

⁹ In alcuni studi è stato impiegato l'output gap nei paesi industriali. Tuttavia, poiché questa variabile risulta fortemente correlata con i tassi d'interesse reali a breve, per evitare problemi di collinearità si è preferito utilizzare una scomposizione Hodrick-Prescott del PIL reale.

diversificazione sono stati controbilanciati dalla fiducia degli investitori a livello mondiale risultante dall'impatto positivo prodotto sulle economie emergenti dalla robusta crescita nei paesi prestatori. Infatti, sebbene quest'ultima abbia spinto al rialzo i tassi reali, i flussi creditizi sono rimasti ampi per gran parte degli anni novanta. Inoltre, le crisi finanziarie intervenute verso la fine del decennio sono state seguite dall'esaurirsi dei nuovi prestiti bancari e da una certa riduzione dei tassi ufficiali nei principali paesi prestatori. Probabilmente, ciò contribuisce anche a spiegare la relazione positiva fra tassi d'interesse e impieghi bancari.

Il credito internazionale sembra essere influenzato da cambiamenti nell'avversione al rischio nei paesi prestatori. Nell'equazione proposta questa determinante viene approssimata dal premio di rischio sulle obbligazioni di società USA con rating BBB. Un ampliamento del differenziale riflette una maggiore avversione al rischio, la quale è sistematicamente collegata a un calo dei flussi creditizi. Va tuttavia rilevato che un innalzamento del premio può anche rispecchiare un aumento generale del rischio di insolvenza derivante da un rallentamento economico negli stessi paesi prestatori¹⁰.

Per quanto concerne i vari fattori endogeni, l'analisi condotta appare sostanzialmente in linea con la letteratura esistente. Gli scambi commerciali bilaterali tra paesi creditori e debitori sono un fattore esplicativo rilevante. La correlazione positiva fra l'interscambio e il credito bancario può essere spiegata dal fatto che il finanziamento del commercio è stato tradizionalmente uno dei più importanti canali per l'espansione internazionale degli impieghi bancari. Inoltre, una solida relazione commerciale contribuisce a ridurre le asimmetrie informative fra prestatori e mutuatari, e ciò favorisce la concessione di crediti.

Anche la crescita economica nei paesi emergenti risulta correlata positivamente con il credito bancario internazionale. Vi sono due principali modi in cui tale interazione può operare. Primo, una dinamica sostenuta dei consumi, degli investimenti e del commercio tende ad attrarre nuovi crediti. Secondo, un miglioramento delle prospettive economiche influenza favorevolmente la valutazione del rischio paese. Ovviamente, molto dipende dal fatto che la crescita sia ritenuta sostenibile (aspetto non verificato nella presente analisi).

La volatilità del tasso di cambio nominale nei paesi mutuatari ha avuto un effetto inibente sul credito¹¹. Ciò non sorprende, giacché un'insolita variabilità del cambio sta probabilmente a indicare che il paese è in una situazione di instabilità o di turbolenza finanziaria. In particolare, un'elevata esposizione in valuta estera dei sistemi bancari nei paesi emergenti accresce la loro fragilità finanziaria.

Anche l'atteggiamento dei prestatori verso il rischio influenza i flussi bancari

L'interscambio commerciale contribuisce a spiegare i flussi creditizi ...

... e a migliorare la crescita nei paesi mutuatari ...

... mentre la volatilità del cambio ha effetti negativi

¹⁰ Taluni autori hanno messo in rilievo la prociclicità del rischio di credito. Cfr. Borio et al. (2001) per una trattazione più estesa.

¹¹ La volatilità del cambio può risultare sia da forti afflussi che da forti deflussi di capitali. Al fine di correggere questa potenziale endogenità, è stato impiegato il primo lag della varianza del tasso di cambio.

Metodologia empirica e risultati delle stime

Variabile dipendente

La variabile dipendente adottata è il flusso dei crediti bancari internazionali risultante dalle statistiche consolidate della BRI. Queste serie ben si prestano a un'analisi delle determinanti del credito bancario poiché consentono di osservare l'evoluzione delle esposizioni in base alla nazionalità delle banche prestatrici e al paese di residenza dei mutuatari. Tali informazioni non sono ottenibili da altre fonti sul credito internazionale, come le statistiche di bilancia dei pagamenti del FMI^① o il sistema di debtor reporting della Banca mondiale^②. Poiché le cifre consolidate della BRI sono dati di stock espressi in dollari USA, i flussi sono stati ricavati per differenza dalle statistiche semestrali originarie nel periodo dal 1985 al 2000^③.

Dal lato degli impieghi sono stati considerati soltanto i più importanti paesi prestatori, ossia Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Spagna. La variabile dipendente effettivamente impiegata per le stime è un aggregato dei crediti accordati complessivamente a ciascuno dei seguenti paesi: Argentina, Brasile, Cile, Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Messico, Thailandia e Venezuela. Le attività verso questi paesi rappresentavano circa il 55% dei crediti totali verso l'area in via di sviluppo a fine giugno 1997 (prima che si manifestasse appieno la crisi in Asia).

Variabili esplicative

È stato costruito un insieme di variabili esplicative traendo spunto dai lavori empirici sui flussi internazionali di capitali e distinguendo fra fattori esogeni ("push") ed endogeni ("pull")^④.

Fattori esogeni: (i) basandosi sull'ipotesi che una più debole attività economica nei paesi prestatori induce le banche a cercare altrove sbocchi per i propri impieghi, è stato utilizzato come fattore esplicativo il valore in dollari del PIL reale aggregato di tutti i paesi prestatori. Al fine di evitare potenziali problemi di stima connessi con la non stazionarietà del PIL reale, si è proceduto a una scomposizione Hodrick-Prescott delle serie semestrali. (ii) Come misura dell'esigenza delle banche di ricercare più alti rendimenti all'estero, si è fatto uso dei tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori, sotto forma di media semplice dei dati mensili sui tassi nominali a tre mesi in ciascun paese prestatore, deflazionati con il corrispondente indice dei prezzi al consumo. (iii) Per verificare se la propensione al rischio dei prestatori sia una determinante dei flussi creditizi, è stata creata

Determinanti del credito bancario internazionale aggregato

	Coefficiente	t-stat	Livello di significatività
PIL reale nei paesi prestatori	0,07	1,63	0,10
Tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori	0,22	2,84	0,00
Indicatore dell'avversione al rischio ¹	-0,30	-5,39	0,00
Commercio bilaterale	0,36	4,77	0,00
PIL reale nelle economie emergenti	0,09	2,28	0,02
Volatilità del cambio bilaterale ²	-0,15	-3,41	0,00
"Operazioni Brady"	-0,27	-5,24	0,00
Rapporto debito esterno/PIL nelle economie emergenti	-0,11	-3,12	0,00

¹ Differenziale di rendimento fra obbligazioni societarie BBB e titoli del Tesoro USA. ² Primo lag della varianza del tasso di cambio bilaterale. Il coefficiente R² per questa regressione è 0,24; quello del test Durbin-Watson è 1,67.

① Nonostante l'ampia copertura statistica dei flussi di capitali, le serie del FMI non rivelano la provenienza dei fondi. ② I dati della Banca mondiale riportano sia le posizioni dei paesi debitori in passività private a lungo termine non garantite, sia le posizioni dei paesi creditori in attività a breve, ma anch'essi non forniscono informazioni sull'origine dei crediti. ③ Data la mancanza di una disaggregazione per valuta, non è stato possibile depurare i flussi dagli effetti di cambio; pertanto, essi possono risultare sia da effettive variazioni dei crediti sia da movimenti del tasso di cambio. ④ I dati per le variabili esplicative provengono da varie fonti: *Global development finance* (Banca mondiale); *International financial statistics* (FMI); statistiche congiunte BRI-Banca mondiale-FMI-OCSE sul debito esterno.

una variabile “avversione al rischio”, assumendo il differenziale di rendimento fra le obbligazioni di società USA con rating BBB e i titoli del Tesoro USA.

Fattori endogeni: (i) il finanziamento dell’interscambio costituisce tradizionalmente un canale primario per l’espansione internazionale delle banche. È stata costruita una variabile del commercio bilaterale aggregando gli scambi trimestrali di tutti i paesi prestatori verso ciascuno dei paesi mutuatari. Tali flussi sono stati cumulati in serie semestrali. (ii) Poiché una crescita rapida o in accelerazione nei mercati emergenti può essere considerata favorevolmente dai prestatori, è stato impiegato il valore in dollari del PIL reale nei paesi mutuatari. I dati sono stati depurati dal trend mediante una scomposizione Hodrick-Prescott. Vista la mancanza di serie trimestrali per alcuni paesi emergenti, le serie semestrali sono state ottenute mediante interpolazione lineare dei dati annuali. (iii) La variabilità del tasso di cambio bilaterale di un paese mutuatario è un indicatore di instabilità finanziaria. A questo scopo, è stata assunta la media della varianza annualizzata dei tassi di cambio mensili bilaterali fra ciascun paese mutuatario e ciascun paese prestatore. (iv) Si presume che un elevato indebitamento esterno tenda a ridurre il credito bancario. È stato preferito il rapporto fra debito esterno e PIL rispetto a una misura del disavanzo di parte corrente a causa di possibili problemi di endogenità. Le serie sono state ricavate interpolando i rapporti debito/PIL dei singoli paesi mutuatari. (v) Infine, per tener conto delle operazioni di riduzione del debito del piano Brady, sono state inserite variabili dummy per Argentina, Brasile, Filippine, Messico e Venezuela. Tali variabili assumono valore 1 negli anni in cui sono state effettuate “operazioni Brady” e 0 negli altri anni.

Metodologia di stima

Si è fatto uso di tecniche per dati longitudinali. Al fine di evitare la perdita di efficienza derivante da covarianze tra i flussi creditizi, il modello è stato stimato mediante regressioni apparentemente non collegate⁶. Inoltre, per controllare la diversa importanza economica dei paesi e l’entità degli shock, ciascuna variabile è stata normalizzata sottraendo dal suo valore effettivo il valore della sua media e dividendo la risultante differenza per lo scarto quadratico della variabile stessa.

Stime di base

Le stime ottenute, riportate nella precedente tabella, indicano che entrambi i tipi di fattori influiscono sul credito internazionale. L’indicatore dell’avversione al rischio è un fattore esogeno significativo. In contrasto con precedenti studi, è stato riscontrato che il PIL reale e i tassi d’interesse reali a breve nei paesi prestatori hanno un comportamento prociclico. I fattori endogeni sono tutti rilevanti e comprendono il commercio bilaterale fra paesi prestatori e paesi mutuatari, il ciclo economico nei paesi emergenti, la volatilità dei cambi bilaterali e il rapporto debito esterno/PIL nei paesi emergenti. Questi risultati sono discussi in maggior dettaglio alle pagg. 61-66.

Verifica dell’impatto del regime di cambio

Si è inoltre verificato se altri fattori esplicativi, come il regime di cambio, possano aver favorito i flussi creditizi. L’equazione di base è stata modificata eliminando la varianza del tasso di cambio e sostituendola con tre nuove variabili. La prima è il differenziale di tasso d’interesse nominale a breve fra paesi prestatori e paesi mutuatari. La seconda è una dummy rappresentativa del regime di cambio; per costruire questa variabile sono state impiegate le metodologie elaborate da Calvo e Reinhart (2000), nonché da Bailliu et al. (2000), considerando tre tipi di regime: fisso, intermedio e fluttuante. La terza variabile è una dummy interattiva fra il differenziale di tasso d’interesse e il regime di cambio. Il modello consente di analizzare l’effetto marginale di ciascun fattore sul credito, mentre la dummy interattiva tiene conto delle strategie di “carry”. Ne risulta che i regimi di cambio fisso e vincolato tendono ad attrarre afflussi di capitali, mentre quelli di cambio fluttuante tendono a inibirli. Si noti che le strategie di “carry” paiono aver avuto un ruolo significativo nei paesi con regimi di cambio vincolato.

Sono stati effettuati vari test addizionali, per verificare fra l’altro se vi fossero disparità di comportamento fra crediti a breve e a lungo termine, asimmetria fra afflussi e deflussi ed evidenza di comportamenti gregari. Tali questioni sono trattate dettagliatamente in Jeanneau e Micu (2002).

⁶ Utilizzando lo stimatore generalizzato dei minimi quadrati proposto da Zellner (1962).

L'impatto delle operazioni di riduzione del debito

La variabile dummy per le operazioni di riduzione del debito del piano Brady appare altamente significativa per spiegare il credito aggregato. Ciò non significa che tali operazioni causino una diminuzione dei nuovi crediti; esse comportano piuttosto una contrazione delle attività in essere, che si traduce in un valore minore o negativo dei flussi calcolati a partire dalle consistenze.

Un elevato debito esterno inibisce il nuovo credito

Com'era prevedibile, un elevato livello del debito estero nei paesi emergenti determina una riduzione del credito bancario¹². Il rapporto fra debito estero e PIL è un importante parametro dell'affidabilità creditizia. La crisi debitoria dei PVS agli inizi degli anni ottanta e le crisi più recenti nelle economie emergenti hanno avuto un notevole impatto sulla valutazione del rischio paese da parte delle banche, che sono infatti divenute assai meno propense a concedere crediti ai paesi in condizioni più precarie. Il rischio connesso con un elevato indebitamento estero si riferisce sia alla possibilità che vengano imposte restrizioni valutarie o moratorie dei pagamenti, sia al pericolo di turbative politico-sociali conseguenti a una crisi di insolvenza del paese.

Il ruolo dei regimi di cambio

Nell'equazione di base è stato analizzato l'impatto della volatilità dei tassi di cambio sul credito bancario internazionale, riscontrando che un'elevata variabilità esercita un effetto inibente sui flussi creditizi. Poiché alcuni paesi hanno mantenuto un regime di cambio fisso per gran parte del periodo di stima, l'analisi è stata estesa per appurare se il tipo di regime valutario possa aver influito sul credito.

Vari regimi di cambio

Nei paesi considerati nello studio erano in vigore diversi regimi valutari. Molti di essi avevano ancorato esplicitamente o implicitamente il proprio tasso di cambio a quello di un grande paese industriale (principalmente gli Stati Uniti), mentre altri presentavano regimi più o meno fluttuanti (da sistemi stringenti di "crawling peg" fino alla fluttuazione pura). Le crisi finanziarie della seconda metà degli anni novanta hanno poi indotto molti paesi ad abbandonare di fatto la parità fissa (con l'eccezione della Malaysia, che nel 1998 ha fissato il proprio tasso di cambio e imposto controlli valutari).

I regimi di cambio fisso avrebbero incoraggiato il credito ...

L'analisi dell'influsso dei regimi di cambio è interessante in quanto l'esistenza de facto di parità fisse in vari paesi asiatici può avere generato una sorta di "moral hazard". Infatti, tali regimi potrebbero aver agito da garanzia implicita che ha incoraggiato gli investitori nazionali a speculare sul differenziale di interesse, spesso ampio, fra tassi interni e internazionali (o sul

¹² È stato preferito il livello del debito estero rispetto a una misura del disavanzo del conto corrente in considerazione di una potenziale endogenità di quest'ultimo. Inoltre, il conto corrente è un indicatore meno attendibile a causa della sua relazione instabile con il credito. In effetti, nei casi in cui un disavanzo corrente coesiste con una crescita durevole e un clima economico favorevole, ci si può attendere una relazione inversa con il credito bancario internazionale (ossia, un saldo corrente negativo accompagnato da flussi bancari positivi). Per contro, allorché i prestatori cominciano a temere che il disavanzo corrente diventi insostenibile, il credito bancario può facilmente esaurirsi.

boom dei prezzi delle attività locali) indebitandosi presso le banche estere per investire sui mercati finanziari interni¹³. Le strategie consistenti nel finanziarsi in una moneta a basso tasso di interesse e investire in un'altra ad alto rendimento, scontando la stabilità del rapporto di cambio, possono essere definite come operazioni "carry".

L'equazione di base è stata estesa per integrare la possibilità di tali effetti di "moral hazard" (per una breve descrizione del metodo, cfr. il riquadro). I risultati della nuova regressione mostrano che il differenziale d'interesse non è di per sé un fattore esplicativo statisticamente significativo (e come tale non figura in tabella). Nondimeno, gli investitori potrebbero aver assunto posizioni in altre attività interne i cui rendimenti attesi non sono colti dal differenziale d'interesse. I regimi di cambio fisso o vincolato mostrano di aver favorito i flussi creditizi, mentre quelli a cambio fluttuante hanno agito in senso contrario. I test statistici paiono inoltre indicare che le strategie di "carry" hanno svolto un ruolo nei paesi con sistemi di cambio fisso o vincolato. Ciò vale in particolare per i paesi asiatici considerati nello studio.

... come paiono confermare i test

I regimi di cambio vincolato favoriscono anche le operazioni "carry"

Conclusioni

Il presente studio analizza il ruolo dei fattori esogeni ("push") ed endogeni ("pull") nella dinamica del credito bancario alle economie emergenti. Si è cercato di sfruttare la grande abbondanza di informazioni contenute nelle statistiche bancarie BRI su base consolidata, una fonte non ancora utilizzata estesamente nella letteratura empirica sui flussi internazionali di capitali. Le statistiche della BRI sono particolarmente adatte a questo tipo di analisi poiché forniscono informazioni sia sull'origine che sulla destinazione dei fondi.

I risultati preliminari dell'analisi contrastano in parte con quelli di precedenti lavori sui flussi internazionali di capitali, mentre mostrano analogie con gli studi più recenti. Si è rilevato che entrambi i tipi di fattori hanno avuto un impatto significativo sul credito bancario internazionale. Tuttavia, i riscontri empirici concernenti due dei fattori esogeni maggiormente trattati, ossia il PIL reale e i tassi d'interesse reali nei paesi prestatori, indicano che queste variabili hanno un influsso prociclico, anziché anticiclico. Una più rapida crescita economica e più elevati tassi d'interesse reali nei paesi prestatori si associano a maggiori flussi creditizi. Le risultanze riguardanti i fattori endogeni sono sostanzialmente in linea con quelle di altri studi.

Inoltre, altri fattori – come il tipo di regime di cambio – sembrano avere parimenti esercitato un influsso. Test aggiuntivi mostrano che i regimi a cambio fisso o vincolato tendono a incoraggiare l'afflusso di crediti, mentre quelli a cambio fluttuante tendono a inibirlo. Essi indicano altresì che le strategie di "carry" hanno verosimilmente avuto un ruolo significativo nei paesi con sistemi di cambio più rigidi.

¹³ Tali strategie hanno avuto probabilmente più rilevanza per i crediti bancari a breve, poiché quelli a lungo termine dipendono maggiormente dalle grandezze economiche fondamentali.

Riferimenti bibliografici

Bailliu, Jeannine, Robert Lafrance e Jean-François Perrault (2000): "Exchange rate regimes and economic growth", in *Revisiting the case for flexible exchange rates*, Conference proceedings, Bank of Canada.

Banca mondiale (1997): *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*, Cap. 2, pagg. 75–149, Oxford University Press.

Banca mondiale (2000): *Global development finance*, Washington, D.C.

Banca mondiale (2001): *Global development finance: building coalitions for effective development finance*, Washington, D.C.

Borio, Claudio, Craig Furfine e Philip Lowe (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, n. 1.

Buch, Claudia M. (2000): "Information or regulation: what is driving the international activities of commercial banks?", *Kiel Working Paper*, n. 1011.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman e Carmen M. Reinhart (1993): "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America – the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n. 1, pagg. 108–51.

Calvo, Guillermo A. e Carmen M. Reinhart (2000): "Fear of floating", *NBER Working Paper*, n. 7993.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens e Nlandu Maimingi (1998): "Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors", *Journal of Development Economics*, vol. 55, pagg. 439–63.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1999): "Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis", *BCBS Working Papers*, n. 2.

Dasgupta, Dipak e Dilip Ratha (2000): "What factors appear to drive private capital flows to developing countries? And how does official lending respond?", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 2392.

Eichengreen, Barry e Ashoka Mody (1998): "What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment?", *NBER Working Paper*, n. 6408.

Fernandez-Arias, Eduardo (1996): "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, pagg. 389–418.

Goldberg, Linda (2001): "When is US bank lending to emerging markets volatile?", *NBER Working Paper*, n. 8209.

Gosh, Swati e Holger Wolf (2000): "Is there a curse of location? Spatial determinants of capital flows to emerging markets", in Edwards (ed.), *Capital flows and the emerging economies*, pagg. 137–56.

Hernandez, Leonardo e Heinz Rudolph (1995), "Sustainability of private capital flows to developing countries – is a generalised reversal likely?", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 1518.

Jeanneau, Serge e Marian Micu (2002): "The determinants of international bank lending to emerging market countries", *BIS Working Papers* (di prossima pubblicazione).

McCauley, Robert N., Judith S. Ruud e Philip D. Wooldridge (2002), "Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, pagg. 43-54.

Montiel, Peter e Carmen M. Reinhart (1999): "Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s", *Journal of Money and International Finance*, vol. 18, pagg. 619–35.

Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla ed Eli Remolona (1998): "Asia's financial crisis: lessons and policy response", in *Asia: responding to crisis*, pagg. 1–27, Asian Development Bank Institute.

Portes, Richard, Helene Rey e Yonghyup Oh (2001), "Information and capital flows: the determinants of transactions in financial assets", *European Economic Review*, vol. 45, pagg. 783–96.

Sarno, Lucio e Mark P. Taylor (1999): "Hot money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation", *Journal of Development Economics*, vol. 59, pagg. 337–64.

Zellner, Arnold (1962): "An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions, and tests for aggregation bias", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 57, pagg. 348–68.

Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI¹

I dati di fonte privata sui prestiti sindacati internazionali sono disponibili con tre mesi di anticipo sulle statistiche bancarie consolidate della BRI e contengono informazioni su varie caratteristiche delle singole operazioni. D'altra parte, i dati BRI rispecchiano gli utilizzi effettivi e i rimborsi, mentre i primi si basano sull'annuncio di linee creditizie che possono anche non essere attivate. Nondimeno, i prestiti sindacati rappresentano una parte importante dei crediti bancari erogati e dovrebbero pertanto fornire utili indicazioni complementari². Nel presente studio sono comparate le due serie di dati, tenendo conto delle loro differenze concettuali e pratiche. Il raffronto permette di comprendere meglio sia la natura delle attività consolidate notificate alla BRI, sia il modo in cui i prestiti sindacati vengono utilizzati. Esso mostra inoltre che, grazie alla maggiore tempestività, le statistiche sui prestiti possono fornire, in date circostanze e per certe categorie di mutuatari, valide informazioni preliminari sull'evoluzione degli aggregati bancari.

Filtraggio dei dati sui prestiti sindacati

Le due serie statistiche non si prestano a una comparazione immediata. Come mostra la tabella 1, i dati sui prestiti sindacati inglobano operazioni sia locali che internazionali, allorché le statistiche bancarie BRI riguardano in modo esclusivo i crediti internazionali. Inoltre, mentre i primi sono basati sull'ammontare lordo delle operazioni annunciate (ossia, linee creditizie che non sono necessariamente utilizzate per intero o immediatamente), le seconde riportano le variazioni delle posizioni in essere dovute principalmente ai nuovi crediti effettivamente erogati. Poiché i dati BRI sono desunti dai bilanci bancari, essi danno un'immagine più accurata dell'attività di intermediazione delle banche,

Per rendere comparabili le due serie occorre filtrare ...

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

² L'ammontare dei prestiti sindacati in essere è stimato in circa il 50% delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti verso l'America latina e l'Europa orientale, mentre è pari al 100% circa di quelle verso l'Asia e la regione Africa-Medio Oriente.

Differenze fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie consolidate della BRI	
Prestiti sindacati	Statistiche bancarie consolidate della BRI
Pochissimi prestiti accordati a banche	Comprendono crediti erogati sia a banche che a soggetti non bancari
Annunci disponibili su base settimanale, con uno sfasamento temporale di qualche giorno	Posizioni di bilancio notificate su base trimestrale (semestrale fino al dicembre 1999), con uno sfasamento temporale di tre mesi
Unicamente prestiti bancari sindacati	Contemplano tutti i crediti (sindacati e bilaterali), includono tutte le voci a bilancio
Comprendono i crediti bancari sull'interno nella misura in cui al consorzio partecipano anche banche locali	Comprendono solo i crediti transfrontalieri delle banche in tutte le valute, più i crediti sull'interno delle loro affiliate estere (in valuta e in moneta locale)
Operazioni annunciate su base lorda (sempre \geq zero)	La variazione delle consistenze misura il nuovo credito netto, in quanto considera i rimborsi anticipati, il pagamento di arretrati e lo stralcio di posizioni (può anche essere di segno negativo)
Linee di credito accordate	Crediti effettivamente erogati
Escluse le operazioni pronti contro termine	Sono comprese le operazioni pronti contro termine in quanto crediti garantiti
Fonti: Dealogic Loanware; BRI.	Tabella 1

in quanto considerano i rimborsi anticipati, i pagamenti di arretrati e le posizioni creditorie stralciate³.

Le differenze fra le due serie sono state attenuate filtrando i dati sui prestiti sindacati in modo da renderli il più possibile omogenei concettualmente con le statistiche bancarie BRI. Il principale aggiustamento è consistito nell'includervi soltanto le operazioni in cui la nazionalità di almeno una delle banche consorziate differisce da quella del mutuatario⁴.

Le statistiche sui prestiti sindacati di fonte privata (ad esempio, Dealogic Loanware) non sono disponibili come dati di stock, bensì in forma di nuovi annunci di linee poste in essere da consorzi bancari. Al fine di approssimare il credito bancario si è costruita una serie "sintetica" di stock, ipotizzando che tutte le nuove linee siano utilizzate per intero al momento dell'annuncio e rimborsate unicamente alla scadenza. Per ricavare i rimborsi a scadenza di prestiti precedenti, i dati Loanware filtrati (disponibili dal 1992) sono stati

... i dati sui prestiti sindacati e ricavarne dati di stock sintetici

³ La rinegoziazione di prestiti sindacati diventa più difficile via via che aumenta il numero delle banche partecipanti. È quindi probabile che i rimborsi anticipati si concentrino nei tradizionali crediti bancari non sindacati inclusi nelle statistiche BRI. Cfr. Berlin (1996).

⁴ Per la copertura statistica dei dati sui prestiti sindacati internazionali, cfr. la nota alla tabella 10 dell'Allegato statistico (pag. A70).

integrati con serie storiche della Banca d'Inghilterra risalenti agli anni settanta, compilate secondo un metodo analogo, anche se non identico. Ciò assicura che gli stock siano completi e che venga debitamente considerato l'ammortamento dei prestiti accordati prima del 1992.

I nuovi prestiti annunciati sono generalmente resi noti da Loanware entro una settimana dall'annuncio. Per contro, il processo di segnalazione delle posizioni di bilancio consolidate di fine trimestre alle autorità monetarie nazionali, e quindi alla BRI, richiede attualmente fino a 12 settimane.

Essendo esiguo il numero dei prestiti sindacati fra banche, ambedue le serie sono state limitate al settore non bancario. Si è fatto ricorso ai dati BRI consolidati, anziché a quelli su base locale, poiché la loro classificazione settoriale è più simile a quella adottata nelle statistiche sui prestiti consorziali. Per converso, almeno il 20% delle posizioni classificate come crediti verso banche nelle statistiche su base locale rappresenta fondi di fatto erogati a soggetti non bancari. Questa cifra è ottenuta raffrontando le serie su base locale e su base consolidata relative ai paesi in via di sviluppo. Nella seconda serie i crediti bancari intragrupo si compensano, mentre vengono segnalati i finanziamenti agli operatori non bancari. Nelle statistiche consolidate le posizioni creditorie e le disponibilità in titoli delle banche sono notificate come un unico aggregato; di conseguenza, per stimare la componente *creditizia* dei finanziamenti consolidati totali al settore non bancario sono stati utilizzati i dati su base locale. Poiché è dal 1993 che sono disponibili dati separati sulla componente creditizia delle statistiche BRI su base locale, l'analisi comparativa inizia a partire dal secondo semestre di quell'anno⁵.

Per stabilire la forza della relazione fra le due serie sono raffrontate le variazioni semestrali ovvero trimestrali degli importi in essere, a seconda della disponibilità dei dati BRI. Le variazioni incorporano effetti di cambio analoghi, poiché la componente non in dollari degli stock sintetici dei prestiti sindacati è convertita in dollari ai tassi di cambio correnti alla fine di ciascun periodo, replicando così il modo in cui sono redatte le statistiche bancarie BRI.

Comparazione con le statistiche bancarie consolidate della BRI

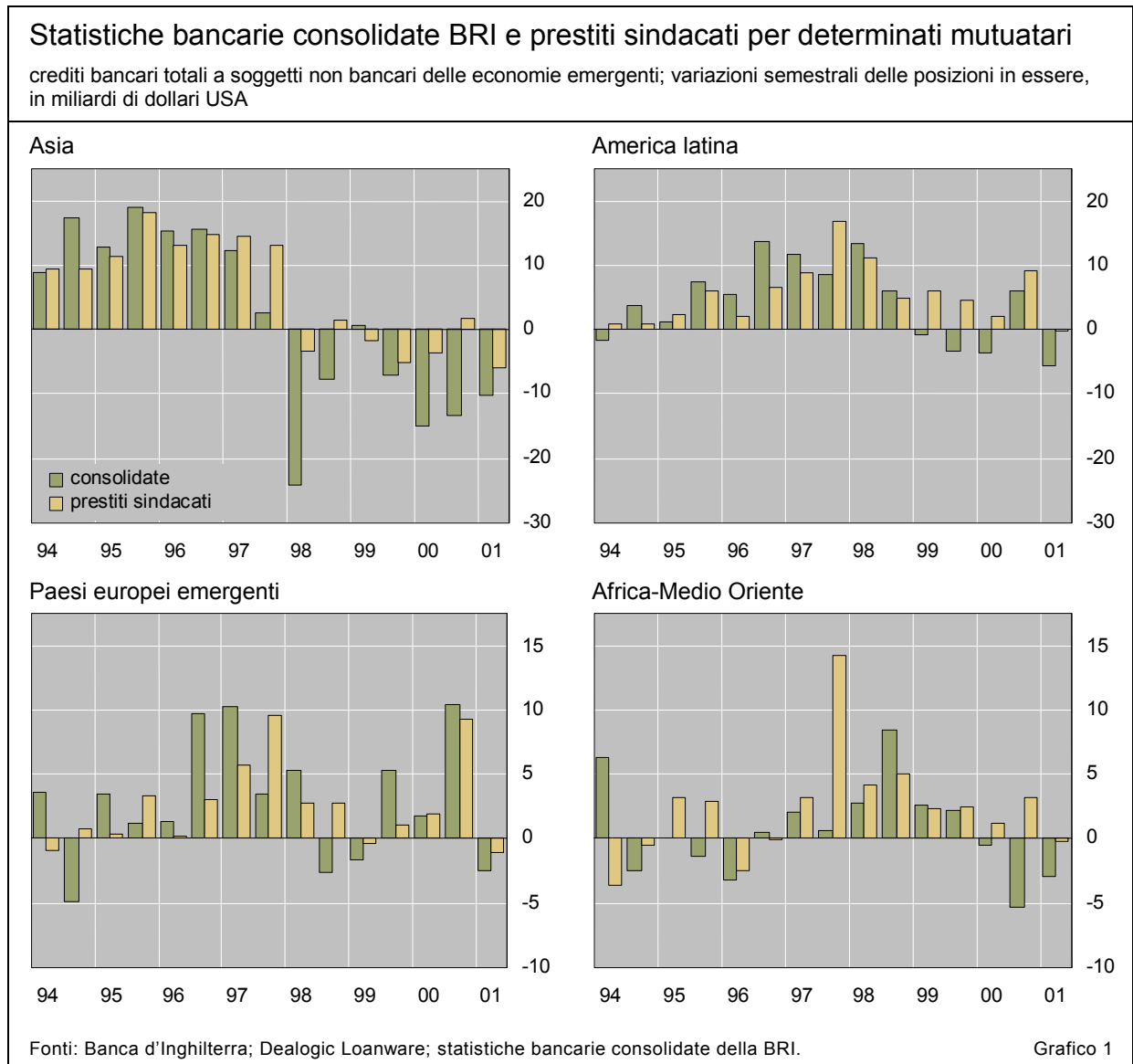
Poiché le statistiche bancarie consolidate BRI sono disponibili su base trimestrale soltanto da fine 1999, vengono raffrontate le variazioni semestrali nelle due serie di dati. L'analisi si incentra sui crediti alle economie emergenti, dove la limitata partecipazione delle banche locali ai consorzi di prestito rende il filtraggio più efficace nell'individuare il finanziamento internazionale.

Un semplice confronto visivo mostra che vi è una certa correlazione fra le due serie aggiustate. Nel grafico 1 sono riportate le variazioni per quattro gruppi di economie emergenti. Le flessioni appaiono più pronunciate nelle statistiche bancarie consolidate che nei prestiti sindacati (in particolare, per

Le due serie
appaiono correlate

⁵ Per un'ulteriore trattazione delle statistiche su base consolidata e locale, cfr. il saggio monografico di Wooldridge in questa *Rassegna trimestrale BRI*. I concetti sottostanti le due serie di dati bancari BRI sono inoltre descritti nell'introduzione all'Allegato statistico (pag. A4).

l'America latina nel 1999 e 2000, o per l'Asia nel 1998) dato che in questi ultimi le diminuzioni sono limitate al presunto rimborso dell'intero prestito alla data di scadenza, allorché le statistiche BRI integrano i rimborsi anticipati, nonché i crediti stralciati dal bilancio per svalutazioni o cessioni. Inoltre, nei dati BRI le variazioni possono manifestarsi più tardi che in quelli relativi ai prestiti sindacati a causa di un insolito scarto temporale fra impegni ed esborsi effettivi, come avvenuto in periodi di tensioni o turbolenze finanziarie (ad esempio, per l'America latina fra il 1997 e il 1999)⁶.



⁶ Si è verificato se la correlazione sarebbe migliorata escludendo sistematicamente dagli stock dei prestiti sindacati tutte le linee concesse su base standby, in appoggio all'emissione di commercial paper, per il rifinanziamento o il rimborso di debiti in essere e in vista di future acquisizioni, dato che tali linee possono anche non essere utilizzate subito o restare del tutto inattivate, costituendo così un fattore di disturbo. Sebbene l'impiego di queste serie riduca l'ampiezza delle opposte variazioni, i dati originali risultano più strettamente correlati.

Metodologia

L'analisi di regressione consente di quantificare la forza della relazione fra le variazioni degli stock nelle statistiche bancarie BRI e quelle dei prestiti sindacati. Procedendo dal generale al particolare, si riscontra che lags di uno-due periodi della variabile dei prestiti sindacati non spiegano in misura significativa le variazioni negli stock BRI. Il modello è stato pertanto ridotto a due parametri:

$$\Delta CONS_i = \alpha_i + \beta_i \Delta SC_i + \varepsilon_i$$

dove:

- $\Delta CONS_i$ sono le variazioni semestrali^① degli stock dei crediti consolidati BRI alla regione i , corrette per le discontinuità nelle serie, il cui ammontare esatto è disponibile nel database BRI.
- ΔSC_i sono le variazioni semestrali degli stock dei prestiti sindacati alla regione i .
- ε_i è la componente stocastica di errore^②.

Parametri da stimare:

- α_i corrisponde alla discrepanza media nelle due serie per la regione i non collegata a comovimenti.
- β_i stima la covariazione proporzionale fra le due serie per la regione i .

Regressione delle variazioni dei dati bancari consolidati BRI sulle variazioni degli stock dei prestiti sindacati

periodo campione 1° sem. 1994 – 1° sem. 2001, 15 osservazioni semestrali, in miliardi di dollari USA

Variazione credito consolidato ($\Delta CONS$)	Costante	Variazione prestiti sindacati (* ΔSC)	R ²	Errore standard di regressione	Test Durbin-Watson
Totale paesi emergenti	- 1,8 (- 1,94)	+ 1,02 (7,67)	0,50	5,7	1,33
Asia	- 6,6 (- 2,92)	+ 1,43 (6,34)	0,76	7,1	1,28
America latina	- 0,8 (- 0,38)	+ 0,89 (3,14)	0,43	4,9	1,23
Paesi europei emergenti	0,9 (0,66)	+ 0,79 (2,39)	0,30	4,1	2,48
Africa-Medio Oriente	0,4 (0,37)	+ 0,10 (0,42)	0,01	3,7	1,21

Nota: valori t fra parentesi.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Loanware; statistiche bancarie consolidate della BRI.

La tabella riassume le stime semestrali ottenute con il predetto modello sul periodo 1994-2001 per la totalità dei paesi e per ogni singola regione. I coefficienti angolari per l'insieme delle regioni eccetto Africa-Medio Oriente sono significativi al livello del 5% o superiore, mentre soltanto la costante per l'Asia si discosta significativamente da zero.

^① Sia i prestiti sindacati che i dati consolidati BRI sono non stazionari in termini di stock. Le variazioni risultano stazionarie a un test Phillips-Perron al livello di significatività del 5%, con l'eccezione dei prestiti sindacati all'Asia.

^② Impiegando il test di White non si ha alcuna evidenza di eteroschedasticità nei residui della regressione.

Il modello è stato ristimato utilizzando i dati trimestrali disponibili per il periodo 2000–01 (non riportati in tabella). Anche in questo caso la costante per l'Asia è altamente significativa, mentre il coefficiente angolare è significativo solo per i paesi europei emergenti. I valori di R^2 sono generalmente più bassi, salvo un valore pari a 0,98 per i paesi europei emergenti, in linea con la strettissima correlazione visiva fra le due serie relative a questa regione nei periodi più recenti. Per entrambe le regressioni i coefficienti angolari e gli errori standard in base alla regione sono riportati nel grafico 2.

È stato verificato se il divario temporale nella segnalazione abbia un impatto maggiore sui dati trimestrali che su quelli semestrali, spiegando così i più deboli risultati ottenuti dalle regressioni trimestrali per la maggior parte delle regioni. Tuttavia, spostando avanti e indietro di un mese gli intervalli trimestrali dei prestiti sindacati la correlazione non migliora.

Le statistiche bancarie BRI tendono a essere più volatili di quelle sui prestiti sindacati in quanto includono le operazioni pct a breve termine. Escludendo le componenti a breve termine (inferiore a un anno) da entrambe le serie trimestrali, si ottiene un R^2 complessivo di 0,45 e coefficienti analoghi a quelli forniti dal modello trimestrale comprendente tutte le scadenze.

L'esame dettagliato di singole linee creditizie consente di individuare le probabili cause di alcune delle principali discrepanze. Ad esempio, una linea standby per \$2,5 miliardi accordata al governo del Messico potrebbe non essere stata utilizzata, il che contribuirebbe a spiegare la notevole divergenza fra le due serie per l'America latina a fine 1997. Analogamente, il rifinanziamento di un prestito di \$3,5 miliardi accordato a un'azienda energetica in Cile – che non ha influito sui dati BRI⁷ mentre è stato computato come nuovo prestito sindacato – potrebbe spiegare le variazioni opposte che risultano dalle due serie per l'America latina nel secondo semestre 1999.

Stime semestrali

Si è quindi cercato di quantificare la forza della relazione fra le due serie di dati. Come precisato nel riquadro metodologico, sono state poste a raffronto le variazioni semestrali dei crediti consolidati BRI con le variazioni degli stock sintetici dei prestiti sindacati per l'insieme delle economie emergenti, e quindi per ciascuna regione, durante il periodo da metà 1994 a metà 2001⁸. Ciò allo scopo di rispondere a due quesiti:

- primo, qual è la differenza media fra le due serie non collegata a comovimenti? Questa grandezza è misurata dalla costante di regressione. Il suo valore dovrebbe dipendere principalmente dall'entità dei crediti *non sindacati* inclusi nelle statistiche BRI, ma anche dall'ammontare medio dei rimborsi anticipati e dei prestiti sindacati annunciati ma non utilizzati. Questo ammontare può essere positivo o negativo, a seconda del fattore che è prevalso durante il periodo campione;

⁷ Ipotizzando che il debito rifinanziato fosse un credito bancario non sindacato già compreso nelle statistiche su base consolidata della BRI.

⁸ Per una trattazione delle determinanti del credito bancario durante questo periodo, cfr. il saggio monografico di Jeanneau e Micu in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

- secondo, in che misura le due serie si muovono insieme nel corso del tempo? Dato un incremento di un dollaro dei prestiti sindacati, l'incremento dei dati BRI sarà mediamente superiore, inferiore o esattamente uguale a un dollaro? Ad esempio (posti invariati gli altri fattori), se i prestiti sindacati sono utilizzati soltanto in parte in ciascun periodo, ci si può attendere che il coefficiente sia inferiore a uno. Esso sarebbe negativo qualora le variazioni delle due serie tendessero a muoversi in direzioni opposte, ad esempio se i rimborsi anticipati superassero i nuovi prestiti sindacati netti annunciati. Se invece il credito non sindacato addizionale è generalmente proporzionale ai prestiti sindacati, vi è da attendersi un coefficiente superiore all'unità. Questi effetti possono parzialmente elidersi tra loro, e altri fattori possono parimenti influenzare il rapporto di proporzionalità. Al limite, se le variazioni delle due serie fossero identiche, la regressione dovrebbe stimare una perfetta relazione uno a uno.

La forza della relazione varia a seconda delle regioni ...

Quanto al primo interrogativo, considerando assieme i crediti alle quattro regioni (Asia, America latina, Europa emergente e Africa-Medio Oriente), *nella media* e sull'intero periodo lo stock delle attività bancarie BRI mostra in ogni semestre un calo superiore di \$1,8 miliardi a quello desumibile dalle variazioni dei prestiti sindacati. Come appare chiaramente dal grafico 1, questa media è influenzata dagli ingenti rimborsi anticipati in Asia nel periodo post-1997. Relativamente al secondo quesito, le variazioni proporzionali delle due serie paiono essere strettamente collegate, con un fattore significativamente diverso da zero e pressoché pari a uno. In questo semplice modello, il 50% delle variazioni del credito bancario BRI alle economie emergenti può essere mediamente correlato a variazioni dei prestiti sindacati sull'intero periodo.

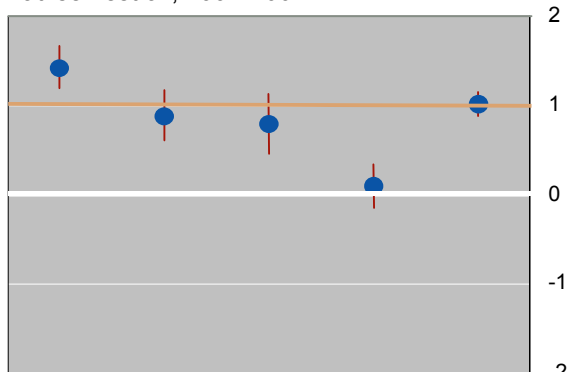
... ed è influenzata dai rimborsi anticipati e dagli utilizzi parziali

Si è quindi ammesso che le costanti e i fattori di proporzionalità fossero differenti per ogni regione. I valori regionali (indicati nel riquadro) confermano che l'elevata costante dei rimborsi è dovuta principalmente all'Asia, dove i massicci rientri anticipati di crediti bancari non trovano riflesso nei dati sui prestiti sindacati. Infatti, il credito all'Asia mostra in ciascun periodo un calo superiore di \$6,6 miliardi a quello evidenziato dai dati sui prestiti sindacati. La costante positiva per i paesi europei emergenti e per l'Africa-Medio Oriente indica che in queste regioni la variazione dei dati consolidati eccede ogni semestre rispettivamente di \$0,9 e 0,4 miliardi quella dei prestiti sindacati, anche se in termini statistici questi importi positivi potrebbero essere dovuti a fluttuazioni aleatorie dei dati notificati.

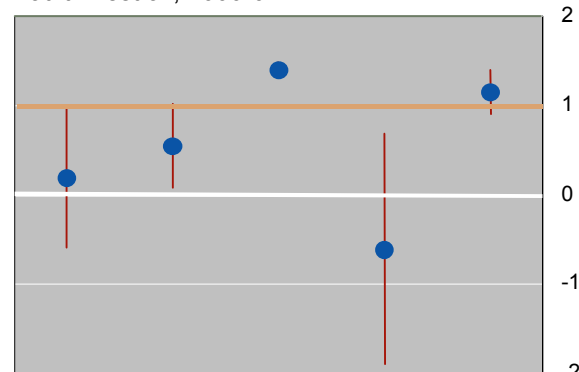
I risultanti fattori di proporzionalità per ciascuna regione sono mostrati nel grafico 2 (diagramma di sinistra). La lunghezza delle linee verticali indica il livello di confidenza delle stime. Le linee più lunghe segnalano che il vero coefficiente sottostante potrebbe essere alquanto discosto dalla stima centrale. Tutti i fattori proporzionali sono di segno positivo e in tre regioni sono

Relazione media fra le variazioni dei prestiti sindacati e le variazioni dei crediti consolidati BRI alle economie emergenti

Dati semestrali, 1994-2001



Dati trimestrali, 2000-01



Nota: i punti indicano la stima centrale dei fattori proporzionali. Le linee verticali corrispondono a un errore standard da entrambi i lati e misurano l'affidabilità statistica delle stime, con due probabilità su tre che i veri valori sottostanti si situino entro le fasce. Grafico 2

significativamente diversi da zero e prossimi a uno⁹. Essi indicano che, durante il periodo, a ogni variazione di 1 dollaro nei prestiti sindacati all'America latina e ai paesi europei emergenti corrisponde in media una variazione rispettivamente di 90 e 80 cents nelle statistiche consolidate BRI. Il coefficiente per l'Asia indica che le variazioni dei prestiti sindacati sono state accompagnate da movimenti più che proporzionali nei dati BRI. Ciò è probabilmente dovuto agli ingenti rimborsi anticipati seguiti alla crisi asiatica (grafico 1).

Stime trimestrali

Le statistiche bancarie consolidate BRI sono disponibili su base trimestrale a partire da fine 1999. La ristima del modello con dati trimestrali per l'anno 2000 e il primo semestre 2001 ha generato per l'insieme delle economie emergenti risultati analoghi a quelli ottenuti sull'intero periodo (a partire dal 1994). Aggregando i dati per le quattro regioni considerate si evidenzia un calo trimestrale costante di \$2,7 miliardi nei crediti BRI, di riflesso ai massicci rimborsi anticipati effettuati durante il periodo di stima, che non risultano dalle variazioni dei prestiti sindacati. Le variazioni proporzionali delle due serie appaiono strettamente collegate, mostrando un coefficiente prossimo a uno e altamente significativo con un basso errore standard. In media, durante questo periodo il 46% della variazione totale del credito bancario BRI alle economie emergenti può essere correlato a variazioni nei prestiti sindacati.

I dati trimestrali più recenti generano stime analoghe a livello aggregato ...

⁹ Non si evidenzia alcuna relazione statisticamente significativa fra le due serie nella regione Africa-Medio Oriente.

... ma fattori proporzionali regionali più deboli

Se invece la stima è effettuata con costanti e fattori di proporzionalità diversi per ciascuna regione, si evidenzia un coefficiente angolare altamente significativo e positivo soltanto per i paesi europei emergenti¹⁰, e ciò sta a indicare che durante il periodo di stima i crediti BRI a questa regione hanno ecceduto i prestiti sindacati. Gli altri coefficienti sono piuttosto bassi e non significativi (grafico 2, diagramma di destra). I valori e la significatività delle stime regionali dei fattori di proporzionalità sono coerenti con la forte concentrazione dei rimborsi in Asia, mentre lo sono in misura minore nell'America latina e ancor meno nei paesi europei emergenti. Sebbene il 46% della variazione dei dati BRI trovi corrispondenza in variazioni dei prestiti sindacati, alcuni dei fattori stimati sono così prossimi allo zero da pregiudicarne l'affidabilità statistica. Se ne può concludere che, nell'attuale contesto di rimborsi anticipati e di stagnazione dei nuovi crediti ai paesi emergenti (con l'eccezione di quelli europei), per la maggior parte delle regioni è difficile trovare una relazione altrettanto forte quanto quella riscontrata in passato fra prestiti sindacati e statistiche bancarie consolidate BRI. Va poi rilevato che l'arco di tempo relativamente breve per il quale sono disponibili i dati BRI su base trimestrale riduce al momento la significatività statistica delle stime.

Conclusioni

È evidente che esistono significative differenze fra le due serie di dati. Anche dopo gli aggiustamenti, le variazioni non sono sempre della stessa ampiezza o addirittura dello stesso segno. Sul periodo di stima, circa il 50% della varianza dei crediti bancari internazionali alle economie emergenti può essere spiegato statisticamente da variazioni dei prestiti sindacati. Ciò rispecchia probabilmente il fatto che le statistiche consolidate BRI tengono conto degli utilizzi effettivi e dei rimborsi anticipati, che non sono invece individuabili negli stock sintetici dei prestiti sindacati.

Data la debole relazione fra le due serie su base trimestrale, non vi è una solida evidenza empirica che i dati sui prestiti sindacati possano essere un affidabile indicatore anticipatore dell'evoluzione del credito bancario consolidato. Quando saranno disponibili tempestive informazioni addizionali sui rimborsi anticipati, o quando questi torneranno a ridursi, tale conclusione potrà essere rivista.

Tuttavia, almeno per i periodi in cui le due serie mostrano variazioni analoghe, può essere utile esaminare la composizione dei dati sui prestiti sindacati per meglio comprendere il credito bancario BRI verso le varie aree geografiche e le singole economie. Per larga parte dei prestiti sindacati sono note la finalità, la scadenza e le condizioni di prezzo, ed è possibile individuare le operazioni in entrata e in uscita negli stock costruiti sinteticamente, cosicché sono osservabili i cambiamenti nella natura del nuovo finanziamento. Più in generale, le due serie sono complementari. Esaminate congiuntamente esse

¹⁰ Per questa regione lo scarto quadratico del coefficiente stimato è molto basso.

consentono una conoscenza migliore della dinamica del credito bancario internazionale rispetto a quella ottenibile dalla loro analisi separata.

Riferimenti bibliografici

Berlin, M. (1996): "For better and for worse: three lending relationships", in *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, novembre/dicembre.

Jeanneau, Serge e Marian, Micu: "Credito bancario internazionale alle economie emergenti: flusso e riflusso negli anni novanta", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

Wooldridge, Philip: "Impieghi delle statistiche BRI: un'introduzione", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

Impieghi delle statistiche BRI: un'introduzione¹

Il mandato della BRI è quello di promuovere la cooperazione monetaria e finanziaria tra banche centrali e nell'ambito della comunità finanziaria internazionale. La compilazione, la pubblicazione e l'analisi delle statistiche sul mercato bancario e finanziario internazionale forniscono un importante contributo all'espletamento di questo mandato². La BRI pubblica con cadenza trimestrale le statistiche su posizioni bancarie internazionali, emissioni di titoli di debito sui mercati interni e internazionali, strumenti derivati negoziati in borsa (turnover e contratti in essere) e collocamenti di azioni internazionali. Inoltre, due volte l'anno vengono diffusi i dati sugli ammontari nozionali e i valori di mercato dei contratti derivati scambiati fuori borsa (OTC), e ogni tre anni le statistiche relative al turnover nei mercati dei cambi e dei derivati OTC.

Le statistiche della BRI vengono prese a riferimento da un'ampia gamma di utenti per molteplici finalità. Questo saggio monografico si incentra su alcuni dei principali impieghi analitici di tali statistiche, e in particolare sul modo in cui esse possono essere utilizzate in maniera complementare, per l'analisi di aggregati monetari e creditizi, consistenze e flussi del debito estero, esposizioni bancarie internazionali al rischio e mutamenti nell'intermediazione finanziaria.

Ogni serie statistica serve a uno scopo specifico e, di conseguenza, il modo in cui ciascuna di esse viene compilata differisce per importanti aspetti. La comprensione di queste differenze è essenziale per qualsiasi tipo di analisi. Pur avanzando alcuni suggerimenti da tener presenti nell'utilizzo dei dati, il presente studio si propone di integrare, e non di sostituire, le più dettagliate descrizioni delle statistiche BRI. Numerosi rapporti e pubblicazioni illustrano le modalità della loro compilazione, nonché le motivazioni alla base dell'acquisizione delle relative informazioni; fra i più recenti figurano BRI (2000), BRI (2002a), BRI (2002b) e CSFG (2000)³.

¹ Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

² La sorveglianza sulle statistiche BRI è affidata alle banche centrali del G10. La BRI, in collaborazione con banche centrali e autorità monetarie in tutto il mondo, compila e distribuisce le statistiche conformemente alle raccomandazioni delle banche centrali del G10.

³ Le statistiche della BRI e le pubblicazioni che le trattano sono disponibili sul sito Internet della Banca (www.bis.org).

Statistiche pubblicate dalla BRI				
	Frequenza / Anno d'inizio	Tipologia dei dati	Disaggregazioni pubblicate	Fonti / Modalità di diffusione ¹
Mercati bancari internazionali				
Su base locale	Trimestrale / 1983	Flussi ² Stock (attività e passività)	Nazionalità e residenza del segnalante; residenza e settore della controparte; valuta; strumento	Indagine delle banche centrali / RT Tabelle 1-8
Su base consolidata	Trimestrale / 1985 ³	Stock (solo attività)	Nazionalità del segnalante; residenza e settore della controparte; scadenza; trasferimento del rischio	Indagine delle banche centrali / RT Tabella 9; comunicato stampa
Prestiti consorziali	Trimestrale / 1992	Operazioni perfezionate	Nazionalità del mutuatario	Fonti di mercato / RT Tabella 10
Mercati mobiliari				
Titoli di debito internazionali	Trimestrale / 1962 ⁴	Op. annunc. ⁵ Op. perfezion. Rimborsi Emiss. nette Stock	Nazionalità, residenza e settore dell'emittente; valuta; strumento; scadenza	Fonti di mercato / RT Tabelle 11-15, 17
Titoli di debito interni	Trimestrale / 1989 ⁶	Flussi ² Stock	Residenza e settore dell'emittente; scadenza	Statistiche nazionali / RT Tabelle 16-17
Azioni internazionali	Trimestrale / 1983	Op. annunc. ⁵	Nazionalità dell'emittente	Fonti di mercato / RT Tabella 18
Mercati degli strumenti derivati				
Negoziati fuori borsa (OTC)	Semestrale / 1998	Stock ⁷	Settore della controparte; categoria di rischio; valuta; strumento; scadenza	Indagine delle banche centrali / RT Tabelle 19-22; comunicato stampa
Negoziati fuori borsa (OTC)	Triennale / 1995	Stock ⁷ Turnover	Residenza del segnalante; settore della controparte; categoria di rischio; valuta; strumento	Indagine delle banche centrali / comunicato stampa; rapporto
Negoziati in borsa	Trimestrale / 1975	Stock ⁸ Turnover ⁸	Residenza della borsa valori; categoria di rischio; strumento	Fonti di mercato / RT Tabella 23
Mercati dei cambi	Triennale / 1989	Turnover	Residenza del segnalante; settore della controparte; valuta; strumento; scadenza	Indagine delle banche centrali / comunicato stampa; rapporto
¹ "RT" = Allegato statistico della <i>Rassegna trimestrale BRI</i> ; i dati sono disponibili anche sul sito Internet della BRI (www.bis.org). ² Variazioni nelle consistenze in essere, depurate dagli effetti di cambio. ³ Prima del 2000 frequenza semestrale. ⁴ Prima del 1993 i dati non comprendono gli strumenti del mercato monetario. ⁵ Emissioni annunciate. ⁶ Prima del 1993 frequenza annuale. ⁷ Ammontari nozionali e valori lordi di mercato. ⁸ Ammontari nozionali e numero di contratti.				

Tabella 1

Ampliamento degli aggregati monetari e creditizi

Le statistiche bancarie utilizzate inizialmente per l'osservazione dei mercati eurovalutari

Le statistiche BRI rendono possibile ampliare gli aggregati monetari e creditizi interni in modo da cogliere le posizioni transfrontaliere e in valuta estera. In effetti, questa fu la motivazione alla base dell'introduzione della prima serie di dati – le statistiche bancarie su base locale – negli anni sessanta. All'epoca, lo sviluppo dei cosiddetti mercati eurovalutari (depositi e crediti internazionali) aveva suscitato, fra i responsabili delle politiche, timori sulle possibili conseguenze macroeconomiche di un'espansione dell'offerta di moneta mediante questo canale (Mayer, 1979). Le statistiche bancarie della BRI su base locale hanno migliorato notevolmente il monitoraggio sulla crescita della moneta e del credito. Quei timori sono svaniti nel corso del tempo, allorché le banche centrali hanno ridimensionato il loro interesse per gli aggregati monetari e i paesi sono passati da sistemi finanziari rigidamente regolamentati e amministrati ad altri più aperti e competitivi. Nondimeno, gli ampi aggregati monetari e creditizi comprendenti le posizioni sull'estero rimangono ancora oggi, come negli anni sessanta, un importante punto di riferimento per la comprensione delle condizioni monetarie e finanziarie interne.

Disponibilità dei dati sulle attività e passività bancarie transfrontaliere e in valuta estera

L'utilità delle statistiche BRI per estendere gli aggregati monetari risiede nella disponibilità di dati sulle passività bancarie internazionali. Nelle statistiche su base locale, le banche commerciali in una trentina di giurisdizioni segnalano le loro passività in valuta nei confronti di residenti e quelle sull'estero verso non residenti (transfrontaliere)⁴, oltre alla valuta di denominazione e alla natura della controparte (banche o società non bancarie). Ciò agevola l'analisi delle diverse misure della massa monetaria. Monticelli (1993) si avvale di questa serie di dati per ricavare sei diversi aggregati monetari per l'Unione europea, come le attività monetarie detenute da residenti UE, a prescindere dalla residenza dell'emittente e dalla valuta di denominazione, e le attività monetarie emesse da soggetti domiciliati nella UE, a prescindere dalla residenza del detentore e della valuta di denominazione.

Per ciò che concerne l'ampliamento degli aggregati creditizi interni, a rendere utili le statistiche BRI è la disponibilità di dati sull'attività di raccolta all'estero di società e altri mutuatari non bancari. Di solito gli aggregati creditizi interni non comprendono l'indebitamento sull'estero di residenti non bancari. Le statistiche su base locale rilevano i crediti transfrontalieri – prestiti, depositi, titoli di debito e altre attività – forniti direttamente dalle banche. Il mercato bancario internazionale è stato per diversi decenni la maggiore fonte di finanziamento estero a mutuatari non bancari, e a fine settembre 2001 le attività bancarie internazionali verso questo settore rappresentavano circa il 10% delle posizioni creditorie complessive (sull'interno e sull'estero)

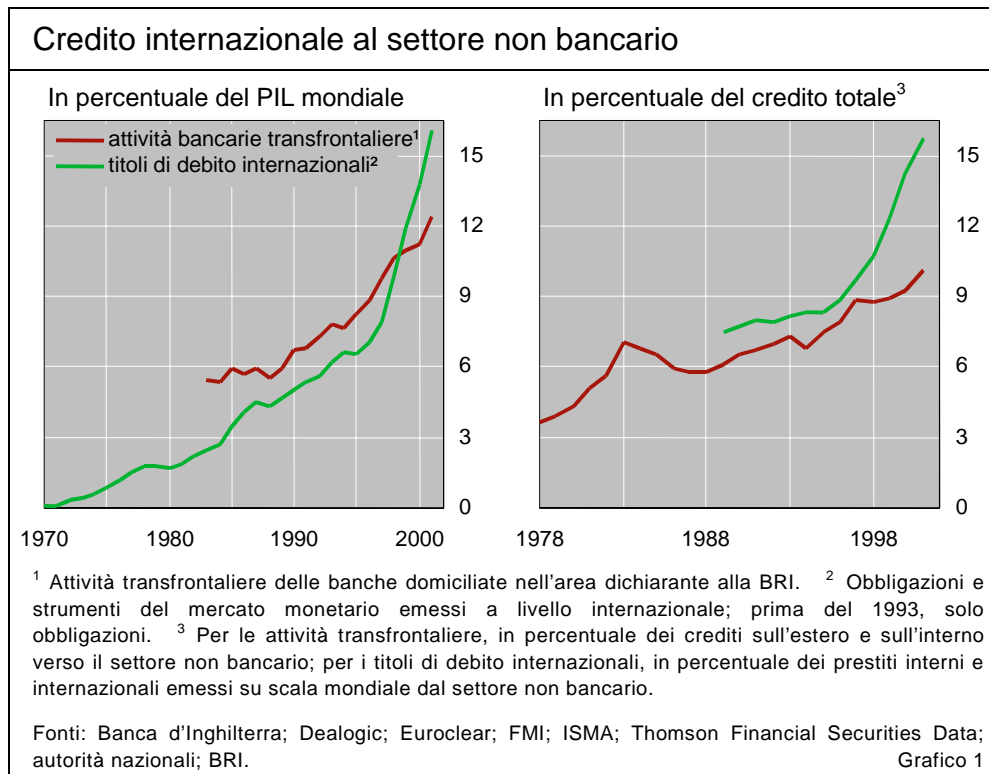
⁴ A fine dicembre 2001 contribuivano alle statistiche bancarie su base locale le banche di 32 giurisdizioni: Antille olandesi, Australia, Austria, Bahamas, Bahrain, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Guernsey, Hong Kong SAR, India, Irlanda, Isle of Man, Isole Cayman, Italia, Jersey, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Taiwan (Cina) e Turchia.

(grafico 1). In molti paesi questa percentuale è notevolmente più elevata: ad esempio, 31% in Messico e 43% in Venezuela. Anche nei paesi in cui il credito bancario totale non presenta un'alta incidenza di prestiti transfrontalieri, questi ultimi possono costituire un'importante fonte di finanziamento per specifici settori. Partendo dalle statistiche su base locale, McCauley e Seth (1992) stimano che agli inizi degli anni novanta oltre il 20% degli impieghi totali nei confronti di imprese commerciali e industriali negli Stati Uniti faceva capo a banche offshore; gli autori ne desumono che il sistema bancario finanziava il settore societario in misura maggiore di quanto comunemente ritenuto a quell'epoca.

Le statistiche BRI sono state ampliate negli anni ottanta allo scopo di ricomprendervi le emissioni internazionali di obbligazioni e strumenti del mercato monetario nonché, successivamente, le consistenze in essere di titoli di debito emessi sull'interno. Le serie di dati sulle emissioni mobiliari interne e internazionali elaborate dalla BRI vengono depurate dalle duplicazioni note e sono pertanto ampiamente comparabili. Nondimeno, esse non risultano del tutto omogenee per effetto delle differenti metodologie impiegate nella compilazione. Le statistiche sulle emissioni internazionali sono basate sui singoli prestiti, mentre quelle interne si fondano su dati aggregati di provenienza nazionale. Inoltre, queste ultime non coprono la totalità dei paesi, pur comprendendo i mercati di gran lunga più rilevanti.

I prenditori si sono rivolti in misura crescente ai mercati mobiliari interni e soprattutto internazionali per raccogliere fondi. Infatti, nel 1999 il mercato dei titoli di debito internazionali ha spodestato il mercato bancario internazionale quale più importante fonte di finanziamento estero al settore non bancario

I mercati obbligazionari internazionali rappresentano una fonte di finanziamento sempre più importante



(grafico 1, riquadro di sinistra). A fine 2001 le consistenze in essere di strumenti debitori internazionali collocati da soggetti non bancari hanno toccato \$5,0 trilioni, pari al 16% delle emissioni complessive di questo settore su scala mondiale. Visto che una quota sostanziale di questi titoli è detenuta da banche, è importante evitare duplicazioni nel combinare le varie serie statistiche in sede di ampliamento degli aggregati creditizi interni (cfr. oltre).

La BRI pubblica anche dati sulle emissioni internazionali di azioni. Essi si riferiscono alle operazioni annunciate, e segnalano quindi le iniziative dei mutuatari volte a reperire finanziamenti di questo tipo. Tuttavia, visto che le emissioni annunciate differiscono spesso da quelle effettive, e poiché non sono disponibili informazioni sul riacquisto di azioni proprie, le statistiche BRI sono di utilizzo limitato per stimare con esattezza la raccolta netta su questo mercato.

Consistenze e flussi del debito estero

L'utilizzo delle statistiche BRI al fine di ampliare gli aggregati creditizi interni suggerisce un'ulteriore applicazione: il monitoraggio sul debito estero. Nella sua accezione più ristretta, il debito estero rappresenta le passività contrattuali di residenti nei confronti di non residenti⁵. Crediti bancari, depositi e titoli di debito costituiscono in genere la quota principale di queste passività; in aggiunta, le esposizioni in strumenti derivati stanno divenendo una componente sempre più importante. È opportuno integrare questa definizione ristretta di debito estero con altre misure che individuino più chiaramente i rischi cui un paese o un settore possono essere esposti, come il rischio di liquidità associato al debito a breve termine.

Per accrescere la disponibilità di dati sul debito estero, a seguito della crisi finanziaria asiatica la BRI, la Banca mondiale, il FMI e l'OCSE hanno avviato la pubblicazione di statistiche congiunte sul debito estero dei paesi in via di sviluppo. La BRI vi contribuisce con dati sul credito bancario e sui titoli di debito internazionali. In considerazione delle lacune e delle sovrapposizioni, le statistiche congiunte non sostituiscono però i dati di provenienza nazionale. Piuttosto, esse li integrano fornendo informazioni sulle componenti del debito estero dalla prospettiva del creditore. Inoltre, le statistiche congiunte sono talvolta più tempestive dei dati nazionali, e occasionalmente più accurate; ciò le rende utili per mettere in rilievo gli andamenti tendenziali.

Debito estero verso il settore bancario

La BRI pubblica tre serie statistiche sull'attività bancaria internazionale: su base locale, su base consolidata e sui prestiti consorziali. La prima serie è

⁵ La Inter-Agency Task Force on Finance Statistics definisce il debito estero lordo come l'ammontare in essere in un dato momento delle passività effettive, e non eventuali, che implicano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in una o più determinate epoche future e che sono dovute dai residenti di un'economia ai non residenti del resto del mondo (BRI et al., 2001, pag. 17).

La BRI partecipa alle statistiche congiunte sul debito estero ...

conforme alle misure del debito esterno compilate secondo i criteri di contabilità nazionale o di bilancia dei pagamenti. In effetti, le statistiche su base locale vengono utilizzate da molti istituti nazionali di statistica per affinare le stime di bilancia dei pagamenti (FMI, 1992; Bach, 2001). Le statistiche su base consolidata e sui prestiti consorziali forniscono informazioni sul finanziamento bancario transfrontaliero. Tuttavia, a causa delle diverse convenzioni usate per le segnalazioni, l'interpretazione di queste due serie statistiche si differenzia da quella delle misure convenzionali del debito esterno.

... e alle stime di bilancia dei pagamenti

Le statistiche bancarie su base locale risultano in linea con i dati di contabilità nazionale o di bilancia dei pagamenti, poiché la loro compilazione viene effettuata in base alla residenza della banca dichiarante. Tali statistiche coprono le posizioni transfrontaliere di tutti gli istituti con sede nell'area dichiarante, comprese quelle nei confronti delle loro affiliate estere. Per contro, le statistiche consolidate si basano sulla nazionalità della banca dichiarante e sono al netto delle posizioni intragruppo⁶. I crediti verso le dipendenze estere rilevati dalle statistiche su base locale vengono invece classificati come crediti verso debitori finali in quelle su base consolidata.

Coerenza fra statistiche bancarie su base locale e i dati di bilancia dei pagamenti

Nei paesi con scarsa operatività bancaria sull'estero, non vi è in genere una grande differenza fra il debito esterno verso banche risultante dalle statistiche su base locale e quello calcolato sulla componente internazionale delle statistiche su base consolidata. Ad esempio, le attività internazionali totali su base locale verso le economie emergenti risultano al massimo superiori del 5% a quelle su base consolidata. La componente internazionale delle statistiche consolidate rileva, oltre alle posizioni creditorie sull'estero delle banche dichiaranti, le attività locali in valuta delle loro dipendenze estere⁷. In molti paesi tali posizioni vengono finanziate dalla casa madre all'estero, e rappresentano pertanto un buon indicatore delle posizioni intragruppo a livello internazionale.

Tuttavia, a seconda dei paesi vi possono essere divergenze significative fra attività transfrontaliere e attività internazionali in senso lato. Nelle economie "dollarizzate", gli impieghi bancari locali in valuta vengono finanziati in ampia misura sul mercato interno, e quindi le attività internazionali tendono a superare di molto quelle transfrontaliere. Accade esattamente l'opposto nei centri bancari internazionali, dove i fondi fatti affluire alle affiliate locali vengono in genere reimpiegati a favore di non residenti. A fine settembre 2001 le attività transfrontaliere nei confronti di residenti in centri bancari offshore

⁶ A fine dicembre 2001 contribuivano alle statistiche bancarie su base consolidata le banche di 24 giurisdizioni: Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, India, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Taiwan (Cina) e Turchia.

⁷ Le banche che partecipano alle statistiche bancarie su base consolidata segnalano le attività internazionali, nonché le attività e le passività sull'interno in valuta locale. Le attività internazionali comprendono i crediti transfrontalieri delle banche dichiaranti in tutte le valute, più le attività locali in valuta delle loro affiliate estere.

ammontavano a \$1,3 trilioni, contro \$666 miliardi soltanto di crediti internazionali verso tali centri; la quasi totalità della differenza è rappresentata dalle posizioni intragruppo.

Copertura pressoché completa

La copertura dell'attività bancaria internazionale nelle statistiche BRI è praticamente completa. Tutti i principali centri finanziari mondiali contribuiscono ad almeno una delle due serie statistiche e, inoltre, l'area dichiarante è in continua espansione. Va peraltro notato che le statistiche su base locale non comprendono le posizioni contabilizzate nei paesi non dichiaranti, mentre quelle su base consolidata coprono solo in parte le posizioni delle banche con sede in tali paesi⁸. Entrambe le statistiche possono pertanto sottostimare il debito di singoli paesi nei confronti del sistema bancario internazionale. Le banche coreane, ad esempio, avrebbero acquistato titoli di Stato russi per un ingente ammontare prima della moratoria della Russia nell'agosto 1998. Tuttavia, nella gran parte dei paesi queste omissioni non dovrebbero essere significative.

La distribuzione per valuta nelle statistiche su base locale permette il calcolo dei flussi

Le banche che contribuiscono alle due serie di statistiche bancarie BRI segnalano solo i dati di stock, non quelli di flusso. I flussi verso singoli paesi vengono stimati come variazioni delle consistenze. Per le statistiche su base locale, le banche segnalano la valuta in cui le loro attività e passività sono denominate, e ciò consente di calcolare i dati di flusso trimestrali depurando le consistenze in essere dai movimenti del cambio verificatisi nel trimestre. I flussi possono aver avuto luogo a diversi tassi di cambio, sicché le variazioni dello stock al netto degli effetti valutari – pur non rappresentando un sostitutivo perfetto dei dati sui flussi effettivi – sono comunque un indicatore di gran lunga migliore rispetto alle variazioni non rettifiche degli stock. Per le statistiche su base consolidata non è disponibile una scomposizione per valuta; di conseguenza, i movimenti del cambio possono dar luogo a variazioni delle posizioni consolidate segnalate in dollari USA anche a invarianza delle posizioni sottostanti. Per tener conto degli effetti di cambio, è possibile applicare alle statistiche consolidate la disaggregazione per valuta dei dati su base locale. Tuttavia, le stime risultanti dovrebbero essere considerate come approssimazioni grezze.

Le statistiche sui prestiti consorziali consentono di monitorare l'accesso al mercato

Le statistiche sui prestiti consorziali possono parimenti essere impiegate per monitorare i flussi bancari internazionali. Anch'esse, tuttavia, non possono sostituire i dati sui flussi reali, sia perché sono riferite alle sottoscrizioni – che potrebbero non coincidere con gli esborsi effettivi – sia a causa della mancanza di informazioni sui rimborsi o sulle consistenze in essere⁹. D'altra

⁸ Tali statistiche coprono le attività consolidate a livello mondiale delle banche con sede nell'area dichiarante alla BRI, nonché le attività non consolidate delle affiliate domiciliate nell'area dichiarante, ma di proprietà di banche aventi sede al di fuori dell'area stessa.

⁹ Le statistiche sui prestiti consorziali tendono a sovrastimare i flussi creditizi. In primo luogo, le linee standby allestite per esempio a sostegno di emissioni di CP potrebbero non essere mai effettivamente utilizzate. Altre potrebbero esserlo solo in parte a causa di mutamenti nei piani di investimento del prestatore o di inadempienze contrattuali. In secondo luogo, queste statistiche comprendono una combinazione di strumenti, come le facilitazioni creditizie a opzione multipla, che presentano caratteristiche sia di crediti sia di titoli. In terzo luogo, il credito internazionale all'interno di una data tranche non è talvolta identificabile prontamente,

parte, esse sono più tempestive delle altre due serie di statistiche bancarie e forniscono dettagli su finalità, scadenza e prezzo dei prestiti consorziali, informazioni utili per comprendere la natura del credito bancario internazionale. Nella nota monografica di pag. 69 si rileva che, a certe condizioni e per determinate classi di mutuatari, le statistiche sui prestiti consorziali possono altresì fornire utili indicazioni preliminari sull'evoluzione dei dati consolidati. Inoltre, queste statistiche sembrano più appropriate di quelle bancarie per monitorare l'accesso dei prenditori ai mercati del credito. Le cifre nette non individuano necessariamente i mutuatari più attivi, poiché i finanziamenti di grande ammontare potrebbero essere compensati da altrettanti rimborsi. Le differenze nei fabbisogni di indebitamento e nell'accesso al mercato sono evidenziate più chiaramente nelle cifre lorde (sottoscrizioni o esborsi).

Debito esterno verso il settore non bancario

Il debito nei confronti delle banche internazionali rappresenta ovviamente solo una delle numerose componenti del debito esterno. Altri tipi di investitori, compresi i fondi pensione, le società di assicurazione, gli hedge funds e gli investitori al dettaglio, sono divenuti più attivi sui mercati finanziari globali nel corso dell'ultimo decennio e, conseguentemente, detengono una quota crescente di debito esterno. Purtroppo, dal lato dei creditori sono disponibili scarse informazioni sulle passività dei singoli paesi nei confronti del settore non bancario.

Il debito esterno nei confronti delle imprese non bancarie può essere desunto per approssimazione dai dati sulle emissioni internazionali di titoli debitori. Le statistiche BRI su tali emissioni rappresentano la fonte più esauriente al riguardo: esse rilevano infatti sia le operazioni (annunciate e perfezionate) che i rimborsi (alla scadenza e anticipati). I dati sui rimborsi sono particolarmente utili, poiché consentono il monitoraggio dei fabbisogni di rifinanziamento e il calcolo dei nuovi collocamenti netti.

Le banche partecipano attivamente ai mercati mobiliari internazionali in qualità di investitori, sottoscrittori ed emittenti, e vi sono quindi talune sovrapposizioni fra le statistiche bancarie e quelle sui titoli di debito. Tali sovrapposizioni possono essere eliminate considerando unicamente i crediti e i depositi transfrontalieri. Dal quarto trimestre 1995 nell'ambito delle statistiche bancarie su base locale viene pubblicata una scomposizione delle posizioni bancarie internazionali per strumento (crediti, depositi e titoli).

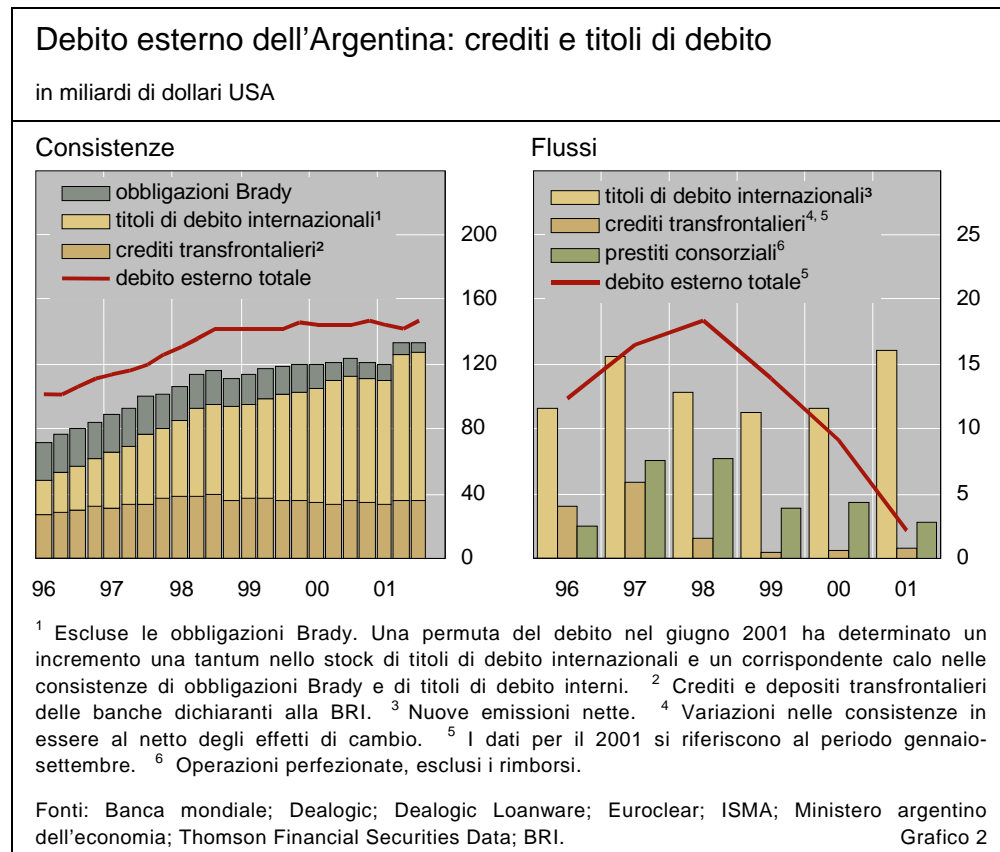
Le emissioni sul mercato internazionale dei titoli di debito non costituiscono più un indicatore affidabile dei flussi transfrontalieri di portafoglio come avveniva un tempo. Dato il crescente numero di paesi che sta liberalizzando movimenti di capitale e mercati finanziari, con gli anni la distinzione fra mercati interni e internazionali è divenuta sempre meno significativa. Di conseguenza, le statistiche BRI potrebbero stimare in eccesso o in difetto l'esposizione sull'estero dei residenti. Da un lato, allorché gli

Il debito estero verso il settore non bancario può essere sostituito dai dati sulle emissioni di titoli ...

... ma con una minore affidabilità rispetto al passato

poiché non si conosce l'esatto ammontare fornito da ogni istituzione, e in particolare quello delle banche domiciliate nello stesso paese del mutuatario.

investitori residenti nel paese dell'emittente acquistano titoli di debito venduti sul mercato internazionale, le statistiche tenderanno a sovrastimare i flussi transfrontalieri di portafoglio¹⁰. I prestiti obbligazionari sono infatti sempre più spesso collocati presso residenti e non residenti. Per esempio, mentre nel 1995 meno del 5% delle nuove emissioni nette di agenzie federali USA come Fannie Mae e Freddie Mac era ricompreso nelle statistiche BRI fra i prestiti internazionali, nel 2001 questa percentuale risultava salita a circa il 50%. All'opposto, nel caso in cui i non residenti investano sui mercati mobiliari interni, le statistiche BRI tenderanno a sottostimare i flussi transfrontalieri di portafoglio. Si prendano ad esempio i titoli di Stato: essi vengono per lo più emessi sul mercato interno, e non figurano pertanto nelle basi dati delle emissioni internazionali, ma in molti paesi una quota considerevole di titoli di Stato viene acquistata da non residenti. Il grafico 2 raffronta i dati BRI su prestiti transfrontalieri e titoli di debito internazionali, integrati da quelli sulle obbligazioni Brady desunti dalle statistiche congiunte, con i dati nazionali sul debito esterno dell'Argentina.



¹⁰ La base dati sui titoli di debito internazionali copre tre tipi di strumenti: titoli denominati in valute diverse da quelle dei mercati di rispettiva emissione (euroobbligazioni); titoli denominati nella valuta del mercato di emissione, ma emessi da non residenti (obbligazioni estere, come le "yankee bonds" del mercato USA); titoli denominati nella valuta del mercato di emissione, emessi da residenti ma destinati a non residenti. Per questi ultimi, le tranches allestite per gli investitori interni vengono talvolta tenute distinte da quelle destinate ai prestatori internazionali; in questo caso, le statistiche BRI potrebbero non sovrastimare i flussi di portafoglio.

In aggiunta a crediti, depositi e titoli di debito, gli strumenti derivati costituiscono una componente in costante crescita (ancorché contenuta in termini assoluti nella gran parte dei paesi) del debito esterno. Futures, swaps, options e altri tipi di derivati danno luogo a obbligazioni contrattuali che possono comportare un regolamento transfrontaliero. Ai fini della misurazione dell'indebitamento verso l'estero, è rilevante il valore di mercato (o il valore attuale netto) di questi contratti, più che il valore dello strumento sottostante. La BRI pubblica dati sui valori lordi di mercato delle varie tipologie di derivati negoziati sul mercato OTC. Tuttavia, questi dati sono di scarsa utilità per misurare il debito esterno, poiché danno conto solo dell'aggregato globale e gli intermediari segnalanti non sono tenuti a notificare la residenza delle loro controparti. Nondimeno, dalle statistiche OTC si può desumere l'entità potenziale delle passività derivanti da posizioni in strumenti derivati. A fine giugno 2001 il valore lordo di mercato per tutte le tipologie di contratti derivati OTC ammontava a \$3,0 trilioni, pari all'8% delle consistenze in essere di titoli di debito emessi su scala mondiale.

Una componente sempre maggiore del debito esterno è rappresentata dal valore di mercato dei derivati

Rischi connessi con il finanziamento esterno

Le misure convenzionali dell'indebitamento verso l'estero possono rappresentare, in talune circostanze, un indicatore inaffidabile delle potenziali vulnerabilità. Attraverso le garanzie, reali e personali, i derivati e altre transazioni fuori bilancio, il rischio potrebbe essere trasferito dal debitore di un paese, il mutuatario immediato, a un debitore residente altrove, l'obbligato finale. Inoltre, la disaggregazione dei dati per scadenza, valuta, settore o creditore può concorrere a evidenziare rischi che potrebbero non emergere dagli importi aggregati.

Le misure di bilancia dei pagamenti per il debito esterno sono basate sulla residenza del mutuatario immediato, ma possono verificarsi dei casi (per il monitoraggio dei rinnovi, o l'avvio di una ristrutturazione) in cui sarebbe più utile disporre di misure basate sulla residenza dell'obbligato finale. Le statistiche sul debito esterno non ricomprendono, ad esempio, i fondi raccolti da un'affiliata bancaria estera operante a Londra o in un altro centro bancario internazionale; tuttavia, ove questa affiliata incontri difficoltà nel rifinanziare le sue obbligazioni, potrebbero insorgere problemi di liquidità per la casa madre. O ancora: le passività della filiazione estera di una multinazionale potrebbero essere garantite dalla casa madre, e ciò si traduce in un trasferimento giuridicamente vincolante del rischio da un paese all'altro. Le statistiche bancarie su base consolidata colgono alcuni di questi trasferimenti di rischio (cfr. oltre).

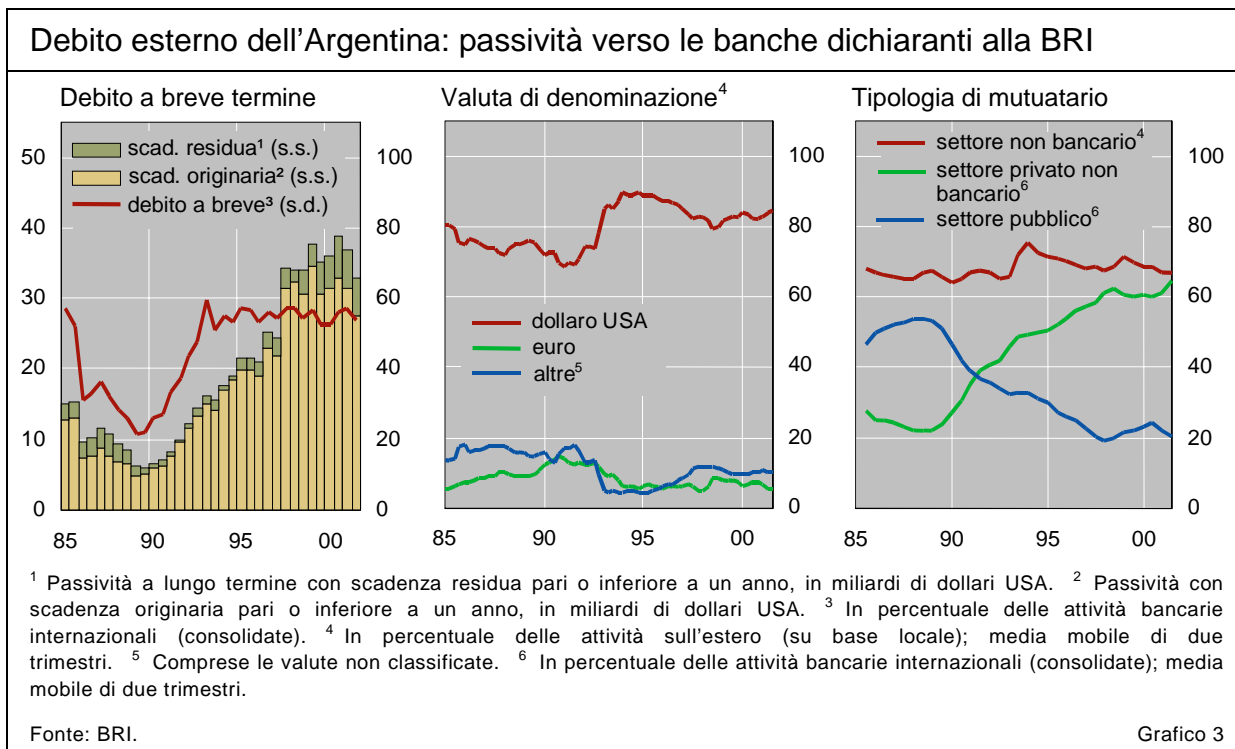
Un altro importante indicatore di vulnerabilità è la struttura per scadenza del debito esterno di un paese. Le crisi finanziarie di vari mercati emergenti alla fine degli anni novanta hanno dimostrato come il rapido accumularsi di debito a breve possa pregiudicare la stabilità finanziaria persino in paesi con bassi livelli di indebitamento sull'estero (Hawkins e Klau, 2000). I dati sulle emissioni di strumenti debitori e la componente internazionale delle statistiche bancarie

Il debito può essere disaggregato per scadenza ...

consolidate prevedono una disaggregazione per scadenza¹¹. In effetti, queste ultime costituiscono una delle poche fonti sul debito estero a breve comparabili a livello internazionale. Nell'ambito delle statistiche consolidate, la scomposizione per scadenza viene segnalata in base alla vita residua. La disponibilità di una fascia di scadenza da uno a due anni consente di stimare l'incidenza del debito a breve originariamente contratto a più lungo termine¹². Il riquadro di sinistra del grafico 3 mostra l'evoluzione delle passività a breve dell'Argentina nei confronti del sistema bancario.

... valuta ...

Anche la scomposizione per valuta contribuisce a evidenziare i rischi. L'indebitamento sull'estero in valuta ha maggiori probabilità di esporre i mutuatari a rischi di liquidità o, al limite, di insolvenza che non quello denominato in valuta locale. Per le statistiche sui titoli di debito internazionali è disponibile una disaggregazione completa per valuta, che permette di determinare la quota di titoli emessi nella moneta del debitore. Tale quota varia dall'86% per gli emittenti internazionali residenti negli Stati Uniti allo 0% per



¹¹ Non è disponibile una disaggregazione per scadenza delle statistiche bancarie su base locale. A queste ultime potrebbe essere applicata quella in uso per le statistiche consolidate, così da pervenire a una misura del debito bancario a breve che sia coerente con i criteri di segnalazione adottati per la bilancia dei pagamenti. In alternativa, si potrebbe estendere alle statistiche su base consolidata la scomposizione per strumento utilizzata per quelle su base locale al fine di minimizzare le sovrapposizioni con le statistiche sulle emissioni mobiliari internazionali. In entrambi i casi sarà comunque difficile ottenere stime affidabili.

¹² Questo metodo tenderà a sottostimare tale incidenza, poiché Stati Uniti e Lussemburgo non segnalano la fascia 1-2 anni, mentre Hong Kong SAR non comunica alcuna disaggregazione per scadenza.

quelli residenti in un ristretto numero di paesi in via di sviluppo. Le banche che partecipano alle statistiche su base locale non segnalano tutte le valute in cui sono denominate le loro attività e passività, ma soltanto quelle principali¹³. Le informazioni disponibili consentono di stimare un limite superiore per l'ammontare del debito bancario che potrebbe essere denominato nella valuta del mutuatario, nonché di individuare gli sbilanci nei flussi valutari derivanti, ad esempio, dall'incasso di proventi da esportazioni in una moneta e dal servizio del debito in un'altra.

Nell'interpretare le distribuzioni per valuta disponibili per le statistiche su base locale e per quelle sulle emissioni mobiliari internazionali, va tenuto presente che esse contemplano soltanto le passività iscritte in bilancio. I debitori possono coprire le loro esposizioni valutarie con proventi da esportazioni o attività sull'estero, ma anche mediante prodotti derivati. Secondo le statistiche BRI sugli strumenti derivati, a fine giugno 2001 i contratti in valuta estera negoziati in borsa e fuori borsa ammontavano a nominali \$20,5 trilioni, ossia a poco più della metà delle consistenze in essere di titoli di debito emessi su scala mondiale. Tuttavia, a causa della mancanza di informazioni sulla residenza delle controparti, questi dati forniscono scarse indicazioni sulle attività di copertura nei singoli paesi.

Le distribuzioni per scadenza e per valuta possono essere ulteriormente disaggregate per settore allo scopo di individuare i comparti più esposti a rischi valutari o di liquidità. La crisi finanziaria asiatica del 1997-98 aveva messo in luce l'importanza di monitorare le posizioni esterne dei settori finanziario e societario separatamente da quelle delle aziende pubbliche (Forum per la stabilità finanziaria, 2000). Le statistiche su base locale forniscono informazioni sulle posizioni creditorie internazionali delle banche verso i settori bancario e non bancario, mentre quelle su base consolidata scompongono ulteriormente quest'ultimo settore in operatori pubblici e privati. Le statistiche sui titoli di debito internazionali prevedono una distribuzione ancor più dettagliata del settore non bancario. La disaggregazione per scadenza delle statistiche consolidate non può essere combinata con la scomposizione settoriale, mentre le distribuzioni disponibili per le altre statistiche possono essere disaggregate per settore.

... settore ...

Un'ulteriore fonte di potenziale vulnerabilità risiede nella concentrazione delle esposizioni presso un comune creditore. Un mutuatario che si avvale di un gruppo eterogeneo di creditori per il suo finanziamento esterno è verosimilmente meno soggetto a rischi di contagio. Le statistiche su base consolidata suddividono gli impieghi bancari per nazionalità della banca prestatrice, quelle su base locale per residenza; rispetto alla nazionalità, tuttavia, la residenza rappresenta un indicatore meno significativo per valutare l'eterogeneità dei creditori. Quest'ultima può essere stimata anche raffrontando

... o creditore

¹³ Le banche segnalano sette categorie valutarie: moneta del paese di residenza, dollaro USA, euro, yen, sterlina, franco svizzero e altre valute.

il credito di provenienza bancaria con quello raccolto sui mercati mobiliari internazionali.

I depositi e le altre attività in valuta possono controbilanciare le passività

Infine, le passività non forniscono di per sé un quadro completo delle potenziali vulnerabilità di un paese. Anche se le passività sono modeste o stabili, la posizione esterna di un'economia può sempre essere messa in pericolo da fughe di capitali. In aggiunta, i residenti dispongono spesso di attività sull'estero con cui far fronte a improvvise esigenze di liquidità, sebbene i detentori di queste attività non coincidano necessariamente con i prenditori di fondi in valuta. I depositi presso banche estere sono rilevati dalle statistiche su base locale. L'esistenza di tali depositi fa sì che i paesi con ampie posizioni debitorie sull'estero possano in effetti risultare creditori netti. Ad esempio, a fine settembre 2001 le passività delle economie emergenti nei confronti di banche internazionali si ragguagliavano a \$875 miliardi, a fronte di \$1,1 trilioni di depositi sull'estero e altre attività collocate da residenti della stessa area presso banche internazionali.

Esposizioni al rischio delle banche creditrici

Le statistiche consolidate misurano le esposizioni bancarie sull'estero

Al debito di un mutuatario corrisponde ovviamente un'attività del creditore. In realtà, era stato l'intento di monitorare le attività bancarie sull'estero di un paese, e non il suo debito esterno, a condurre all'introduzione delle statistiche bancarie consolidate dopo la moratoria sul debito messicano nel 1982. Le statistiche su base locale evidenziano le variazioni delle attività bancarie esterne. Tuttavia, a causa del principio della residenza su cui si basano tali statistiche, non è possibile stimare l'esposizione del sistema bancario nazionale verso singoli paesi. In particolare, le statistiche su base locale non colgono le posizioni contabilizzate nei paesi non dichiaranti, né consentono di combinare la disaggregazione per residenza della controparte con quella per nazionalità della banca dichiarante. Per contro, le statistiche su base consolidata sono incentrate esplicitamente sulle esposizioni bancarie al rischio di credito estero, giacché misurano – consolidandole su scala mondiale – le posizioni creditorie internazionali delle banche aventi sede nell'area dichiarante¹⁴.

L'attenzione si incentra inizialmente sul rischio di trasferimento valutario ...

All'epoca in cui furono introdotte le statistiche su base consolidata, le autorità nell'area dichiarante temevano in particolare per il rischio di trasferimento valutario, ossia il rischio connesso con misure di politica economica aventi efficacia all'interno di una data giurisdizione, come i controlli sui movimenti di capitale o le moratorie del debito¹⁵. Di conseguenza, tali

¹⁴ Le attività sull'estero delle banche comprendono le posizioni creditorie transfrontaliere verso non residenti più gli impieghi sull'interno delle loro affiliate estere.

¹⁵ La disaggregazione per controparte disponibile nelle statistiche consolidate si limitava inizialmente ai paesi in via di sviluppo. Ciò rispecchiava i timori delle autorità monetarie e finanziarie per gli ingenti prestiti bancari concessi a tali paesi, timori che si sono accentuati dopo la dichiarazione del Messico nell'agosto 1982 di una moratoria sui pagamenti del debito estero. Nel secondo trimestre 1999 le statistiche sono state ampliate fino a ricomprendervi la totalità dei paesi.

statistiche misuravano unicamente i crediti in base al mutuatario immediato (denominati anche "contrattuali"). Veniva inoltre prestata attenzione alla componente internazionale delle attività consolidate, ossia i crediti transfrontalieri delle banche dichiaranti in tutte le valute, più quelli sull'interno in valuta delle loro affiliate estere. L'altra componente delle attività consolidate, i crediti sull'interno in valuta locale, veniva di solito finanziata sul posto, e non comportava pertanto rischi di trasferimento valutario. La logica alla base dell'inclusione dei crediti locali in valuta nelle attività transfrontaliere risiedeva nella probabilità che essi fossero finanziati dall'estero, e che potessero quindi incorrere in tale tipo di rischio.

Le crisi finanziarie in Asia e in altri mercati emergenti sul finire degli anni novanta, nonché i mutamenti nella struttura dell'attività bancaria internazionale hanno indotto a riconsiderare le informazioni fornite dalle statistiche consolidate. Per effetto soprattutto di mercati bancari e finanziari sempre più globalizzati e sofisticati, i crediti contrattuali sono divenuti una misura meno accurata delle esposizioni bancarie al rischio creditizio. Le transazioni fuori bilancio possono modificare significativamente i crediti per cassa, e fra di esse figurano anche gli strumenti derivati. L'inclusione di questi ultimi ha innalzato le esposizioni transfrontaliere delle banche USA di circa il 20% a fine settembre 2001. A causa del modo in cui viene computato il valore dei derivati, il loro impatto potrebbe essere persino maggiore in periodi di eccezionale volatilità dei prezzi di mercato. Fra il giugno e il dicembre 1997, sulla scia della fluttuazione del baht thailandese, l'ammontare dovuto a banche USA da controparti in Thailandia a fronte di prodotti valutari e derivati si è pressoché quadruplicato a \$2,5 miliardi, salendo dal 15 all'89% dei crediti iscritti in bilancio (Ruud, 2002).

Un altro modo in cui le esposizioni per cassa possono essere sensibilmente modificate è costituito dalle garanzie, reali e personali, e da altri strumenti di trasferimento del rischio di credito. Ad esempio, un credito alla filiazione di una banca estera con sede a Londra può essere contabilizzato fra le attività verso controparti britanniche anche se la residenza dell'obbligato finale è probabilmente altrove. La riallocazione dei crediti dal mutuatario immediato all'obbligato di ultima istanza può accrescere in modo significativo le esposizioni delle banche verso determinati paesi e ridurle verso altri. Per citare due esempi, i crediti verso la Germania calcolati in base al rischio ultimo superano del 20% quelli contrattuali, mentre nel caso del Regno Unito essi sono inferiori di circa il 25%.

Oltre alla crescente globalizzazione e sofisticatezza dei mercati, anche le fusioni e acquisizioni transfrontaliere hanno modificato i rischi in capo alle banche. In particolare, l'importanza sempre maggiore del finanziamento locale dell'attività bancaria sull'estero sposta l'attenzione dal rischio di trasferimento valutario al rischio paese, ossia il rischio associato al contesto economico, finanziario, politico e sociale in cui opera il debitore. Mentre il rischio di trasferimento valutario interessa le attività transfrontaliere, il rischio paese si estende a tutte le posizioni creditorie sull'estero, indipendentemente dal paese

... per spostarsi in seguito sul rischio paese

di residenza e dalla valuta di denominazione¹⁶. Allorché furono introdotte le statistiche su base consolidata, i crediti sull'interno rappresentavano una piccola quota delle attività bancarie internazionali. Oggi, tuttavia, il quadro è notevolmente mutato. Nel 1985 le attività sull'interno in valuta locale costituivano il 6% soltanto delle attività internazionali delle banche dichiaranti nei confronti delle economie emergenti. Nel 2001 questa percentuale è salita al 37%. Il saggio monografico di pag. 43 esamina questo spostamento dal piano internazionale a quello locale nel finanziamento dell'attività bancaria.

Le statistiche consolidate verranno presto estese alle esposizioni fuori bilancio

Nel giugno 1999 le statistiche consolidate sono state ampliate fino a ricomprendervi gli strumenti di trasferimento del rischio. Secondo l'attuale metodologia, le attività consolidate – computate in base al rischio ultimo – trasferiscono i crediti garantiti al paese di residenza del garante, e le posizioni creditorie verso le filiali bancarie giuridicamente dipendenti dalla casa madre al paese di residenza di quest'ultima. Conformemente alle raccomandazioni del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG, 2000), entro la fine del 2004 le statistiche su base consolidata verranno ulteriormente estese allo scopo di cogliere tutti gli aspetti rilevanti delle esposizioni bancarie al rischio di credito, comprendendovi la totalità delle operazioni fuori bilancio.

Cambiamenti nell'intermediazione finanziaria

Una delle finalità ultime delle statistiche BRI è quella di documentare i cambiamenti nell'intermediazione finanziaria. Molte delle statistiche pubblicate dalla Banca possono essere disaggregate per strumento, tipo di controparte e paese di residenza dell'istituzione dichiarante. Esse consentono pertanto, oltre che di osservare l'evoluzione dei vari segmenti di mercato, di esaminare i mutamenti all'interno di questi segmenti, come ad esempio l'importanza relativa della clientela non finanziaria nei mercati degli strumenti derivati, o quella dei Caraibi come centro finanziario. I mutamenti osservabili tra i vari mercati e all'interno di essi sono talmente numerosi da non poter essere qui trattati in dettaglio; per questo motivo, nei paragrafi seguenti verranno affrontati solo alcuni dei possibili modi in cui utilizzare le statistiche BRI per esaminare i cambiamenti nell'intermediazione finanziaria.

Uso delle statistiche BRI per monitorare dimensione, crescita e struttura dei mercati ...

Le statistiche BRI possono ovviamente essere impiegate per misurare la dimensione, la crescita e la struttura dei diversi segmenti, ed è ciò che viene regolarmente fatto nelle sezioni della *Rassegna trimestrale BRI* dedicate all'evoluzione dei mercati. Innumerevoli studi analitici si avvalgono delle statistiche BRI per una serie di altri raffronti. Alworth e Andresen (1992) impiegano le statistiche su base locale per analizzare i nessi fra l'origine e la destinazione dei depositi transfrontalieri. Il Gruppo di studio sui mercati del reddito fisso

¹⁶ Di recente la BRI ha modificato la presentazione delle statistiche consolidate per porre maggiore enfasi sulle esposizioni al rischio paese e per migliorare la comparabilità delle statistiche stesse fra i vari sistemi bancari nazionali. Mentre in precedenza l'attenzione era incentrata sulle posizioni creditorie internazionali delle banche dichiaranti, ora le tabelle presentano i dati consolidati con riferimento alle attività complessive sull'estero.

(2001) combina i dati sulle emissioni interne e internazionali di titoli per raffrontare e contrapporre i mercati di dollaro USA, euro, yen e sterlina. Partendo dall'indagine triennale, Kambhu et al. (1996) esaminano il ruolo dei mercati derivati nel trasferimento e nella negoziazione del rischio. Le varie serie statistiche pubblicate dalla BRI sono sostanzialmente comparabili, purché si tenga conto delle diverse modalità di compilazione. Nondimeno, la struttura o le caratteristiche dei vari mercati possono rendere difficile un raffronto diretto. Ad esempio, nei mercati degli strumenti derivati di borsa la liquidazione di una posizione determina un calo dello stock nozionale poiché i contratti vengono compensati tramite una controparte centralizzata. Per converso, nel segmento OTC le posizioni vengono solitamente estinte con la stipula di un nuovo contratto, il che si traduce in un aumento dello stock nozionale.

Dalle statistiche BRI si possono altresì ricavare informazioni sull'insieme degli operatori e delle strategie presenti nei mercati. La rilevanza delle banche rispetto alle imprese non bancarie nella veste sia di mutuatari sia di prenditori sui mercati internazionali è desumibile dai dati sull'attività bancaria e mobiliare. Le statistiche sui mercati dei cambi e dei derivati OTC possono essere suddivise tra dealers, altre istituzioni finanziarie e clientela non finanziaria. In connessione con altre fonti informative, ciò consente anche di individuare più puntualmente le tipologie di operatori alla base dei cambiamenti nell'attività. Ad esempio, Dixon (2001) mostra come sia possibile usare le statistiche bancarie per verificare l'entità dell'intermediazione dei centri finanziari offshore, compreso l'indebitamento degli hedge funds. McCauley e von Kleist (1998) valutano l'importanza delle strategie di "carry trade" prendendo come riferimento le statistiche bancarie su base locale.

... le categorie di operatori finanziari ...

Le operazioni fuori bilancio possono essere analizzate anche attraverso i dati BRI sugli strumenti derivati. Le statistiche sulle negoziazioni di borsa, basate su fonti di mercato, e quelle semestrali sul segmento OTC, elaborate sulla scorta dei dati raccolti da banche centrali, stimano i valori nominali dei contratti sottostanti. Sono inoltre disponibili varie disaggregazioni, fra cui quelle per tipo di strumento, categoria di rischio, valuta, o combinazioni di questi indicatori. Le statistiche sulle negoziazioni fuori borsa danno conto dei valori di mercato e delle esposizioni creditorie, ossia il valore lordo di mercato tenendo conto degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti. I dati sulle esposizioni creditorie escludono le posizioni a pronti, che potrebbero controbilanciare le esposizioni collegate a strumenti derivati, e possono quindi stimare per eccesso i dati relativi al rischio ultimo.

... le attività fuori bilancio ...

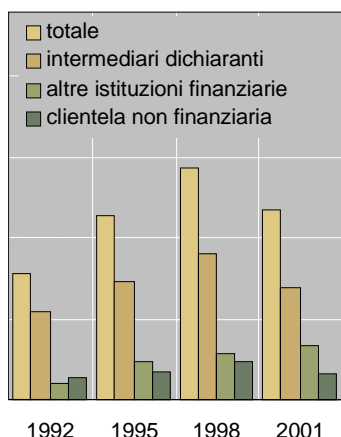
Per mezzo delle statistiche BRI è inoltre possibile stimare le variazioni nella liquidità del mercato. Il turnover delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati è riportato nelle apposite statistiche sull'attività delle principali sedi organizzate, mentre quello dei mercati dei cambi e dei derivati OTC è desumibile dall'indagine triennale. Il grafico 4 mostra i volumi trattati dai diversi mercati e fra le diverse controparti. Il turnover è solo una delle dimensioni della liquidità e, fra l'altro, può essere talvolta un indicatore fuorviante poiché su di

... o la liquidità

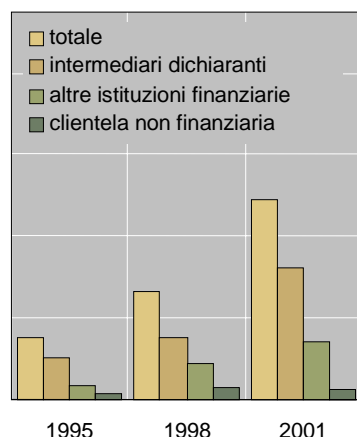
Mercati dei cambi e dei derivati

turnover, in trilioni di dollari USA

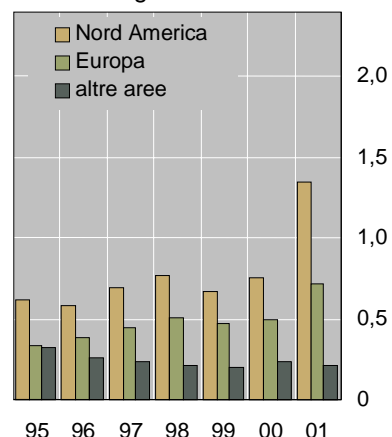
Mercati dei cambi¹



Derivati su tassi d'interesse OTC¹



Derivati negoziati in borsa²



¹ Al netto delle duplicazioni sull'interno e sull'estero; medie giornaliere di aprile. ² Medie giornaliere su base annua.

Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; BRI.

Grafico 4

esso incide anche la volatilità (CSFG, 1999). Di conseguenza, l'attività di negoziazione andrebbe considerata parallelamente ad altre misure della liquidità. Galati (2001) giunge alla conclusione che, sebbene il turnover dei mercati valutari sia calato nel 2001, non vi sono chiari segni di un deterioramento della liquidità.

Futuri miglioramenti nelle statistiche della BRI

Le statistiche BRI si sono evolute al mutare sia degli interessi prioritari delle autorità monetarie e finanziarie sia della struttura dei mercati della moneta e del credito. Il primo insieme di statistiche, quelle su base locale, era incentrato sulla stabilità monetaria, mentre le serie successive hanno gradualmente spostato l'accento sulla stabilità del sistema finanziario. Esse sono oggetto di continui miglioramenti per tener conto delle innovazioni finanziarie. Nel 2005 prenderà l'avvio la pubblicazione di statistiche consolidate basate sul rischio ultimo, comprendenti una dettagliata disaggregazione settoriale e le posizioni fuori bilancio, che forniranno una misura migliore delle esposizioni al rischio paese delle banche attive a livello internazionale. Sono inoltre in corso iniziative volte ad ampliare la copertura per paese e per strumento delle basi dati sulle emissioni mobiliari interne e internazionali.

Benché siano state inizialmente compilate in vista di una specifica finalità, le statistiche offrono nondimeno un'ampia gamma di possibili impieghi, fra cui quelli di ampliare gli aggregati monetari e creditizi, monitorare il debito esterno, analizzare le esposizioni delle banche al rischio paese, documentare i cambiamenti nell'intermediazione finanziaria. Con il mutare dei mercati, evolveranno altresì i potenziali utilizzi delle serie statistiche. Non è tuttavia possibile, né forse auspicabile, modificare continuamente le modalità di

Al mutare dei mercati si modificheranno anche i possibili impieghi delle statistiche

compilazione e diffusione delle statistiche in funzione dei cambiamenti che intervengono nel mercato e nell'uso dei dati. Per le istituzioni segnalanti ciò comporterebbe costi eccessivi, e potrebbe scoraggiare la loro partecipazione. Purché se ne riconoscano i limiti, le statistiche già disponibili e quelle progettate sono sufficientemente flessibili da fornire utili informazioni su molti aspetti dei mercati bancari e finanziari.

Riferimenti bibliografici

Alworth, Julian S. e Svein Andresen (1992): "The determinants of cross-border non-bank deposits and the competitiveness of financial market centres", *Money Affairs*, vol. 5, n. 2, luglio, pagg. 105–33.

Bach, Christopher L. (2001): "US international transactions, revised estimates for 1989–2000", *Survey of Current Business*, Dipartimento del Commercio USA, luglio, pagg. 30–6.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2000): *Guide to the international banking statistics*, Basilea, luglio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002a): "Guide to the BIS international financial statistics", *BIS Papers*, Basilea, di prossima pubblicazione.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002b): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Basilea, di prossima pubblicazione.

BRI, Banca mondiale, Eurostat, FMI, OCSE, Segretariato del Club di Parigi, Segretariato del Commonwealth e UNCTAD (2001): *External debt statistics: guide for compilers and users*, FMI, novembre.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Basilea, maggio.

Comitato sul sistema finanziario globale (2000): *Report of the working group on the BIS international banking statistics*, Basilea, settembre.

Dixon, Liz (2001): "Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system", *Financial Stability Review*, Banca d'Inghilterra, giugno, pagg. 105–16.

Fondo monetario internazionale, Gruppo di lavoro sulla misurazione dei flussi internazionali di capitale (1992): *Report on the measurement of international capital flows*, FMI.

Forum per la stabilità finanziaria (2000): *Report of the working group on capital flows*, Basilea, aprile.

Galati, Gabriele (2001): "Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'indagine triennale 2001", *Rassegna trimestrale BRI: evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, dicembre, pagg. 43–52.

Gruppo di studio sui mercati del reddito fisso (2001): "The changing shape of fixed income markets", *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 1–43.

Hawkins, John e Marc Klau (2000): "Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies", *BIS Working Papers*, n. 91, Basilea, ottobre.

Kambhu, John, Frank Keane e Catherine Benadon (1996): "Price risk intermediation in the over-the-counter derivatives markets: interpretation of a global survey", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, aprile.

Mayer, Helmut (1979): "Credit and liquidity creation in the international banking sector", *BIS Economic Papers*, n. 1, Basilea, novembre.

McCauley, Robert N. e Rama Seth (1992): "Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 17, primavera, pagg. 52–65.

McCauley, Robert N. e Karsten von Kleist (1998): "Strategie di 'carry trade'", *Rassegna trimestrale BRI: evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, febbraio, pag. 25.

Monticelli, Carlo (1993): "All the money in Europe? An investigation of the economic properties of EC-wide extended monetary aggregates", *BIS Working Papers*, n. 19, Basilea, ottobre.

Ruud, Judith S. (2002): "US banks' exposure to losses in foreign countries", documento del Congressional Budget Office degli Stati Uniti, di prossima pubblicazione.

Sviluppi strutturali e normativi

Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)

In ottobre il CBVB ha pubblicato linee guida a uso delle banche e delle autorità di vigilanza bancaria sulle procedure di dovuta diligenza da applicare nei confronti della clientela¹. Il Comitato osserva come le autorità di vigilanza riconoscano in misura crescente l'importanza che presso le banche siano posti in atto adeguati controlli e procedure per l'identificazione della clientela. Ciò è necessario non solo ai fini dell'osservanza delle prescrizioni di legge in materia di riciclaggio dei fondi di provenienza illecita, ma anche in una prospettiva prudenziale più ampia. Senza l'esercizio della dovuta diligenza le banche possono esporsi a rischi di reputazione, operativi, legali e di concentrazione, e conseguentemente incorrere in costi rilevanti. Per premunirsi contro questi rischi, esse devono elaborare politiche e procedure in aree critiche, quali l'accettazione e l'identificazione della clientela, nonché il monitoraggio dei conti a elevata rischiosità.

Sempre in ottobre il CBVB ha pubblicato un documento di lavoro² che propone un apposito trattamento IRB ("internal ratings-based") per le esposizioni creditorie specifiche ("specialised lending" – SL)³. L'assunto di base dell'approccio IRB previsto per le esposizioni delle imprese è che il rimborso del prestito sia finanziato primariamente da operazioni correnti del mutuatario anziché dai flussi monetari connessi con un progetto o un bene immobile. In tale contesto, le attività costituite in garanzia fungono da strumento di attenuazione del rischio e da fonte accessoria di rimborsi. Così definita, la categoria delle esposizioni societarie non comprende i prestiti il cui rimborso dipende principalmente dal cash flow generato da un'attività piuttosto

Il CBVB pubblica linee guida sul dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela ...

... e un documento di lavoro sul trattamento delle esposizioni creditorie specifiche

¹ Cfr. *Customer due diligence for banks*, CBVB, Basilea, ottobre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org). Una precedente versione del rapporto era stata pubblicata a fini di consultazione nel gennaio 2001; il documento finale incorpora le osservazioni fatte pervenire.

² Cfr. *Working paper on the internal ratings-based approach to specialised lending exposures*, CBVB, Basilea, ottobre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

³ Definite come "finanziamento di progetti" nei documenti diffusi a fini di consultazione nel gennaio 2001.

che dalla qualità creditizia del mutuatario. Le banche hanno fatto notare che i dati sulla performance storica delle esposizioni a fronte di SL sono scarsi. Molte di esse incontrano quindi difficoltà nel formulare stime affidabili e realistiche dei principali fattori di rischio, compresa la probabilità di insolvenza (PI). Non esiste pertanto uno standard comune a livello di settore su cui basare un approccio rigoroso e sensibile al rischio per la stima delle esposizioni SL a fini prudenziali. Lo schema IRB proposto per queste ultime integra le metodologie di base e avanzate mediante un sistema più semplice incentrato su stime prudenziali della PI, della perdita in caso di insolvenza e del livello di esposizione al momento dell'insolvenza stessa.

Il CBVB pubblica un documento di lavoro sul trattamento delle cartolarizzazioni ...

Infine, il CBVB ha pubblicato sempre in ottobre un documento di lavoro su due proposte avanzate inizialmente nella serie di documenti a fini di consultazione diffusi nel gennaio 2001⁴. La prima riguarda il trattamento IRB delle cartolarizzazioni e la seconda costituisce un approccio complessivo alle cartolarizzazioni sintetiche. L'obiettivo del Comitato è quello di elaborare uno schema globale che sia sensibile al rischio e fornisca alle banche adeguati incentivi per passare dal metodo standardizzato a quello basato sui ratings interni. Il documento è stato pubblicato al fine di promuovere ulteriormente il dialogo con gli operatori del settore sulla definizione di un coefficiente patrimoniale minimo per le cartolarizzazioni.

... e i risultati dello studio sull'impatto del Nuovo Accordo di Basilea ...

In novembre il CBVB ha pubblicato i risultati di uno studio (QIS2) sull'impatto quantitativo delle proposte del gennaio 2001 relative al Nuovo Accordo di Basilea⁵. L'obiettivo di questa indagine, iniziata nell'aprile dello scorso anno ed estesa a banche dei paesi del G10 ed esterni al Gruppo, era quello di acquisire le informazioni necessarie a valutare tale impatto. Le conclusioni raggiunte, unitamente ai commenti fatti pervenire dalle banche, hanno indotto il CBVB a considerare alcune modifiche al Nuovo Accordo proposto. Tali modifiche dovrebbero consentire al Comitato di realizzare il duplice obiettivo di mantenere un livello di patrimonializzazione mediamente equivalente a quello attuale, nel quadro dell'approccio standard modificato, nonché di fornire un moderato incentivo in termini prudenziali per l'approccio IRB di base. Tuttavia, prima di decidere definitivamente in merito alle modifiche da introdurre, il CBVB vorrà disporre di informazioni statistiche circa gli effetti di tale revisione sulle varie imprese bancarie. A tal fine, il Comitato ha chiesto ad alcune banche di collaborare a un aggiornamento del QIS2 (QIS2.5), che implica un ricalcolo dei requisiti patrimoniali previsti dall'approccio IRB di base per tener conto delle modifiche proposte.

... annunciando un ulteriore approfondimento

Il CBVB ha annunciato in dicembre l'intenzione di avviare un ulteriore studio al fine di valutare l'impatto complessivo sul sistema bancario del Nuovo

⁴ Cfr. *Working paper on the treatment of asset securitisations*, CBVB, Basilea, ottobre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

⁵ Cfr. *Results of the second quantitative impact study*, CBVB, Basilea, novembre 2001 e *Potential modifications to the Committee's proposals*, CBVB, Basilea, novembre 2001. Entrambi disponibili sul sito Internet (www.bis.org).

Accordo di Basilea prima della pubblicazione del prossimo documento a fini di consultazione. Il lavoro del Comitato nel corso di questa fase di "controllo di qualità" sarà incentrato su tre aspetti: contemperare l'esigenza di un Accordo sensibile al rischio con i requisiti di chiarezza e di flessibilità sufficienti ad assicurarne un impiego efficace da parte delle banche; garantire un trattamento appropriato del credito alle piccole e medie imprese nel quadro dell'Accordo; definire la calibrazione dei coefficienti minimi in modo da pervenire a un livello di patrimonializzazione mediamente equivalente a quello dell'Accordo attuale, fornendo al tempo stesso un incentivo alle banche che si avvalgono del sistema IRB più sensibile al rischio. Il CBVB aveva in un primo tempo previsto di avviare uno studio d'impatto complessivo in concomitanza con il prossimo periodo di consultazione; ora esso è tuttavia del parere che il completamento di tale studio prima della fase consultiva servirà a rendere quest'ultima più costruttiva. L'indagine supplementare implica che il prossimo documento di consultazione non sarà pubblicato agli inizi del 2002 come inizialmente indicato. In sostituzione, il Comitato cercherà di predisporre dapprima una versione completa delle sue proposte sotto forma di bozza. Quale passo successivo, esso effettuerà uno studio d'impatto complessivo della bozza di proposte, che verranno quindi distribuite per un ulteriore periodo di consultazione formale in vista della stesura finale dell'Accordo. Il Comitato ritiene che questo processo non dovrebbe protrarsi a lungo, e non ha pertanto modificato la scadenza prevista per la finalizzazione dell'Accordo. Esso si è tuttavia dichiarato pronto a rivedere il calendario, ove opportuno.

Nello stesso mese di dicembre il CBVB ha pubblicato un documento sull'elaborazione di prassi corrette per la gestione e la vigilanza del rischio operativo⁶. Il documento definisce una serie di principi che fungono da schema di riferimento per una gestione e una vigilanza efficaci di tale fattispecie di rischio, a uso delle banche che operano a livello internazionale e delle autorità di vigilanza chiamate a valutare politiche, procedure e prassi di gestione del rischio operativo. Anche se le metodologie di gestione stanno rapidamente evolvendo, il Comitato ritiene che molto lavoro resti ancora da fare. Ad esempio, i progressi verso una definizione standard sono ostacolati da differenze di interpretazione tra le banche. Il CBVB considera pertanto fondamentale un attivo scambio di idee tra autorità di vigilanza e settore bancario per lo sviluppo di linee guida in materia di gestione delle esposizioni a tale tipologia di rischio.

CBVB/IOSCO/IAIS

In novembre il CBVB, il Comitato Tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) hanno pubblicato due rapporti predisposti dal Joint Forum. Il primo contiene un raffronto intersettoriale delle prassi di gestione del rischio e del patrimonio di vigilanza, il secondo i principi fondamentali elaborati dai tre

Il CBVB pubblica un documento sulle prassi corrette per la gestione e la vigilanza del rischio operativo

Il Joint Forum pubblica due rapporti su regole e procedure nel settore finanziario

⁶ Cfr. *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, CBVB, Basilea, dicembre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

organismi per i propri comparti⁷. Il primo rapporto risponde alla richiesta dei gruppi di rispettiva pertinenza di comparare i diversi approcci in modo da acquisire una migliore comprensione delle prassi attualmente vigenti nei tre settori. Nel secondo vengono posti a confronto i principi fondamentali elaborati dai tre organismi, mettendone in rilievo gli elementi comuni e le diversità.

Gruppo dei Venti

Il G20 vara un piano d'azione contro il finanziamento del terrorismo

Nel corso della riunione di novembre a Ottawa, i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali dei paesi del G20 hanno adottato un vasto piano d'azione per la cooperazione multilaterale contro il finanziamento delle attività terroristiche, incentrato sui seguenti punti: ratifica e attuazione in tempi rapidi delle convenzioni e risoluzioni dell'ONU sulla soppressione delle fonti di finanziamento al terrorismo; cooperazione con gli organismi internazionali interessati nella promozione di criteri volti a contrastare gli abusi nel sistema finanziario; intensificato scambio di informazioni fra i paesi del G20; offerta di assistenza tecnica ai paesi nell'attuazione di norme e politiche per la lotta al finanziamento del terrorismo; sostegno alle attività del Comitato Antiterrorismo dell'ONU; sorveglianza da parte della Financial Action Task Force (FATF) e di altri organismi internazionali.

Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture

FATF

Nuova enfasi posta dalla FATF sulla lotta al finanziamento delle attività terroristiche

In occasione dell'assemblea plenaria straordinaria sul finanziamento del terrorismo tenutasi a Washington il 29 e 30 ottobre 2001, la FATF ha esteso la sua missione al di là della lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita⁸. D'ora in poi, essa dedicherà risorse e competenze tecniche anche alle iniziative mondiali volte a contrastare il finanziamento del terrorismo. La FATF ha concordato una serie di raccomandazioni in tale ambito, che impegnano i propri membri alle seguenti azioni: adottare provvedimenti immediati per il perseguimento in sede penale delle attività finanziarie legate al terrorismo; bloccare e confiscare i beni di terroristi; segnalare le operazioni sospette; fornire assistenza nelle indagini giudiziarie di altri paesi; estendere le prescrizioni antiriciclaggio ai sistemi alternativi di trasferimento fondi; intensificare le misure in materia di identificazione della clientela; assicurare che le istituzioni, e in particolare quelle senza finalità di lucro, non siano utilizzate impropriamente per finanziare il terrorismo. Al fine di pervenire a una

⁷ Cfr. *Risk management practices and regulatory capital*, CBVB, IOSCO e IAIS, Basilea, novembre 2001, e *The Joint Forum Core Principles – cross-sectoral comparison*, CBVB, IOSCO e IAIS, Basilea, novembre 2001.

⁸ Le misure adottate dal governo USA nell'ottobre dello scorso anno sono elencate nell'edizione del dicembre 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, pag. 81.

rapida ed efficace attuazione di questi nuovi precetti, la FATF ha messo a punto un articolato piano d'azione.

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

In ottobre l'ISDA ha ribadito la propria posizione, espressa nella versione finale della guida per gli utenti relativa alle Credit Derivatives Definitions 1999, secondo cui le obbligazioni per le quali il detentore può attivare l'opzione di conversione soddisfano la clausola dell'obbligazione consegnabile "non condizionale" ("not contingent"), e devono pertanto essere accettate quali titoli consegnabili nel quadro di "credit default swaps"⁹. La questione della consegnabilità era stata sollevata in seguito al rifiuto di alcuni venditori della protezione nei confronti di Railtrack PLC di accettare la consegna di obbligazioni convertibili di questa società dopo la decisione del governo britannico di porla in amministrazione controllata. Il problema ruotava intorno a una clausola standard delle emissioni convertibili europee, che conferisce al detentore la responsabilità di esercitare i diritti di conversione nel caso in cui il valore convertito dell'obbligazione ecceda il suo valore nominale alla scadenza. Gli operatori temevano che tale clausola potesse pregiudicare il diritto del detentore di disporre pienamente delle proprie obbligazioni (rendendole di fatto "condizionali"), e che queste ultime non avrebbero pertanto potuto essere consegnate nel quadro di "credit default swaps" tradizionali.

In novembre l'ISDA ha annunciato di aver ultimato e pubblicato il supplemento alle Credit Derivatives Definitions 1999 relativo alle definizioni di "successore" e di "evento creditizio"¹⁰. Per ciò che concerne il primo termine, viene modificata la definizione di successore nei casi di fusione, consolidamento o trasferimento, sostituendo l'espressione "all or substantially all" ivi contenuta con un limite quantitativo per effetto del quale l'entità subentrante assume la qualifica di successore unico se rileva almeno il 75% delle obbligazioni e dei crediti dell'entità originaria. Il supplemento prende altresì in esame i casi in cui non venga raggiunta tale soglia minima del 75%. Esso modifica inoltre le definizioni relative a taluni eventi creditizi, stabilendo in particolare che solo l'ammissione o l'iscrizione a un procedimento giudiziario, regolamentare o amministrativo costituisce un evento creditizio; ciò implica che un'accelerazione dei rimborsi non è più da considerarsi tale. Questo emendamento era ritenuto necessario per ridurre le probabilità di "moral hazard"¹¹.

Presa di posizione dell'ISDA sulla consegnabilità di obbligazioni convertibili nel quadro di "credit default swaps"

L'ISDA chiarisce la definizione di "successore" nei contratti in derivati di credito

⁹ Cfr. il sito Internet (www.isda.org).

¹⁰ Cfr. il sito Internet (www.isda.org).

¹¹ Le banche che acquistano la protezione su taluni crediti da esse stesse erogati potrebbero avvalersi della clausola di accelerazione per far scattare i pagamenti previsti nei relativi contratti derivati.

virt-x

virt-x annuncia la creazione di una controparte centrale paneuropea per le transazioni in titoli azionari

In ottobre virt-x, la borsa elettronica nata dalla fusione fra Tradepoint PLC e la Swiss Stock Exchange, ha annunciato piani per la creazione di una controparte centrale paneuropea per le contrattazioni in titoli azionari. La nuova entità sarà istituita in collaborazione con la London Clearing House (LCH) e x-clear, una sussidiaria del Swiss Financial Services Group. Quest'ultima, in particolare, tratterà le operazioni con controparti svizzere, mentre LCH curerà altre transazioni europee.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR)/Comitato Tecnico dello IOSCO

Il CSPR e lo IOSCO pubblicano raccomandazioni per i sistemi di regolamento in titoli

In novembre il CSPR e il Comitato Tecnico dello IOSCO hanno pubblicato un rapporto contenente 19 raccomandazioni che fissano requisiti minimi per i sistemi di regolamento in titoli¹². Le raccomandazioni riguardano sistemi che trattano qualsiasi tipo di titoli, nonché transazioni sia interne che transfrontaliere. Esse affrontano la progettazione, l'operatività e la sorveglianza di tali sistemi, e mirano a promuovere l'applicazione su scala mondiale di misure volte a ridurre i rischi, accrescere l'efficienza e fornire adeguate salvaguardie agli investitori.

Unione europea

L'Unione europea amplia la direttiva CEE antiriciclaggio

Il Consiglio dei Ministri ha approvato in novembre la proposta di avanzamento della direttiva UE in materia di riciclaggio allo stadio finale del processo legislativo europeo¹³. Nell'ampliare il campo di applicazione dell'attuale direttiva CEE sul riciclaggio dei capitali, la nuova direttiva impone agli Stati membri di combattere il riciclaggio dei prodotti generati da tutti i reati gravi (il testo vigente cita solo i reati legati alla droga) ed estende la portata della normativa in vigore a varie attività e professioni non finanziarie esposte al rischio di riciclaggio.

La Commissione europea pubblica un rapporto sulla compensazione e il regolamento transfrontalieri

Sempre in novembre la Commissione europea ha pubblicato il primo di due rapporti sui sistemi di compensazione e regolamento transfrontalieri nell'Unione europea¹⁴. Il rapporto si prefigge di valutare lo stato degli attuali sistemi transfrontalieri e di individuarne le principali fonti di inefficienza. Esso conclude che la frammentazione nelle attività di compensazione e regolamento rende più complesse le transazioni internazionali in titoli. Le complicazioni derivano dall'esigenza di accedere a una molteplicità di sistemi nazionali, in cui le divergenze in termini di requisiti tecnici/prassi di mercato, regimi fiscali e

¹² Cfr. *Recommendations for securities settlement systems*, CSPR e IOSCO, Basilea e Madrid, novembre 2001. Disponibile sui siti Internet della BRI (www.bis.org) e dello IOSCO (www.iosco.org).

¹³ Cfr. il sito Internet (www.europa.eu.int).

¹⁴ Cfr. *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* ("Rapporto Giovannini"), Commissione europea, Bruxelles, novembre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.europa.eu.int).

contesti giuridici agiscono da barriera. L'efficienza potrebbe essere notevolmente accresciuta dalla convergenza dei mercati verso taluni requisiti tecnici e prassi comuni ai vari sistemi nazionali. Il rapporto non manca tuttavia di rilevare come la responsabilità di rimuovere le barriere relative ai sistemi giuridici e fiscali ricada sul settore pubblico. Un secondo rapporto, la cui pubblicazione è prevista a metà 2002, esaminerà in dettaglio alcuni aspetti inerenti alle politiche e i possibili modelli per una più efficiente attività di compensazione e regolamento.

In dicembre il Consiglio dei Ministri economici e finanziari dell'Unione europea (ECOFIN) ha adottato due direttive sulle società di investimento collettivo in valori mobiliari trasferibili ("undertakings for collective investments in transferable securities", UCITS). Con la prima direttiva vengono rimosse le barriere all'offerta di servizi internazionali da parte delle UCITS, ampliando la gamma delle loro attività di investimento. La seconda conferisce alle società di gestione un "passaporto europeo" con cui operare all'interno della UE ed estende l'ambito della loro operatività. Essa introduce altresì un "prospetto semplificato", che faciliterà l'accesso degli investitori alle informazioni.

L'ECOFIN adotta due direttive sugli investimenti internazionali

Parlamento italiano

In novembre il Parlamento italiano ha modificato il decreto che sospende l'imposizione della ritenuta fiscale sui titoli di Stato detenuti da non residenti. L'eliminazione dal 1° gennaio 2002 delle procedure burocratiche per il rimborso della ritenuta alla fonte potrebbe incoraggiare gli investimenti in titoli pubblici italiani. Comunque, gli investitori insediati nei paradisi fiscali continueranno a essere soggetti a tale ritenuta.

Il Parlamento italiano semplifica il rimborso della ritenuta alla fonte sui titoli di Stato

US Securities and Exchange Commission (SEC) e Commodity Futures Trading Commission (CFTC)

In dicembre la SEC e la CFTC si sono impegnate a ricercare la pronta adozione di regole definitive in materia di margini sui futures in titoli e di protezione dei fondi della clientela, facendo seguito all'autorizzazione di tali prodotti ai sensi del Commodity Futures Modernization Act del 2000. La ratifica di tali regole dovrebbe consentire la contrattazione pubblica di futures su titoli entro il secondo trimestre 2002. I due organismi hanno inoltre convenuto di procedere in tempi brevi anche alla regolamentazione dei prodotti su indici esteri.

Impegno di SEC e CFTC per la regolamentazione dei futures su titoli USA

In separata sede la SEC ha emanato, sempre in dicembre, una nota cautelativa di cui le società dovrebbero tener conto nella pubblicazione di informazioni finanziarie "pro forma". Le segnalazioni di questo tipo derogano dai Generally Accepted Accounting Principles, consentendo alle imprese di escludere talune uscite o entrate dal loro conto economico in determinati casi o in attesa del perfezionamento di talune obbligazioni contrattuali. Poiché la contabilità "pro forma" può rendere difficile agli investitori il raffronto delle informazioni finanziarie tra i diversi periodi di segnalazione o tra le varie società, la SEC invita gli investitori a considerare tali rendicontazioni con la dovuta cautela.

Monito della SEC sui rischi insiti nella contabilità "pro forma"

Stanze di compensazione e borse valori europee

EuroCCP offre servizi a Nasdaq Europe

In dicembre la European Central Counterparty Limited (EuroCCP), una sussidiaria interamente controllata dalla Depository Trust & Clearing Corporation, ha annunciato la propria disponibilità a offrire servizi di compensazione, regolamento e gestione del rischio a Nasdaq Europe. EuroCCP è la prima controparte centrale a offrire servizi transfrontalieri su base paneuropea, inclusi quelli relativi a titoli USA negoziati in Europa¹⁵. Secondo i promotori, il trattamento delle operazioni attraverso EuroCCP dovrebbe abbattere i costi di compensazione e regolamento, consentendo altresì ai membri di Nasdaq Europe di ridurre il fabbisogno di fondi. Se sarà rispettata la scadenza annunciata inizialmente, EuroCCP dovrebbe cominciare a operare prima che venga messo a punto un sistema concorrente da parte di virt-x e altre stanze europee.

LSE e LCH progettano di introdurre il regolamento automatizzato integrato

Sempre in dicembre la London Stock Exchange (LSE) e la London Clearing House (LCH) hanno deciso di sviluppare una procedura automatizzata integrata per il regolamento presso Euroclear delle transazioni LSE compensate da LCH. Il sistema include la negoziazione, la compensazione e il regolamento di titoli, britannici e non, trattati alla borsa londinese. Il nuovo servizio, che dovrebbe essere operativo dalla seconda metà del 2002, amplierà la scelta e la concorrenza fra sistemi di regolamento, contribuendo al tempo stesso a ridurre i costi delle operazioni transfrontaliere. Esso integrerà i servizi già offerti da CRESTCo ai membri della LSE. Il trasferimento titoli con quest'ultimo organismo sarà diretto poiché è già operante un suo collegamento con Euroclear. L'accordo fra LSE e LCH fa seguito alla recente decisione della concorrente Clearstream di rifiutare una proposta di takeover da parte di Euroclear a favore di negoziati esclusivi con la Deutsche Börse (DB), che intende acquisire il 50% del capitale Clearstream non ancora in suo possesso. Un eventuale accordo fra quest'ultima e la borsa tedesca darebbe vita a una società a "integrazione verticale" (un "silo", nell'idioma degli operatori) con compiti di negoziazione, compensazione e regolamento. Per contro, l'approccio prescelto da Euroclear implica un processo di "integrazione orizzontale" attraverso accordi di partenariato con altre stanze. Euroclear ha già stabilito collegamenti con Euronext, virt-x e Nasdaq Europe.

¹⁵ Una controparte centrale facilita la gestione dei costi e dei rischi di negoziazione ponendosi come interfaccia fra acquirenti e venditori al fine di garantire uno scambio ordinato ed efficiente di contante e titoli.

Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi		
Mese	Organismo	Iniziativa
ott. 2001	CBVB	Pubblicazione di linee guida sul dovere di diligenza
	CBVB	Pubblicazione di un rapporto sul trattamento IRB delle esposizioni creditorie specifiche
	CBVB	Pubblicazione di un rapporto sul trattamento IRB delle cartolarizzazioni
	FATF	Ampliamento delle funzioni oltre le attività antiriciclaggio
	ISDA	Conferma della posizione sulla consegnabilità delle obbligazioni convertibili nel quadro di "credit default swaps"
	virt-x	Annuncio di piani per la creazione di una controparte paneuropea per le negoziazioni azionarie
nov. 2001	CBVB	Pubblicazione dei risultati di uno studio di impatto quantitativo delle nuove proposte sui requisiti patrimoniali
	CBVB, Comitato Tecnico dello IOSCO e IAIS	Pubblicazione di due rapporti del Joint Forum sul raffronto intersettoriale delle prassi di gestione del rischio e del patrimonio di vigilanza
	G20	Varo di un piano d'azione contro il finanziamento del terrorismo
	CSPR e Comitato Tecnico dello IOSCO	Pubblicazione delle raccomandazioni sui requisiti minimi per i sistemi di regolamento in titoli
	Consiglio dei Ministri UE	Approvazione della proposta di avanzamento della direttiva UE antiriciclaggio
	Commissione europea	Pubblicazione di un rapporto sugli accordi transfrontalieri di compensazione e regolamento nell'Unione europea
	ISDA	Pubblicazione del supplemento alle Credit Derivatives Definitions 1999 sulle definizioni di "successore" ed "evento creditizio"
	Parlamento italiano	Modifica del decreto di sospensione della ritenuta alla fonte sui titoli di Stato detenuti da non residenti (con decorrenza 1° gennaio 2002)
dic. 2001	CBVB	Annuncio di un'ulteriore revisione dell'impatto delle proposte per un Nuovo Accordo di Basilea
	CBVB	Pubblicazione di un documento sulle prassi corrette per la gestione e la vigilanza del rischio operativo
	SEC e CFTC degli Stati Uniti	Impegno per una pronta adozione di regole in materia di futures in titoli
	SEC degli Stati Uniti	Monito sui rischi della contabilità "pro forma"
	ECOFIN	Adozione di due nuove direttive sugli investimenti internazionali
	European Central Counterparty Limited	Annuncio della disponibilità a fornire servizi di compensazione, regolamento e gestione del rischio a Nasdaq Europe
	London Stock Exchange e London Clearing House	Progetto per l'elaborazione di una procedura automatizzata integrata con Euroclear