

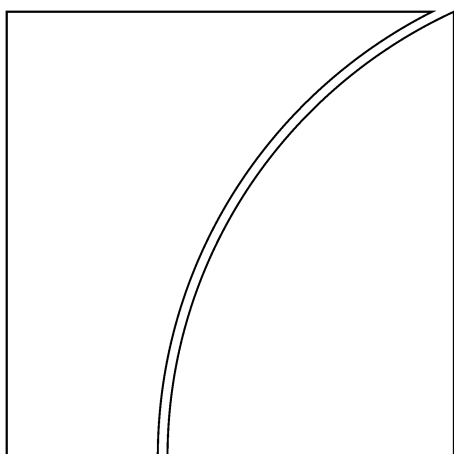


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

## Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 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. I quesiti concernenti 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  
Stampa e Comunicazione  
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

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

Questa pubblicazione è disponibile sul sito Internet della BRI ([www.bis.org](http://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 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

# Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 2002

## Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

|  |    |
|--|----|
| 1. Quadro generale degli sviluppi: fiducia dei mercati dietro la ripresa .....   | 1  |
| <i>Gli investitori azionari confortati dalle prospettive sugli utili</i> .....   | 2  |
| <i>La borsa di Tokyo esamina le riforme bancarie e societarie</i> .....  | 5  |
| <i>L'andamento delle borse valori incoraggia i mercati del reddito fisso</i> .....                                       | 5  |
| Riquadro: <i>Riforma bancaria in Giappone: ridimensionate le iniziative più ambiziose</i> .....                          | 6  |
| <i>L'insufficiente finanziamento dei fondi pensione acuisce i rischi sul mercato delle obbligazioni societarie</i> ..... | 10 |
| Riquadro: <i>Insufficiente finanziamento degli schemi pensionistici e utili societari</i> .....                          | 12 |
| <i> Mercati emergenti dominati dagli sviluppi politici</i> .....   | 13 |
| 2. Il mercato bancario internazionale .....  | 17 |
| <i>Stabilizzazione dell'attività dopo vari trimestri di rallentamento</i> .....  | 18 |
| <i>Attività internazionale delle banche giapponesi e tedesche</i> .....  | 20 |
| <i>Mutamento nella composizione settoriale dei crediti verso il settore non bancario</i> .....                           | 22 |
| <i>Le banche riducono le posizioni creditorie verso i paesi emergenti con elevati oneri debitori</i> .....               | 23 |
| Riquadro: <i>I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2002</i> .....                                    | 28 |
| 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito .....  | 29 |
| <i>Le emissioni del settore privato subiscono un netto calo</i> .....  | 30 |
| <i>Ancora tese le condizioni creditizie nel terzo trimestre</i> .....  | 33 |
| <i>In calo le emissioni delle economie emergenti</i> .....   | 34 |
| 4. I mercati degli strumenti derivati .....  | 37 |
| <i>Forte espansione degli strumenti di tasso d'interesse negoziati nelle borse europee</i> .....                         | 38 |
| <i>Strumenti su indici azionari: scambi intensi di fronte a una volatilità senza precedenti</i> .....                    | 41 |
| <i>Accelerazione dell'attività OTC nel primo semestre 2002</i> .....   | 41 |
| <i>Espansione del mercato trainata principalmente dagli strumenti su tassi d'interesse</i> .....                         | 42 |
| <i>Vivace attività sul mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari</i> .....                                      | 42 |
| <i>Forte ascesa delle opzioni valutarie</i> .....  | 44 |
| <i>Crescita del valore lordo di mercato</i> .....  | 45 |

## Sezioni monografiche

|  |    |
|--|----|
| Come valutare il rischio di crisi bancarie ..... | 47 |
| <i>Claudio Borio e Philip Lowe</i>               |    |
| <i>L'origine delle crisi bancarie</i> .....      | 47 |
| <i>Evidenze empiriche</i> .....                  | 50 |
| <i>Conclusioni</i> .....                         | 57 |

|  |     |
|--|-----|
| Il rischio di regolamento nei mercati valutari e CLS Bank .....  | 61  |
| <i>Gabriele Galati</i>   |     |
| <i>Introduzione</i> .....  | 61  |
| <i>Herstatt</i> .....  | 61  |
| <i>Rischio di regolamento</i> .....  | 62  |
| <i>Iniziative per attenuare il rischio di regolamento</i> .....  | 65  |
| <i>CLS Bank</i> .....  | 67  |
| <i>Conclusioni</i> .....   | 71  |
| Rischio di tasso d'interesse e margine d'interesse netto delle banche .....  | 73  |
| <i>William B. English</i>  |     |
| <i>La valutazione del rischio d'interesse</i> .....  | 74  |
| Riquadro: <i>Fonti del rischio d'interesse</i> .....   | 75  |
| <i>Effetto dei tassi di mercato sui margini d'interesse netti delle banche:</i><br><i>evidenza empirica internazionale</i> ..... | 76  |
| <i>Conclusioni e precisazioni</i> .....  | 83  |
| Riquadro: <i>Problemi inerenti ai dati e alla misurazione</i> .....  | 86  |
| Integrazione finanziaria dell'Est asiatico .....   | 89  |
| <i>Robert N. McCauley, San-Sau Fung e Blaise Gadanecz</i>  |     |
| <i>Domanda di obbligazioni internazionali emesse da mutuatari</i><br><i>est-asiatici</i> .....                                   | 89  |
| <i>Prestiti consorziali allestiti a favore di mutuatari est-asiatici</i> .....   | 93  |
| <i>Conclusioni</i> .....   | 97  |
| Riquadro: <i>Quota delle acquisizioni asiatiche di obbligazioni</i><br><i>emesse da mutuatari della regione</i> .....            | 99  |
| Riquadro: <i>Partecipazione di banche asiatiche a prestiti consorziali</i><br><i>allestiti per mutuatari della regione</i> ..... | 100 |
| <br>   |     |
| <b>Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum<br/>per la stabilità finanziaria</b> .....                    | 103 |
| <i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)</i> .....  | 103 |
| <i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR)</i> .....  | 105 |
| <i>Forum per la stabilità finanziaria (FSF)</i> .....  | 105 |
| <br>   |     |
| <b>Allegato statistico</b> .....   | A1  |
| <br>   |     |
| <b>Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI</b> .....   | B1  |
| <br>   |     |
| <b>Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI</b> .....  | B2  |

## 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: fiducia dei mercati dietro la ripresa

Il ritorno del clima di fiducia ha posto fine a un semestre di crescente pessimismo sui mercati finanziari. Fra maggio e settembre 2002 una serie di eventi aveva messo a dura prova le aspettative degli investitori. Ne erano conseguiti un crollo delle quotazioni azionarie e un costante calo dei tassi d'interesse a lungo termine. In ottobre alcune segnalazioni positive sugli utili delle imprese sono parse sufficienti a mutare l'umore degli investitori. Nell'arco di sette settimane fra ottobre e novembre si è assistito a un recupero dei prezzi azionari e dei tassi a lunga. Tuttavia, gli annunci negativi sui profitti hanno continuato a superare quelli positivi, e i dati macroeconomici hanno mostrato una iniziale tendenza alla debolezza. Resta da vedere se la ripresa dei mercati si rivelerà duratura.

Gli investitori sui mercati delle obbligazioni private hanno in parte condiviso il rinnovato ottimismo prevalente nei mercati azionari. Gli spread societari si sono significativamente ridotti in ottobre e novembre, annullando parte dell'ampliamento intervenuto durante la caduta dei listini di borsa. In taluni comparti, tuttavia, la percezione del rischio di credito è rimasta elevata. In particolare, l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali nei settori automobilistico e aeronautico ha provocato declassamenti nel rating di alcune società, incluse le affiliate finanziarie di case automobilistiche USA. Nel terzo trimestre, allorché gli spread societari erano particolarmente ampi, le emissioni nette di titoli a reddito fisso sono scese di due quinti, un calo non più osservato dal periodo immediatamente successivo alla crisi russa del 1998.

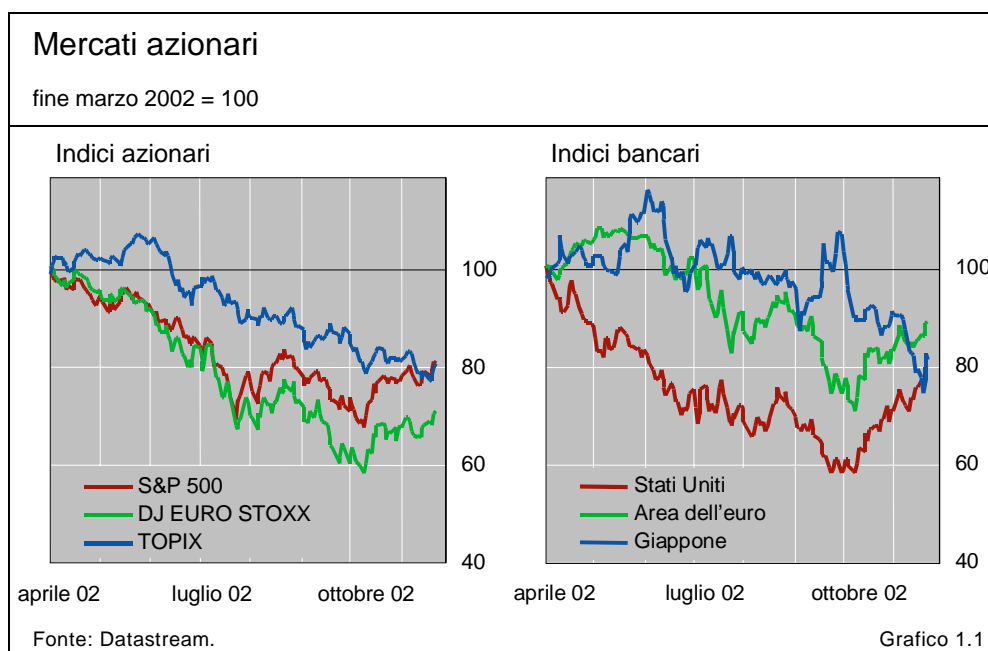
I mercati emergenti sono stati dominati dagli sviluppi politici. In ottobre è divenuto chiaro che il nuovo presidente del Brasile sarebbe stato un candidato le cui dichiarazioni avevano in precedenza destato timori presso gli operatori. Tuttavia, le sue rassicurazioni circa il perseguimento di un sano programma di politica economica sono sembrate ristabilire un certo grado di fiducia sul mercato dei debiti sovrani. In Asia, l'attacco terroristico a Bali in ottobre ha depresso la borsa di Giacarta; i mercati di Bangkok e Kuala Lumpur ne hanno subito momentaneamente le conseguenze, mentre non sono stati ravvisati effetti su altre piazze. Sebbene gli afflussi di fondi verso l'insieme delle economie emergenti siano rimasti modesti, i prenditori con più alto merito di credito hanno mantenuto l'accesso ai mercati dei capitali.

## Gli investitori azionari confortati dalle prospettive sugli utili

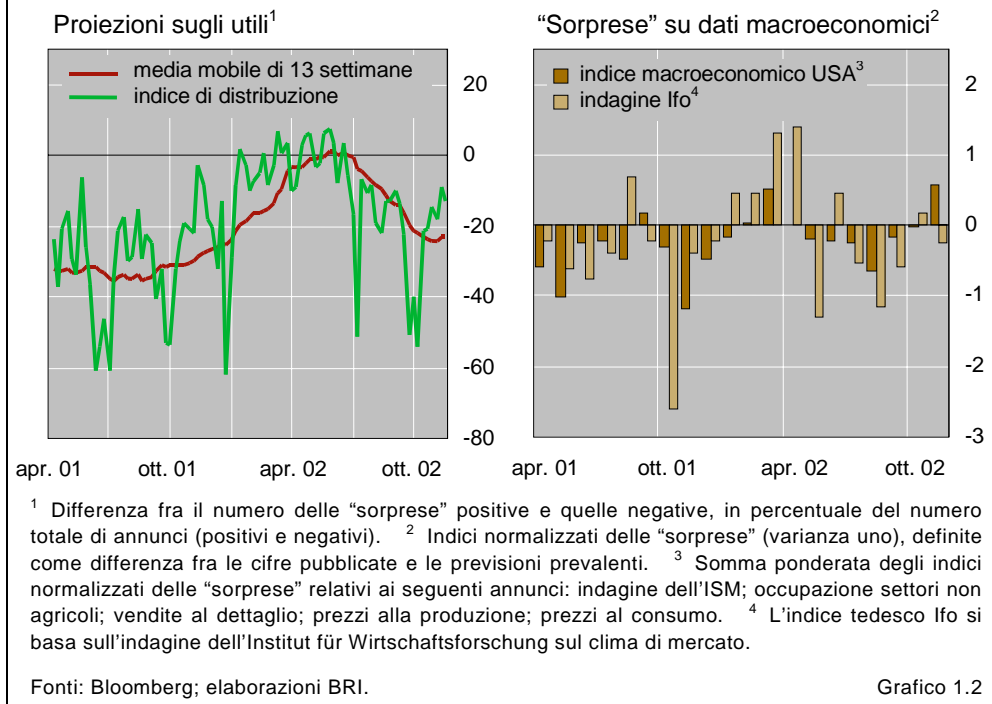
Il mese di ottobre sembra aver segnato una svolta per le borse valori statunitensi ed europee. Da maggio i prezzi azionari avevano seguito un andamento al ribasso, interrotto soltanto da cinque settimane di ascesa tra fine luglio e parte di agosto. La caduta delle quotazioni era stata provocata da una serie di eventi che avevano intaccato sempre più il clima di fiducia: tra questi, le tensioni politiche a livello mondiale, la rettifica contabile ad opera di WorldCom e il peggioramento delle segnalazioni sugli utili societari. Il mese più negativo per i mercati azionari è stato settembre, durante il quale gli indici S&P 500 e DJ EURO STOXX hanno subito cali dell'11 e del 18% rispettivamente (grafico 1.1). L'umore degli investitori è sembrato tuttavia mutare intorno alla seconda settimana di ottobre, e nelle sette settimane successive i mercati hanno segnato forti rialzi: tra il 10 ottobre e il 22 novembre l'S&P 500 è salito del 16% e il DJ EURO STOXX del 18%. In realtà, anche a fine luglio e nelle prime tre settimane di agosto si era assistito a una fase di recupero, ma in quell'occasione essa era parsa rispecchiare piuttosto una temporanea reazione degli operatori, sollevati dal fatto che i gravi problemi di governo societario si fossero rivelati meno diffusi di quanto inizialmente temuto. Rispetto a quella fase di ripresa, il recente rialzo è stato più equilibrato e chiaramente imputabile alle aspettative di crescita dei profitti societari.

Muta l'umore del mercato in ottobre ...

Il cambiamento di umore sarebbe intervenuto unicamente per effetto dei dati reddituali di un ristretto numero di primarie società. L'11 ottobre la segnalazione degli alti profitti di General Electric e un positivo rapporto degli analisti su IBM sono bastati a innescare un'ondata di acquisti. Nella stessa settimana l'S&P 500 e il Nasdaq Composite hanno guadagnato rispettivamente il 4,3 e il 6,2%, chiudendo una fase di perdite durata sei settimane. I rialzi si sono protratti nella settimana seguente, sospinti dagli annunci sugli utili di alcune grandi banche. I mercati europei hanno seguito da vicino l'andamento di quelli statunitensi, nonostante gli ingenti accantonamenti delle banche



## Annunci strettamente monitorati



... sebbene gli annunci negativi sugli utili superino quelli positivi

tedesche a fronte di perdite su crediti e le ulteriori indicazioni di una scadente qualità degli attivi nel settore assicurativo. Il clima generalmente favorevole è riuscito a prevalere malgrado il fatto che, nel complesso, gli annunci negativi sugli utili abbiano continuato a superare quelli positivi, quantunque il divario sia andato diminuendo (grafico 1.2). Anche se in un primo momento i dati macroeconomici avevano mostrato una tendenza alla debolezza più marcata del previsto, il 14 novembre l’ottimismo degli investitori sarebbe stato suffragato dai favorevoli indicatori delle vendite al dettaglio, che mettevano in risalto la perdurante propensione al consumo dei residenti USA. Non è escluso che la ripresa di ottobre sia stata sostenuta anche dall’attività di copertura di posizioni corte sul mercato, che avrebbe raggiunto livelli insolitamente elevati, accentuando forse la risposta dei prezzi al favorevole contesto.

Le azioni bancarie trascinano le borse

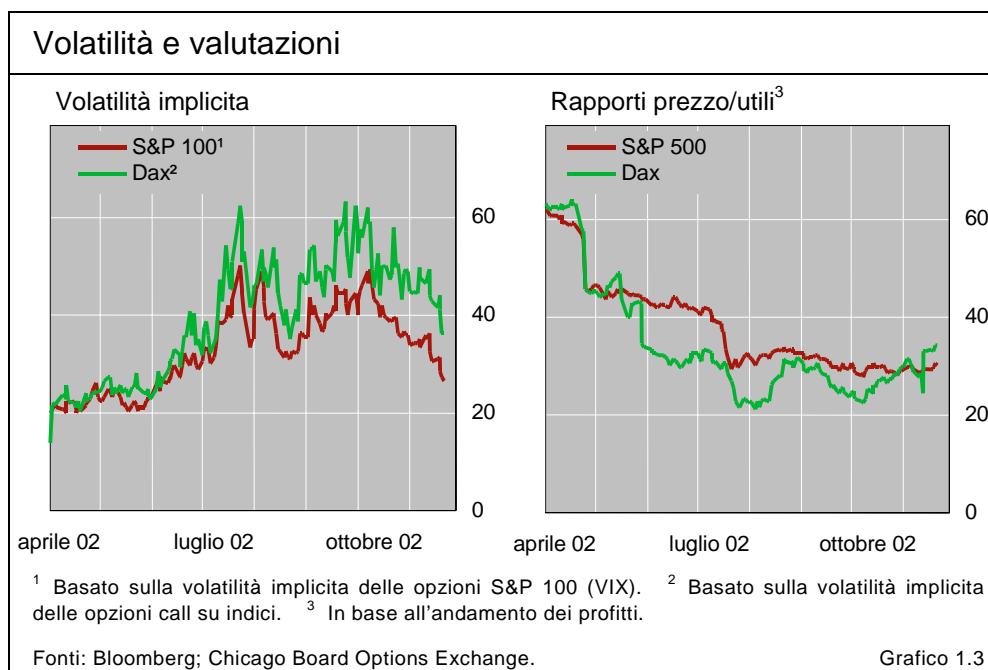
È significativo il fatto che, tanto in Europa quanto negli Stati Uniti, siano stati i titoli bancari a trainare la ripresa dei mercati azionari, mentre gli indici tecnologici e telecom hanno continuato a contribuire alla loro volatilità. L’importanza delle azioni bancarie nell’andamento delle borse valori degli ultimi mesi è tutt’altro che usuale. Durante il crollo delle quotazioni in settembre il settore bancario figurava tra quelli maggiormente colpiti, con cali del 18 e del 19% rispettivamente negli USA e in Europa. Le banche europee avevano risentito soprattutto delle perdite connesse con il rischio di credito e della debole performance delle loro affiliate assicurative. Nelle sette settimane di rialzo a partire dal 10 ottobre, i titoli bancari USA sono saliti del 31% e quelli europei del 21%. Questo recupero è tanto più rilevante in quanto ha mitigato il rischio di una stretta creditizia, dato che le banche avrebbero potuto mostrarsi riluttanti a concedere credito in presenza di pressioni sui mercati dei capitali.

Il Federal Open Market Committee (FOMC) degli Stati Uniti è parso cogliere il rilancio dei mercati azionari come un'opportunità per accrescere l'efficacia di una riduzione del tasso ufficiale. Il 6 novembre esso ha annunciato un taglio del tasso obiettivo sui federal fund sorprendentemente aggressivo, pari a 50 punti base. Soltanto 20 dei 138 economisti interpellati il giorno prima nel corso di un'indagine Bloomberg avevano previsto una manovra di simile entità. Dopo un primo momento di esitazione, gli investitori azionari hanno risposto positivamente, e l'S&P 500 ha chiuso la giornata con un rialzo dell'1%. Il FOMC aveva assunto una decisione analoga il 18 aprile 2001, due settimane dopo l'avvio di una fase di rialzi dei listini di borsa; la decisione era stata presa al di fuori delle riunioni programmate e aveva pertanto colto di sorpresa gli operatori, determinando in quello stesso giorno un balzo dell'8% del Nasdaq Composite. Questa volta, invece, all'indomani dell'intervento del Fed la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno deciso di non procedere a un ritocco dei propri tassi; gli investitori, delusi, hanno reagito con ordini di vendita, provocando in chiusura un calo dell'1% sui mercati europei.

La manovra del Fed prevista soltanto da un economista su sette

La fase rialzista dei mercati in ottobre e novembre ha mantenuto le valutazioni azionarie al disopra dei parametri storici. A metà novembre il rapporto prezzo/utigli basato sulla dinamica di questi ultimi ammontava a 29 per l'S&P 500 e a 33 per il Dax (grafico 1.3), rispetto a una media storica negli USA pari a 15. Allo stesso tempo, la volatilità implicita delle opzioni su indici è rimasta insolitamente alta, e ciò indicherebbe che anche i premi di rischio azionario erano corrispondentemente alti. Ma se tali premi fossero stati effettivamente elevati, essi avrebbero avuto l'effetto di deprimere i corsi azionari e non potrebbero pertanto spiegare valutazioni così cospicue. Queste ultime sono parse derivare piuttosto da pronostici positivi sulla crescita dei profitti. In effetti, se calcolati in base alle stime degli analisti sugli utili, i ratio risultano molto più prossimi alla media storica. A questo punto, resta da vedere se tali previsioni si riveleranno fondate. Sulla base di un semplice modello BRI

Le previsioni sugli utili sono fondate?





che impiega le curve dei rendimenti per prevedere i profitti societari del mercato USA nel suo complesso, le stime degli analisti prevalenti in novembre appaiono ottimistiche, anche se in misura minore rispetto a quelle di agosto.

## La borsa di Tokyo esamina le riforme bancarie e societarie

Il mercato oscilla tra due scenari di riforma

In Giappone il mercato azionario è stato trascinato da segnali contrastanti circa le prospettive sulle tanto attese riforme finanziarie. Nell'interpretare questi segnali i mercati hanno oscillato tra due possibili scenari di riforma, caratterizzati da implicazioni alquanto diverse per gli investitori azionari. Secondo lo scenario ottimistico, il governo dovrebbe effettuare iniezioni di liquidità a favore delle banche in difficoltà, agevolando in tal modo gli azionisti, e adottare al tempo stesso misure volte a garantire che i coefficienti patrimoniali non scendano al di sotto della soglia richiesta dell'8%. Nello scenario alternativo di "atterraggio duro", misure più stringenti dovrebbero spingere verso il basso i coefficienti (cfr. il riquadro a pag. 6) e condurre in definitiva ad apporti di capitale tali da comportare il controllo diretto delle banche da parte del governo in sostituzione dei management esistenti. Gli attuali azionisti perderebbero quel che resta del valore dei propri portafogli. Inoltre, lasciando fallire le grandi società in mora nel pagamento dei debiti, i detentori del capitale di queste ultime incorrerebbero nella perdita del valore residuo di opzione delle azioni in loro possesso.

Reazioni dapprima positive ...

Le reazioni degli investitori sul mercato di Tokyo in settembre e ottobre sono state di volta in volta influenzate dallo scenario che al momento appariva più probabile. La prima risposta positiva si è avuta il 18 settembre, allorché la Banca del Giappone ha manifestato il proprio intendimento di acquistare le azioni societarie detenute da banche commerciali. L'annuncio è parso alimentare le aspettative di uno scenario ottimistico, e in giornata il Nikkei 225 è salito del 2%. Una reazione opposta si è registrata il 30 settembre, quando un fautore di ambiziose riforme è stato nominato ministro per i servizi finanziari. Sembra che questa nomina abbia suscitato timori di uno scenario di "atterraggio duro", inducendo gli investitori a vendere sia titoli bancari sia azioni di società cui faceva presumibilmente capo una quota significativa di sofferenze. Nei dieci giorni seguenti il Nikkei 225 ha perso l'11%, toccando il livello più basso degli ultimi vent'anni.

... poi negative

## L'andamento delle borse valori incoraggia i mercati del reddito fisso

Il periodo tra marzo e settembre 2002 è stato caratterizzato da un'erosione della fiducia sui mercati del reddito fisso. Gli investitori di Stati Uniti, Europa e Giappone hanno reagito a una serie di deboli dati macroeconomici posizionandosi sul segmento a lunga della curva dei rendimenti. Con i tassi a breve ancorati a quelli ufficiali, il conseguente calo dei saggi a lungo termine ha provocato un appiattimento delle curve (grafico 1.4). Questa attenuazione dell'ottimismo – evidenziata dalla crescente compressione dei rendimenti – è proseguita anche durante la fase rialzista dei mercati azionari in luglio e agosto.

## Riforma bancaria in Giappone: ridimensionate le iniziative più ambiziose

*Patrick McGuire*

Gli operatori hanno accolto la nomina del nuovo responsabile della Financial Services Agency (FSA) da parte del governo giapponese come un'iniziativa coraggiosa, il segnale di un allentamento dei vincoli di natura politica che gravavano sulle riforme finanziarie. Guidata da un antico sostenitore di misure aggressive, l'FSA ha immediatamente istituito una task force con l'incarico di formulare proposte per un pacchetto di riforme. Tuttavia, mentre si approssimava la data di presentazione del piano, prevista per il 22 ottobre, e sulla stampa era in corso un ampio dibattito su alcuni punti delle proposte della task force, sono emerse resistenze politiche da cui sono scaturiti taluni compromessi. Resta da vedere se questi ultimi finiranno con l'arenare il processo di riforma.

### *Ambiziose proposte di riforma*

La spinta a riformare il sistema bancario deriva fra l'altro dall'esigenza di incanalare le risorse finanziarie verso imprese produttive; si ritiene però che il principale ostacolo al soddisfacimento di questa necessità sia il problema dei crediti in sofferenza. Secondo stime ufficiali, nei bilanci delle banche giapponesi figurano ¥47 trilioni di crediti di questo tipo, ossia l'8% circa del PIL, anche se taluni economisti ritengono che la cifra effettiva sia pari al doppio. Anziché "depenneare" le imprese dissestate che si trovano nell'incapacità di rimborsare i debiti pregressi, le banche hanno concesso loro nuovi prestiti, evitando in tal modo di riconoscere le perdite subite. Secondo quanto riportato dalla stampa, le proposte iniziali della task force si prefiggevano essenzialmente di costringere le banche a prendere atto di tali perdite nel calcolo della loro base patrimoniale, promuovendo così una più efficiente distribuzione delle risorse economiche.

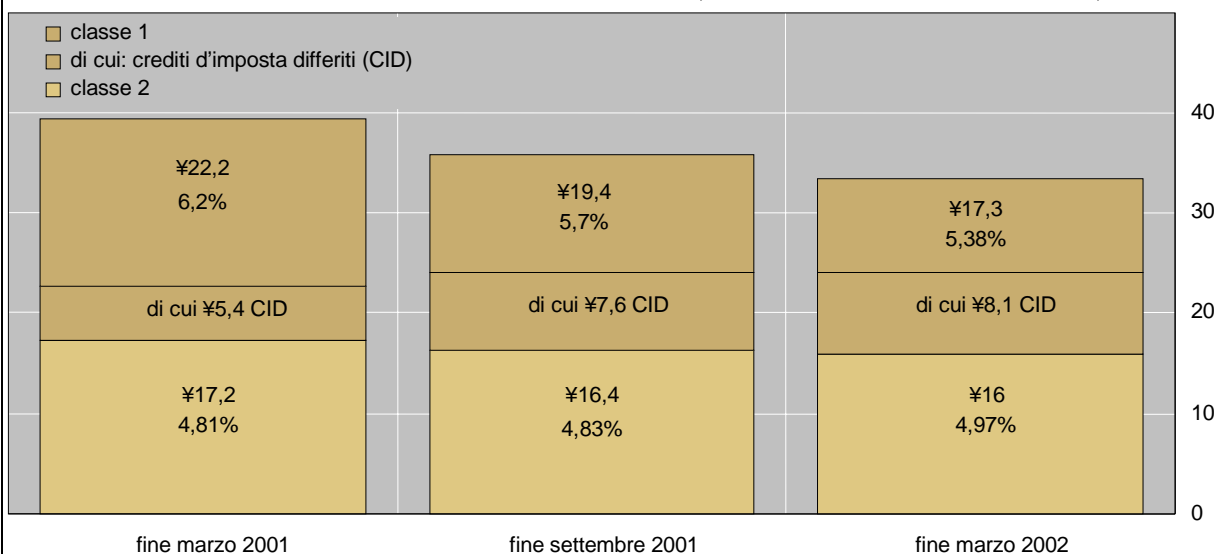
L'aspetto probabilmente più controverso delle proposte riguardava l'imposizione di limiti all'inclusione dei crediti d'imposta differiti nel calcolo del patrimonio di base. Le banche accantonano riserve con cui far fronte a eventuali perdite su crediti, ma la riduzione del reddito imponibile interviene soltanto al verificarsi dell'insolvenza del mutuatario. Attualmente, il previsto abbattimento del reddito futuro al lordo delle imposte (su un arco di cinque anni) può essere contabilizzato nel conto profitti e perdite in qualità di rimborso atteso ed entrare così nel computo del capitale di base, permettendo alle banche di accrescere significativamente i coefficienti di adeguatezza patrimoniale. A fine marzo 2002 le principali banche giapponesi registravano crediti d'imposta differiti per ¥8,1 trilioni, pari al 47% circa del loro patrimonio di classe 1 (cfr. il grafico).

### Componenti del patrimonio delle banche (grandi banche, istituti di credito a lungo termine e fiduciarie)

Coefficiente di rischio 11%

Coefficiente di rischio 10,53%

Coefficiente di rischio 10,34%



Nota: in trilioni di yen. Le percentuali indicano l'incidenza sulle attività ponderate per il rischio.

Fonte: Banca del Giappone.

Tuttavia, nel computare tali poste si ipotizza l'esistenza di futuri flussi di redditi lordi dai quali esse saranno poi dedotte. Sono forse i dubbi in merito alle proiezioni dei redditi futuri il motivo per cui la task force intendeva imporre un limite massimo del 10% all'inclusione dei crediti d'imposta differiti e ridurre l'orizzonte temporale per il loro calcolo da cinque anni a uno soltanto.

Il piano di riforma prevedeva inoltre che le banche valutassero i crediti contabilizzandone i relativi flussi di cassa al valore attuale. Dovendo incorporare nel calcolo la probabilità di futuri rimborsi in linea capitale e interessi, le banche sarebbero costrette a stimare il rischio creditizio e, pertanto, a effettuare maggiori accantonamenti per perdite su crediti. A tale riguardo, il piano contemplava altresì una razionalizzazione del sistema di classificazione degli impieghi. Attualmente, le banche classificano di norma i crediti verso imprese in difficoltà o insolventi tra quelli vivi o "sotto osservazione". Di fatto, si stima che il 70% dei crediti nei confronti di società in fallimento figurava in una di queste categorie nell'ultimo anno di vita delle società stesse. Secondo le proposte del piano, tali partite dovrebbero rigorosamente essere classificate alla voce "sofferenze", il che accrescerebbe ulteriormente la necessità per le banche di accantonare riserve a fronte di possibili perdite.

Infine, la task force proponeva di convertire in azioni ordinarie le azioni bancarie privilegiate detenute dallo Stato (in virtù di passati conferimenti di capitale), attribuendo così al governo il diritto di voto nelle assemblee delle banche nipponiche. Essa aveva inoltre lasciata aperta la possibilità di future iniezioni di fondi a favore delle banche sottocapitalizzate, in netto contrasto con la politica perseguita dall'ex responsabile dell'FSA.

#### *Resistenze delle parti interessate*

Di fronte alle forti resistenze opposte da ambienti politici e imprenditoriali, l'FSA è stata costretta a ritardare la presentazione del piano di riforma. Sussisteva, in particolare, la diffusa preoccupazione che la sua entrata in vigore potesse spingere molte banche al disotto del coefficiente patrimoniale minimo richiesto dell'8%, rischiando di provocare un calo nell'espansione del credito e un aumento della disoccupazione. Inoltre, svariati economisti del settore privato ritenevano che la naturale reazione delle banche all'imposizione del limite del 10% sui crediti d'imposta differiti avrebbe prodotto effetti analoghi: anziché stralciare le esposizioni verso le società inadempienti (ossia, prendere atto delle perdite subite), le banche avrebbero ridotto i crediti verso quelle in buona salute, ingenerando così una contrazione dell'attività economica. Gli esponenti del partito liberaldemocratico in carica temevano che le proposte dell'FSA avrebbero portato a un "atterraggio duro" in mancanza di un corrispondente programma pubblico di stimolo volto ad attutire il colpo. È stato inoltre rilevato che i conseguenti fallimenti societari avrebbero probabilmente coinvolto anche le imprese edili, per tradizione strettamente legate al governo.

#### *Soluzione di compromesso*

Ciò che è infine emerso dalla task force sulle sofferenze il 30 ottobre è stata una soluzione di compromesso. Tutte le principali iniziative di riforma sopra menzionate sono state trattate singolarmente nel comunicato stampa ufficiale rilasciato dall'FSA. Quest'ultima le ha tuttavia presentate alla stregua di raccomandazioni, tralasciando per lo più di fornire cifre concrete e date di attuazione.

Il piano prefigura il dimezzamento delle sofferenze entro il marzo 2005 e delinea un potenziale rafforzamento del ruolo della Resolution and Collection Corporation (RCC). Tuttavia, riguardo allo smobilizzo dei crediti in sofferenza per il tramite della RCC, il comunicato sottolineava che "ove necessario, saranno presi in esame provvedimenti di natura finanziaria". Esso conteneva inoltre dichiarazioni incisive sulla questione dei crediti d'imposta differiti: rilevando anzitutto che "(...) l'FSA valuterà rigorosamente il trattamento da riservare ai crediti d'imposta differiti (...) ed esaminerà prontamente anche l'imposizione di un limite massimo (...)", il comunicato passava quindi a descrivere una procedura di verifica secondo la quale "(...) l'FSA richiederà ai revisori esterni di effettuare severi controlli sui crediti d'imposta differiti e, in sede ispettiva, di verificare attentamente che tali crediti (...) siano adeguatamente contabilizzati". Non era tuttavia prevista l'imposizione immediata di limiti all'utilizzo dei CID a fini prudenziali, né un calendario preciso per l'attuazione del piano.

Verranno inoltre inaspriti ulteriormente i criteri di classificazione degli impieghi e degli accantonamenti e, "quanto prima", valutate modalità concrete per il passaggio alla

contabilizzazione dei flussi di cassa al valore attuale. È altresì all'esame uno schema per promuovere una rigorosa valutazione delle garanzie collaterali, nonché l'introduzione dell'obbligo per i dirigenti di certificare l'accuratezza dei rendiconti finanziari. In aggiunta, per ciò che attiene alla conversione delle azioni privilegiate, "(...) l'FSA provvederà il prima possibile ad affinare le prescrizioni operative affinché tale conversione intervenga al sopraggiungere di determinati eventi, quali la data di scadenza o un significativo deterioramento della situazione aziendale".

A questo punto, resta da chiarire se la mancata indicazione di precise scadenze porterà a procrastinare l'entrata in vigore del piano. Le stime aggiornate rese note dall'FSA il 10 novembre scorso evidenziano un aumento delle sofferenze del 36% rispetto ai dati precedentemente diffusi dalle banche, e ciò induce a ritenere che lo scontro politico non sia ancora concluso e che potrebbero essere imminenti ulteriori drastiche riforme. Di conseguenza, il 29 novembre l'Agenzia ha diramato un calendario che fissa nel mese successivo l'avvio del dibattito sui limiti ai crediti d'imposta differiti; essa ha inoltre annunciato che entro la fine dell'esercizio finanziario verrà presa una decisione circa l'utilizzo della contabilizzazione al valore attuale dei flussi di cassa. Molto dipenderà dai poteri discrezionali ora conferiti all'FSA e dall'uso più o meno aggressivo che essa ne farà in futuro.

Le curve dei rendimenti in Europa e negli Stati Uniti hanno continuato a indicare un certo ottimismo a riguardo dell'economia mondiale anche quando la loro dinamica andava livellandosi. La curva dei tassi swap USA, in particolare, è rimasta ripida rispetto alla sua inclinazione media degli anni precedenti, a riprova delle perduranti aspettative di una crescita sostenuta negli Stati Uniti. L'accentuazione delle curve è stata particolarmente marcata nel marzo 2002, quando la differenza tra il rendimento swap a dieci anni e il Libor a 90 giorni era vicina a 400 punti base per il dollaro USA e a 200 punti base per l'euro (grafico 1.4). In base all'esperienza storica, una siffatta accentuazione indicherebbe aspettative di una crescita dell'economia nei quattro trimestri successivi di quasi il 6% negli Stati Uniti e di oltre il 2% nell'area dell'euro; nel più lungo periodo i rendimenti in dollari USA risultano notevolmente più piatti di quelli in euro. A fine settembre entrambe le curve mostravano un'inclinazione negativa nel segmento a breve, segnalando le attese di un allentamento monetario nell'immediato futuro.

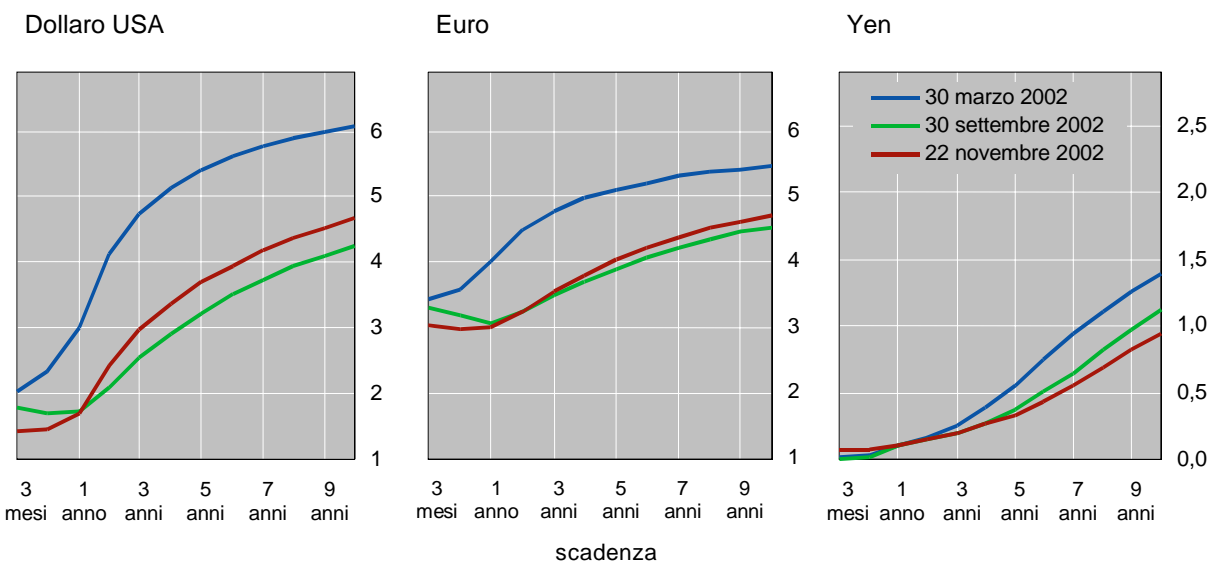
Permane una relativa accentuazione delle curve dei rendimenti

In ottobre gli investitori sui mercati del reddito fisso in Europa e negli Stati Uniti hanno iniziato a mostrare una rinnovata fiducia nel vigore dell'economia globale. Contrariamente a quanto avvenuto in luglio e agosto, in questa occasione essi sono sembrati trascurare i più recenti indicatori macroeconomici per condividere la reazione dei loro omologhi sui mercati azionari ad alcuni annunci positivi sugli utili societari. Le curve dei rendimenti hanno cominciato a inclinarsi in maniera significativa. La riduzione di 50 punti base del tasso ufficiale USA il 6 novembre ha determinato non solo una compressione nel segmento a breve della curva, ma anche un ulteriore innalzamento di quello a lunga. Tra il 10 ottobre e il 22 novembre il differenziale tra tasso swap a dieci anni e Libor a 90 giorni si è ampliato di 68 punti base per il dollaro e di 24 punti per l'euro. Le inclinazioni di queste curve a metà novembre incorporavano attese di una crescita sui quattro trimestri successivi di circa il 5% per l'economia USA e di quasi il 2% per l'area dell'euro. Negli Stati Uniti l'ultimo episodio di espansione così vigorosa risale agli ultimi tre trimestri del 1982 e al

Anche gli investitori a reddito fisso riacquistano fiducia

## Curve dei rendimenti degli swap di tasso d'interesse

in percentuale



Nota: per i segmenti a tre, sei e dodici mesi, tassi Libor.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.4

primo del 1983, quando l'economia crebbe dell'8,3%. L'accresciuto ottimismo, tuttavia, non è parso estendersi all'economia giapponese, dove i tassi a lunga hanno continuato a scendere e la curva ad appiattirsi.

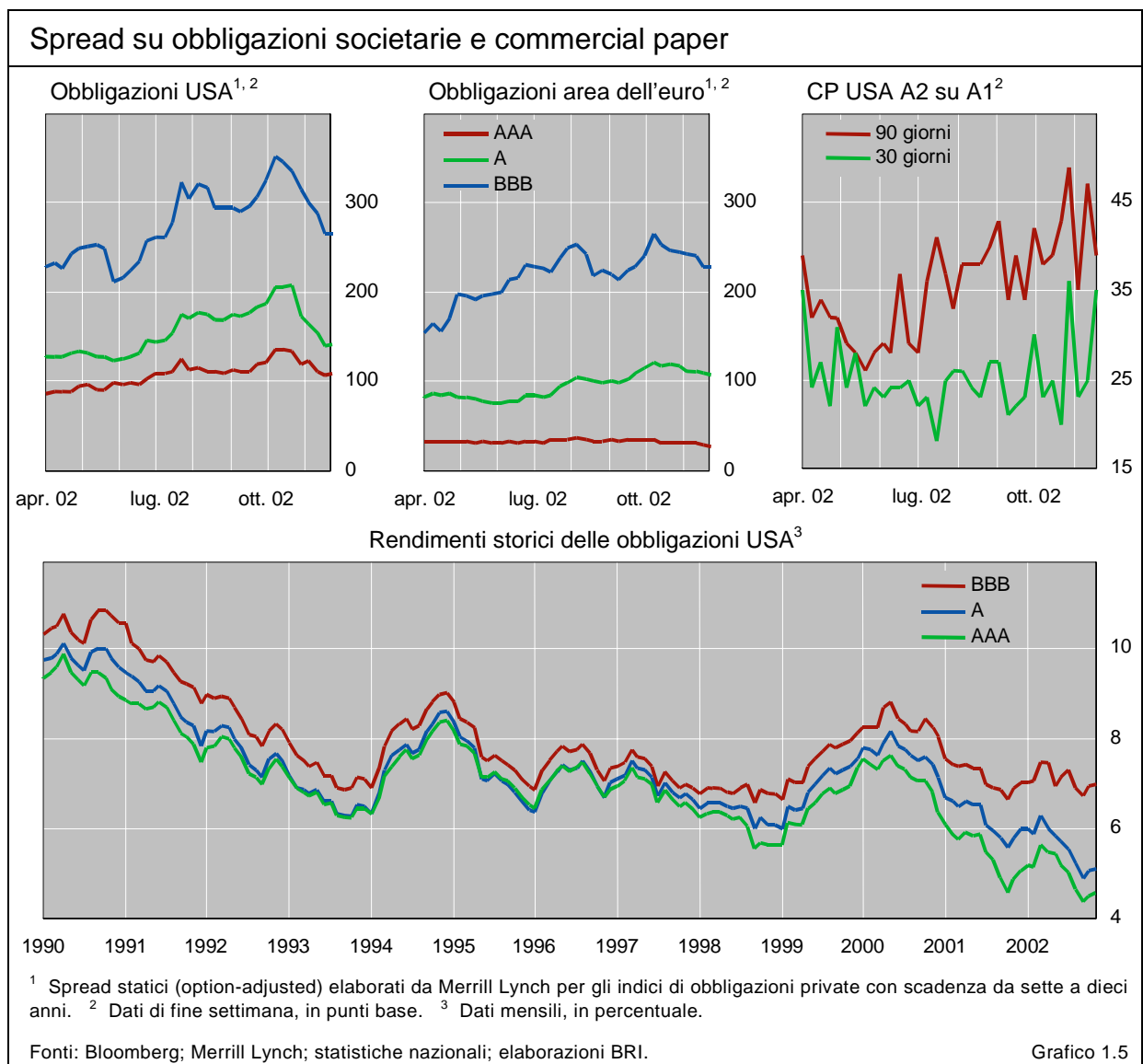
A volte, i rendimenti obbligazionari in Giappone aumentano al calare dei listini di borsa

In Giappone si è osservata una generale tendenza al ribasso dei rendimenti obbligazionari; nondimeno, in settembre e ottobre vi sono stati momenti in cui questi sono saliti, discostandosi in tal modo dalla dinamica delle quotazioni azionarie. Ciò si è verificato nei giorni immediatamente successivi agli annunci relativi alle riforme finanziarie. Tale divergenza sarebbe riconducibile ai presunti effetti delle mutate implicazioni fiscali della riforma bancaria sull'offerta di titoli di Stato. Il 2 ottobre il nuovo ministro per i servizi finanziari ha prescelto anche per la guida della task force sulla gestione delle sofferenze un sostenitore di drastiche riforme. La nomina ha spinto verso l'alto i rendimenti obbligazionari, pur in presenza di un calo dei listini di borsa. Evidentemente, gli operatori ritenevano probabile un ingente apporto di capitale pubblico nel settore bancario, che avrebbe finito con l'essere finanziato mediante emissioni di titoli pubblici. Cinque giorni più tardi i rendimenti obbligazionari e i prezzi delle azioni hanno assunto dinamiche ancor più divergenti dopo che il ministro per i servizi finanziari ha dichiarato che "nessuna banca è troppo grande per fallire". Pare che entrambi questi eventi abbiano portato gli investitori a concludere che il governo sarebbe stato costretto a rompere la promessa di mantenere le emissioni di titoli di Stato per il 2002 al disotto di ¥30 trilioni. Gli andamenti delle quotazioni obbligazionarie e azionarie si sono discostati ancora una volta il 21 ottobre, all'annuncio di un ritardo nel piano di riforma della task force dell'FSA, interpretato inizialmente come il segnale di un possibile "atterraggio duro".

## L'insufficiente finanziamento dei fondi pensione acuisce i rischi sul mercato delle obbligazioni societarie

Gli investitori sui mercati delle obbligazioni private hanno condiviso il rinnovato ottimismo prevalente sui mercati azionari. A partire da maggio gli spread creditizi sui titoli societari hanno avuto la tendenza a muoversi in parallelo con i prezzi azionari. A settembre 2002, quando l'S&P 500 aveva perso il 25% rispetto al suo livello di maggio, il differenziale medio USA tra obbligazioni BBB a 7-10 anni e titoli del Tesoro con pari scadenza risultava ampliato di 70 punti base circa. Alla ripresa delle quotazioni azionarie in ottobre è proseguito quel parallelismo, e quando l'indice di borsa ha guadagnato il 16% tra il 10 ottobre e il 22 novembre, lo spread sui titoli BBB si è ristretto di circa 85 punti base. Sul mercato obbligazionario dell'area dell'euro l'effetto è stato simile, anche se meno pronunciato: l'aumento del 18% del DJ EURO STOXX si è accompagnato, in Europa, a una diminuzione di 25 punti base dello spread sui titoli quotati tripla B. La contrazione degli spread è stata particolarmente ben accolta dai mutuatari, essendo intervenuta in un momento in cui il mercato USA della

Restringimento degli spread societari ...



commercial paper (CP) continuava a mostrarsi inospitale nei confronti dei prenditori societari con basso rating (grafico 1.5).

... all'aumentare degli indici di borsa

La correlazione negativa tra spread delle obbligazioni private e corsi azionari nel 2002 è stata particolarmente sorprendente proprio in virtù della sua durata. Una correlazione analoga era stata osservata nel 2000, allorché le quotazioni azionarie avevano cominciato a perdere terreno, ma si era protratta solo per pochi mesi. Il nesso tra le dinamiche dei prezzi sui due mercati sembra essere divenuto più saldo negli ultimi tempi. L'evidenza empirica induce a ritenere che gli hedge fund e le compagnie di assicurazione abbiano cominciato di recente a perseguire strategie dinamiche di copertura, che prevedono l'assunzione di posizioni corte in azioni di società verso le quali esse vantano esposizioni creditorie. Queste ultime possono derivare da investimenti in obbligazioni societarie o da vendite della protezione tramite "credit default swap". Tali strategie di copertura potrebbero aver rafforzato il legame tra corsi azionari e obbligazionari, introducendo un effetto di retroazione degli spread societari sui rendimenti azionari.

Ricorso ai titoli azionari per operazioni di copertura

Nonostante il generale miglioramento delle condizioni di finanziamento, la capacità di raccolta di alcune imprese è stata pregiudicata dalla crescente consapevolezza di un nuovo fattore di rischio: l'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali. Il calo dei listini di borsa iniziato nel 2000 ha inflitto pesanti perdite ai fondi pensione aziendali che avevano collocato in titoli azionari una quota ingente dei loro investimenti (cfr. il riquadro alla pagina seguente). La conseguente carenza di finanziamenti degli schemi pensionistici si è fatta sentire in modo particolare nei settori automobilistico, aeronautico e telecom. Negli Stati Uniti il significativo allentamento dei criteri contabili applicati a tali poste di bilancio potrebbe aver ritardato l'individuazione del problema. Per valutarne la portata, Standard & Poor's ha condotto in giugno un'indagine incentrata sulle società facenti parte dell'indice S&P 500. In ottobre l'agenzia ha abbassato il rating di due grandi case automobilistiche USA, ivi compreso quello delle loro affiliate finanziarie, anche in ragione dell'entità del sottofinanziamento dei loro piani pensionistici. La decisione si è rivelata particolarmente onerosa per le società finanziarie, che dipendono strettamente dalla raccolta sui mercati dei capitali e che erano già state estromesse dal mercato della CP a causa di precedenti declassamenti del merito creditizio.

L'insufficiente finanziamento degli schemi pensionistici influenza i rating creditizi

L'impatto degli spread creditizi sulla raccolta delle imprese è stato particolarmente evidente nel corso del terzo trimestre. Le emissioni internazionali nette di titoli ordinari a tasso fisso sono scese del 42% tra il secondo e il terzo trimestre, il calo proporzionalmente più elevato dalla crisi russa del 1998. In particolare, le istituzioni finanziarie di Stati Uniti, Francia e Spagna hanno drasticamente ridimensionato l'ammontare di fondi netti raccolti sul mercato internazionale dei titoli di debito: per le grandi società finanziarie USA, ad esempio, la riduzione è stata pari a due terzi. Essendo sopraggiunto in un momento in cui gli spread societari erano singolarmente ampi, il calo dell'attività di emissione dovrebbe essere attribuito almeno in parte a un inasprimento nell'offerta di fondi. Nel 2001 il comparto delle obbligazioni private era stato il punto di forza dei mercati dei capitali, e oggi sembra che sia stato l'ultimo ad aver reso più stringenti le condizioni di finanziamento.

## Insufficiente finanziamento degli schemi pensionistici e utili societari

*Jacob Gyntelberg*

I recenti cali dei corsi azionari hanno destato preoccupazione riguardo ai loro effetti sugli schemi pensionistici e sugli utili societari. Per molti schemi a prestazione definita, il crollo dei listini di borsa ha originato una situazione di sottofinanziamento, per cui il valore di mercato delle attività pensionistiche è sceso al di sotto del valore attuariale delle passività. A differenza dei piani a *contribuzione* definita, gli schemi a *prestazioni* definite sono tenuti a garantire un determinato valore di prestazioni future: ne consegue un dato livello di passività e, di conseguenza, il problema del loro finanziamento. Ad aggravare le preoccupazioni intervengono complessi principi contabili, che spesso offuscano il legame tra stato di finanziamento del piano e utili societari. Nel presente riquadro vengono affrontate queste problematiche per Regno Unito, Stati Uniti e Paesi Bassi; la scelta è stata dettata principalmente dal fatto che una parte significativa dei sistemi pensionistici di questi paesi è costituita da schemi a prestazione definita. Inoltre, per tali paesi sono disponibili alcuni dati comparabili, anche se il raffronto incrociato resta difficile a causa di sostanziali differenze nei criteri contabili.

### *Entità del sottofinanziamento*

Gli attuali livelli di sottofinanziamento sono essenzialmente il risultato del calo dei prezzi delle attività. Nei tre paesi considerati gli sponsor di piani a prestazione definita hanno modificato nell'ultimo decennio le loro strategie di portafoglio per investire in azioni somme sempre maggiori. Così facendo, essi speravano di trarre vantaggio dall'elevato premio presunto per il rischio azionario. Alla fine del 2001 l'allocazione degli investimenti azionari si situava mediamente intorno al 70% per i fondi britannici, al 60% per i fondi USA e al 40% per quelli olandesi. Dal lato delle passività la differenza principale fra i tre paesi risiede nel fattore di sconto utilizzato per calcolare il loro valore attuale, che varia dal 3,5% dei Paesi Bassi al 7,5% degli Stati Uniti (l'impiego di un saggio più elevato implica un minor valore stimato delle passività). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi di attualizzazione sono indicizzati alla misura dell'interesse, a differenza di quanto avviene nei Paesi Bassi.

In conseguenza di ciò, i fondi britannici si trovano oggi confrontati ad alcuni dei più gravi problemi di sottofinanziamento. Secondo le stime, questo ammonta a £70 miliardi circa – quasi il 7% del PIL e il 10% delle attività dei fondi pensione – e interesserebbe il 90% degli schemi pensionistici.

Per quanto riguarda i fondi USA, alla fine del 2001 non sembravano nel complesso sussistere problemi di sottofinanziamento. In mancanza di esaurienti dati di bilancio in base ai quali valutare l'entità di potenziali situazioni critiche, Standard & Poor's ha condotto una speciale indagine da cui è emerso un calo della quota complessiva di finanziamento degli schemi previdenziali dal 100 al 94% nei primi sei mesi del 2002. È stato inoltre rilevato un significativo aumento nel numero di fondi pensione con basse quote di finanziamento. A fine giugno 2002 il sottofinanziamento dei fondi considerati nel campione era stimato in \$65 miliardi, pari a due terzi delle attività totali detenute dai fondi a prestazione definita. Ciò implica per l'intero settore USA un disavanzo di quasi \$100 miliardi, pari all'incirca all'1% del PIL e al 6% del totale dell'attivo dei fondi a prestazione definita. Un aspetto importante è che il problema risulta concentrato in 10 società, che da sole concorrono al 57% del sottofinanziamento complessivo. Sei di queste fanno capo ai settori automobilistico o aeronautico, che tendono entrambi ad avere da tempo piani a prestazioni definite di elevato ammontare.

Nel caso dei fondi aziendali olandesi, alla fine del 2002 il rapporto complessivo di finanziamento dovrebbe situarsi intorno al 112%. Tuttavia, circa un terzo dei fondi pensione risulta sottofinanziato, con un deficit complessivo stimato intorno a €23 miliardi, corrispondente a quasi il 5% del PIL e al 5% delle attività dell'intero settore.

### *Effetto sugli utili dichiarati e sui rating creditizi*

L'effetto esercitato dalla performance dei fondi pensione sugli utili dichiarati dalle imprese dipende dal metodo utilizzato per consolidare il bilancio del fondo pensione nei conti societari. In caso di consolidamento integrale e contabilità ai prezzi correnti di mercato ("mark-to-market"), ogni eventuale variazione della quota di finanziamento avrebbe un effetto immediato sui profitti dell'impresa. Nessuno dei tre paesi considerati utilizza peraltro questa prassi. In genere, le imprese britanniche



e olandesi non consolidano integralmente le poste relative agli schemi pensionistici nei loro bilanci aziendali, né pubblicano informazioni esaurienti sui fondi. Ciò rende difficile valutare il relativo impatto sugli utili. Le imprese che – spesso a fini prudenziali – effettuano versamenti per contanti a favore dei loro schemi pensionistici per aumentarne il livello di finanziamento dichiareranno comunque utili inferiori. In ragione della scarsità dei dati disponibili sulle imprese britanniche e olandesi, esamineremo in seguito solo l'impatto esercitato sugli utili delle società USA.

Negli Stati Uniti la relazione tra utili societari e sottofinanziamento è offuscata dal metodo utilizzato per il consolidamento dei fondi pensione nel conto economico dell'impresa. Tale consolidamento viene effettuato ammortizzando nell'arco di alcuni anni la differenza tra i rendimenti prospettici e quelli realizzati, tenendo conto delle oscillazioni nel valore attuale delle passività. La redditività presunta viene calcolata in base a un tasso di rendimento atteso, generalmente del 9–10%, nonché sulla media storica dei valori dell'attivo nell'ultimo quinquennio al massimo. In un periodo come quello attuale di prolungati ribassi dei corsi azionari, l'effetto di questa tecnica di "modulazione" rispetto al procedimento "mark-to-market" è quello di sopravvalutare le attività del fondo. Ne conseguono stime più elevate del reddito di quest'ultimo, che ritardano il riconoscimento del disavanzo negli utili segnalati. Col tempo, tuttavia, il valore delle attività così stimato risulterà sempre più in linea con il calo dei corsi azionari e indurrà una graduale diminuzione degli utili dichiarati del fondo pensione. Riducendo il tasso atteso utilizzato per calcolare il rendimento delle attività del fondo si riducono anche i profitti. Inoltre, le società con ingenti disavanzi nel finanziamento dei loro schemi previdenziali sono tenute ad effettuare versamenti per contanti a valere sul fondo, e ciò si ripercuote immediatamente sugli utili dichiarati.

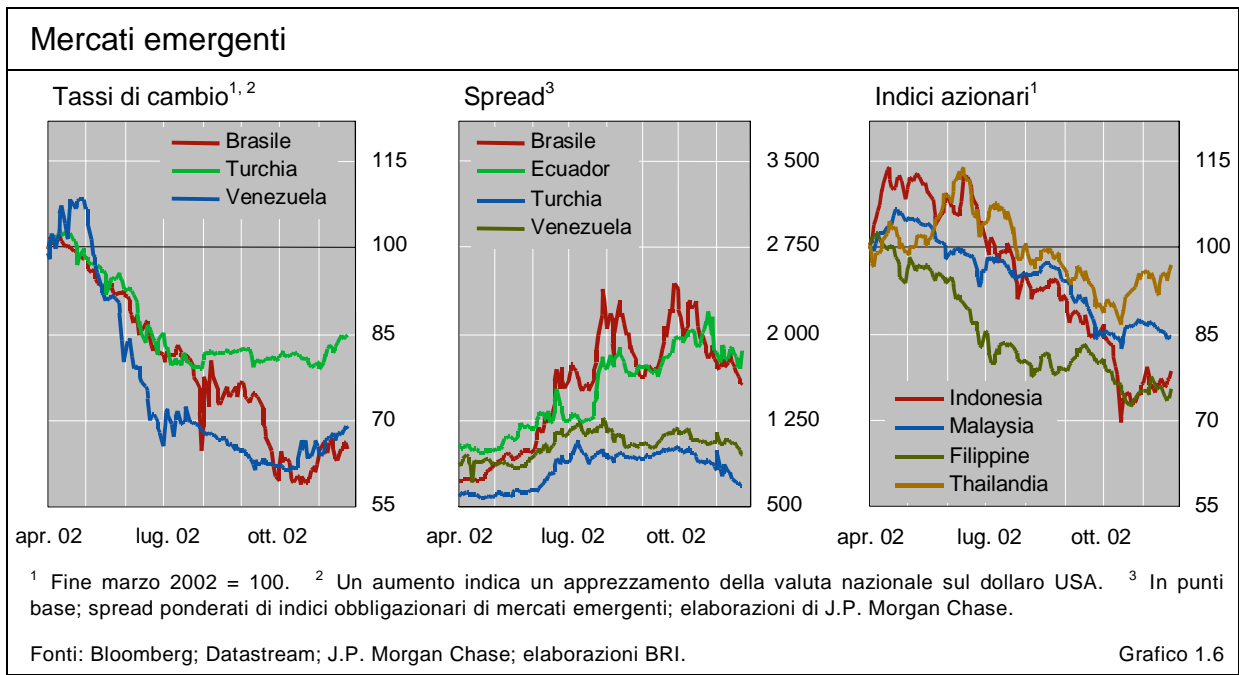
Standard & Poor's calcola che nell'anno conclusosi a giugno 2002 i fondi pensione delle società comprese nell'indice S&P 500 abbiano contribuito in media a una quota di \$6,54 per azione, ovvero quasi il 25% degli utili, con picchi particolarmente elevati nei settori industriali e telecom. I dati sui profitti rivelano inoltre marcate differenze tra i settori. Mediamente, i fondi pensione di queste imprese hanno fornito in realtà un contributo positivo agli utili dichiarati, nonostante i negativi rendimenti effettivi delle attività dei fondi stessi.

Uno schema pensionistico sottofinanziato accresce in pratica le passività dell'impresa, e quindi il suo grado di leva. Ciò potrebbe avere ricadute sul merito creditizio e aumentare i costi di finanziamento. Difatti, in ottobre Standard & Poor's ha declassato il rating sul debito a lungo termine di Ford e General Motors (GM), nonché quello delle loro affiliate finanziarie. Nel caso di GM, la principale motivazione addotta è stato il mediocre rendimento del fondo pensione e il fatto che questo abbia contribuito ad aumentare sostanzialmente il sottofinanziamento delle passività pensionistiche, già a livelli elevati. Quanto a Ford, sussistevano timori in merito all'adeguatezza della ristrutturazione societaria in corso.

## Mercati emergenti dominati dagli sviluppi politici

Gli investitori nei mercati emergenti sono stati influenzati non tanto dalle prospettive sugli utili societari quanto dagli sviluppi politici. Le elezioni presidenziali in Brasile e Turchia, i negoziati per l'accesso all'Unione europea e l'attacco terroristico nel Sud-Est asiatico hanno avuto un ruolo preminente nelle decisioni di investimento. Secondo alcuni operatori, a condizionare queste ultime sarebbe altresì intervenuto il dibattito in corso presso la comunità internazionale sulle eventuali modifiche da apportare alla struttura del mercato del debito dei paesi emergenti, quali l'introduzione di un meccanismo formale per la ristrutturazione dei prestiti sovrani, che avrebbe contribuito ad accrescere l'incertezza.

L'attenzione degli operatori si è focalizzata in massima parte sugli sviluppi in Brasile. In maggio gli investitori temevano che alla presidenza della Repubblica potesse essere eletto un fautore di politiche ostili al mercato.



Nell'arco dei sei mesi successivi il differenziale ponderato sulle obbligazioni brasiliane C si è ampliato di 890 punti base e il real ha perso il 35% del suo valore sul mercato dei cambi (grafico 1.6). In ottobre è divenuto chiaro che quel candidato avrebbe vinto le elezioni. Nondimeno, dopo le sue reiterate rassicurazioni circa il perseguimento di politiche favorevoli al mercato, lo spread sul debito sovrano si è ridotto di quasi 470 punti base, benché il real non si sia discostato dai suoi livelli di settembre. Tuttavia, nonostante il restringimento del differenziale, non si è mancato di mettere in discussione la sostenibilità del servizio del debito del paese. Resta da vedere se più concreti segnali circa l'adozione di un sano programma di politica economica miglioreranno il clima di mercato al punto da avviare l'economia su un sentiero chiaramente sostenibile.

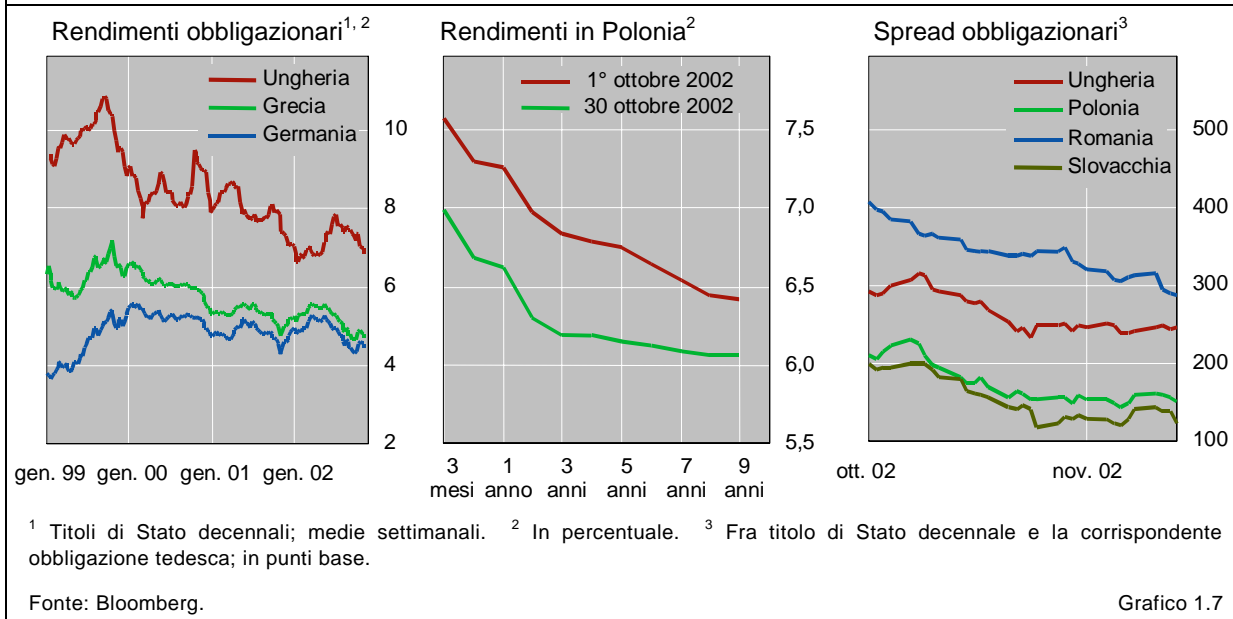
Lo spread cala di 470 punti, grazie anche alle rassicurazioni del candidato alla presidenza

Anche in altri paesi dell'America latina le incertezze sulla direzione futura delle politiche di governo hanno contribuito alla volatilità dei mercati. Le preoccupazioni destinate da taluni candidati alle elezioni presidenziali in Ecuador hanno portato gli spread sulle passività internazionali del paese a ricalcare l'andamento di quelli brasiliani. I differenziali sul debito venezuelano sono stati meno influenzati dagli sviluppi in Brasile, e gli investitori si sono concentrati sulle prospettive di una riconferma in carica dell'attuale presidente. In Argentina il mancato raggiungimento di un accordo tra le autorità governative e l'FMI su un nuovo programma economico ha amplificato gli effetti di contagio dell'evoluzione brasiliana.

Contrariamente a quanto avvenuto in Brasile, le elezioni in Turchia non hanno turbato il clima di mercato. Prima della tornata elettorale il partito di governo si era impegnato a perseguire gli obiettivi di bilancio e i progetti di riforma specificati nel programma dell'FMI. La successiva vittoria di un partito con una chiara maggioranza in parlamento ha rafforzato la fiducia degli investitori nella capacità dell'esecutivo di mantenere i propri impegni. Di fatto,

Vista con favore la formazione di una chiara maggioranza in Turchia

## Convergenza nell'Est europeo



agli inizi di novembre – a una settimana soltanto dalle elezioni – il governo ha approfittato di una riduzione degli spread per collocare sul mercato internazionale un prestito obbligazionario per \$500 milioni.

In Asia l'evento più drammatico è stato l'attacco terroristico a Bali del 12 ottobre, che ha depresso per alcune settimane il mercato azionario di Giacarta, ripercuotendosi temporaneamente sulle piazze di Bangkok e Kuala Lumpur. Nelle due giornate operative seguenti la borsa di Giacarta ha accusato un crollo del 9%, mentre Bangkok e Kuala Lumpur hanno perso rispettivamente l'1 e il 2% (grafico 1.6). Queste ultime due borse, tuttavia, hanno recuperato le perdite nel giro di quattro giorni, mentre il mercato indonesiano è riuscito a tornare alla situazione preesistente solo a metà novembre. Non sono stati ravvisati effetti su altre piazze asiatiche.

Gli sviluppi politici hanno interessato anche i mercati finanziari dell'Europa centro-orientale. Gli eventi più significativi si sono concentrati in ottobre. Il 19 di questo mese gli elettori irlandesi si sono espressi a favore del trattato di Nizza. Una settimana dopo, nel corso di un vertice straordinario, il Consiglio dell'Unione europea ha raggiunto un accordo sul piano finanziario per l'allargamento della UE a dieci nuovi paesi membri. Gli investitori sui mercati del reddito fisso hanno adottato strategie orientate alla convergenza, e nel corso del mese i rendimenti dei titoli di Stato decennali in valuta nazionale di Ungheria e Polonia hanno subito un calo di 30 e 20 punti base rispettivamente (grafico 1.7). In realtà, in questi due paesi la curva dei rendimenti ha evidenziato una tendenza calante su tutte le scadenze. Apparentemente, i flussi di capitale verso l'Ungheria derivanti da speculazioni mirate alla convergenza sono stati talmente ingenti da determinare un apprezzamento del forint sull'euro. Il calo dei tassi d'interesse si è riflesso altresì negli spread obbligazionari di paesi che, come la Romania, erano considerati fra i papabili nella seconda tornata di adesioni alla UE. In precedenza, un profilo analogo

Convergenza: la risposta degli investitori al referendum in Irlanda

era stato rilevato per le obbligazioni greche nell'imminenza dell'adozione dell'euro: il differenziale di rendimento rispetto ai titoli tedeschi si era ridotto dai 200 punti base del 1999 a meno di 50 punti agli inizi del 2002.

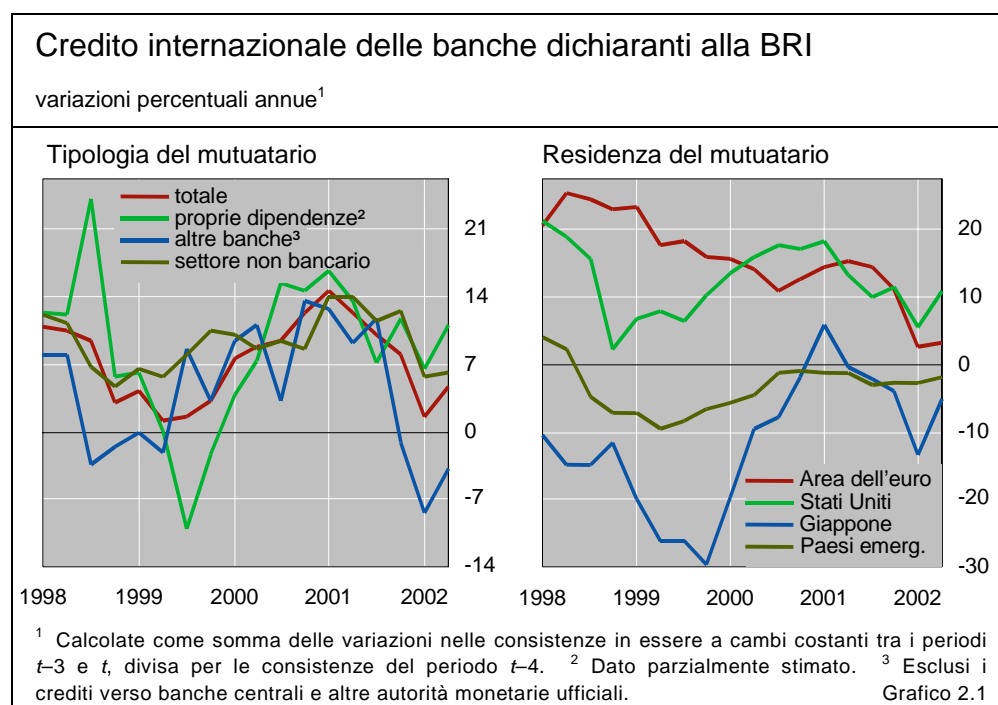
Sebbene gli afflussi di fondi verso l'insieme delle economie emergenti siano rimasti deboli, i prenditori con più alto merito di credito sono riusciti a mantenere il loro accesso ai mercati dei capitali. Anche nel terzo trimestre 2002, in presenza di un rallentamento delle emissioni internazionali nette di titoli di debito da parte dei mutuatari più quotati, essi hanno continuato ad allestire prestiti sul mercato dei crediti consorziali. I prenditori messicani si sono confermati fra i più attivi sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei crediti nel periodo sotto rassegna (cfr. le pagg. 34-35), arrivando finanche a collocare all'estero un'emissione obbligazionaria in peso agli inizi del quarto trimestre.

I mutuatari messicani si indebitano in peso sui mercati internazionali

## 2. Il mercato bancario internazionale

Dopo vari trimestri di decelerazione della crescita, nel secondo trimestre 2002 l'attività bancaria internazionale ha cominciato a stabilizzarsi. Sia il ritiro delle banche giapponesi che il calo nell'espansione delle attività transfrontaliere di quelle tedesche hanno dato segni di allentamento. Il tasso annuo di incremento dei prestiti a favore di governi e altri mutuatari non bancari è rimasto invariato rispetto al primo trimestre, al 6%. Il credito a soggetti non bancari ha continuato a crescere più di quello verso istituzioni creditizie, contribuendo a un mutamento nella composizione settoriale delle posizioni creditorie internazionali delle banche nei confronti del settore non bancario.

Nei mercati emergenti le banche hanno ridotto la propria esposizione nei confronti del Brasile e di altri paesi con un elevato onere debitorio. In un contesto di difficili condizioni di finanziamento, i residenti brasiliani hanno soddisfatto le loro esigenze di liquidità in dollari prelevando fondi collocati presso banche dell'area dichiarante. Sono invece aumentate le attività transfrontaliere verso mutuatari con più alto merito di credito, quali la Corea e il Messico, e ciò ha contribuito al terzo trimestre consecutivo di afflussi netti verso l'area emergente.



| Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI  |         |       |          |          |          |          |          |                          |
|--|---------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|
| variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA <sup>1</sup> |         |       |          |          |          |          |          |                          |
|  | 2000    | 2001  | 2001     |          |          | 2002     |          | Stock a fine giugno 2002 |
|  | Anno    | Anno  | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. |                          |
| Totale attività  | 1 221,5 | 852,9 | -95,7    | -12,6    | 230,9    | 46,9     | 242,8    | 12 539,8                 |
| Per strumento  |         |       |          |          |          |          |          |                          |
| Crediti e depositi   | 738,0   | 606,4 | -105,1   | -52,1    | 159,6    | -8,6     | 101,4    | 9 382,5                  |
| Titoli <sup>2</sup>  | 483,5   | 246,5 | 9,4      | 39,5     | 71,3     | 55,5     | 141,4    | 3 157,3                  |
| Per valuta   |         |       |          |          |          |          |          |                          |
| Dollaro USA  | 513,0   | 423,7 | -5,2     | 13,3     | 184,5    | 48,2     | 190,4    | 5 475,4                  |
| Euro   | 455,6   | 439,3 | 8,2      | 46,5     | -12,2    | 43,6     | 105,9    | 3 913,7                  |
| Yen  | 94,6    | -65,3 | -14,9    | -50,9    | 6,6      | -81,5    | 5,1      | 703,7                    |
| Altre valute <sup>3</sup>  | 158,3   | 55,2  | 107,6    | -21,5    | -52,0    | 36,6     | -58,6    | 2 447,0                  |
| Per tipologia del mutuatario   |         |       |          |          |          |          |          |                          |
| Proprie dipendenze <sup>4</sup>  | 523,0   | 451,4 | -73,7    | -22,8    | 350,0    | 3,9      | 80,0     | 4 339,4                  |
| Altre banche <sup>4,5</sup>  | 409,7   | -40,6 | -82,4    | -3,3     | -213,8   | -0,3     | 83,8     | 3 925,3                  |
| Settore non bancario   | 288,8   | 442,1 | 60,4     | 13,5     | 94,7     | 43,3     | 79,0     | 4 275,1                  |
| Per residenza del mutuatario   |         |       |          |          |          |          |          |                          |
| Economie avanzate  | 1 126,4 | 799,6 | -72,2    | 4,8      | 197,9    | 39,5     | 210,2    | 9 806,9                  |
| Area dell'euro   | 389,0   | 368,7 | 18,8     | 9,2      | 8,4      | 55,2     | 35,2     | 3 997,8                  |
| Giappone   | -12,0   | -23,3 | -25,1    | -24,6    | 28,0     | -52,3    | 22,0     | 516,3                    |
| Stati Uniti  | 309,0   | 236,6 | 16,6     | 16,6     | 73,8     | 14,4     | 132,8    | 2 515,4                  |
| Centri offshore  | 51,5    | 55,2  | -23,3    | 3,1      | 24,9     | -7,3     | 24,3     | 1 542,9                  |
| Economie emergenti   | -7,9    | -23,3 | -4,1     | -18,6    | 1,4      | -2,9     | 3,4      | 887,9                    |
| Non classificate <sup>6</sup>  | 51,5    | 21,3  | 4,4      | -2,0     | 6,8      | 17,7     | 4,9      | 302,2                    |
| Per memoria: attività sull'interno <sup>7</sup>  | 207,1   | 88,9  | -31,0    | -1,2     | -1,6     | 65,5     | -41,4    | 1 666,4                  |

<sup>1</sup> Non depurate degli effetti stagionali. <sup>2</sup> Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. <sup>3</sup> Comprese quelle non classificate. <sup>4</sup> Dati parzialmente stimati. Le cifre indicate per questa voce possono differire da quelle riportate nella tabella 8 dell'Allegato statistico a causa di errori od omissioni. <sup>5</sup> Non comprende proprie dipendenze, autorità monetarie ufficiali (ad esempio, banche centrali) e operatori non bancari. <sup>6</sup> Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. <sup>7</sup> Attività in valuta verso residenti del paese in cui ha sede la banca dichiarante.

Tabella 2.1

## Stabilizzazione dell'attività dopo vari trimestri di rallentamento

Dopo quattro trimestri di rallentamento, il tasso annuo di espansione del credito bancario internazionale è salito al 4½% nel secondo trimestre (grafico 2.1). Su base non destagionalizzata, tra fine marzo e fine giugno 2002 le consistenze in essere di attività transfrontaliere contabilizzate da banche dell'area dichiarante sono aumentate di \$243 miliardi, a \$12,5 trilioni (tabella 2.1).

Tra le economie maggiori l'espansione più rapida ha interessato ancora una volta gli Stati Uniti (grafico 2.1): il credito verso mutuatari USA è tornato a crescere al tasso annuo tendenziale dell'11% registrato a fine 2001, dopo gli insoliti esigui livelli del primo trimestre. L'incremento è stato sospinto dagli acquisti transfrontalieri di titoli di debito emessi da residenti statunitensi. In particolare, le banche giapponesi – che avevano ridotto le loro posizioni in titoli

Prosegue l'espansione del credito internazionale verso mutuatari USA ...

USA a cavallo tra il 2001 e il 2002 – hanno intensificato le loro acquisizioni nel secondo trimestre. La crescita è stata altresì sostenuta dall'attività interbancaria e intragruppo tra gli Stati Uniti e i centri bancari dei Caraibi.

... ma diminuisce quella verso il Giappone

Anche in Giappone si è riproposta la dinamica dell'attività internazionale prevalente a fine 2001. I crediti verso mutuatari nipponici sono diminuiti del 5% nel secondo trimestre, un calo inferiore al 13% registrato nel periodo precedente ma in linea con quello del secondo semestre 2001. I maggiori acquisti di titoli di Stato giapponesi hanno concorso a una moderata accelerazione del tasso annuo di crescita del finanziamento internazionale al settore non bancario del paese, salito al 2% (si veda oltre). In aggiunta a ciò, le banche svizzere, francesi e olandesi hanno convogliato ingenti fondi verso le proprie dipendenze in Giappone, e le istituzioni creditizie nipponiche hanno ripreso a finanziarsi presso altre banche non collegate.

Espansione relativamente rapida dell'attività all'interno dell'area dell'euro

La perdurante espansione delle posizioni creditorie transfrontaliere nei confronti dell'area dell'euro è stata sostenuta dalle transazioni infra-area. Nel trimestre sotto rassegna i crediti verso mutuatari dell'area dell'euro concessi da banche operanti all'interno dell'area stessa sono cresciuti al ritmo relativamente sostenuto del 9% su base annua. Per contro, quelli contabilizzati da banche situate al di fuori dell'area, che erano aumentati a tassi a due cifre nei tre anni successivi all'introduzione dell'euro, si sono contratti del 2% nello stesso periodo. Questa debole performance è in buona parte riconducibile alla liquidazione di posizioni interbancarie e intragruppo sulla piazza di Londra.

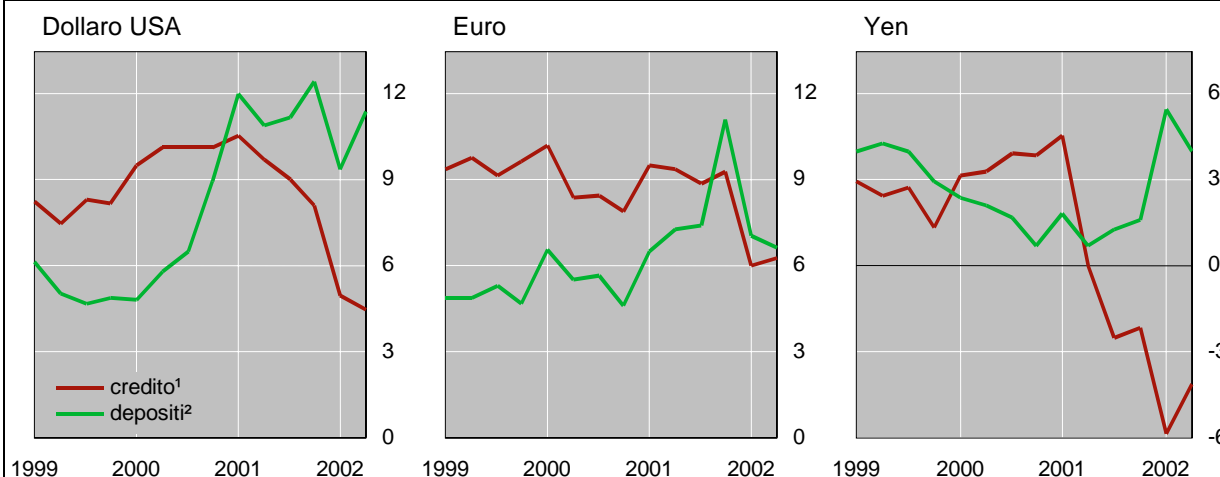
Nonostante l'aumento degli impieghi totali nel secondo trimestre, gli sviluppi del mercato bancario internazionale paiono indicare più una stabilizzazione dell'attività che l'inizio di una nuova fase di espansione. In primo luogo, il tasso annuo di crescita del credito transfrontaliero verso mutuatari non bancari è rimasto pressoché invariato al 6%; poiché sono questi ultimi a beneficiare in ultima istanza del credito bancario, le variazioni degli impieghi verso tale settore riflettono l'attività sottostante meglio dei flussi interbancari. La contrazione del finanziamento transfrontaliero a banche non collegate è di fatto rallentata nel secondo trimestre, scendendo dall'8 al 4% su base annua, mentre le posizioni creditorie verso proprie dipendenze sono aumentate sui dodici mesi dal 7 all'11%. Nondimeno, stante la forte crescita dei depositi nelle maggiori economie e la minore espansione dei finanziamenti alla clientela non bancaria, è improbabile che questa moderata accelerazione dell'attività interbancaria e intragruppo sia stata trainata da un rafforzamento della domanda di credito bancario (grafico 2.2).

Stabile espansione del credito interno e internazionale al settore non bancario

In secondo luogo, nel secondo trimestre si è osservata un'analogia stabilizzazione dell'attività sui mercati bancari interni. In particolare, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti la crescita del credito verso mutuatari non bancari è sembrata riprendere quota, mentre in Giappone è rallentata la contrazione dei finanziamenti. Il credito interno rappresenta la quasi totalità – il 97% – delle posizioni bancarie in yen verso il settore non bancario a livello mondiale. L'attività internazionale assume una rilevanza maggiore sui mercati dell'euro e del dollaro USA, dove il credito interno concorre rispettivamente per l'84 e il 79% delle consistenze mondiali in essere nei confronti di soggetti non bancari.

## Dinamica della raccolta e degli impieghi bancari

posizioni verso il settore non bancario a livello globale, variazioni percentuali annue



<sup>1</sup> Comprende il credito interno erogato da banche negli Stati Uniti (USD), nell'area dell'euro (EUR) e in Giappone (JPY) al settore non bancario, più i crediti internazionali allo stesso settore da parte di banche dichiaranti alla BRI (ossia, crediti transfrontalieri più crediti sull'interno in valuta estera). <sup>2</sup> Comprendono i depositi sull'interno a vista e a scadenza collocati da residenti presso banche negli Stati Uniti (USD), nell'area dell'euro (EUR) e in Giappone (JPY), più i depositi internazionali di operatori non bancari presso banche dell'area dichiarante alla BRI.

Fonti: FMI; BRI.

Grafico 2.2

In terzo luogo, i dati sui prestiti consorziali indicano che l'espansione del credito è rimasta moderata nel terzo trimestre 2002. Per il quinto periodo consecutivo le operazioni internazionali lorde sottoscritte sono diminuite leggermente dai livelli di un anno prima, ed è aumentata l'incidenza dei rifinanziamenti (cfr. "I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2002", a pag. 28). Va tuttavia rilevato che i dati sui prestiti consorziali non costituiscono necessariamente un indicatore affidabile del credito bancario futuro<sup>1</sup>.

### Attività internazionale delle banche giapponesi e tedesche

Fra gli altri sviluppi coerenti con una stabilizzazione dell'attività bancaria internazionale figurano i segnali di un'accresciuta presenza delle banche giapponesi: il calo annuo dei crediti transfrontalieri concessi da queste ultime è rallentato lievemente nel secondo trimestre, al 12% (grafico 2.3). L'esposizione verso il settore non bancario ha ripreso quota, grazie agli acquisti di titoli di debito statunitensi, mentre l'attività interbancaria si è assestata dopo la brusca discesa registrata tra la fine del 2001 e gli inizi del 2002. Le posizioni intragruppo, che erano rimaste pressoché invariate per un anno intero, hanno tuttavia subito una flessione del 6% su base annua.

Rallenta la contrazione dell'attività internazionale delle banche giapponesi

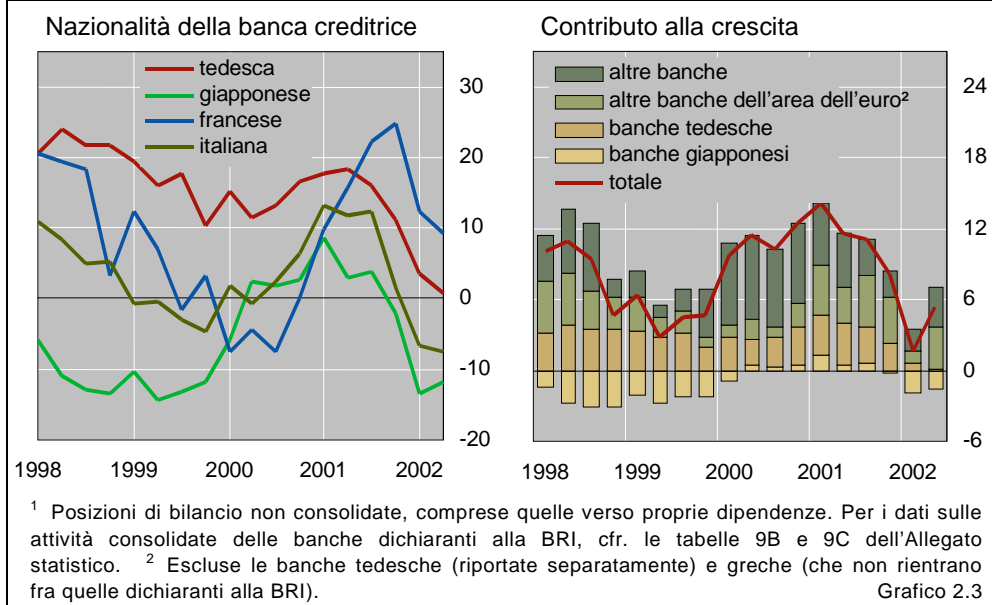
Anche l'attività internazionale delle banche tedesche ha dato segni di stabilizzazione nel secondo trimestre. I crediti transfrontalieri verso mutuatari

<sup>1</sup> Cfr. Blaise Gadanecz e Karsten von Kleist (2002): "Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 69-78.



## Credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI<sup>1</sup>

variazioni percentuali annue



non bancari si sono contratti per la prima volta da oltre un decennio, scendendo del 2% su base annua. La diminuzione è peraltro dovuta al trasferimento dalla Germania all'Irlanda di una grande Pfandbriefbank e alla conseguente riclassificazione dei suoi impieghi fra quelli di banche irlandesi. Al netto di tale ricalcolo, la crescita delle posizioni sull'estero delle banche tedesche verso soggetti non bancari è rimasta praticamente immutata. I crediti interbancari sono diminuiti del 14% su base annua, ma l'attività intragruppo ha continuato a espandersi rapidamente.

Sebbene la crescita complessiva delle esposizioni creditorie internazionali delle banche tedesche sia rimasta positiva fino al secondo trimestre 2002, il contributo di queste ultime all'espansione dell'attività bancaria internazionale è stato trascurabile rispetto a periodi precedenti (grafico 2.3). Sotto la spinta di un aumento dell'attività transfrontaliera in Europa, tra il 1998 e il 2000 il tasso annuo di crescita delle posizioni creditorie internazionali delle banche tedesche era risultato mediamente pari al 17%. Di fatto, questi istituti avevano da soli contribuito a un terzo dell'incremento del credito transfrontaliero totale durante tale periodo. La crescita dell'attività internazionale delle banche tedesche aveva cominciato a rallentare a metà 2001, parallelamente a quella del credito a mutuatari europei, e già agli inizi del 2002 era divenuto chiaro che esse non stavano più trainando l'espansione dell'attività bancaria internazionale.

Nonostante il rallentamento della crescita dell'operatività internazionale delle banche tedesche abbia inciso in modo particolare sull'insieme dell'attività bancaria internazionale, le istituzioni italiane e spagnole hanno registrato una decelerazione ancor più marcata rispetto ad altre banche dell'area dell'euro. Il tasso annuo di espansione dei crediti sull'estero delle banche italiane è calato da oltre il 10% degli inizi del 2001 al -7% nel secondo trimestre 2002, e quello delle banche spagnole dal 20 al -2%. Nel contempo, le banche belghe,

Le banche tedesche non trainano più la crescita dell'attività bancaria internazionale ...

olandesi, francesi e di altri paesi dell'area hanno continuato a espandere i loro impieghi internazionali a un ritmo relativamente rapido, superiore all'aumento medio annuo delle banche dell'area ma inferiore rispetto a passati periodi.

La frenata nell'espansione dell'attività bancaria nell'area dell'euro rispecchia in ampia misura la debole domanda di credito, derivante sia dal rallentamento dell'economia globale sia dal calo dei finanziamenti destinati al settore telecom e alle attività di fusione e acquisizione<sup>2</sup>. Per alcune banche la decelerazione è stata accentuata dall'adozione di un più cauto approccio nelle politiche di fido. Il deterioramento del merito creditizio di molti mutuatari durante lo scorso anno, l'elevato numero di inadempienze e fallimenti, nonché i ristretti margini di interesse hanno portato alcuni istituti a ridurre le esposizioni e ad aumentare i tassi attivi. Le banche tedesche, in particolare, sembrano aver inasprito i loro standard creditizi<sup>3</sup>.

... e paiono mettere in atto politiche di fido più selettive

## Mutamento nella composizione settoriale dei crediti verso il settore non bancario

Durante l'ultimo ciclo dell'attività bancaria internazionale il tasso di espansione del credito al settore bancario è rallentato più marcatamente di quello verso i mutuatari non bancari. Di conseguenza, si è prodotto un mutamento significativo nella composizione settoriale delle posizioni creditorie sull'estero delle banche. Rispetto alle statistiche locali della BRI, quelle su base consolidata riescono a cogliere più accuratamente il beneficiario finale di un prestito. In base a queste ultime, a fine giugno 2002 le attività verso banche non collegate sono scese al 45,3% delle posizioni creditorie internazionali in essere, rispetto al 46,6% di fine giugno 2001, con un incremento commisurato dell'incidenza dei crediti verso il settore non bancario. In particolare, i crediti verso imprese e altri mutuatari privati non bancari sono cresciuti di 1 punto percentuale, al 40,7%, mentre quelli nei confronti del settore pubblico sono aumentati di ½ punto percentuale, al 12,2%.

Il mutamento settoriale è stato particolarmente pronunciato nei confronti dei prenditori dell'area dell'euro, dove la quota dei crediti verso altre banche non collegate è diminuita di 5 punti percentuali tra fine giugno 2001 e fine giugno 2002, al 47,5% delle attività internazionali consolidate. Negli ultimi trimestri il credito transfrontaliero al settore non bancario dell'area dell'euro – per lo più sotto forma di acquisti di titoli di debito – ha continuato ad aumentare pur in presenza di un rallentamento del credito al settore bancario. Di fatto, benché i prestiti concessi a soggetti non bancari dell'area dell'euro siano cresciuti dell'11% su base annua nel secondo trimestre, le attività totali internazionali nei confronti della stessa area sono aumentate del 3% soltanto. Le posizioni intragruppo in euro continuano ad espandersi a un tasso annuo

Lo spostamento verso il settore non bancario è più pronunciato nell'area dell'euro

<sup>2</sup> Cfr. P.D. Wooldridge (2002): "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 15–16.

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank (2002): "The development of bank lending to the private sector", *Monthly Report*, ottobre, pagg. 31–46.

Le banche acquistano titoli di agenzie e imprese USA

del 20% circa, a indicazione che la debole crescita delle attività totali verso l'area è essenzialmente imputabile ai crediti verso banche non collegate.

Negli Stati Uniti le posizioni creditorie verso il settore privato non bancario sono cresciute di 2 punti percentuali tra fine giugno 2001 e fine giugno 2002, al 59,2% delle attività internazionali consolidate. L'aumento è riconducibile in buona parte agli acquisti bancari di titoli emessi da agenzie federali e imprese statunitensi. Le disponibilità delle banche in titoli del Tesoro USA e altre passività del settore pubblico sono rimaste pressoché stabili in questo periodo, al 12% delle attività internazionali. I dati statunitensi sui flussi internazionali di capitali indicano che, negli ultimi trimestri, i non residenti hanno acquistato titoli di agenzie federali in misura di gran lunga maggiore rispetto ai Treasuries. Invero, prima di metà 2002 questi ultimi sono stati sopravanzati persino dalle obbligazioni private.

In Giappone i mutamenti nella composizione settoriale delle posizioni transfrontaliere o internazionali delle banche estere sembrano essere stati compensati da paralleli mutamenti nella distribuzione delle attività sull'interno. Nel secondo trimestre i crediti internazionali delle banche estere verso il settore pubblico sono aumentati su base annua di circa il 20%, al 12,3% delle attività consolidate in essere verso il Giappone. Le banche estere detengono inoltre titoli di Stato nipponici attraverso le loro succursali e affiliate locali ma, in contrasto con l'attività bancaria internazionale, i dati di flusso indicano che tali disponibilità sono state ridotte nel corso dell'ultimo anno<sup>4</sup>. Pare anzi che l'aumento delle attività internazionali delle banche estere verso il settore pubblico sia stato più che controbilanciato dal calo dei crediti erogati in loco.

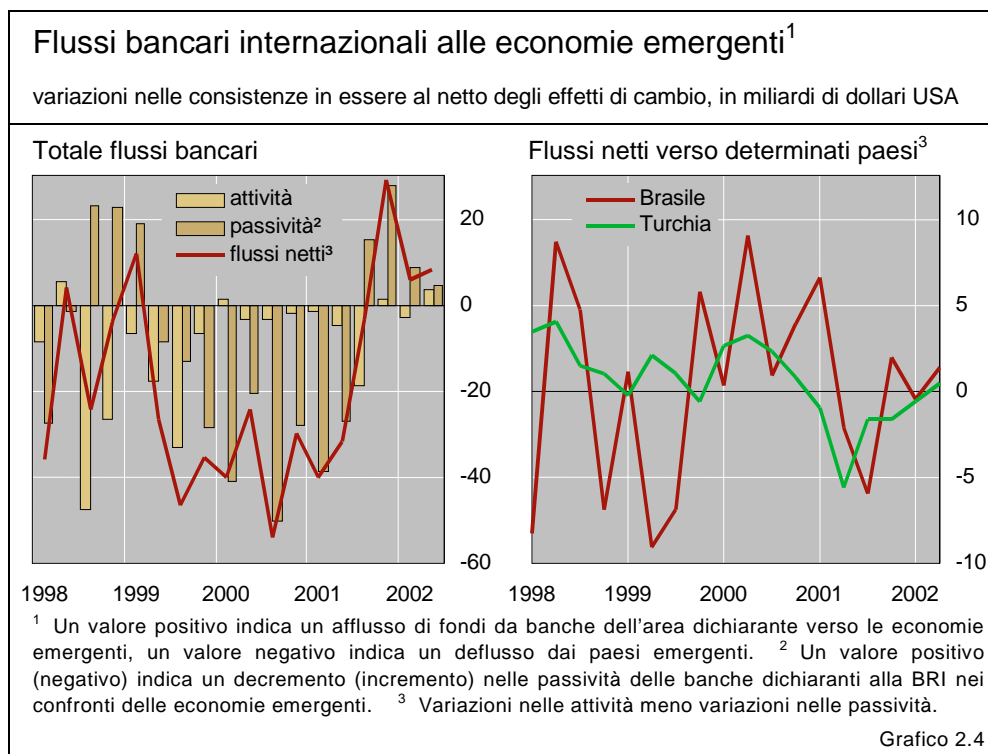
Mutamenti simmetrici nella composizione settoriale delle attività interne e internazionali verso il Giappone

I crediti al settore societario giapponese si sarebbero spostati in direzione opposta rispetto a quelli verso il settore pubblico; le banche estere hanno ridotto le proprie esposizioni internazionali nei confronti di imprese aumentando nel contempo gli impieghi sull'interno. A fine giugno 2002 il credito al settore privato non bancario è sceso al 20,6% delle attività bancarie internazionali consolidate, contro il 22,4% di un anno prima, mentre gli impieghi sull'interno sono passati dal 48,5 al 51,9%. Il credito totale in yen delle dipendenze nipponiche di banche estere è cresciuto del 10% nell'anno conclusosi a fine giugno 2002, superando di oltre il 60% le attività internazionali consolidate delle banche estere verso il Giappone.

## Le banche riducono le posizioni creditorie verso i paesi emergenti con elevati oneri debitori

Tra il primo e il secondo trimestre 2002 gli afflussi netti dalle banche dell'area dichiarante verso i mercati emergenti sono passati da \$6 a 8 miliardi; si tratta del terzo periodo consecutivo in cui i flussi in entrata superano quelli in uscita (grafico 2.4 e tabella 2.2). I residenti dell'area emergente hanno nuovamente

<sup>4</sup> A fine giugno 2002 le posizioni creditorie verso l'amministrazione centrale, le amministrazioni locali e le imprese pubbliche sono calate al 13% delle attività totali delle banche estere operanti in Giappone, contro il 23,9% di fine giugno 2001.



prelevato fondi da depositi collocati presso banche estere. Le attività sono aumentate leggermente, in quanto i nuovi crediti ai mutuatari più affidabili hanno compensato il calo di quelli verso paesi con elevati oneri debitori.

La contrazione più ingente del credito bancario internazionale ha riguardato il Brasile a causa delle incertezze di natura politica, che hanno indotto le banche a ridurre le loro esposizioni. Anche se i residenti brasiliani sono stati relativamente attivi sul mercato dei prestiti consorziali nel secondo trimestre, raccogliendo \$1,7 miliardi, le posizioni creditorie delle banche verso il Brasile sono calate di \$2,4 miliardi. La flessione è interamente ascrivibile agli impieghi verso il settore non bancario, visto che il credito alle banche del paese e alle dipendenze brasiliane di banche estere è rimasto invariato. A fine giugno le attività bancarie internazionali verso il Brasile ammontavano a \$95,6 miliardi in termini di consistenze, l'ammontare di gran lunga più elevato fra i paesi emergenti. Secondo le statistiche BRI su base consolidata, che rispetto a quelle su base locale forniscono una misura migliore delle esposizioni bancarie al rischio paese, le attività delle banche estere verso il Brasile – comprese quelle facenti capo alle loro dipendenze brasiliane e al netto dei crediti con garanzia prestata da non residenti – si ragguagliavano a fine giugno 2002 a \$122,6 miliardi<sup>5</sup>. L'esposizione delle banche dichiaranti verso il Brasile risulta così, dopo quella nei confronti del Messico, la seconda in ordine di grandezza di tutta l'area emergente.

Di fronte alla riduzione del credito internazionale, i residenti del Brasile hanno soddisfatto le loro esigenze di liquidità in dollari prelevando fondi depositati all'estero. Ciò ha determinato afflussi netti di capitali dalle banche

La contrazione dei crediti a Brasile e Turchia ...

... spinge i residenti dei due paesi a prelevare fondi depositati all'estero

<sup>5</sup> "BIS consolidated banking statistics for the second quarter of 2002", comunicato stampa BRI n. 25/2002E, 23 ottobre 2002.

## Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

|   | Posizioni delle banche <sup>1</sup> | 2000  | 2001  | 2001     |          |          | 2002     |          | Stock a fine giugno 2002 |
|---|-------------------------------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|
|   |                                     | Anno  | Anno  | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. |                          |
| Totale <sup>2</sup>   | Attività                            | -7,9  | -23,3 | -4,7     | -18,6    | 1,4      | -2,9     | 3,4      | 887,9                    |
|   | Passività                           | 140,1 | 23,1  | 26,9     | -15,0    | -27,6    | -8,6     | -4,6     | 1 097,3                  |
| Arabia Saudita  | Attività                            | 0,1   | -2,4  | 0,1      | -1,6     | 1,0      | 0,0      | 0,4      | 24,9                     |
|   | Passività                           | 10,9  | -9,7  | -1,4     | -5,7     | -7,3     | -5,4     | -0,1     | 47,2                     |
| Argentina   | Attività                            | 1,2   | -5,8  | 1,6      | -2,4     | -3,3     | -4,3     | -0,8     | 36,2                     |
|   | Passività                           | 3,1   | -16,7 | 2,3      | -1,9     | -11,1    | -1,0     | 0,5      | 23,3                     |
| Brasile   | Attività                            | 9,5   | 0,9   | 0,1      | -1,1     | -2,2     | 1,0      | -2,4     | 95,6                     |
|   | Passività                           | -4,6  | 0,4   | 2,2      | 4,9      | -4,1     | 1,4      | -3,8     | 45,7                     |
| Cile  | Attività                            | 0,3   | 0,2   | 0,4      | -0,9     | 0,2      | -0,3     | -0,5     | 18,3                     |
|   | Passività                           | -1,5  | -1,0  | 0,2      | -0,4     | -0,6     | 0,2      | -0,8     | 14,2                     |
| Cina  | Attività                            | -5,4  | -3,5  | 1,4      | -2,6     | -0,6     | -7,2     | 0,9      | 49,7                     |
|   | Passività                           | 35,7  | -6,5  | 3,5      | -6,7     | -4,0     | -7,1     | 6,6      | 95,1                     |
| Corea   | Attività                            | -4,8  | -0,2  | -2,4     | 0,8      | -2,0     | 6,4      | 1,8      | 72,4                     |
|   | Passività                           | -1,7  | 1,7   | -2,2     | -2,4     | 1,7      | 11,4     | -5,6     | 35,5                     |
| Indonesia   | Attività                            | -3,6  | -5,4  | -1,5     | -2,3     | -0,8     | -1,3     | -2,1     | 33,3                     |
|   | Passività                           | -1,0  | 1,1   | -0,7     | -0,4     | 0,7      | -1,4     | -0,3     | 12,5                     |
| Messico   | Attività                            | -1,0  | 2,0   | -0,2     | -3,3     | 0,6      | 3,2      | 1,8      | 65,6                     |
|   | Passività                           | 6,9   | 8,8   | 0,6      | 4,5      | 0,6      | -14,1    | 1,3      | 50,4                     |
| Russia  | Attività                            | -6,6  | 1,3   | 0,3      | 0,2      | 2,1      | 1,4      | 0,8      | 33,1                     |
|   | Passività                           | 7,2   | 5,2   | 2,6      | -2,8     | 1,7      | 3,6      | 0,0      | 32,6                     |
| Sudafrica   | Attività                            | 0,6   | -0,4  | -0,5     | 0,8      | -1,1     | -1,5     | 0,2      | 17,2                     |
|   | Passività                           | 0,4   | 2,1   | 0,6      | 1,1      | -0,9     | 0,2      | 1,4      | 18,3                     |
| Thailandia  | Attività                            | -7,8  | -3,5  | -0,8     | -3,1     | 1,4      | -2,2     | -0,5     | 21,2                     |
|   | Passività                           | 1,9   | 1,3   | 1,0      | -0,5     | 0,5      | -0,7     | -1,0     | 14,2                     |
| Turchia   | Attività                            | 11,3  | -12,0 | -5,1     | -0,9     | -3,7     | 0,9      | -1,5     | 37,5                     |
|   | Passività                           | 2,3   | -2,1  | 0,4      | 0,8      | -2,1     | 1,6      | -1,9     | 18,9                     |
| <i>Per memoria:<br/>paesi candidati<br/>alla UE<sup>3</sup></i> | Attività                            | 7,5   | 6,3   | 1,7      | -0,4     | 4,1      | 1,4      | 1,9      | 81,7                     |
|   | Passività                           | 5,5   | 9,9   | -0,2     | 0,9      | 4,8      | -0,3     | 0,6      | 66,9                     |
| <i>membri<br/>dell'OPEC</i>                                     | Attività                            | -11,5 | -14,0 | -2,5     | -5,2     | 1,1      | 3,0      | -0,2     | 133,4                    |
|   | Passività                           | 37,7  | -2,8  | 2,1      | -9,7     | -8,5     | -5,5     | -2,5     | 242,0                    |

<sup>1</sup> Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. <sup>2</sup> Insieme delle economie emergenti. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. <sup>3</sup> Paesi impegnati in negoziati per l'accesso all'Unione europea, ossia Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

Tabella 2.2

dichiaranti verso il Brasile per \$1,4 miliardi (grafico 2.4). Le operazioni effettuate da imprese e altri soggetti non bancari hanno rappresentato quasi la metà dei \$3,8 miliardi rimpatriati da residenti brasiliani. A fine giugno 2002 questi ultimi detenevano presso banche estere attività per \$45,7 miliardi.

Anche in Turchia gli ingenti prelievi da depositi all'estero hanno dato origine ad afflussi netti di fondi. Di fatto, nel secondo trimestre i flussi bancari verso il paese sono divenuti positivi per la prima volta dall'inizio della crisi nel 2001. Le attività hanno tuttavia subito un'ulteriore contrazione, di \$1,5 miliardi, dopo il modesto aumento del primo trimestre. Mentre lo scorso anno il calo

delle posizioni creditorie verso la Turchia era stato dovuto in buona misura ai crediti interbancari, nel secondo trimestre 2002 la flessione maggiore ha interessato i prestiti a mutuatari non bancari.

Forti contrazioni del credito hanno interessato altresì i paesi del Sud-Est asiatico. Le attività internazionali a favore di residenti indonesiani si sono ridotte per il tredicesimo trimestre consecutivo, determinando deflussi netti per \$1,8 miliardi. Banche e investitori hanno cominciato a guardare con preoccupazione alle finanze pubbliche delle Filippine, e dopo vari trimestri di aumenti le posizioni creditorie nei confronti del paese hanno subito un calo di \$1,4 miliardi; i differenziali sulle obbligazioni pubbliche internazionali hanno iniziato ad ampliarsi in maggio, quasi contemporaneamente agli spread brasiliani, e a fine settembre essi erano cresciuti di oltre 125 punti, a circa 500 punti base. Anche in Malaysia i flussi bancari in uscita hanno sopravanzato quelli in entrata, dopo quattro trimestri di afflussi netti. Tuttavia, contrariamente a quanto avvenuto in Indonesia e nelle Filippine, tale risultato è riconducibile non tanto a timori circa l'affidabilità creditizia dei mutuatari, quanto a una debole domanda di finanziamenti in dollari.

Il calo del credito verso l'Argentina è rallentato nel secondo trimestre, a \$0,8 miliardi, dopo le riduzioni di almeno \$2 miliardi registrate nei tre periodi precedenti. Le attività nei confronti del sistema bancario, comprese le dipendenze locali di istituti esteri, sono aumentate per la prima volta dal secondo trimestre 2001, di \$1,3 miliardi. Tuttavia, i prestiti al settore non bancario hanno accusato una contrazione di \$2,1 miliardi, poiché le banche dichiaranti hanno continuato a ridurre o a stralciare le proprie posizioni.

A differenza della maggioranza degli altri paesi latino-americani, in Messico il credito concesso ai residenti è cresciuto di \$1,8 miliardi nel secondo trimestre, grazie ai nuovi prestiti a favore di mutuatari non bancari. Le imprese messicane hanno raccolto ingenti somme sul mercato dei prestiti consorziali nel terzo trimestre; ciò conferma come l'accelerazione del credito al settore non bancario osservata nella prima metà del 2002 si sia protratta fino all'estate (cfr. "I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2002", a pag. 28). Gli afflussi a favore di soggetti non bancari sono stati in gran parte compensati dai deflussi bancari, originati dai fondi in dollari depositati all'estero dagli istituti messicani. Questi ultimi sono rimasti creditori netti nei confronti del sistema bancario internazionale anche dopo la ricomposizione del portafoglio della banca centrale nel primo trimestre; a fine giugno 2002 le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso istituzioni e dipendenze bancarie in Messico ammontavano a -\$15,2 miliardi. Per contro, la posizione debitoria netta del settore non bancario è aumentata considerevolmente negli ultimi trimestri: i dati di stock di fine giugno evidenziano un saldo negativo per \$30,5 miliardi, contro \$22,1 miliardi di un anno prima.

I flussi bancari verso i paesi candidati all'adesione alla UE sono rimasti positivi nel periodo in esame. La Polonia ha concorso alla gran parte dei fondi netti affluiti alla regione, pari a \$1,3 miliardi, in virtù dei cospicui prelievi effettuati da banche e dipendenze estere operanti nel paese a valere sui loro conti esteri. Dietro l'aumento di \$2 miliardi nelle attività totali verso i paesi candidati figura invece la Repubblica ceca, per effetto principalmente

Calano le attività verso Argentina, Filippine e Indonesia

Il settore non bancario messicano continua a indebitarsi

Cospicui afflussi verso Corea e Taiwan, Cina

dell'acquisizione di una banca locale da parte di un istituto belga; tale incremento è stato peraltro compensato da un calo pressoché equivalente delle passività interbancarie.

Nell'Asia nord-orientale il deprezzamento del dollaro USA e i bassi tassi d'interesse statunitensi hanno entrambi contribuito ai massicci finanziamenti in dollari affluiti dalle banche dell'area dichiarante. Gli afflussi maggiori sono stati convogliati verso Corea e Taiwan, Cina (\$7,3 e 4,4 miliardi rispettivamente). Alle succursali di banche estere fa capo circa la metà dei crediti erogati alla Corea. Le statistiche bancarie consolidate indicano che tali istituzioni hanno scambiato dollari contro won coreani mediante operazioni di swap per sostenere un'espansione del credito in valuta nazionale; in termini di won, nel secondo trimestre le attività in valuta locale delle banche estere operanti nel paese sono aumentate del 19% rispetto al corrispondente periodo del 2001. Alla scadenza dei loro depositi in dollari presso banche interne, le famiglie e le imprese di Taiwan hanno convertito le proprie disponibilità in valuta locale, e le banche hanno finanziato il deflusso raccogliendo fondi sul mercato bancario internazionale.

Nella Cina continentale le imprese avrebbero accelerato il rimpatrio dei proventi da esportazione e rinviato al tempo stesso il pagamento delle importazioni, spostando così i fondi da conti in dollari sull'estero a conti in renminbi sull'interno. Il ritardato pagamento delle importazioni ha contribuito a un incremento di \$3,6 miliardi delle attività verso il settore non bancario cinese. Nonostante tale aumento, nel secondo trimestre i residenti del paese hanno nuovamente depositato ingenti fondi presso banche dell'area dichiarante. In particolare, le banche cinesi hanno trasferito oltre \$3 miliardi alle loro dipendenze nei centri bancari dei Caraibi.

I flussi bancari netti verso il Medio Oriente e l'Africa sono stati positivi per il quarto trimestre consecutivo anche se, al livello di \$0,8 miliardi, essi non rappresentano che una piccola parte di quello precedente. I prelievi di fondi depositati hanno fatto innalzare gli afflussi verso Israele a \$2,1 miliardi. I residenti di Sudafrica e Siria hanno collocato all'estero somme importanti, dando origine a deflussi pari rispettivamente a \$1,2 e 1,1 miliardi.

Nella composizione valutaria dei depositi aumenta l'incidenza dell'euro a scapito del dollaro

Nel secondo trimestre 2002 è proseguita la ricomposizione per valuta delle passività bancarie in essere nei confronti dei mercati emergenti a scapito del dollaro USA e a favore dell'euro. A fine giugno i depositi denominati in dollari rappresentavano il 59% delle passività in essere nei confronti del Medio Oriente e dell'Africa, contro il 64,1% di un anno prima. Nello stesso periodo, l'incidenza dei depositi in euro sulla raccolta totale è aumentata dal 12,7 al 14,2%. Analogamente, tra fine giugno 2001 e fine giugno 2002 le passività in dollari USA verso l'Europa emergente sono calate dal 56,6 al 51,3% del totale, mentre quelle in euro sono salite dal 26,4 al 29,9%. Anche i depositi dei residenti latino-americani, denominati per lo più in dollari USA, hanno fatto registrare un leggero spostamento. L'incidenza della valuta statunitense è scesa dall'88,1 all'84,4%, a fronte di un aumento dal 4 al 5,4% di quella europea. La tendenza in Asia è più difficile da determinare, poiché gran parte dei depositi transfrontalieri sono detenuti presso banche a Hong Kong SAR e Singapore, che non forniscono scomposizioni dettagliate per valuta.

## I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2002

*Blaise Gadanezc*

Nel terzo trimestre 2002 le sottoscrizioni di prestiti consorziali internazionali sono ammontate a \$320 miliardi, con una flessione di appena il 3% rispetto al corrispondente periodo del 2001. Le operazioni di rifinanziamento rappresentano un'ampia quota dell'attività (41% nel secondo trimestre, contro il 35% di un anno prima); in termini netti, i nuovi crediti sono quindi inferiori a quanto indicato dai dati lordi.

Le imprese del settore energetico sono state le principali prenditrici per il secondo trimestre consecutivo. In particolare, le società petrolifere nonché le aziende erogatrici di gas ed energia elettrica, principalmente negli Stati Uniti, hanno allestito ingenti operazioni per il rifinanziamento di prestiti in scadenza. Il deterioramento dell'affidabilità creditizia di molte imprese del settore ha contribuito a un notevole ampliamento dello spread richiesto dalle banche per l'utilizzo delle linee di credito accordate. Fra il terzo trimestre 2001 e il terzo trimestre 2002 il differenziale medio ponderato rispetto al Libor è aumentato di circa 15 punti, a 115 punti base.

Anche le società di telecomunicazione hanno mutuato importi considerevoli sul mercato dei prestiti consorziali nel terzo trimestre, privilegiando il finanziamento bancario nel momento in cui le condizioni sul mercato obbligazionario sono divenute più difficili (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 29). Le transazioni concluse da tali imprese sono ammontate a \$33 miliardi, un volume comparabile a quello del corrispondente trimestre dell'anno precedente. Le operazioni di maggior ammontare sono state allestite da Telecom Italia (€7,5 miliardi), Deutsche Telekom (€5 miliardi) e AT&T (\$4 miliardi). Le case automobilistiche hanno raccolto un volume record di oltre \$19 miliardi, di cui 15 da Volkswagen e 4,2 da Toyota Motor Credit Corporation.

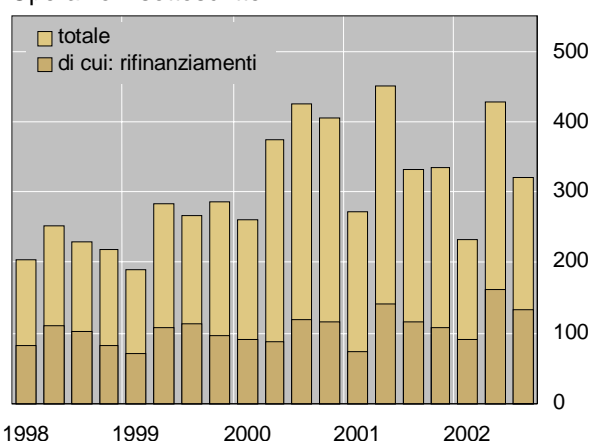
Il totale dei prestiti allestiti per i mutuatari dei mercati emergenti nel terzo trimestre, \$26 miliardi, è rimasto pressoché invariato rispetto allo stesso periodo del 2001. I prenditori del Sudafrica hanno sottoscritto le operazioni più ingenti, tra cui un credito di \$2 miliardi a South African Breweries per finanziare un'acquisizione e uno di \$1 miliardo alla Reserve Bank del Sudafrica. Tele Invest, un operatore telecom polacco, ha raccolto oltre \$2 miliardi per rinnovare passività in scadenza. Anche le imprese taiwanesi sono state attive sul mercato dei prestiti sindacati mutuando fondi per \$1,5 miliardi, essenzialmente per il finanziamento di capitale circolante.

Le sottoscrizioni di mutuatari latino-americani sono rimaste deboli, a \$2,7 miliardi, un ammontare esiguo se paragonato a quello degli anni precedenti. La richiesta maggiore è provenuta dalle società messicane, che hanno raccolto \$1,3 miliardi destinati per lo più a finalità interne o ad operazioni di rifinanziamento. Le imprese brasiliane hanno mutuato solo \$0,3 miliardi, l'importo più basso dal 1996; se si esclude un credito a favore di una società aeronautica, la maggior parte dei prestiti è stata allestita per operatori nel commercio con l'estero. Cile e Colombia hanno raccolto circa \$0,5 miliardi ciascuno.

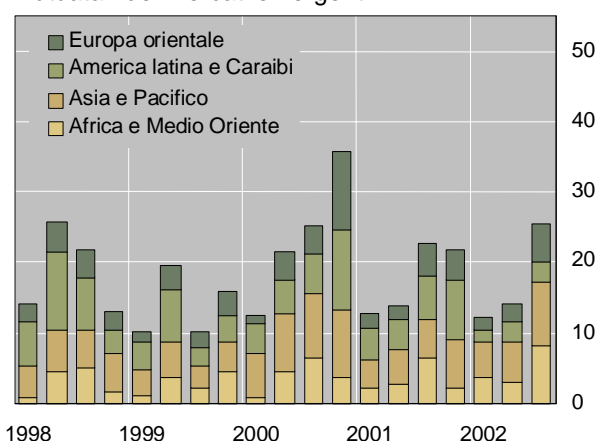
## Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.



### 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Il rallentamento sul mercato internazionale dei titoli di debito cominciato in giugno è proseguito nel terzo trimestre 2002: le emissioni nette sono ammontate ad appena \$183 miliardi (tabella 3.1), il 47% in meno del periodo precedente. Si tratta del livello più basso dal quarto trimestre 1998, quando

| Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito |         |         |          |          |          |          |          |                             |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------------------------|
| in miliardi di dollari USA  |         |         |          |          |          |          |          |                             |
|   | 2000    | 2001    | 2001     |          | 2002     |          |          | Stock a fine settembre 2002 |
|   | Anno    | Anno    | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. |                             |
| Totale emissioni nette  | 1 237,3 | 1 348,8 | 224,8    | 339,4    | 309,4    | 344,5    | 182,7    | 8 777,4                     |
| Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>  | 152,1   | -78,9   | -45,6    | -9,3     | -7,8     | 8,3      | 10,4     | 433,1                       |
| <i>Commercial paper</i>   | 55,2    | 26,9    | -12,0    | 6,5      | 5,5      | 1,8      | 19,2     | 285,2                       |
| Obbligazioni e notes <sup>1</sup>   | 1 085,2 | 1 427,6 | 270,4    | 348,8    | 317,3    | 336,2    | 172,3    | 8 344,3                     |
| <i>A tasso variabile</i>  | 354,6   | 391,6   | 93,8     | 95,9     | 60,4     | 74,5     | 30,9     | 2 097,4                     |
| <i>Ordinarie a tasso fisso</i>  | 713,9   | 996,4   | 170,5    | 237,5    | 253,5    | 247,8    | 144,7    | 5 942,0                     |
| <i>Collegate ad azioni</i>  | 16,7    | 39,7    | 6,2      | 15,3     | 3,3      | 13,8     | -3,3     | 304,9                       |
| Economie avanzate   | 1 156,7 | 1 260,7 | 210,3    | 324,2    | 285,3    | 326,5    | 166,5    | 7 712,2                     |
| <i>Stati Uniti</i>  | 464,5   | 597,6   | 114,3    | 137,3    | 138,1    | 116,7    | 36,9     | 2 670,2                     |
| <i>Area dell'euro</i>   | 558,0   | 551,2   | 87,4     | 149,0    | 128,4    | 152,7    | 91,4     | 3 326,7                     |
| <i>Giappone</i>   | -25,8   | -10,1   | -6,5     | -1,8     | -10,1    | 3,2      | -6,5     | 261,6                       |
| Centri offshore   | 15,7    | 26,4    | 5,4      | 5,8      | 4,4      | -0,2     | 1,6      | 104,3                       |
| Economie emergenti  | 42,1    | 45,4    | -2,0     | 8,2      | 11,7     | 11,4     | 5,1      | 532,2                       |
| Organizzazioni internazionali   | 22,9    | 16,3    | 11,1     | 1,3      | 8,0      | 6,8      | 9,6      | 428,7                       |
| Settore privato   | 968,9   | 1 009,0 | 156,0    | 256,2    | 192,6    | 286,9    | 121,4    | 6 564,2                     |
| <i>Istituzioni finanziarie<sup>2</sup></i>  | 796,4   | 799,5   | 133,2    | 196,4    | 178,2    | 243,8    | 120,5    | 5 338,3                     |
| <i>Imprese</i>  | 172,5   | 209,5   | 22,8     | 59,8     | 14,3     | 43,0     | 0,9      | 1 225,8                     |
| Settore pubblico <sup>3</sup>   | 245,5   | 323,5   | 57,7     | 82,0     | 108,9    | 50,9     | 51,7     | 1 784,5                     |
| <i>Amministrazioni centrali</i>   | 52,6    | 60,5    | -2,3     | 11,6     | 45,1     | 7,6      | 7,5      | 632,4                       |
| <i>Altri enti pubblici</i>  | 192,9   | 263,0   | 60,0     | 70,4     | 63,8     | 43,3     | 44,2     | 1 152,1                     |
| Per memoria: CP del mercato interno <sup>4</sup>  | 256,8   | -140,0  | -49,8    | 30,5     | -71,1    | -65,1    | -10,4    | 1 803,0                     |
| di cui: USA   | 208,3   | -161,2  | -58,5    | 28,3     | -63,3    | -57,0    | 0,2      | 1 320,8                     |

<sup>1</sup> Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. <sup>2</sup> Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.  
<sup>3</sup> Escluse le organizzazioni internazionali. <sup>4</sup> Per il terzo trimestre 2002, dati parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Tabella 3.1

| Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali |         |         |          |          |          |          |          |
|---|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| in miliardi di dollari USA  |         |         |          |          |          |          |          |
|   | 2000    | 2001    | 2001     |          | 2002     |          |          |
|   | Anno    | Anno    | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. |
| Totale emissioni annunciate   | 1 703,4 | 2 306,5 | 465,8    | 554,1    | 606,4    | 571,2    | 453,1    |
| A tasso variabile   | 518,2   | 643,6   | 157,1    | 168,7    | 141,9    | 159,7    | 151,9    |
| Ordinarie a tasso fisso   | 1 128,7 | 1 590,7 | 297,6    | 359,1    | 454,8    | 390,3    | 296,4    |
| Collegate ad azioni <sup>1</sup>  | 56,5    | 72,2    | 11,1     | 26,3     | 9,6      | 21,2     | 4,8      |
| Dollaro USA   | 791,8   | 1 131,9 | 247,0    | 243,6    | 310,8    | 258,4    | 207,5    |
| Euro  | 581,7   | 841,9   | 145,7    | 221,3    | 228,4    | 229,5    | 169,1    |
| Yen   | 128,7   | 125,3   | 32,5     | 26,2     | 16,4     | 25,7     | 23,5     |
| Altre valute  | 201,2   | 207,5   | 40,6     | 62,9     | 50,9     | 57,6     | 53,0     |
| Settore privato   | 1 319,4 | 1 683,1 | 327,0    | 425,2    | 416,8    | 428,6    | 324,3    |
| Istituzioni finanziarie <sup>2</sup>  | 1 087,2 | 1 335,4 | 276,0    | 325,8    | 353,3    | 353,9    | 289,7    |
| Imprese   | 232,2   | 347,7   | 51,0     | 99,4     | 63,6     | 74,7     | 34,6     |
| Settore pubblico  | 314,8   | 548,6   | 118,7    | 114,1    | 163,6    | 122,2    | 107,6    |
| Amministrazioni centrali  | 92,9    | 130,8   | 13,4     | 17,9     | 59,3     | 29,8     | 13,0     |
| Altri enti pubblici   | 221,9   | 417,9   | 105,3    | 96,3     | 104,3    | 92,4     | 94,7     |
| Organizzazioni internazionali   | 69,2    | 74,8    | 20,1     | 14,8     | 26,0     | 20,5     | 21,2     |
| Emissioni perfezionate  | 1 705,1 | 2 306,3 | 478,1    | 568,4    | 587,9    | 579,2    | 441,6    |
| Per memoria: rimborsi   | 620,0   | 878,7   | 207,7    | 219,6    | 270,6    | 243,0    | 269,2    |

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. <sup>2</sup> Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.2

la crisi finanziaria russa e il quasi tracollo di LTCM avevano indotto un drastico calo dei collocamenti. La flessione ha interessato sia le economie avanzate che quelle emergenti, ed è stata particolarmente pronunciata per le emissioni nette dei residenti USA. Vi hanno concorso tanto la ridotta attività in termini lordi quanto un aumento dei rimborsi (tabella 3.2).

Il calo delle emissioni nette ha coinciso con un ampliamento degli spread creditizi; ne consegue che i collocamenti sono diminuiti anche a causa della minore propensione degli investitori a fornire fondi, una situazione, questa, che si stava già delineando verso la fine del secondo trimestre. Secondo alcune indicazioni, la raccolta sarebbe stata particolarmente difficoltosa per le istituzioni finanziarie, che nel periodo sotto rassegna hanno ridotto su scala mondiale la propria presenza nei mercati internazionali dei titoli di debito. Ciò induce a chiedersi se nel terzo trimestre il minor accesso ai mercati obbligazionari abbia o meno impedito ai mutuatari di finanziarsi in maniera adeguata, viste soprattutto le difficoltà precedentemente incontrate sui mercati della commercial paper (CP) e del credito bancario.

### Le emissioni del settore privato subiscono un netto calo

Le emissioni nette di titoli internazionali da parte dei mutuatari delle economie avanzate si sono fortemente ridotte tra il secondo e il terzo trimestre 2002. In

## Maggiori flessioni trimestrali nelle emissioni nette del settore privato

dal 1994, in miliardi di dollari USA e in percentuale

| Periodi       | In termini assoluti | Periodi       | In termini percentuali |
|---------------|---------------------|---------------|------------------------|
| 3° trim. 1998 | -63,6               | 2° trim. 1994 | -49,57                 |
| 4° trim. 1999 | -109,0              | 4° trim. 1997 | -39,06                 |
| 3° trim. 2001 | -113,3              | 4° trim. 1998 | -49,76                 |
| 1° trim. 2002 | -63,6               | 3° trim. 2001 | -42,06                 |
| 3° trim. 2002 | -165,4              | 3° trim. 2002 | -57,67                 |

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

Tabella 3.3

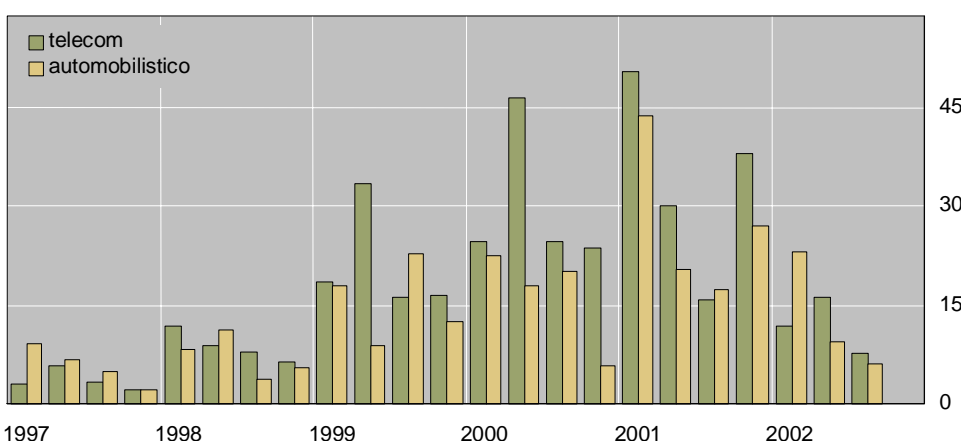
termini assoluti il calo – da \$327 a 167 miliardi – è il più alto mai registrato. La raccolta netta dei mutuatari statunitensi è scesa a \$37 miliardi, una cifra pari rispettivamente al 32 e al 27% di quella del secondo e del primo trimestre. Anche nell'area dell'euro le emissioni nette sono diminuite drasticamente, scendendo del 40% (a \$91 miliardi). Il Giappone ha invece registrato una raccolta negativa – dai \$3,2 miliardi del secondo trimestre a -\$6,5 nel terzo – determinata dall'eccesso dei rimborsi sui nuovi prestiti.

Il calo dell'attività netta di emissione nei paesi avanzati può essere ricondotto ai minori collocamenti di titoli di debito internazionali del settore privato, ammontati complessivamente a \$121 miliardi, ossia \$165 miliardi in meno del trimestre precedente (tabella 3.3). In valori assoluti la flessione risulta ben più elevata delle precedenti e contrasta nettamente con il forte aumento intervenuto tra il primo e il secondo trimestre 2002. Essa è riconducibile per il 95% alla minore raccolta dei prenditori privati nelle economie avanzate. Le emissioni nette di imprese non finanziarie si sono

Forte calo della raccolta del settore privato ...

## Emissioni annunciate di obbligazioni internazionali<sup>1</sup>

settori telecom e automobilistico, in miliardi di dollari USA



<sup>1</sup> Comprende obbligazioni con documentazione EMTN.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

| Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta <sup>1</sup> |              |       |       |          |          |          |          |          |
|--|--------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| in miliardi di dollari USA   |              |       |       |          |          |          |          |          |
| Area geografica/valuta   |              | 2000  | 2001  | 2001     |          | 2002     |          |          |
|  |              | Anno  | Anno  | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. |
| Nord America   | Dollaro USA  | 377,5 | 526,4 | 105,9    | 121,0    | 126,3    | 93,3     | 37,7     |
|  | Euro         | 44,4  | 64,7  | 7,1      | 21,3     | 17,7     | 15,1     | 7,2      |
|  | Yen          | 17,2  | 17,5  | 6,7      | 1,8      | -3,5     | 1,7      | -1,8     |
|  | Altre valute | 17,3  | 8,3   | -1,0     | 0,7      | 3,5      | 6,2      | -1,1     |
| Europa   | Dollaro USA  | 169,8 | 56,1  | -0,5     | 15,4     | 6,6      | 43,7     | 5,6      |
|  | Euro         | 411,0 | 520,0 | 79,2     | 142,1    | 138,0    | 133,9    | 101,7    |
|  | Yen          | 40,4  | -1,4  | 3,9      | -2,6     | -13,3    | -4,7     | -6,9     |
|  | Altre valute | 88,1  | 71,2  | 11,9     | 28,3     | 17,0     | 31,2     | 23,5     |
| Altre aree   | Dollaro USA  | 62,0  | 70,3  | 10,9     | 7,8      | 23,0     | 13,4     | 4,2      |
|  | Euro         | 15,2  | 12,7  | 0,3      | 2,6      | 2,9      | 7,2      | 5,4      |
|  | Yen          | -20,3 | 0,6   | -1,9     | 0,9      | -12,1    | 5,9      | 1,8      |
|  | Altre valute | 14,9  | 2,2   | 2,4      | 0,1      | 3,2      | -2,3     | 5,4      |
| Totale   | Dollaro USA  | 609,2 | 652,8 | 116,2    | 144,2    | 155,9    | 150,4    | 47,5     |
|  | Euro         | 470,6 | 597,5 | 86,5     | 166,0    | 158,7    | 156,2    | 114,3    |
|  | Yen          | 37,2  | 16,7  | 8,7      | 0,1      | -28,9    | 2,8      | -6,8     |
|  | Altre valute | 120,2 | 81,8  | 13,3     | 29,1     | 23,7     | 35,1     | 27,8     |

<sup>1</sup> In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.4

praticamente arrestate, passando da \$43 a 1 miliardo, per effetto anche della ridotta attività dei settori automobilistico e telecom, le cui emissioni lorde annunciate sono scese nel periodo in esame al livello più basso dal quarto trimestre 1998 (grafico 3.1).

Il crollo della raccolta del settore privato, dimezzatasi da \$244 a 121 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre, è da ascrivere principalmente al brusco ridimensionamento delle emissioni nette delle istituzioni finanziarie, e in particolare di quelle USA (da \$60 a 9 miliardi), che erano calate anche nel periodo precedente. In Francia e Spagna il settore finanziario ha parimenti diminuito le emissioni internazionali di titoli debitori, scese in entrambi i paesi a \$2 miliardi, contro \$19 e 12 miliardi rispettivamente.

Com'era prevedibile considerata l'ampia riduzione dell'attività netta degli emittenti statunitensi, i collocamenti in dollari al netto dei rimborsi sono calati drasticamente tra il secondo e il terzo trimestre, scendendo del 68%, a \$48 miliardi (tabella 3.4); in forte flessione anche quelli effettuati da prenditori europei, passati da \$44 a 6 miliardi. Ciò nonostante, non sono mancate diverse emissioni di elevato ammontare denominate in valuta statunitense: oltre a quelle lanciate da agenzie USA di credito ipotecario, figurano il prestito per \$3 miliardi della Repubblica Italiana e quello per \$2,75 miliardi di GE Capital.

... dovuto principalmente all'assenza delle istituzioni finanziarie

## Ancora tese le condizioni creditizie nel terzo trimestre

Il continuo rallentamento e le sempre peggiori condizioni creditizie ...

La concomitanza dei due eventi richiamati in precedenza – calo delle emissioni internazionali nette e ampliamento degli spread – induce a ritenere che il deterioramento delle condizioni creditizie iniziato in giugno sia proseguito nel terzo trimestre. A conferma di ciò, le emissioni lorde di titoli di qualità non bancaria, in forte discesa da maggio, si sono mantenute su livelli assai bassi nel periodo sotto rassegna (grafico 3.2), nonostante due prestiti relativamente importanti, per \$750 e 300 milioni, lanciati rispettivamente dalla Repubblica libanese e dalla Repubblica di El Salvador, che hanno concorso da soli al 61% delle operazioni totali annunciate. Per quanto riguarda i titoli di qualità bancaria, le emissioni lorde sono calate da \$242 a 156 miliardi. Al livello di \$157 miliardi, il valore complessivo in dollari dei collocamenti di obbligazioni con rating è stato il più basso dal quarto trimestre 1998.

... provocano un netto calo nelle emissioni ordinarie a tasso fisso ...

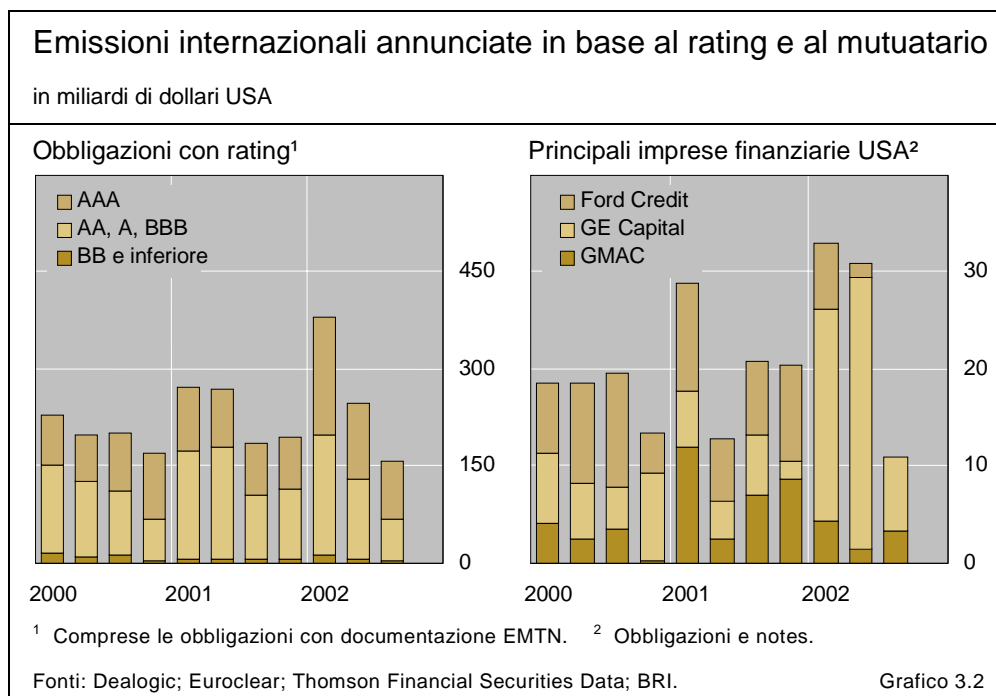
Il calo della domanda di finanziamento del settore privato si è accompagnato a un brusco rallentamento delle emissioni ordinarie a tasso fisso. Al netto dei rimborsi, queste ultime sono scese tra il secondo e il terzo trimestre del 42%, a \$145 miliardi, e il 78% del calo è attribuibile al settore delle istituzioni finanziarie. Su base lorda, le emissioni annunciate di questa tipologia di titoli sono diminuite nello stesso periodo da \$390 a 296 miliardi. Nondimeno, sono stati collocati diversi prestiti di ingente ammontare, tra cui quelli di €5 miliardi e \$3 miliardi lanciati rispettivamente dalla Banca europea per gli investimenti e dalla Repubblica Italiana.

... e una flessione nella raccolta delle società finanziarie

Come osservato nella scorsa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, un ulteriore possibile sintomo del deterioramento delle condizioni creditizie è la sempre minore attività delle grandi società finanziarie USA sul mercato obbligazionario internazionale rilevata a partire dal luglio 2002. Secondo i dati completi disponibili, tale tendenza è proseguita per tutto il terzo trimestre. Le obbligazioni e notes emesse dalle tre maggiori società di finanziamento USA sono scese a \$10,8 miliardi in termini lordi (grafico 3.2), ossia i due terzi del volume registrato nel periodo precedente. Il calo potrebbe rispecchiare sia il proposito di tali società di ridurre il loro ricorso al mercato internazionale dei titoli di debito, sia le accresciute difficoltà incontrate dall'intero settore nel reperire fondi. In alcuni casi potrebbe avervi contribuito la crescente consapevolezza di un insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche: le pesanti perdite in cui sono incorsi i fondi pensione aziendali che avevano investito in azioni ingenti quote dei propri portafogli hanno infatti condotto al declassamento del rating di alcune società di finanziamento (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

Anche sul mercato interno della CP le condizioni restano tese

Sembra che anche sul mercato interno della CP le condizioni creditizie siano rimaste tese. Fra il secondo e il terzo trimestre 2002 tali strumenti hanno perso \$10 miliardi in termini di stock. Se da un lato il calo risulta molto inferiore a quelli dei periodi anteriori, dall'altro esso si discosta nettamente dagli ingenti volumi effettivi di CP collocati sul mercato interno negli anni immediatamente precedenti le recenti turbolenze. Ad esempio, tra il 1995 e il quarto trimestre del 2000, l'ultimo prima della contrazione del mercato interno della CP, le



emissioni nette trimestrali di tali strumenti erano state pari in media a \$55 miliardi. La flessione del terzo trimestre è da imputare soprattutto alla raccolta netta negativa del settore non finanziario giapponese. Nel periodo in esame sono tuttavia aumentate di \$19 miliardi le consistenze di CP emessa sul mercato internazionale.

### In calo le emissioni delle economie emergenti

Nel terzo trimestre 2002 le emissioni nette di titoli internazionali da parte delle economie emergenti hanno subito una flessione. Dopo aver superato i \$10 miliardi per due trimestri, esse si sono più che dimezzate, scendendo a \$5,1 miliardi, circa la metà del valore netto trimestrale registrato in media dall'inizio della crisi asiatica. Tra il secondo e il terzo trimestre le emissioni lorde annunciate sono calate da \$33 a 20 miliardi. Con nuove emissioni per \$1,75 miliardi, il Messico risulta al primo posto fra i mutuatari dell'area emergente.

I paesi emergenti asiatici hanno accusato la maggiore contrazione dei finanziamenti netti: nella regione Asia-Pacifico, questi sono scesi da \$9,4 a 5,3 miliardi, una cifra peraltro molto al di sopra della media trimestrale pressoché nulla fatta registrare fra il quarto trimestre 1997 e il quarto trimestre 2001. Oltre la metà della flessione è da ricondurre alla minore domanda dei mutuatari di Taiwan, Cina, la cui raccolta netta è calata dal valore record di \$3,2 miliardi a quello pur sempre relativamente elevato di \$0,6 miliardi.

I prenditori di alcune economie emergenti hanno continuato a risentire delle incertezze di natura politica ed economica (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Quelli di Turchia e Argentina, ad esempio, sono stati assenti dal mercato internazionale dei titoli di debito nel trimestre in esame, anche se non erano mancati collocamenti lordi nel periodo precedente. Nel caso della

Calano le emissioni dei paesi emergenti

Forte riduzione della raccolta da parte di Taiwan

Nonostante le incertezze politiche ...

... Turchia e Brasile lanciano nuovi prestiti

Turchia, ciò potrebbe aver rispecchiato il desiderio dei mutuatari di rimandare le emissioni al superamento di buona parte dei problemi sul fronte politico. Dopo le ultime elezioni, la Repubblica turca ha lanciato due emissioni obbligazionarie per un valore di \$750 milioni. I prenditori brasiliani hanno invece collocato sul mercato internazionale prestiti per \$2,9 miliardi, sebbene la maggior parte di tali fondi sia servita a rimborsare passività contratte in precedenza. La quasi totalità dei collocamenti lordi del Brasile nel periodo sotto rassegna è attribuibile a un solo mutuatario, una società finanziaria che ha collocato sette euronotes per complessivi €2,4 miliardi.

Emissioni in valuta nazionale nel quarto trimestre

Nel quarto trimestre 2002 alcuni mutuatari di paesi emergenti hanno emesso titoli internazionali in valuta locale. Un prestito relativamente ingente di questo tipo – un'obbligazione triennale da un miliardo di peso – è stato collocato dalla filiale nelle Isole Cayman del Banco Nacional de Comercio Exterior, una banca pubblica messicana. Anche le ferrovie di Stato thailandesi hanno lanciato un'obbligazione internazionale in valuta locale: il prestito, per un miliardo di baht, ha durata di sei anni e una cedola del 4,05%.

Ripercussioni della ristrutturazione del debito argentino

Il mancato rispetto da parte dell'Argentina delle scadenze di pagamento relative a un prestito obbligazionario garantito dalla Banca Mondiale, nonché la decisione di quest'ultima di non applicare le sanzioni previste, hanno avuto ripercussioni sul mercato internazionale dei titoli debitori; sono aumentati i rendimenti di altri prestiti con garanzia BIRS, come quelli della Colombia, e il Perù avrebbe rimandato il lancio di una nuova emissione di questo tipo. Pare inoltre che, in risposta all'accresciuta incertezza connessa con le garanzie multilaterali, la National Power Corporation giapponese abbia provveduto a ristrutturare il suo prestito obbligazionario parzialmente garantito, aumentando la componente in yen e riducendo quella in dollari USA.

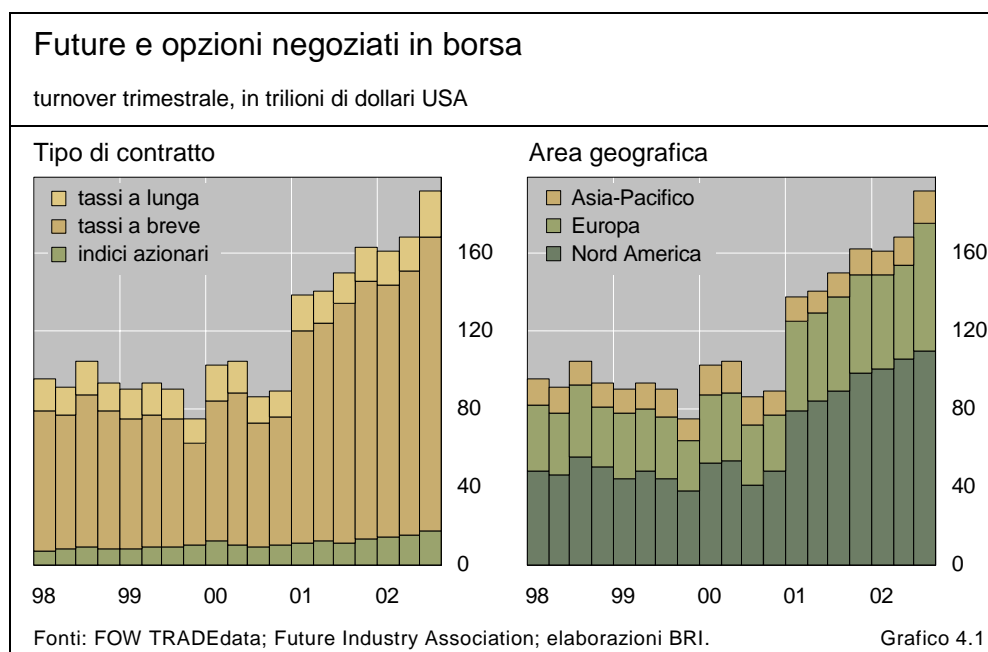




## 4. I mercati degli strumenti derivati

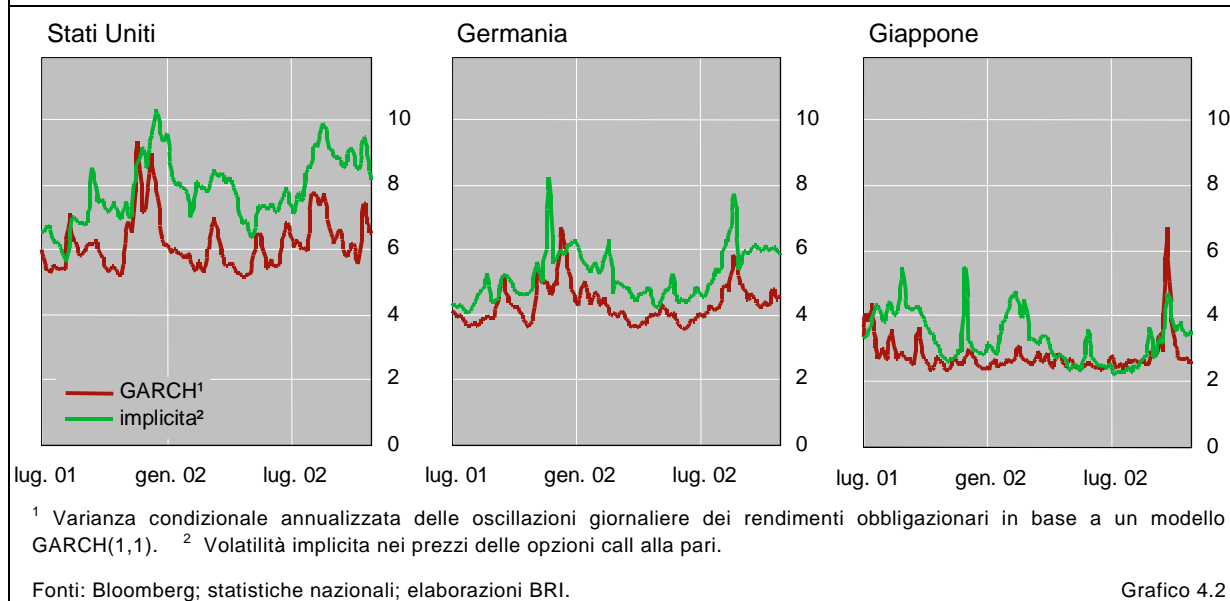
Nel terzo trimestre 2002 il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è rimasto elevato: gli scambi sono cresciuti del 14% in termini di valore, a \$192 trilioni (grafico 4.1), dopo l'aumento del 4% nel periodo precedente. L'espansione maggiore ha interessato i contratti su titoli di Stato, ma anche l'attività in strumenti del mercato monetario e su indici azionari è stata sostenuta. Distaccandosi dalla stagionale tendenza al rallentamento di solito osservabile in luglio, il volume aggregato delle transazioni in questo mese ha quasi raggiunto il livello record registrato nel novembre 2001. Tale intensa attività ha rispecchiato una nuova tornata di operazioni di copertura e posizionamento, indotta dall'acuirsi delle incertezze nei mercati mondiali sulla scia delle ulteriori rivelazioni di irregolarità contabili, compresa l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom verso la fine di giugno.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano un'ulteriore accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere è stato stimato in quasi



## Volatilità sui principali mercati dei titoli di Stato

riferita alle obbligazioni decennali; medie mobili di cinque giorni



\$128 trilioni, con un aumento del 15% rispetto a fine dicembre 2001, dall'11% del semestre precedente. L'espansione è stata determinata essenzialmente dal comparto degli strumenti su tassi d'interesse, la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato coperte dall'indagine semestrale della BRI. Da questi dati si rileva inoltre che, a differenza del 2001, nel primo semestre 2002 l'attività OTC è cresciuta più rapidamente di quella dei mercati regolamentati.

### Forte espansione degli strumenti di tasso d'interesse negoziati nelle borse europee

Le negoziazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse sono cresciute del 14% nel terzo trimestre 2002, a \$174,4 trilioni, contro il 4% del periodo precedente. Gran parte dell'incremento assoluto è riconducibile ai contratti su tassi a breve (fra cui quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen), saliti del 12%, a \$151,3 trilioni. I prodotti su obbligazioni di Stato, compresi i titoli decennali del Tesoro statunitense e dei governi tedesco e giapponese, hanno tuttavia registrato un'espansione più rapida (29%, a \$23,1 trilioni). L'aumento degli scambi di contratti su tassi d'interesse nel terzo trimestre pare aver rispecchiato l'aggiustamento di posizioni in strumenti derivati indotto dal maggiore pessimismo degli operatori riguardo alla qualità degli utili societari e alle prospettive di crescita dell'economia.

Discostandosi dalla tendenza al rallentamento di solito osservabile in luglio, il volume delle transazioni ha segnato in questo mese un aumento particolarmente pronunciato, toccando \$61,4 trilioni, ammontare non lontano dal precedente massimo di \$64,5 trilioni del novembre 2001. Ulteriori rivelazioni di irregolarità contabili, tra cui l'ingente rettifica degli utili ad opera di WorldCom il 25 giugno, hanno destato nuovi timori di più diffusi problemi nel

Netto aumento delle contrattazioni in titoli di Stato ...

... indotto dal pessimismo degli investitori

Le irregolarità contabili stimolano l'attività

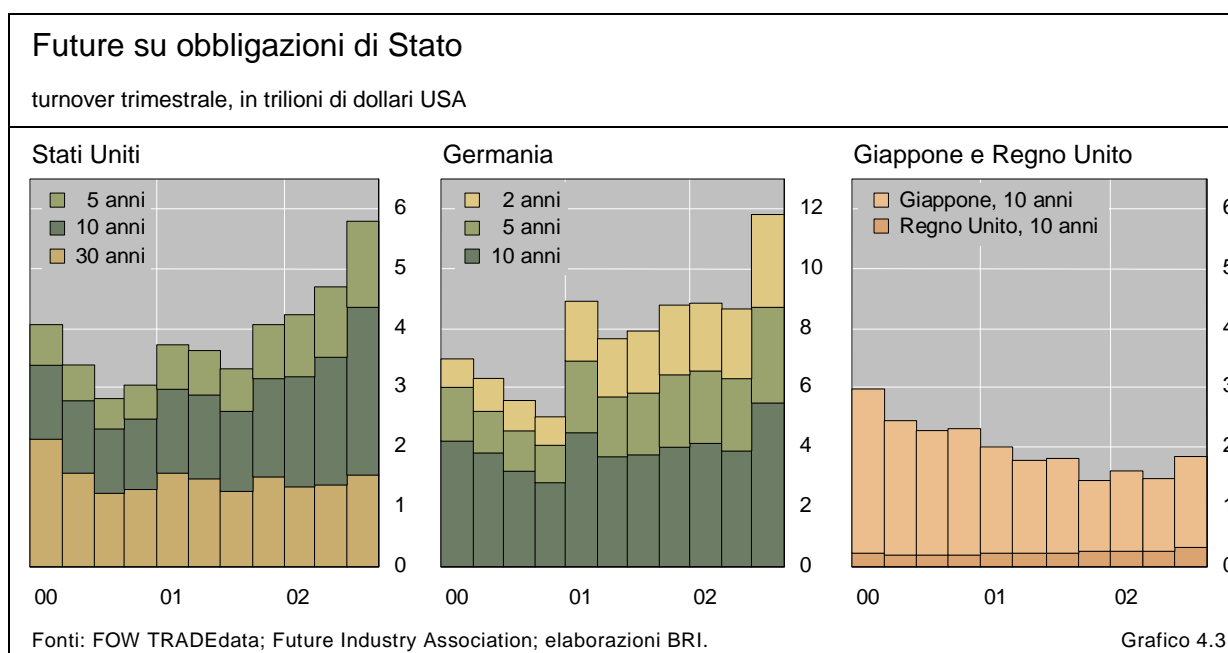
settore delle imprese, provocando una marcata instabilità sui mercati finanziari mondiali (grafici 4.2 e 4.4). La conseguente fuga verso la sicurezza offerta dalle obbligazioni di Stato ha originato pressioni al rialzo sul prezzo e sulla volatilità di queste ultime, inducendo alcuni operatori in future e opzioni su titoli del debito pubblico a coprire le proprie posizioni corte e altri a posizionarsi in previsione di ulteriori rialzi delle quotazioni obbligazionarie. Benché nelle prime tre settimane di agosto i mercati finanziari avessero beneficiato di condizioni alquanto più distese, a fine mese la volatilità ha ripreso a crescere allorché i listini di borsa sono tornati a flettere. Essa è rimasta elevata anche per buona parte di settembre, quando la raffica di annunci di indicatori macroeconomici mediocri e deludenti utili societari in Nord America ed Europa ha innescato diversi nuovi episodi di fuga verso la qualità.

Una caratteristica di rilievo delle contrattazioni in strumenti di tasso d'interesse nel terzo trimestre è stata il sorprendente incremento dell'attività sulle piazze europee, che hanno guadagnato il 39% salendo a \$62,3 trilioni, rispetto a quelle asiatiche (+13%, a \$11,2 trilioni) e nordamericane (+3%, a \$100,3 trilioni). Le transazioni in strumenti del mercato monetario e su titoli di Stato sono aumentate rispettivamente del 39% (a \$49,2 trilioni) e del 36% (a \$13,1 trilioni). Eccezionalmente sostenuti gli scambi di opzioni, che hanno toccato \$13 trilioni, quasi il doppio del secondo trimestre.

La robusta espansione dei contratti europei rifletterebbe i massicci spostamenti in favore dei mercati a reddito fisso dovuti alla fuga verso la qualità innescata dalle marcate pressioni al ribasso sui mercati azionari europei (grafico 1.1 del "Quadro generale degli sviluppi"). Inoltre, la debolezza dei dati macroeconomici a partire dalla fine di agosto – fra cui un calo maggiore del previsto dell'atteso indice Ifo sul clima di mercato, annunciato il

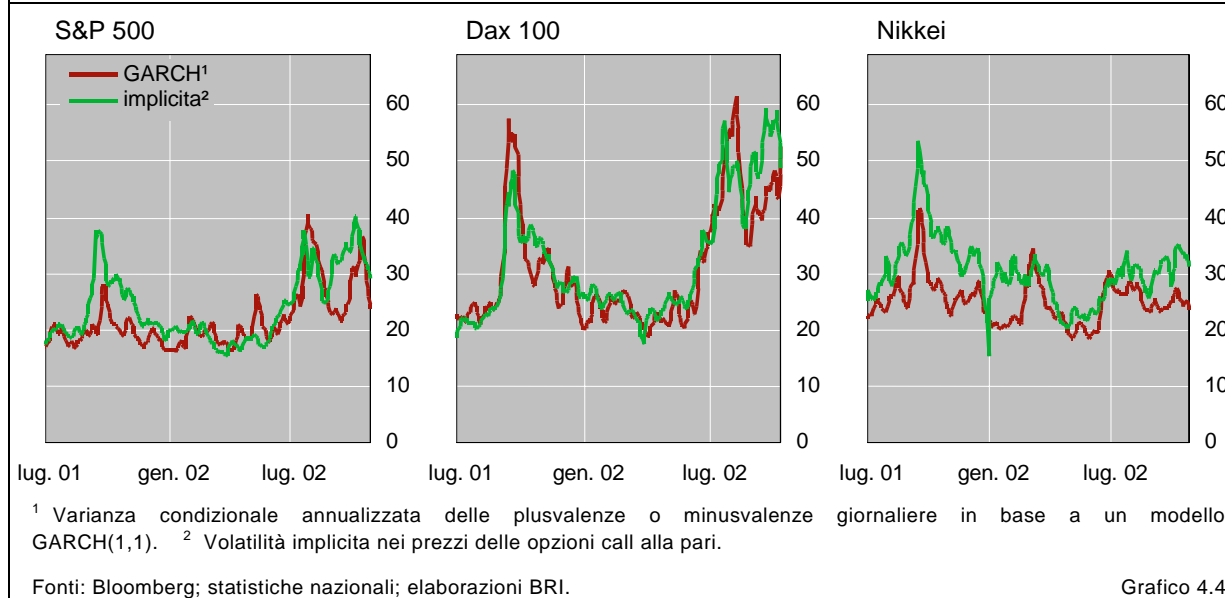
Forte espansione dell'attività in strumenti europei su tassi d'interesse ...

... dovuta alla fuga verso la qualità



## Volatilità dei principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



28 di quel mese – ha vanificato le speranze di una ripresa dell'economia in Germania, rafforzando le aspettative di un calo dei tassi ufficiali<sup>1</sup>. Il mutare delle attese potrebbe avere altresì incoraggiato una certa attività speculativa in contratti su titoli di Stato tedeschi a breve e a più lungo termine.

Sebbene i volumi trattati dalle borse nordamericane siano stati relativamente modesti in termini aggregati, gli scambi di strumenti su titoli del Tesoro hanno mostrato una discreta vivacità, crescendo del 13%, a \$1,6 trilioni. A sostenere l'attività avrebbero concorso le operazioni di copertura delle agenzie USA di emanazione governativa (AEG). I rifinanziamenti ipotecari negli Stati Uniti hanno toccato un nuovo record alla fine del terzo trimestre, e numerosi mutui e titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS) sono stati rimborsati anticipatamente, il che ha determinato un brusco accorciamento della durata media delle attività detenute dalle AEG<sup>2</sup>. Al fine di ridurre al minimo le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo, le AEG avrebbero cercato di allungare la durata finanziaria delle proprie attività in vari modi, ad esempio acquistando obbligazioni del Tesoro e MBS di nuova emissione e assumendo posizioni lunghe in future su titoli di Stato e swap di tasso d'interesse.

Nel periodo in esame l'attività in prodotti di tasso d'interesse sulle borse nipponiche è cresciuta del 6%, a \$2,5 trilioni. Il calo del 23% nel turnover in strumenti del mercato monetario è stato più che compensato dal 27% di

Le operazioni di copertura dei portafogli ipotecari sostengono gli scambi negli Stati Uniti

Forte sviluppo dei contratti su titoli di Stato giapponesi

<sup>1</sup> Tale pessimismo ha trovato riflesso nell'andamento del tasso Euribor a tre mesi implicito nei prezzi dei future su contratti con consegna tra la fine del 2002 e gli inizi del 2003, in sensibile flessione durante il terzo trimestre.

<sup>2</sup> Gli investitori in MBS statunitensi incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di convessità negativa) 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. A loro volta, i rimborsi anticipati inducono gli emittenti di MBS a riscattare i propri titoli.

aumento negli scambi di contratti su obbligazioni di Stato giapponesi a dieci anni. In settembre questi ultimi hanno registrato una netta impennata a seguito della reazione degli investitori alle possibili ripercussioni fiscali della riforma bancaria (cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

### Strumenti su indici azionari: scambi intensi di fronte a una volatilità senza precedenti

Nel terzo trimestre 2002 l'attività complessiva in strumenti su indici azionari negoziati in borsa ha messo a segno un'ulteriore espansione, crescendo del 13%, a \$17,4 trilioni. I mercati azionari mondiali hanno risentito delle rivelazioni a fine giugno di nuove irregolarità contabili, che nelle settimane successive hanno determinato un brusco aumento della volatilità e degli scambi allorché gli investitori hanno tentato di proteggere il valore dei loro portafogli azionari.

Sebbene l'espansione abbia interessato la quasi totalità delle principali aree geografiche, l'incremento più rapido è stato registrato dall'Unione europea (16%), seguita dal Nord America (14%) e dall'Asia (9%). Tale andamento è in contrasto con quello osservato negli ultimi trimestri, quando le negoziazioni sulle piazze asiatiche, specie quella coreana, avevano contribuito a gran parte della crescita degli scambi di contratti su indici azionari. In presenza di timori circa la solidità delle società finanziarie, soprattutto le compagnie di assicurazione, gli investitori istituzionali sembrano aver utilizzato in misura massiccia tali strumenti per aggiustare le proprie ponderazioni azionarie. I future su indici azionari consentono agli investitori di assicurarsi in modo rapido ed economico il prezzo di una transazione prima che questa abbia effettivamente luogo sul mercato a pronti.

### Accelerazione dell'attività OTC nel primo semestre 2002

I dati dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale degli strumenti derivati OTC a fine giugno 2002 indicavano un'ulteriore accelerazione dell'attività nel primo semestre dell'anno. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere è stato stimato in quasi \$128 trilioni, con un incremento del 15% rispetto a fine dicembre 2001, contro l'11% del semestre precedente. Dalle statistiche più recenti si rileva inoltre che l'attività OTC è cresciuta più rapidamente di quella sui mercati organizzati, dove le posizioni in essere sono aumentate di appena l'1%<sup>3</sup>. È tuttavia da notare che la recente crescita rispecchia in parte il maggior valore in dollari dei contratti denominati in euro e yen, visto l'apprezzamento di queste due valute sulla moneta USA tra i due periodi di segnalazione.

---

<sup>3</sup> Va peraltro rilevato che l'attività dei due mercati non è direttamente confrontabile a causa di differenze intrinseche nelle caratteristiche e nell'utilizzo dei prodotti. Mentre 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, su quelli OTC la stessa chiusura comporta la sottoscrizione di nuovi contratti, traducendosi pertanto in un aumento delle posizioni nominali in essere.

Massiccio ricorso degli investitori ai prodotti su indici azionari

## Espansione del mercato trainata principalmente dagli strumenti su tassi d'interesse

Con una crescita degli ammontari nozionali in essere pari al 16%, i contratti su tassi d'interesse – la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato coperte dall'indagine semestrale della BRI – hanno fornito il contributo più rilevante all'espansione complessiva del mercato. L'attività è stata ugualmente intensa nei tre comparti principali, vale a dire forward rate agreements (FRA), swap e opzioni su tassi d'interesse. Per converso, le transazioni in contratti valutari – la seconda categoria di rischio per ordine di importanza – hanno registrato un aumento meno consistente (8%), ad eccezione però delle opzioni valutarie, cresciute del 39%.

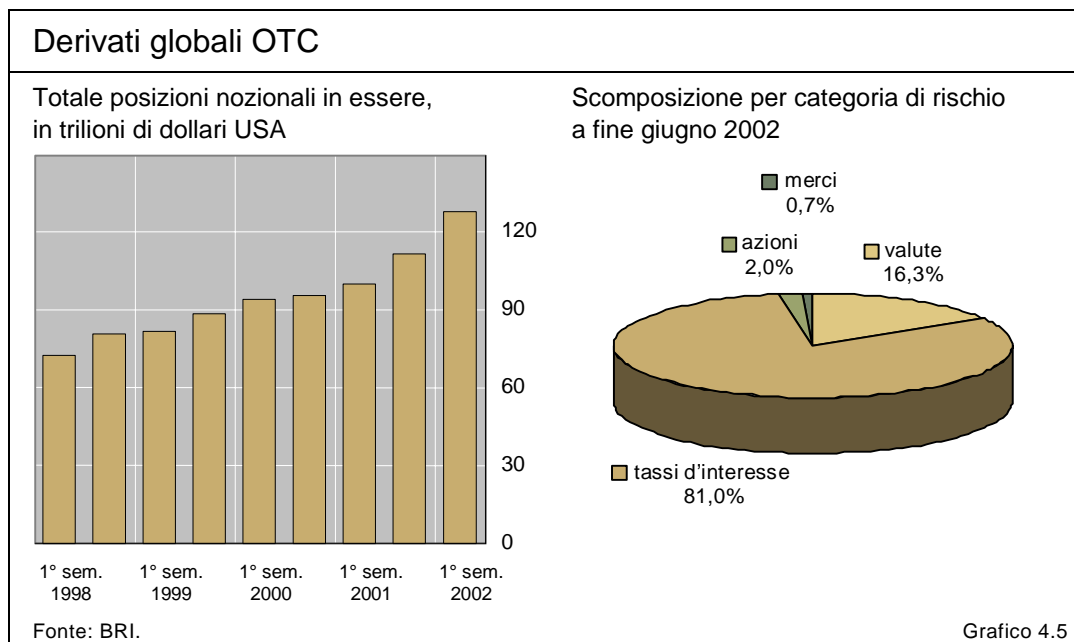
Intensa attività in tutte le tipologie di strumenti su tassi d'interesse

I contratti collegati ad azioni sono tornati a crescere dopo i modesti risultati degli ultimi trimestri, segnando un aumento del 18% negli ammontari in essere. In recupero anche la minore delle principali categorie di rischio, i contratti su merci, il cui valore nozionale è salito del 30%<sup>4</sup>.

## Vivace attività sul mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari

Nel primo semestre 2002 l'attività in strumenti di tasso d'interesse è rimasta intensa: gli ammontari nozionali sono saliti del 16%, a \$90 trilioni (tabella 4.1). Questa vivace dinamica ha interessato tutti e tre i comparti principali, ma l'incremento più significativo in termini assoluti è stato registrato dagli swap di tasso d'interesse che, con contratti in essere per \$68 trilioni, restano di gran lunga la più importante categoria di prodotti trattati fuori borsa.

Aumento significativo degli swap di tasso d'interesse



<sup>4</sup> I derivati creditizi, che secondo fonti di mercato hanno registrato di recente una rapida crescita, non vengono rilevati separatamente nell'indagine semestrale della BRI sull'attività dei mercati derivati OTC.

## Mercato globale dei derivati OTC<sup>1</sup>

posizioni in essere, in miliardi di dollari USA

|  | Ammontare nozionale |                  |                |                  | Valore lordo di mercato |                  |                |                  |
|--|---------------------|------------------|----------------|------------------|-------------------------|------------------|----------------|------------------|
|  | fine dic. 2000      | fine giugno 2001 | fine dic. 2001 | fine giugno 2002 | fine dic. 2000          | fine giugno 2001 | fine dic. 2001 | fine giugno 2002 |
| Totale generale                                | 95 199              | 99 755           | 111 115        | 127 564          | 3 183                   | 3 045            | 3 778          | 4 450            |
| A. Contratti su valute                         | 15 666              | 16 910           | 16 748         | 18 075           | 849                     | 773              | 779            | 1 052            |
| A termine secco e riporti                      | 10 134              | 10 582           | 10 336         | 10 427           | 469                     | 395              | 374            | 615              |
| Swap   | 3 194               | 3 832            | 3 942          | 4 220            | 313                     | 314              | 335            | 340              |
| Opzioni  | 2 338               | 2 496            | 2 470          | 3 427            | 67                      | 63               | 70             | 97               |
| B. Contratti su tassi d'interesse <sup>2</sup> | 64 668              | 67 465           | 77 513         | 89 995           | 1 426                   | 1 573            | 2 210          | 2 468            |
| FRA  | 6 423               | 6 537            | 7 737          | 9 146            | 12                      | 15               | 19             | 19               |
| Swap   | 48 768              | 51 407           | 58 897         | 68 274           | 1 260                   | 1 404            | 1 969          | 2 214            |
| Opzioni  | 9 476               | 9 521            | 10 879         | 12 575           | 154                     | 154              | 222            | 235              |
| C. Contratti su azioni                         | 1 891               | 1 884            | 1 881          | 2 214            | 289                     | 199              | 205            | 243              |
| A termine e swap                               | 335                 | 329              | 320            | 386              | 61                      | 49               | 58             | 62               |
| Opzioni  | 1 555               | 1 556            | 1 561          | 1 828            | 229                     | 150              | 147            | 181              |
| D. Contratti su merci <sup>3</sup>             | 662                 | 590              | 598            | 777              | 133                     | 83               | 75             | 78               |
| Oro  | 218                 | 203              | 231            | 279              | 17                      | 21               | 20             | 28               |
| Altri  | 445                 | 387              | 367            | 498              | 116                     | 62               | 55             | 51               |
| A termine e swap                               | 248                 | 229              | 217            | 290              | ...                     | ...              | ...            | ...              |
| Opzioni  | 196                 | 158              | 150            | 208              | ...                     | ...              | ...            | ...              |
| E. Altri contratti <sup>4</sup>                | 12 313              | 12 906           | 14 375         | 16 503           | 485                     | 417              | 519            | 609              |
| Esposizione creditoria lorda <sup>5</sup>      | .                   | .                | .              | .                | 1 080                   | 1 019            | 1 171          | 1 316            |

<sup>1</sup> Le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli importi nozionali sono stati corretti dimezzando le posizioni verso altri operatori dichiaranti. I valori lordi di mercato sono calcolati sommando l'importo totale dei contratti con valore lordo positivo a quello dei contratti con valore lordo negativo con controparti non dichiaranti. <sup>2</sup> Solo contratti su un'unica valuta. <sup>3</sup> Le rettifiche per eliminare le duplicazioni sono stimate. <sup>4</sup> Posizioni stimate delle istituzioni che non segnalano su base regolare. <sup>5</sup> Valori lordi di mercato, tenuto conto degli accordi di compensazione bilaterali legalmente vincolanti. Tabella 4.1

Costante crescita degli swap in dollari al mutare delle prassi di negoziazione ...

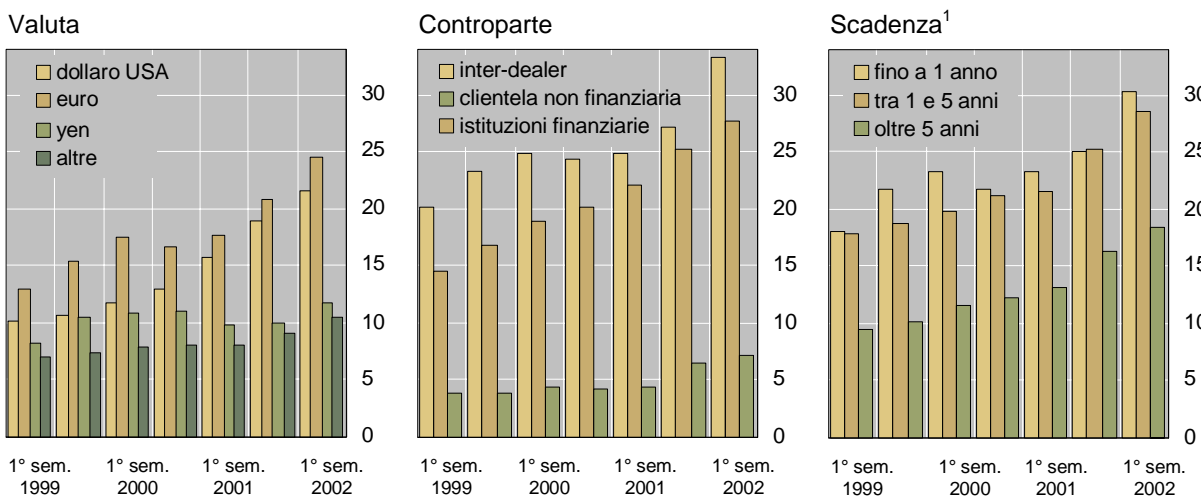
Il mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari ha continuato a crescere a ritmo spedito: le posizioni in essere sono aumentate del 14%, sfiorando i \$22 trilioni. L'espansione costante degli ultimi anni è stata sostenuta dalle mutate prassi di copertura e di negoziazione<sup>5</sup>. Ad alimentare l'attività in epoca recente pare aver contribuito anche un più attivo ricorso a swap e swaption nella copertura del rischio di rimborso anticipato dei prestiti ipotecari da parte di emittenti e investitori. Il brusco calo dei tassi a lunga intervenuto tra giugno e gli inizi di novembre 2001 ha determinato un'ondata di rifinanziamenti ipotecari e il conseguente accorciamento della durata dei portafogli di MBS, inducendo gli operatori ad assicurarsi il pagamento di un tasso fisso

... e di copertura dei portafogli

<sup>5</sup> I fattori alla base di questo mutamento di lungo periodo sono stati trattati in precedenti edizioni della *Rassegna*, e in particolare in un articolo di Philip D. Wooldridge ("La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2001, pagg. 53-63).

## Swap su tassi d'interesse

ammontari nozionali in essere, in trilioni di dollari USA



<sup>1</sup> Compresi i forward rate agreements, che nel giugno 2002 rappresentavano circa il 12% del totale nozionale in essere.

Fonte: BRI.

Grafico 4.6

mediante swap e swaption. Anche se la stabilità dei tassi a lungo termine nel primo semestre 2002 ha probabilmente ridotto la domanda di copertura contro un accorciamento della durata finanziaria dei prestiti ipotecari, gli operatori potrebbero aver cercato una protezione aggiuntiva contro possibili rialzi dei tassi d'interesse e il rischio opposto di un allungamento della durata.

Gli altri principali mercati degli swap di tasso d'interesse hanno evidenziato una dinamica meno vivace. L'ammontare nozionale degli swap in euro è cresciuto del 18% in termini di dollari USA (la valuta di riferimento dell'indagine semestrale della BRI), a poco meno di \$25 trilioni, ma gran parte dell'aumento è riconducibile all'apprezzamento del 13% dell'euro sul dollaro tra fine dicembre 2001 e fine giugno 2002. Un analogo effetto valutario ha interessato gli swap in yen, il cui valore in dollari è aumentato del 16%, a quasi \$12 trilioni, principalmente per effetto dell'apprezzamento nel semestre in esame della moneta nipponica rispetto a quella statunitense, pari al 10%.

Minore dinamismo negli altri mercati degli swap

### Forte ascesa delle opzioni valutarie

Rispetto agli strumenti di tasso d'interesse, i contratti in cambi hanno registrato un'evoluzione più modesta, con un incremento dell'8%, a \$18 trilioni. Un'eccezione a tale andamento generale è rappresentata dalle opzioni su valute: il valore nozionale di questi contratti è cresciuto del 39%, a \$3,4 trilioni, grazie al concorso della quasi totalità dei segmenti valutari. Gli strumenti con contropartita in dollari USA, euro e yen sono aumentati rispettivamente del 28, 66 e 14%. Secondo fonti di mercato, questa vivace dinamica sarebbe da ricondurre alla più accentuata volatilità delle principali coppie di valute (soprattutto di quella euro/dollaro) nel secondo trimestre dell'anno.

La maggiore volatilità dei cambi sostiene le opzioni valutarie



## Crescita del valore lordo di mercato

Il valore lordo stimato delle posizioni sul mercato OTC è cresciuto del 18%, a \$4,5 trilioni, dopo l'aumento del 24% nella seconda metà del 2001. Buona parte dell'incremento è dovuta ai contratti valutari, di riflesso alle consistenti oscillazioni delle principali divise nel primo semestre 2002 e all'aumento della volatilità sui mercati valutari nel secondo trimestre<sup>6</sup>. Se nel complesso il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale è rimasto stabile al 3,5%, nel caso degli strumenti valutari esso è aumentato sensibilmente, passando dal 4,7 al 5,8%.

---

<sup>6</sup> Un movimento del cambio determina per alcune controparti un aumento di valore dei contratti a termine, e per altre una perdita simmetrica. Nel caso dei contratti assimilabili alle opzioni, una variazione della volatilità implicita dei tassi di cambio si accompagna a una corrispondente variazione nel valore dei contratti.



## Come valutare il rischio di crisi bancarie<sup>1</sup>

Nel corso degli ultimi due decenni le crisi bancarie hanno mostrato una maggiore frequenza e gravità sia nelle economie emergenti sia nei paesi industriali<sup>2</sup>. Il loro costo in termini di perdita di prodotto è stato elevato, in genere percentuali a due cifre del PIL. Per questo motivo, grande impegno è stato dedicato di recente all'elaborazione di indicatori preventivi di tali crisi, che permettano ai policymaker di assumere misure correttive più tempestivamente.

In questo studio viene proposta una serie di indicatori prospettici di dissesti bancari. Come nel nostro lavoro precedente (Borio e Lowe, 2002), riteniamo che sia possibile rilevare l'accumularsi di un insieme di vulnerabilità che preannunciano la crisi con un ragionevole grado di certezza, anche se il momento esatto del suo insorgere resta difficile da prevedere. I corrispondenti indicatori si rifanno unicamente a informazioni disponibili ex ante, sono basati sull'interazione fra un ristretto numero di variabili, si incentrano sui processi cumulativi che danno origine al dissesto e considerano diversi orizzonti temporali. Questo lavoro amplia lo studio precedente (in cui si era tenuto essenzialmente conto degli aggregati creditizi e dei prezzi delle attività), fino a ricomprendervi le informazioni contenute negli apprezzamenti dei tassi di cambio reali e l'andamento relativo di indicatori di paesi industriali ed emergenti.

Nella prima sezione affronteremo brevemente le origini delle crisi bancarie; nella seconda parte, dopo aver illustrato i motivi alla base della scelta degli indicatori, analizzeremo la performance di questi ultimi. La sezione conclusiva contiene alcune indicazioni di carattere analitico, nonché proposte sugli ambiti per futuri approfondimenti.

### L'origine delle crisi bancarie<sup>3</sup>

Aspetti tipici di una crisi bancaria:

Le opinioni sull'origine delle crisi bancarie influenzano sia la strategia da seguire nell'elaborare i corrispondenti indicatori prospettici sia le valutazioni

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo lavoro sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringrazia Philippe Hainaut per l'eccellente supporto analitico.

<sup>2</sup> Cfr. Bordo et al. (2001) nonché, fra gli altri, Hoggarth e Saporta (2001) per ciò che concerne più specificamente il costo delle crisi.

<sup>3</sup> Per un'ulteriore trattazione di alcune delle tesi presentate in questa sezione, cfr. Borio (2002).

riguardo alla loro utilità. L'opinione su cui si basano gli specifici indicatori formulati in questo studio prende spunto da quattro osservazioni.

In primo luogo, le crisi bancarie tendono a originare principalmente dal deterioramento dei "fondamentali" dell'economia, e in particolare la qualità degli impieghi. Tale assunto minimizza il ruolo dei mutamenti arbitrari di umore presso investitori o depositanti, interni o esteri, messo in luce da taluni osservatori<sup>4</sup>. In tal modo, esso fornisce un'argomentazione a sostegno di una possibile prevedibilità delle crisi, quantomeno entro certi limiti, sulla base di approssimazioni prospettiche del peggioramento degli indicatori economici fondamentali.

deterioramento dei  
"fondamentali"  
dell'economia ...

Secondo, una crisi bancaria con costi economici significativi in termini di prodotto complessivo origina spesso dall'esposizione di diverse istituzioni a rischi comuni ("fattori di rischio comuni")<sup>5</sup>. Fra gli esempi tipici figurano le esposizioni che hanno come contropartita grandi categorie di attività (ad esempio, immobili o azioni), le sorti di settori produttivi di rilievo e la sostenibilità di un boom economico. Per questa ragione le gravi crisi bancarie tendono a rispecchiare, e a loro volta ad esasperare, le fluttuazioni complessive del PIL.

... istituzioni finan-  
ziarie con esposi-  
zioni simili ...

In terzo luogo, le vulnerabilità si accumulano nel tempo, riflettendo una interazione tra settore finanziario ed economia reale che tende ad autoalimentarsi. Una descrizione estremamente sintetica di tale processo potrebbe essere la seguente: all'espandersi dell'economia aumentano i prezzi delle attività, cala la percezione del rischio e il finanziamento esterno diviene più agevole in termini sia di costi sia di offerta. Questi sviluppi alimentano l'espansione e, nel caso in cui si spingano troppo oltre, fanno sì che gli squilibri di natura finanziaria vengano dissimulati dalle favorevoli condizioni economiche. Tali squilibri incoraggiano distorsioni nell'economia reale – che assumono spesso la forma di sovrainvestimenti nei settori maggiormente interessati dal contesto propizio – e le asimmetrie della fase espansiva creano le premesse per la successiva contrazione. A un certo punto il processo imbocca la direzione opposta: a meno che il sistema finanziario non abbia accumulato difese sufficienti durante il boom, tale contrazione può provocare

... vulnerabilità che  
si accumulano nel  
tempo legate ai cicli  
finanziari ...

---

<sup>4</sup> Una diffusa ipotesi alternativa pone invece in rilievo equilibri multipli e "self-fulfilling runs" (panico ingiustificato che si propaga repentinamente fra i depositanti), resi entrambi possibili dall'inevitabile asimmetria fra la liquidità delle attività e delle passività, siano esse in valuta interna o, in un contesto internazionale, estera. Tale tesi si rifà allo studio iniziale di Diamond e Dybvig (1983) ed è stata applicata a un sistema di economia aperta da Chang e Velasco (1998). Per un'analisi delle crisi dell'Est asiatico in linea con questa tesi, cfr. Radelet e Sachs (1998).

<sup>5</sup> Invero, il rischio di più generalizzati problemi sistemici può sorgere dal fallimento di una singola istituzione provocato essenzialmente da fattori specifici, quali una cattiva gestione. In questo caso, il dissesto potrebbe propagarsi a tutto il sistema attraverso vari meccanismi a catena o di contagio derivanti da esposizioni incrociate e da eventuali reazioni indiscriminate degli operatori. Tuttavia, anche se vicende ben note quali il fallimento di Bankhaus Herstatt e il quasi tracollo di LTCM hanno prodotto taluni effetti di propagazione, il loro costo in termini economici diviene trascurabile se raffrontato a quello di episodi che rispecchiano una diffusa sovradilatazione nel sistema finanziario.

una diffusa instabilità. È a posteriori che la dinamica del ciclo finanziario risulta evidente<sup>6</sup>.

Da ultimo, anche se il momento esatto dell'insorgere di una crisi resta difficile da prevedere, dovrebbe essere possibile individuare i sintomi dell'accumulo di squilibri finanziari. Secondo la descrizione sintetica sopra riportata, qualunque serie di indicatori dovrebbe evidenziare una crescita insolitamente sostenuta e rapida del credito e dei prezzi delle attività. Per talune economie aperte di piccole dimensioni potrebbe altresì rivelarsi utile l'apprezzamento cumulativo del tasso di cambio reale, in grado di cogliere sia le pressioni connesse con gli afflussi di capitale sia il potenziale accumulo di concomitanti asimmetrie valutarie. Infine, dal lato dell'economia reale, anche le misure di un'eventuale sovradilatazione dello stock di capitale, a livello settoriale o aggregato, potrebbero – ove disponibili – contenere valide informazioni.

A una prima analisi, diverse crisi bancarie a partire dagli anni ottanta presentano chiare analogie con la descrizione sintetica di tensioni finanziarie sopra richiamata. Nell'area industriale, tra gli esempi di maggior rilievo figurano le crisi dei paesi nordici e del Giappone. Parimenti, anche le gravi turbative finanziarie in cui sono incorsi nei primi anni novanta alcuni paesi anglofoni – fra cui Stati Uniti, Regno Unito e Australia – mostrano caratteristiche simili, benché su scala decisamente più ridotta. Fra le economie di mercato emergenti vanno annoverate le esperienze di vari paesi latino-americani, specie quelli del "cono" meridionale, a cavallo fra gli anni settanta e ottanta, del Messico a metà degli anni novanta e dell'Est asiatico più di recente. Questi episodi critici sono stati particolarmente dirompenti quando si sono accompagnati a crisi valutarie.

Risalendo più indietro nel tempo, crisi di questo tipo non erano infrequenti nel contesto prebellico, altro periodo in cui i mercati finanziari erano ampiamente liberalizzati, sia all'interno che al di fuori dei confini nazionali<sup>7</sup>. Più in generale, la letteratura finanziaria in materia abbonda di riferimenti a episodi di rapida espansione del credito e marcate oscillazioni a medio termine nei prezzi delle attività<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Molti osservatori – fra cui, di recente, Gavin e Hausmann (1996), Gourinchas et al. (1999), Eichengreen e Arteta (2000) – hanno posto in rilievo l'importanza del boom dei finanziamenti. Tuttavia, le loro opinioni differiscono in ciò che concerne i possibili fattori alla base di tali oscillazioni cicliche. Taluni commentatori (ad esempio, Corsetti et al., 1999) individuano fra questi il moral hazard e la difficoltà di trarre insegnamenti dopo la liberalizzazione. Pur non negando la rilevanza di tali fattori, tendiamo a interpretare questi fenomeni piuttosto come il riflesso di a) difficoltà di ordine più generale nel valutare l'evoluzione del rischio nel tempo, specie a livello sistemico, e b) incentivi che, pur traducendosi in azioni appropriate da parte dei singoli agenti, possono produrre effetti indesiderabili su scala aggregata. Tali meccanismi rischiano di condurre a un'eccessiva prociclicità nel sistema, gettando così le basi dell'instabilità finanziaria. Per un approfondimento di questa tesi cfr., ad esempio, Borio et al. (2001), Lowe (2002) e BRI (2001).

<sup>7</sup> Cfr., ad esempio, Goodhart e de Laryg (1999) nonché, per un resoconto dettagliato dell'esperienza australiana, Kent e D'Arcy (2001).

<sup>8</sup> Kindleberger (1996) rappresenta, a questo riguardo, il riferimento classico.

## Evidenze empiriche

La citata analisi è altamente indicativa del tipo di processi che potrebbero celarsi dietro l'instabilità finanziaria. Ma se è facile rilevare tali processi a posteriori, ben più arduo è il compito dei policymaker, chiamati a individuarli unicamente in base a informazioni ex ante. In altri termini, è possibile distinguere per tempo l'accumularsi di vulnerabilità così da poter adottare misure preventive?

### *L'approccio*

Per cominciare a rispondere a questa domanda costruiamo una serie di indicatori e ne valutiamo da un punto di vista statistico l'affidabilità nel prevedere crisi bancarie<sup>9</sup>. La descrizione sintetica dell'instabilità finanziaria cui si è accennato in precedenza fornisce utili spunti sul modo in cui possono essere costruiti indicatori prospettici di questo tipo.

Proprietà degli indicatori:

Come base di partenza, la combinazione di un insieme ristretto di variabili dovrebbe essere sufficiente a cogliere l'accumulo di vulnerabilità. Inoltre, un'analisi incentrata unicamente su poche variabili dovrebbe migliorare l'affidabilità dei corrispondenti indicatori. Come già osservato, dall'andamento del credito, dei prezzi delle attività e, presumibilmente, del tasso di cambio si dovrebbero poter trarre utili informazioni sullo sviluppo di squilibri finanziari. Consideriamo pertanto tre variabili principali: l'incidenza del credito (del settore privato) sul PIL, i corsi azionari (deflazionati con l'indice dei prezzi) e il tasso di cambio reale effettivo. Purtroppo, a causa della limitatezza dei dati non possiamo analizzare la performance dei prezzi immobiliari, anche se il ruolo da questi svolto durante le crisi bancarie pare essere stato molto più importante di quello delle quotazioni azionarie. Peraltro, l'andamento dei prezzi azionari e del tasso di cambio potrebbe entro certi limiti fungere da proxy, giacché l'esperienza insegna che essi tendono a muoversi in parallelo con i prezzi immobiliari, seppure con taluni sfasamenti temporali.

un insieme ristretto di variabili ...

Dobbiamo poi cogliere in qualche modo i processi cumulativi che, in fase di boom, aprono la strada alla successiva crisi. Per fare ciò impieghiamo gli scostamenti quantitativi delle variabili chiave dalla tendenza ("gap")<sup>10</sup>. L'idea è che se il rapporto credito/PIL, i prezzi azionari reali e/o il tasso di cambio effettivo reale si muovono "sufficientemente al di sopra" della loro tendenza (ossia, se eccedono una certa soglia critica), allora sta emergendo uno squilibrio di natura finanziaria e, di conseguenza, il rischio di successive tensioni<sup>11</sup>. Inoltre, dobbiamo assicurare che la tendenza sia misurata

... misurate in termini di scostamenti cumulativi dalla tendenza ("gap") ...

<sup>9</sup> Per una rassegna di questa letteratura, cfr. FMI (2002), Bell e Pain (2000), Eichengreen e Arteta (2000), Hawkins e Klau (2000).

<sup>10</sup> La tendenza viene stimata mediante un filtro Hodrick-Prescott. Il valore di lambda è fissato a 1 600. I "gap" sono definiti in punti percentuali per il credito e in percentuale del livello tendenziale per i prezzi azionari reali e il tasso di cambio reale.

<sup>11</sup> Abbiamo altresì analizzato in che misura l'output gap potrebbe sostituire alcune delle informazioni contenute nelle variabili finanziarie. Tuttavia, è emerso che questo parametro non presenta un contenuto informativo aggiuntivo e risulta inferiore rispetto alle misure degli squilibri finanziari. Tale riscontro non viene presentato in questa sede per ragioni di spazio; per eventuali approfondimenti, cfr. Borio et al. (2002).

unicamente in base alle informazioni disponibili al momento in cui le autorità sono chiamate ad assumere le loro decisioni. In tal modo, per una valutazione delle vulnerabilità condotta al tempo  $t$ , i “gap” vengono calcolati utilizzando i dati solo fino al tempo  $t$  e non quelli che si renderanno disponibili in epoche successive<sup>12</sup>.

... e trattate  
congiuntamente ...

Poiché operiamo con una combinazione di variabili, consideriamo indicatori compositi per cui il rischio di una crisi latente è effettivo se, e solo se, tutte le soglie delle variabili corrispondenti vengono superate contemporaneamente. In base alla descrizione sintetica dell'origine delle crisi bancarie, analizziamo quattro combinazioni: a) credito e prezzi delle attività; b) credito e tasso di cambio; c) credito e, in alternativa, prezzi delle attività o tasso di cambio; d) credito, prezzi delle attività e tasso di cambio. Nel caso c) il rischio è effettivo allorché, rispettivamente, i “gap” del credito e dei prezzi delle attività ovvero quelli del credito e del tasso di cambio risultano al di sopra della soglia di criticità. La ragione di ciò risiede nel fatto che ciascuna delle due combinazioni potrebbe di per sé essere sufficiente a preannunciare una crisi. Per converso, nel caso d) il criterio adottato è più selettivo: l'allarme scatta solo quando tutti e tre i “gap” eccedono la soglia critica.

... tenendo conto di  
molteplici orizzonti  
temporali

Infine, riconoscendo la difficoltà di prevedere il momento esatto dell'insorgere della crisi, esaminiamo la performance degli indicatori lungo molteplici orizzonti temporali. L'idea di fondo è che se è possibile individuare le vulnerabilità, allora è possibile anche che si verifichi una crisi in un futuro non troppo lontano. Sulla base di questo assunto, è ragionevole attendersi che all'allungarsi dell'orizzonte temporale la performance degli indicatori registri un miglioramento. Qualora uno di tali indicatori segnali il pericolo di una crisi, esso potrà ritenersi affidabile nel caso in cui questa si manifesti effettivamente in uno qualsiasi degli anni compresi nell'orizzonte<sup>13</sup>.

In base a quale criterio viene effettuata la scelta delle soglie critiche degli indicatori e la valutazione della loro performance? Un indicatore attendibile dovrebbe possedere due caratteristiche: anzitutto, essere in grado di prevedere gran parte delle crisi che si verificheranno; in secondo luogo, non segnalare troppo spesso situazioni di allarme, ossia non pronosticare crisi che, nei fatti, non si manifesteranno. Nel linguaggio tecnico, un siffatto indicatore dovrebbe presentare un basso rapporto “rumore/segnale”<sup>14</sup>. Invece di limitarci

<sup>12</sup> Sussistono in realtà taluni sfasamenti nella disponibilità di informazioni sul rapporto credito/PIL, ma non vengono presi in considerazione nel prosieguo dell'analisi. A rigor di logica, alla luce di tali sfasamenti si dovrebbe impiegare il valore prospettico del PIL desunto dalle informazioni disponibili; tuttavia, visto che la nostra analisi viene condotta con frequenza annuale, ciò non dovrebbe avere effetti significativi.

<sup>13</sup> Consideriamo corretto anche il caso in cui il segnale venga emesso nello stesso anno in cui interviene la crisi, tenendo conto delle difficoltà di attribuire date specifiche a un dissesto finanziario e del grado di approssimazione degli intervalli di osservazione (un intero anno). Nelle tabelle questi casi sono rappresentati congiuntamente sotto la voce “anno 1”, che comprende pertanto sia l'anno in corso che quello successivo.

<sup>14</sup> Più precisamente, il numeratore del rapporto “rumore/segnale” è l'incidenza delle crisi erroneamente previste sul totale di tutti gli episodi di assenza di crisi (il numero massimo di errori di questo tipo). Il denominatore è invece l'incidenza delle crisi correttamente previste sul totale di tutti gli episodi di crisi (il numero massimo di previsioni corrette). Pertanto, tale parametro è dato dal seguente rapporto: errore del II tipo / 1 – errore del I tipo.

a minimizzare questo rapporto, tuttavia, abbiamo deciso di attribuire un peso in certa misura maggiore alla percentuale di crisi previste con esattezza. Ciò rispecchia l'opinione secondo cui il costo di una crisi che insorge senza essere stata prevista è più elevato di quello di una crisi prevista ma che poi non si manifesta<sup>15</sup>. Conformemente a questo criterio, la calibrazione delle soglie viene effettuata congiuntamente<sup>16</sup>. In altri termini, per ogni indicatore ricerchiamo, tra le varie combinazioni di soglie, quella che produce risultati migliori<sup>17</sup>.

Il nostro campione considera 34 paesi (21 industriali e 13 emergenti), selezionati in modo da risultare relativamente omogenei in termini di sviluppo economico<sup>18</sup>. I dati sono annuali e coprono il periodo 1960-99. Assumiamo la definizione standard di crisi bancaria utilizzata in studi precedenti<sup>19</sup>. Sulla base di ciò, il campione comprende 40 crisi ripartite su 27 dei 34 paesi considerati; di queste, 16 si sono verificate nell'area industriale e 24 in quella emergente.

Esaminiamo il comportamento degli indicatori, sia raggruppando tutti i paesi sia tenendo distinti quelli industriali dalle economie emergenti. Ciò può aiutare a chiarire in che misura gli indicatori debbano essere diversamente calibrati al fine di tener conto delle caratteristiche specifiche di ogni paese. È plausibile attendersi che la significatività delle variabili differisca fra i due gruppi di paesi. Ad esempio, il "gap" del tasso di cambio potrebbe svolgere un ruolo più importante nelle economie emergenti, giacché queste ultime tendono a fare maggiore affidamento sul finanziamento esterno e ad essere più sensibili alle oscillazioni del cambio. Più in generale, le soglie critiche potrebbero variare tra i due gruppi anche per effetto di fattori quali la solidità dell'infrastruttura finanziaria.

---

<sup>15</sup> Inoltre, in diversi casi il rapporto "rumore/segnale" potrebbe essere reso arbitrariamente basso aumentando la selettività della soglia, il che evidenzia il rischio di basare le conclusioni unicamente sulla minimizzazione di questo rapporto. Naturalmente, è possibile effettuare la scelta della soglia in maniera più analitica assegnando specifiche ponderazioni ai costi degli errori di tipo I e di tipo II. Per una descrizione più approfondita dei risultati ottenuti nelle singole soglie per alcuni degli indicatori trattati, cfr. Borio e Lowe (2002).

<sup>16</sup> Considerare indicatori compositi e calibrare i segnali congiuntamente equivale a far "interagire" le variabili in un'analisi di regressione. Ciò significa, ad esempio, che la rilevanza dell'espansione del credito varia a seconda che essa si accompagni o meno a rapidi aumenti dei prezzi delle attività. L'importanza di far interagire le variabili era stata già rilevata da McFadden et al. (1985), ma da allora è stranamente caduta in disuso.

<sup>17</sup> Ne consegue che, da un punto di vista metodologico, il nostro approccio si differenzia da quello di Kaminsky e Reinhart (1999) sotto diversi aspetti: esso utilizza unicamente informazioni ex ante, si incentra su un ristretto gruppo di variabili, elabora indicatori compositi basati su una calibrazione congiunta dei segnali, pone in rilievo i processi cumulativi ed annette un'importanza particolare agli orizzonti multipli.

<sup>18</sup> Per maggiori dettagli sulla campionatura, cfr. Borio e Lowe (2002).

<sup>19</sup> Si tratta di quella impiegata in Bordo et al. (2001), che hanno cortesemente fornito i dati di base. La sola eccezione è che, a differenza del nostro lavoro precedente (Borio e Lowe, 2002), consideriamo anche due episodi di tensioni finanziarie, uno negli Stati Uniti e uno nel Regno Unito agli inizi degli anni novanta, volti a cogliere le gravi turbolenze che avevano colpito all'epoca i due paesi. Di fatto, nel Regno Unito diverse banche (di piccole dimensioni) sono incorse in una vera e propria crisi.



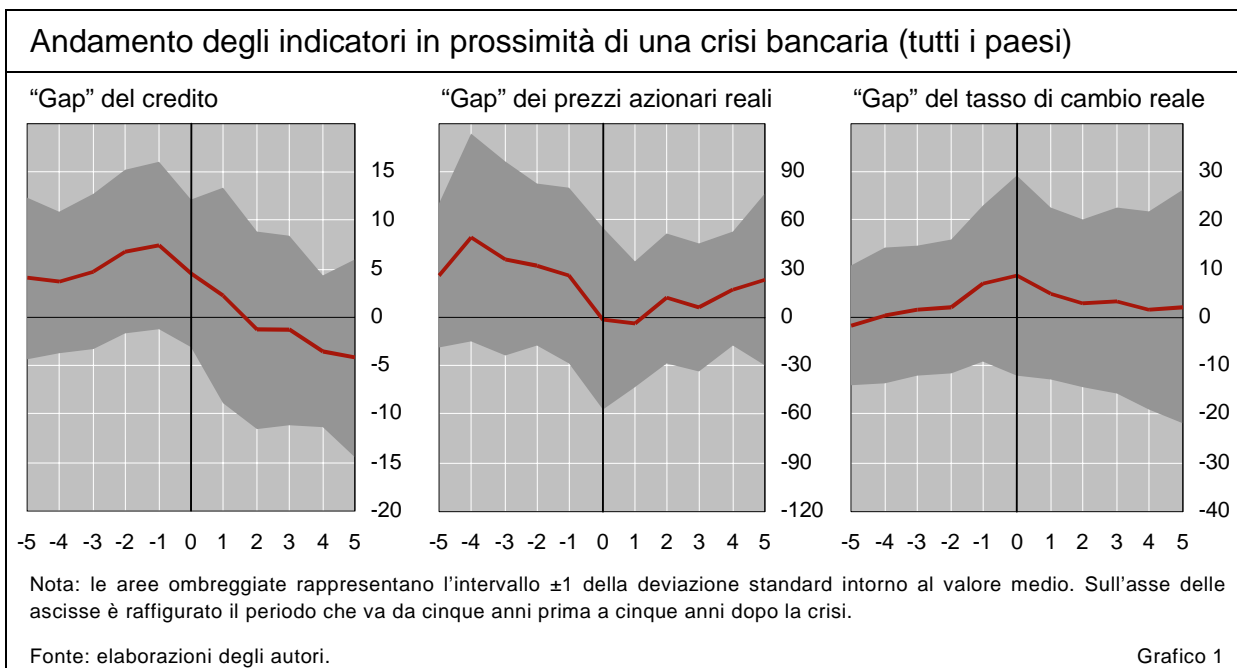
## Risultati

Interessante andamento dei "gap" in prossimità di una crisi

Prima di passare ai risultati statistici dettagliati, può essere utile osservare il comportamento dei vari "gap" in prossimità di una crisi. Il grafico 1 riporta le variazioni medie dei "gap" nell'arco di un periodo di 11 anni con valore mediano nell'anno della crisi. Le aree ombreggiate evidenziano inoltre la deviazione standard tra i vari episodi, una misura della dispersione dell'andamento dei "gap". Dal grafico si rileva che il "gap" del credito tende mediamente a crescere nell'anno precedente la crisi e quello del tasso di cambio a segnare il massimo nell'anno della crisi. Il "gap" dei prezzi azionari è costantemente positivo fino all'anno della crisi, ma tocca il massimo molto prima. Ciò appare coerente con il fatto che i corsi azionari tendono a calare negli anni immediatamente precedenti una situazione di dissesto finanziario. In tal modo, al fine di cogliere meglio la fase di boom, il "gap" azionario compreso nell'indicatore al tempo  $t$  è quello prevalente due anni prima. Un siffatto trattamento dei corsi azionari potrebbe inoltre contribuire a renderli una proxy migliore dei prezzi immobiliari, che toccano generalmente il picco un paio d'anni dopo (Borio e Lowe, 2002).

Dal grafico si evince che le variabili sono in grado di fornire utili informazioni sulle crisi bancarie; la loro performance viene comunque valutata in modo più analitico nelle tabelle 1-3. Per ogni combinazione di variabili e ciascuna soglia critica, le tabelle indicano la percentuale di crisi correttamente previste nei diversi orizzonti temporali e il connesso rapporto rumore/segnale. Abbiamo deciso di evidenziare in tabella soltanto la soglia prescelta, sulla base di un equo trade-off fra basso rapporto rumore/segnale e alta percentuale di crisi correttamente previste.

Osservando anzitutto la performance di ogni indicatore composito per l'insieme dei paesi considerati, emergono i seguenti risultati (tabella 1).



| Indicatori compositi (tutti i paesi) |   |                     |  |                     |  |                     |  |                     |
|--------------------------------------|---|---------------------|--|---------------------|--|---------------------|--|---------------------|
| Orizzonte (anni) <sup>1</sup>        | Credito (4) e prezzi delle attività (40) <sup>2</sup> |                     | Credito (4) e tasso di cambio (7) <sup>2</sup> |                     | Credito (4) e prezzi delle attività (40) ovvero tasso di cambio (9) <sup>2</sup> |                     | Credito (4), prezzi delle attività (40) e tasso di cambio (4) <sup>2</sup> |                     |
|                                      | Rumore/segnale  | % di crisi previste | Rumore/segnale                                 | % di crisi previste | Rumore/segnale   | % di crisi previste | Rumore/segnale   | % di crisi previste |
| 1                                    | 0,14  | 43                  | 0,10   | 43                  | 0,13   | 63                  | 0,08   | 25                  |
| 2                                    | 0,08  | 55                  | 0,09   | 43                  | 0,10   | 68                  | 0,05   | 30                  |
| 3                                    | 0,06  | 60                  | 0,08   | 43                  | 0,08   | 70                  | 0,03   | 33                  |

<sup>1</sup> Un segnale è corretto se la crisi interviene in uno qualsiasi degli anni compresi nell'orizzonte futuro. Il rumore è dato dalle previsioni errate nell'arco dello stesso orizzonte. Viste la frequenza dei dati e la difficoltà di attribuire la crisi a una data precisa, l'anno 1 comprende anche l'anno in corso; il valore della soglia è riportato fra parentesi. <sup>2</sup> Tutte le variabili sono misurate in termini di "gap", ossia come deviazione in punti percentuali o in percentuale rispetto alla tendenza calcolata ex ante e su base ricorrente con il metodo Hodrick-Prescott. Il valore della soglia è riportato fra parentesi. Il credito è dato dall'incidenza del credito del settore privato sul PIL; i prezzi delle attività corrispondono agli indici azionari in termini reali; il tasso di cambio è quello reale effettivo.

Tabella 1

*Gli indicatori compositi tendono a produrre rapporti rumore/segnale comparativamente bassi* rispetto agli standard rilevati nella letteratura esistente in materia. Come mostrato in Borio e Lowe (2002), l'accresciuta efficienza deriva essenzialmente dall'aver focalizzato l'analisi sui processi cumulativi e su una combinazione di variabili. In sostanza, questo approccio riduce la frequenza con cui gli indicatori predicano erroneamente l'insorgere di una crisi.

Buon andamento degli indicatori compositi

*L'allungamento dell'orizzonte temporale tende a migliorare i risultati.* Si osservano spesso aumenti nella percentuale di crisi correttamente previste e, com'è da attendersi, miglioramenti del rapporto rumore/segnale. Il grado di affinamento della performance varia a seconda degli indicatori compositi. Ad esempio, nel caso dell'indicatore credito/prezzi delle attività, l'allungamento da uno a tre anni dell'orizzonte fa aumentare la percentuale di crisi previste di quasi il 50% e più che dimezzare il rapporto rumore/segnale. All'opposto, nella combinazione credito/tasso di cambio si riscontra soltanto un miglioramento del rapporto.

Efficace anche l'allungamento dell'orizzonte

*Fra gli indicatori compositi a due variabili, la combinazione credito/prezzi delle attività è superiore all'alternativa credito/tasso di cambio,* specie in caso di allungamento dell'orizzonte. Essa genera infatti una percentuale maggiore di crisi previste e un minore rapporto rumore/segnale. In particolare, su un orizzonte di tre anni, con un "gap" del credito pari ad almeno 4 punti percentuali e quello delle attività al 40%, viene previsto correttamente il 60% delle crisi e il rapporto rumore/segnale ammonta ad appena 0,06. Ciò indica che più o meno solo un'osservazione su 20 viene erroneamente classificata come crisi o mancanza di crisi.

La valutazione degli *indicatori compositi a tre variabili* dipende in parte dal trade-off fra i tipi di errori fatti e dagli orizzonti adottati. In particolare, rispetto all'indicatore credito/prezzi delle attività, quello che combina il credito alternativamente con i prezzi delle attività o con il tasso di cambio risulta superiore per l'orizzonte a un anno. Tuttavia, su un periodo di tre anni esso è in grado di prevedere correttamente un numero maggiore di crisi (70%), anche se a scapito di un rapporto rumore/segnale leggermente più elevato (0,08), con

I "gap" del credito, dei prezzi azionari e del tasso di cambio contengono utili informazioni congiunte

circa una previsione sbagliata ogni 15<sup>20</sup>. L'indicatore basato contestualmente su tutte e tre le variabili presenta il rapporto rumore/segnale di gran lunga più basso (0,03) e circa una previsione errata ogni 26 effettuate, ma arriva a prevedere con esattezza solo un terzo delle crisi. Questo indicatore selettivo potrebbe essere relativamente più utile qualora le autorità fissassero la soglia a un livello alquanto elevato prima di intraprendere azioni correttive.

Le tabelle 2 e 3 evidenziano i principali risultati per i due gruppi separati di paesi, industriali ed emergenti, riportando solo alcuni degli indicatori compositi. Ne scaturiscono le seguenti conclusioni.

*La dimensione delle soglie critiche appare notevolmente simile fra i due gruppi di paesi.* Ciò indica che, nonostante le differenze strutturali, le varie esperienze nazionali possono in certa misura essere impiegate come base per la calibrazione degli indicatori nei singoli paesi con un buon grado di approssimazione. Questa risultanza è importante poiché, dato l'inevitabile carattere di eccezionalità delle crisi, è praticamente impossibile non basare la calibrazione sulle esperienze nazionali.

Al tempo stesso, com'è da attendersi, *sembra riscontrabile un andamento relativamente migliore dei prezzi azionari nei paesi industriali e del tasso di cambio in quelli emergenti*, e ciò è coerente con il maggiore ruolo che il tasso di cambio tende a svolgere in quest'ultimo gruppo di economie. Nei paesi industriali, difatti, una volta inserito il "gap" dei prezzi azionari, il tasso di cambio non sembra apportare ulteriori informazioni utili. Nondimeno, la superiorità del "gap" del tasso di cambio rispetto a quello dei prezzi azionari nell'area emergente tende a scomparire all'allungarsi dell'orizzonte temporale.

*Per i paesi industriali l'indicatore composito migliore è quello che combina il "gap" del credito con quello dei prezzi azionari.* Esso riesce infatti a prevedere correttamente oltre il 60% delle crisi sull'orizzonte triennale, con un'ulteriore riduzione significativa – da 0,06 a 0,04 – del rapporto

Emergono talune differenze fra paesi industriali ed economie emergenti

| Indicatori compositi, paesi industriali |  |                     |                                   |                     |   |                     |
|---|--|---------------------|-----------------------------------|---------------------|---|---------------------|
| Orizzonte (anni)                        | Credito (4) e prezzi delle attività (40) |                     | Credito (4) e tasso di cambio (4) |                     | Credito (4) e prezzi delle attività (40) ovvero tasso di cambio (20) <sup>1</sup> |                     |
|   | Rumore/segnale                           | % di crisi previste | Rumore/segnale                    | % di crisi previste | Rumore/segnale  | % di crisi previste |
| 1                                       | 0,09                                     | 50                  | 0,11                              | 44                  | 0,09  | 50                  |
| 2                                       | 0,06                                     | 56                  | 0,10                              | 44                  | 0,06  | 56                  |
| 3                                       | 0,04                                     | 63                  | 0,10                              | 44                  | 0,04  | 63                  |

<sup>1</sup> O superiore. Tabella 2

<sup>20</sup> L'aumento delle crisi previste indica che gli episodi di turbativa colti dagli indicatori che associano il credito unicamente con uno degli altri due "gap" coincidono solo in parte.

| Indicatori compositi, economie di mercato emergenti |  |                     |                                   |                     |  |                     |
|---|--|---------------------|-----------------------------------|---------------------|--|---------------------|
| Orizzonte (anni)                                    | Credito (4) e prezzi delle attività (40) |                     | Credito (4) e tasso di cambio (5) |                     | Credito (4) e prezzi delle attività (40) ovvero tasso di cambio (13) |                     |
|   | Rumore/segnale                           | % di crisi previste | Rumore/segnale                    | % di crisi previste | Rumore/segnale   | % di crisi previste |
| 1   | 0,23                                     | 38                  | 0,15                              | 58                  | 0,16   | 67                  |
| 2   | 0,12                                     | 54                  | 0,11                              | 58                  | 0,12   | 71                  |
| 3   | 0,08                                     | 58                  | 0,10                              | 58                  | 0,09   | 75                  |

Tabella 3

rumore/segnale rispetto ai risultati ottenuti per tutti i paesi considerati nel loro insieme (un'osservazione errata ogni 28 classificate)<sup>21</sup>.

*Per le economie di mercato emergenti, l'indicatore composito migliore è quello che combina il "gap" del credito alternativamente con quelli dei prezzi delle attività e del tasso di cambio.* In questo caso, sull'orizzonte di tre anni è possibile pronosticare con successo il 75% delle crisi, con una sola previsione errata ogni 13.

Nel complesso, la disaggregazione in due gruppi *non produce un aumento nel numero delle crisi previste*, ma conduce a *taluni miglioramenti del rapporto rumore/segnale*. Sull'orizzonte triennale, quest'ultimo scende da 0,08 a 0,06 per l'intera serie di osservazioni. Questo risultato si ottiene omettendo il "gap" del tasso di cambio per i paesi industriali e aumentando la soglia di questo stesso "gap" per le economie emergenti.

Quali crisi sono effettivamente preannunciate e quali sfuggono alle previsioni? Gli indicatori colgono quasi tutte le crisi menzionate nella prima sezione del presente studio. Le sole eccezioni sono la Corea del Sud e Taiwan, Cina sul finire degli anni novanta. Nel caso della Corea, ciò sembra riconducibile al fatto che i "gap" del credito e del tasso di cambio non individuano contestualmente la crisi, ma solo a un anno di distanza. Ognuno dei due indicatori, preso separatamente, avrebbe segnalato il pericolo. Per ciò che concerne Taiwan, Cina, l'arco temporale risulta troppo corto di un anno: la crisi sarebbe stata ravvisabile con un orizzonte di quattro anni. In entrambi i casi, i prezzi immobiliari avrebbero potuto contribuire in maniera considerevole<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Va notato che anche se una sola previsione su 28 è errata, permane nondimeno il rischio di creare troppo spesso falsi allarmi. Ciò è dovuto alle numerose osservazioni in cui il segnale di allarme è giustamente "spento". In questo esempio siamo di fronte a un'errata segnalazione di allarme (ossia, la previsione di crisi che non si manifesteranno) nel 60% dei casi. Solo alcune di queste "false positive" potrebbero essere evitate con un ulteriore lieve allungamento dell'orizzonte. Nel caso dell'indicatore più prudente (tutti i "gap" che segnalano simultaneamente una situazione di rischio) questa percentuale scende a meno del 40%.

<sup>22</sup> Ciò è confermato anche per un altro episodio "mancato", e in particolare la cosiddetta "crisi bancaria secondaria" nel Regno Unito agli inizi degli anni settanta, che viene rilevata dal "gap" del credito preso separatamente ma non considerando quello dei prezzi azionari. La ragione di ciò risiede nel fatto che questi ultimi non erano particolarmente sostenuti in termini reali durante il periodo inflazionistico. La crisi era stata innescata dagli ingenti prestiti al settore degli immobili commerciali.

## Conclusioni

La nostra analisi indica che è possibile costruire semplici indicatori compositi di crisi bancarie che possono rivelarsi utili per valutare il rischio di future tensioni finanziarie con un ragionevole grado di certezza. Ovviamente, per essere utilizzati al meglio, tali indicatori di squilibrio finanziario dovrebbero essere considerati nel contesto di una più approfondita valutazione delle vulnerabilità, e non come un'alternativa alla valutazione stessa.

Dai risultati raggiunti emerge una serie di indicazioni. In primo luogo, anche se gli indicatori mostrano un'ottima performance nell'arco del periodo considerato, il procedimento impiegato non ci permette di fornire assicurazioni circa l'accuratezza statistica con cui vengono individuate le soglie specifiche. In secondo luogo, le crisi sono per loro natura fenomeni rari; inevitabilmente, pertanto, la calibrazione per le singole economie può essere effettuata unicamente partendo dal presupposto che l'esperienza di altri paesi serva da parametro di riferimento. Infine, non abbiamo proceduto a una verifica degli indicatori al di fuori del campione. Come sempre, non necessariamente il passato rappresenta una guida affidabile per il futuro. Ad esempio, le importanti iniziative assunte negli ultimi anni per migliorare l'infrastruttura dei sistemi finanziari potrebbero ridurre la probabilità di tensioni per ciascun livello di soglia considerato.

Fatte salve queste precisazioni, i risultati sono nel complesso incoraggianti. La storiografia delle crisi finanziarie indica che le regolarità di fondo su cui si basano gli indicatori risultano talmente frequenti in passato da poter essere comparativamente solide anche per il futuro. Va inoltre rilevato come la ricerca in questo ambito sia tuttora in fase embrionale; la prosecuzione dei lavori potrà fornire la base per stime più attendibili. Gli indirizzi da seguire sono molteplici. Dati più esaurienti e affidabili dovrebbero poter consentire la costruzione di indicatori di migliore qualità; i prezzi immobiliari assumono, a questo riguardo, un'importanza cruciale. Potrebbe essere utile effettuare verifiche "fuori campione" di questi indicatori più indietro nel tempo. Si potrebbe, in particolare, esaminare il periodo precedente l'ultima Guerra Mondiale, in cui le crisi bancarie erano più ricorrenti. Qualora tali verifiche dovessero produrre buoni risultati, l'affidabilità stessa degli indicatori ne risulterebbe migliorata. Da ultimo, con l'adozione di criteri analoghi potrebbero essere elaborati nuovi indicatori, concepiti espressamente per tipologie di crisi bancarie diverse da quelle qui considerate.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "I cicli e il sistema finanziario", *71<sup>a</sup> Relazione annuale*, Capitolo VII, pagg. 133–53, giugno.

Bell, J. e D. Pain (2000): "Leading indicator models of banking crises – a critical review", *Financial Stability Review*, Banca d'Inghilterra, n. 9, art. 3, pagg. 113–29, dicembre.

Bordo, M.D., B. Eichengreen, D. Klingebiel e M.S. Martinez-Peria (2001): "Financial crises: lessons from the last 120 years", *Economic Policy*, aprile.

Borio, C. (2002): "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", conferenza al CESifo Summer Institute 2002 Workshop on banking regulation and financial stability, Venezia, pagg. 17–18, luglio, *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Borio, C., B. English e A. Filardo (2002): "A tale of two perspectives: new or old challenges for monetary policy?", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Borio, C., C. Furfine e P. Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, n. 1, pagg. 1-57.

Borio, C. e P. Lowe (2002): "Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus", *BIS Working Papers*, n. 114, Basilea, luglio.

Chang R. e A. Velasco (1998): "Financial crises in emerging markets: a canonical model", *NBER Working Paper*, n. 6606, Boston, MA.

Corsetti, G., P. Pesenti e N. Roubini (1999): "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy*, vol. 11(3), pagg. 305–73, ottobre.

Diamond, D.W. e P.H. Dybvig (1983): "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, 91(3), pagg. 401–19.

Eichengreen, B. e C. Arteta (2000): "Banking crises in emerging markets: presumptions and evidence", *Center for International and Development Economics Research Working Paper*, C00-115, agosto.

Fondo Monetario Internazionale (2002): *Global Financial Stability Report*, 13 marzo.

Gavin, M. e R. Hausmann (1996): "The roots of banking crises: the macroeconomic context", in R. Hausmann e L. Rojas-Suarez (ed.), *Banking Crises in Latin America*, Baltimore, *Johns Hopkins University Press*, pagg. 27-63.

Goodhart, C. e P.J.R. De Lary (1999): "Financial crises: plus ça change, plus c'est la même chose", *LSE Financial Markets Group Special Paper*, n. 108.

Gourinchas, P.-O., R. Valdes e O. Landerretsche (1999): "Lending booms: some stylized facts", manoscritto inedito, Princeton University e Banca centrale del Cile, agosto.

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

Hoggarth, G. e V. Saporta (2001): "Costs of banking system instability: some empirical evidence", *Financial Stability Review*, Banca d'Inghilterra, n. 10, art. 5, giugno.

Kaminsky, G. e C. Reinhart (1999): "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, pagg. 473–500, giugno.

Kent, C. e P. D'Arcy (2001): "Cyclical prudence and credit cycles in Australia", in *BIS Papers*, n. 1, Basilea, pagg. 58–90, marzo.

Kindleberger, C. (1996): "Manias, panics and crashes", *Cambridge University Press*, Cambridge, III edizione.

Lowe, P. (2002): "Credit risk measurement and procyclicality", *BIS Working Papers*, n. 116, Basilea, settembre.

McFadden, D.F., R. Eckaus, G. Feder, V. Hajivassiliou e S. O'Connell (1985): "Is there life after debt? An econometric analysis of the creditworthiness of developing countries", in J. Cuddington e G. Smith (ed.), *International debt and the development countries*, Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo / Banca Mondiale, Washington DC.

Radelet, S. e J.D. Sachs (1998): "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 28, n. 1, pagg. 1–74.





## Il rischio di regolamento nei mercati valutari e CLS Bank<sup>1</sup>

### Introduzione

Nel settembre 2002 ha iniziato a operare CLS Bank, una nuova istituzione finanziaria creata allo scopo di ridurre il rischio connesso con il regolamento delle operazioni in cambi. Il presente saggio analizza le origini del rischio di regolamento e il modo in cui le banche centrali e gli operatori di mercato hanno cercato di attenuarlo. Dopo una rassegna delle iniziative intraprese negli ultimi due decenni, lo studio descrive il contesto che ha portato alla nascita di CLS Bank e i probabili effetti che essa avrà in termini di riduzione dei rischi.

### Herstatt

Il 26 giugno 1974 alle 15:30 (ora dell'Europa centrale, C.E.T.) le autorità tedesche disposero la chiusura di Bankhaus Herstatt, un istituto di medie dimensioni molto attivo sui mercati valutari<sup>2</sup>. Quel giorno alcune controparti della banca avevano effettuato a suo favore pagamenti irrevocabili in marchi tedeschi per ingenti ammontari, ma non avevano ancora ricevuto le contropartite in dollari, dal momento che la giornata operativa sui mercati finanziari USA era appena iniziata<sup>3</sup>. La chiusura di Herstatt innescò una reazione a catena che perturbò i sistemi di pagamento e regolamento. La sua corrispondente a New York sospese tutti i pagamenti in dollari a valere sul conto della banca tedesca; le istituzioni che quel giorno avevano effettuato versamenti in marchi a Herstatt si ritrovarono così scoperte per l'intero valore di tali transazioni. Altri istituti newyorchesi rifiutarono di eseguire pagamenti in proprio o per conto della clientela fintantoché non avessero ricevuto conferma dell'avvenuto accredito dei relativi controvalori. Queste turbative si

Il fallimento di  
Bankhaus  
Herstatt ...

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI. Si ringraziano Michela Scatigna e Stephan Arthur per l'eccellente supporto analitico fornito.

<sup>2</sup> Per una trattazione del ruolo di Bankhaus Herstatt sui mercati valutari, cfr. Remolona et al. (1990).

<sup>3</sup> Il valore delle transazioni con Bankhaus Herstatt in attesa di regolamento era stato stimato in \$200 milioni. Alcune banche avevano altresì stipulato con l'istituto tedesco operazioni a termine, che dovevano ancora essere regolate al momento della chiusura di Herstatt, e dovettero pertanto essere sostituite.

propagarono ulteriormente attraverso il sistema di regolamento netto multilaterale usato a New York. Si stima che nei tre giorni seguenti il volume dei trasferimenti lordi veicolati da questo sistema si ridusse del 60%.

... e altre turbative nei sistemi di regolamento

La chiusura di Herstatt rappresenta il primo e più grave caso di fallimento bancario in cui il mancato regolamento di transazioni valutarie abbia causato gravi difficoltà ai sistemi di pagamento e regolamento. Vari altri episodi di questo tipo, anche se meno destabilizzanti, si verificarono negli anni novanta<sup>4</sup>. Nel febbraio 1990 a creare problemi fu il fallimento del gruppo Drexel Burnham Lambert, la cui affiliata londinese Drexel Burnham Lambert Trading era attiva sui mercati dei cambi e dell'oro. Nel luglio 1991 la liquidazione di BCCI provocò perdite alle sue controparti di Regno Unito e Giappone operanti sui mercati valutari. All'epoca del tentativo di colpo di stato sovietico nell'agosto 1991, i sistemi di regolamento risentirono dell'incertezza che gravava su alcune istituzioni finanziarie operanti nell'URSS o di proprietà di imprese ivi basate. Il collasso di Barings Brothers nel febbraio 1995 mise in difficoltà il sistema di compensazione delle transazioni in ECU.

## Rischio di regolamento

Il collasso di Herstatt ha messo in luce come dalle esposizioni al rischio connesse con il tradizionale metodo di regolamento valutario possano emergere importanti turbative. Tali esposizioni traggono origine dal fatto che il regolamento avviene tipicamente nei paesi di emissione di ciascuna valuta, cosicché le diverse contropartite di un'operazione in cambi sono perfezionate indipendentemente l'una dall'altra, e in molti casi in epoche assai diverse.

Le origini del problema

Un'indagine di mercato condotta da banche centrali nel 1995 rilevava che tra il momento in cui l'istruzione di pagamento per la valuta venduta non poteva più essere annullata unilateralmente e il momento in cui la valuta acquistata veniva ricevuta in via definitiva intercorreva comunemente un lasso di tempo di almeno uno o due giorni operativi (CSPR, 1996). L'indagine evidenziava inoltre che una banca poteva impiegare uno o due giorni operativi ulteriori per accertarsi dell'avvenuta ricezione del pagamento. Di conseguenza, potevano trascorrere più di tre giorni – oltre a eventuali fine settimana e festività – prima che una banca fosse certa di aver ricevuto la valuta acquistata.

Un problema cruciale derivava dal fatto che i principali sistemi di pagamento usati per il trasferimento interbancario di fondi di grande ammontare non operavano secondo un orario giornaliero che permettesse il regolamento simultaneo o quasi simultaneo delle valute. Vi erano infatti limitate fasce di operatività comuni fra i diversi fusi orari<sup>5</sup>. Inoltre, molti di questi sistemi erano strutturati in modo tale che il regolamento definitivo dei pagamenti

---

<sup>4</sup> Per un resoconto dettagliato di tali episodi, cfr. CSPR (1996).

<sup>5</sup> Ad esempio, la consegna di dollari a una banca in Giappone da parte di una banca statunitense a New York avveniva durante l'orario operativo newyorchese, mentre la corrispondente consegna di yen da parte della banca nipponica era effettuata durante la giornata lavorativa di Tokyo. La banca venditrice di yen poteva così ritrovarsi a dover attendere anche 12 ore prima di ricevere i dollari (cfr. grafico 1).

giornalieri avveniva in un determinato momento, ossia alla fine della giornata operativa del sistema.

Il rischio di regolamento valutario ...

Il rischio che una controparte di una transazione in cambi consegna la valuta venduta ma non riceva quella acquistata viene denominato rischio di regolamento delle operazioni in cambi, o rischio "Herstatt". L'esposizione verso un'unica controparte, anche se di breve durata, può essere assai elevata rispetto al patrimonio dei partecipanti a una transazione; in alcune condizioni, infatti, essa può ammontare a un multiplo del patrimonio stesso di una banca (CSPR, 1996).

... presenta due aspetti principali

Il rischio di regolamento si caratterizza per due aspetti principali: il rischio di credito e il rischio di liquidità. Il motivo per cui insorgono questi rischi risiede nel fatto che sui mercati valutari viene scambiato l'intero ammontare nozionale di ogni divisa. Il rischio di credito scaturisce dalla possibilità che, successivamente all'assunzione da parte di una banca dell'impegno irrevocabile a pagare la valuta di sua competenza, la controparte non adempia le proprie obbligazioni per l'intero valore del contratto, alla scadenza prevista o in qualsiasi momento successivo. Nella situazione estrema di fallimento di una controparte, come nel caso di Bankhaus Herstatt, la banca che abbia già effettuato il pagamento non riceve l'intero controvalore, e si ritrova a partecipare alla procedura fallimentare in qualità di creditore chirografario. La somma effettivamente recuperata dopo un periodo potenzialmente lungo potrebbe essere significativamente inferiore all'ammontare di valuta pagata

| Attività di pagamento e regolamento |                                    |      |                                       |       |                                       |
|-------------------------------------|------------------------------------|------|---------------------------------------|-------|---------------------------------------|
| medie giornaliere                   |                                    |      |                                       |       |                                       |
|                                     | Numero di transazioni <sup>1</sup> |      | Valore delle transazioni <sup>2</sup> |       | Valore delle transazioni <sup>3</sup> |
|                                     | 1999                               | 2000 | 1999                                  | 2000  | 2000                                  |
| Canada                              |                                    |      |                                       |       |                                       |
| LVTS                                | 12                                 | 14   | 61                                    | 69    | 6,35                                  |
| Giappone                            |                                    |      |                                       |       |                                       |
| FXYCS                               | 40                                 | 37   | 248                                   | 230   | 5,05                                  |
| BOJ-NET                             | 19                                 | 19   | 1 202                                 | 1 303 | 28,59                                 |
| Svizzera                            |                                    |      |                                       |       |                                       |
| SIC                                 | 562                                | 593  | 109                                   | 105   | 43,69                                 |
| Regno Unito                         |                                    |      |                                       |       |                                       |
| CHAPS Sterling                      | 79                                 | 86   | 287                                   | 295   | 31,04                                 |
| CHAPS Euro                          | 10                                 | 13   | 142                                   | 152   | 15,99                                 |
| Stati Uniti                         |                                    |      |                                       |       |                                       |
| Fedwire                             | 408                                | 430  | 1 363                                 | 1 507 | 15,14                                 |
| CHIPS                               | 227                                | 237  | 1 182                                 | 1 159 | 11,64                                 |
| Unione europea                      |                                    |      |                                       |       |                                       |
| EURO1                               | 70                                 | 98   | 175                                   | 197   | 3,35                                  |
| TARGET                              | 168                                | 190  | 950                                   | 1 045 | 17,78                                 |

<sup>1</sup> In migliaia. <sup>2</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>3</sup> In percentuale del PIL.

Fonte: CSPR (2002).

Tabella 1

all'origine. Il rischio di liquidità sussiste dal momento che una controparte potrebbe non essere in grado di regolare l'intero ammontare dovuto alla scadenza prevista, ma soltanto a una data successiva non specificata. L'esposizione a tale rischio cresce con l'entità della transazione e la sua potenziale gravità aumenta nel caso in cui i mercati a cui rivolgersi con breve preavviso per l'ottenimento di fonti alternative di finanziamento non siano disponibili o manchino di spessore in quel momento della giornata. Un'importante fonte di rischio di liquidità è costituita dal rischio operativo. La procedura di regolamento incorre in questo tipo di rischio nella misura in cui il pagamento può essere disposto in maniera errata o ritardato a causa di disfunzioni tecniche o errori umani.

La dinamica del fallimento di Herstatt ha mostrato come il rischio di regolamento possa avere implicazioni sistemiche qualora il mancato adempimento da parte di una banca pregiudichi la capacità di altri operatori di far fronte alle proprie obbligazioni. Non da ultimo in ragione dell'ampiezza dei flussi di regolamento valutario, i sistemi di pagamento possono rappresentare un importante canale di propagazione delle tensioni sistemiche. Per avere un'idea delle dimensioni relative delle esposizioni totali, basti considerare che sui sistemi di pagamento e regolamento del Regno Unito transitano quotidianamente flussi pari al 47% del PIL annuo di questo paese (tabella 1).

Il rischio di regolamento sui mercati valutari può avere implicazioni sistemiche per vari motivi. In primo luogo, l'attività su tali mercati ha una dimensione internazionale, poiché le valute vengono compensate nel paese di emissione. Dal momento che gli orari operativi dei sistemi di pagamento nei maggiori centri valutari – Londra, New York e Tokyo – non coincidono mai completamente, un'ampia quota delle operazioni in cambi è regolata al di fuori della giornata operativa di una delle controparti. In secondo luogo, le contrattazioni sui mercati dei cambi sono cresciute molto rapidamente e il loro volume è assai ingente in confronto a quello di altri mercati finanziari. Nell'aprile 2001 gli scambi medi giornalieri per la coppia euro/dollaro – il segmento più ampio del mercato valutario – ammontavano a \$354 miliardi, ben al di sopra dei \$298 miliardi di turnover del maggiore mercato obbligazionario

Implicazioni sistemiche

Particolarmente vulnerabili i mercati dei cambi

| Attività sul mercato dei cambi, per tipo di controparte <sup>1</sup>      |      |       |       |       |
|---|------|-------|-------|-------|
| turnover medio giornaliero nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA |      |       |       |       |
|   | 1992 | 1995  | 1998  | 2001  |
| Totale  | 776  | 1 137 | 1 429 | 1 173 |
| Intermediari dichiaranti  | 540  | 729   | 908   | 689   |
| Altre istituzioni finanziarie   | 97   | 230   | 279   | 329   |
| Clientela non finanziaria   | 137  | 178   | 242   | 156   |
| Locale  | 317  | 526   | 657   | 499   |
| Internazionale  | 392  | 611   | 772   | 674   |

<sup>1</sup> Al netto delle duplicazioni tra posizioni sul mercato locale e internazionale. Escluso il valore stimato delle lacune nelle segnalazioni.

Fonte: BRI (2002). Tabella 2

(quello dei titoli del Tesoro USA) e dei \$42,3 miliardi negoziati mediamente ogni giorno sulla più importante borsa valori (il New York Stock Exchange)<sup>6</sup>. In terzo luogo, le operazioni interbancarie rappresentano la quota più ampia dell'attività sui mercati valutari. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2001, le contrattazioni tra dealer concorrevano in quell'anno a circa il 60% del turnover totale (tabella 2). Infine, l'attività su tali mercati è sempre più concentrata nelle mani di un numero relativamente ristretto di banche.

## Iniziative per attenuare il rischio di regolamento

Nel 1996 le banche centrali dei paesi del G10 elaborarono una strategia fondata su tre linee d'azione per la riduzione del rischio sistemico connesso con il regolamento delle operazioni in cambi: controllo da parte delle singole banche delle esposizioni al rischio di regolamento valutario, predisposizione di servizi multivalutari per l'attenuazione del rischio ad opera di gruppi del settore, iniziative delle banche centrali volte a promuovere rapidi progressi nel settore privato (CSPR, 1996)<sup>7</sup>.

Riduzione dei ritardi tra le due fasi di una transazione ...

Due approcci complementari sono stati successivamente adottati per la riduzione del rischio di regolamento<sup>8</sup>. Il primo mirava ad accorciare la durata delle esposizioni al rischio. Ciò è stato anzitutto conseguito grazie al miglioramento delle tecniche di misurazione e gestione delle esposizioni da parte delle singole banche. I progressi intervenuti nei sistemi di pagamento di elevato ammontare hanno inoltre accresciuto il potenziale per un maggiore allineamento dei tempi di regolamento. È aumentata la diffusione del regolamento definitivo infragiornaliero, attraverso l'adozione di sistemi di regolamento lordo in tempo reale ("real-time gross settlement", RTGS), in cui i pagamenti sono trattati e regolati singolarmente e in tempo reale durante l'orario operativo del sistema. Negli anni novanta è stata poi ampliata la durata dell'operatività giornaliera e, con essa, gli intervalli lavorativi comuni alle differenti zone orarie (grafico 1).

... nonché del numero e dell'entità dei pagamenti da regolare

Il secondo approccio ha avuto come obiettivo la riduzione dei flussi di regolamento tra le controparti associati agli impegni originari. A ciò si è arrivati principalmente grazie a iniziative del settore privato, mirate ad elaborare accordi bilaterali e multilaterali per il netting delle operazioni in cambi, cui si sono accompagnate modifiche legislative per il recepimento di tali accordi. Negli schemi bilaterali, quali FXNET, le transazioni sono compensate giornalmente per coppia di controparti, dando luogo a un unico pagamento per

---

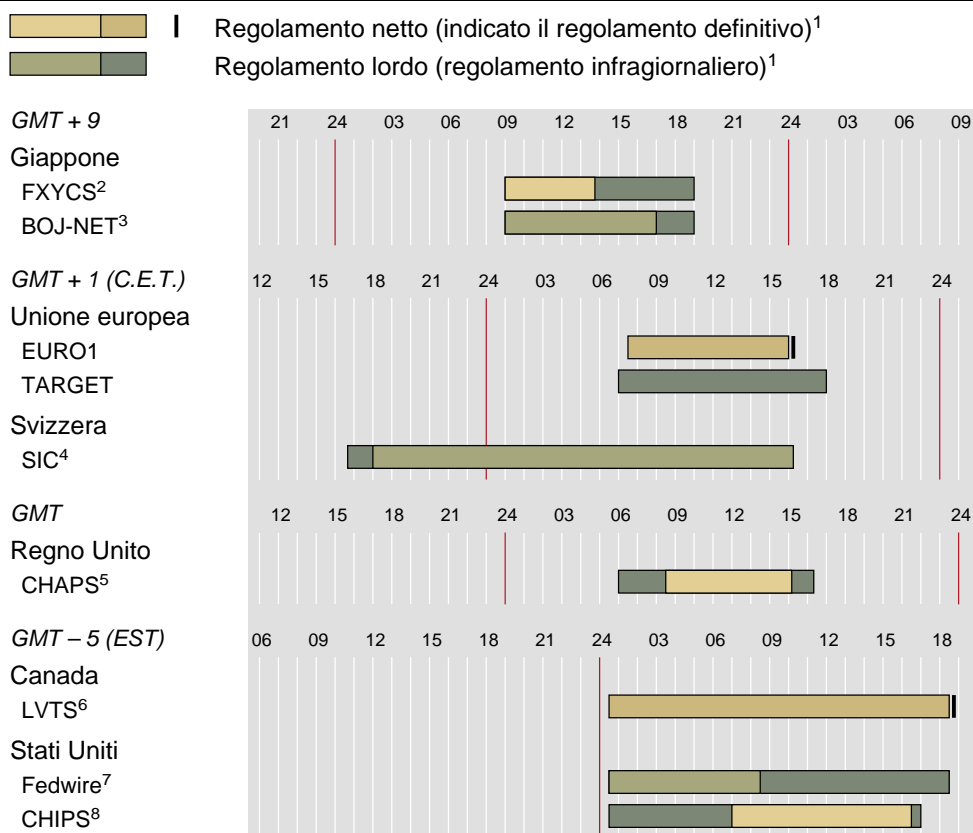
<sup>6</sup> Fonti: BRI (2002); Federal Reserve Bank of New York (citata dalla Bond Market Association); NYSE.

<sup>7</sup> Per un'analisi dettagliata delle problematiche relative al rischio di regolamento, cfr. CSPR (1993, 1996, 1998).

<sup>8</sup> Essi non si proponevano di modificare la convenzione di mercato per le transazioni a pronti, in base alla quale tali operazioni vengono regolate due giorni dopo la stipula del contratto, poiché tale convenzione non ha implicazioni per il rischio di regolamento.

## Orari operativi di alcuni sistemi di trasferimento interbancario di fondi di grande ammontare

per lo stesso giorno di valuta



<sup>1</sup> L'area ombreggiata più chiara rappresenta gli orari operativi del 1993, mentre la superficie totale di entrambe le aree ombreggiate quelli del novembre 2002. Nel 1993 FXYCS, CHAPS e CHIPS facevano uso di un sistema di regolamento netto, ma da allora sono passati al regolamento lordo (FXYCS a un sistema che si avvale di entrambe le modalità DNS e RTGS, cfr. nota 2 di seguito; CHIPS a un sistema ibrido, cfr. nota 8 di seguito). <sup>2</sup> Sebbene nel 1998 FXYCS abbia introdotto la modalità RTGS dalle 09:00 alle 17:00, la quasi totalità dei pagamenti viene gestita secondo la modalità DNS. Da maggio 2002 l'orario di chiusura dell'RTGS è stato esteso dalle 17:00 alle 19:00 per i partecipanti che ne abbiano fatto richiesta; la chiusura può essere rinviata alle 20:00, se necessario. <sup>3</sup> Da maggio 2002 l'orario di chiusura del sistema è stato esteso dalle 17:00 alle 19:00 per i partecipanti che ne abbiano fatto richiesta; la chiusura può essere rinviata alle 20:00, se necessario. <sup>4</sup> L'orario operativo è stato esteso nel 2002. <sup>5</sup> L'orario operativo è stato esteso all'inizio del 1999. <sup>6</sup> Il periodo per la costituzione/valutazione delle garanzie, la fissazione di limiti bilaterali, ecc. inizia alle 00:30, lo scambio delle istruzioni di pagamento alle 01:00. <sup>7</sup> L'orario operativo è stato esteso nel 1997. <sup>8</sup> Una quota sostanziale (in termini di valore) dei pagamenti giornalieri è in pratica compensata tramite netting bilaterale o, in alcuni casi, multilaterale, anteriormente al regolamento. Tuttavia, la maggioranza dei pagamenti (in termini di numero) è regolata su base lorda. Regolamento definitivo infragiornaliero.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 1

ciascuna valuta e per ciascuna controparte. Un accordo multilaterale di compensazione, ECHO, è stato altresì operativo per alcuni anni nel decennio scorso. Gli ammontari dovuti dai partecipanti a tale sistema venivano compensati giornalmente tramite una clearing house, il che dava origine a un unico pagamento, a credito o a debito della stanza, per ogni partecipante e per ogni valuta. Si stima che il netting multilaterale abbia portato a una contrazione

del 70% dei flussi di regolamento interessati dalla sua applicazione, rispetto alla riduzione del 50% ottenuta con sistemi bilaterali (CSPR, 1998).

Ma il rischio di regolamento è rimasto importante

Sebbene tali misure abbiano ridotto l'entità o la durata delle esposizioni al rischio, e certamente attenuato le pressioni sulla liquidità, esse non hanno tuttavia permesso di conseguire la simultanea definitività dei pagamenti ricevuti. Queste iniziative hanno pertanto contribuito a ridurre il rischio di regolamento, senza però eliminarlo completamente.

## CLS Bank

L'approccio pagamento contro pagamento

A metà degli anni novanta, nell'intento di affrontare il problema del rischio di regolamento, un gruppo di importanti operatori del mercato valutario – le "G20 banks" – ha cominciato a lavorare a una soluzione fondata sul principio pagamento contro pagamento ("Payment-Versus-Payment", PVP). Secondo tale principio, le due contropartite di una transazione vengono perfezionate simultaneamente e in modo tale che il regolamento di una non possa avvenire senza il regolamento dell'altra. Nel 1997 le banche del G20 hanno creato un'istituzione finanziaria a finalità specifica, CLS Bank International, allo scopo di sviluppare la soluzione prescelta.

Avvio di CLS Bank nel settembre 2002

Nel settembre 2002 CLS Bank ha iniziato a operare, regolando transazioni in sette valute: dollaro USA, euro, yen, sterlina, franco svizzero, dollaro canadese e dollaro australiano<sup>9</sup>. A metà novembre 2002 CLS contava 67 azionisti, principalmente grandi banche internazionali. Nei primi due mesi di operatività il volume delle transazioni regolate dal sistema è aumentato rapidamente (grafico 2).

Diverse categorie di partecipanti

Gli operatori possono utilizzare il sistema CLS in modi diversi, a seconda che essi siano partecipanti diretti ("settlement members") o terzi utilizzatori ("third parties"). I primi detengono presso CLS Bank conti di regolamento multivalutari e possono sottoporre direttamente al sistema istruzioni di pagamento per conto proprio o della loro clientela; essi sono peraltro tenuti a fornire i fondi necessari al regolamento delle operazioni. I partecipanti diretti devono essere azionisti di CLS. Ai "settlement members" è inoltre consentito di offrire servizi a terze parti: pur continuando a rivestire il ruolo di obbligati principali, essi sottopongono i dettagli delle transazioni che devono essere regolate per conto della propria clientela. CLS Bank non entra però in nessun rapporto con i terzi utilizzatori, per cui l'eventuale mancato adempimento da parte di uno di essi delle obbligazioni nei confronti di un "settlement member" non produce conseguenze dirette per l'istituzione.

Il regolamento si articola in varie fasi

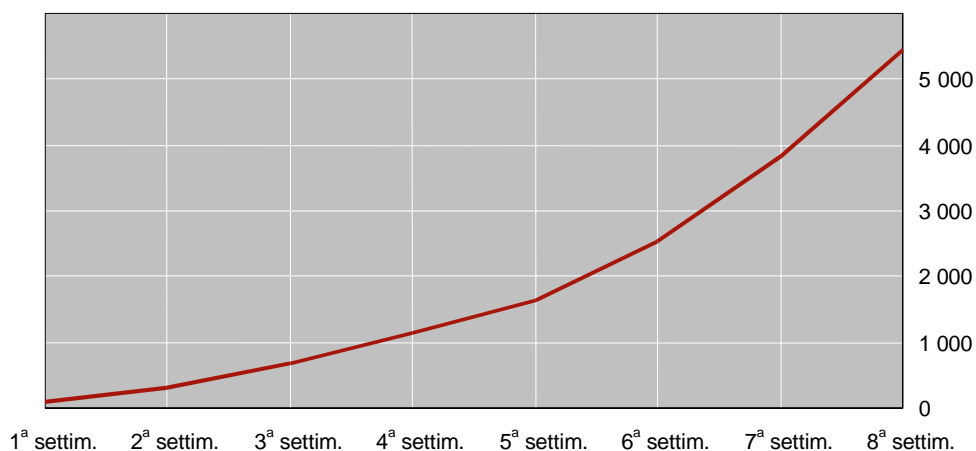
Nel sistema CLS il regolamento si articola in varie fasi<sup>10</sup>. All'inizio del processo i partecipanti inviano i dettagli delle operazioni da regolare,

<sup>9</sup> Le prossime valute a far parte del sistema dovrebbero essere corona svedese, corona norvegese, corona danese, dollaro di Hong Kong, dollaro neozelandese e dollaro di Singapore.

<sup>10</sup> Il presente studio si limita ad analizzare il caso dei partecipanti diretti. Per una descrizione più dettagliata del processo di regolamento nel sistema CLS, si veda anche Bronner (2002).

## Valore lordo cumulativo dei pagamenti regolati tramite CLS Bank

in miliardi di dollari USA



Fonte: CLS Group.

Grafico 2

normalmente entro le 00:00 C.E.T. del giorno di regolamento. Sulla base di tutte le istruzioni ricevute, CLS Bank calcola quindi per ogni partecipante la posizione debitoria/creditoria netta in ogni valuta e alle 6:30 C.E.T. redige uno schema orario di pagamento per ogni partecipante. I pagamenti a CLS Bank sono effettuati tra le 7:00 e le 12:00 C.E.T., nel rispetto di rigorose scadenze orarie. Almeno una parte di questo lasso di tempo rientra nell'orario operativo di sei dei sette sistemi RTGS utilizzati per effettuare pagamenti da e verso CLS Bank. In Australia i pagamenti CLS avvengono durante una speciale sessione serale del sistema dei pagamenti. Ogni partecipante diretto detiene presso CLS Bank un unico conto multivalutario, suddiviso in sottoconti per ciascuna delle sette valute. Il sistema regola ogni transazione a valere su tali conti, accreditando l'acquirente per la valuta in acquisto e addebitando contemporaneamente la controparte per la valuta in vendita. I pagamenti tra partecipanti diretti e CLS Bank sono effettuati attraverso il sistema di pagamento locale, utilizzando il conto che CLS Bank detiene per ogni valuta presso la rispettiva banca centrale.

Il sistema CLS opera una netta distinzione tra il regolamento delle transazioni e la fornitura di fondi, ovvero il trasferimento di valuta tra partecipanti diretti e CLS Bank. Le transazioni tra i partecipanti sono regolate su base *lorda* sui conti di CLS, mentre le banche aderenti devono finanziare unicamente le proprie posizioni *nette* sui conti intrattenuti da quest'ultima presso la banca centrale.

È probabile che il sistema CLS avrà importanti ripercussioni per le banche attive sui mercati valutari. La concezione stessa del sistema, e in particolare gli schemi di finanziamento, potrebbero generare elevati guadagni di efficienza. Secondo le simulazioni condotte da CLS Bank, in periodi normali circa il 90% di tutte le operazioni in cambi potrebbe essere regolato in meno di un'ora. Tuttavia, questi vantaggi avranno come contropartita un aumento delle pressioni sulla gestione della liquidità delle banche, a causa della rigidità dei

L'impatto di CLS sui mercati valutari



tempi previsti per i pagamenti e del fatto che un gran numero di operazioni sarà regolato al di fuori del normale orario operativo, in particolare per alcune valute.

### *CLS elimina il rischio di regolamento?*

Una questione fondamentale riguarda gli effetti prodotti da CLS sui rischi connessi con il regolamento valutario. Al fine di comprendere tali effetti, è utile analizzare il potenziale impatto del sistema sulle due componenti del rischio di regolamento, ovvero il rischio di credito e il rischio di liquidità.

Il rischio di credito  
viene eliminato ...

CLS permette di annullare il rischio di credito ad eccezione di circostanze decisamente estreme. Nel caso di inadempienza di una controparte, i partecipanti diretti non subiscono in genere perdite di capitale. Il meccanismo utilizzato da CLS a questo scopo si basa sul principio PVP e sulla regola del saldo contabile positivo. Conformemente a tale regola, i partecipanti diretti devono presentare in ogni momento un saldo complessivo (che consideri cioè l'insieme delle valute) non negativo sui conti detenuti presso CLS Bank<sup>11</sup>. L'idea sottostante è che, nel caso di inadempienza di un aderente, CLS Bank non risulti in posizione creditoria nei suoi confronti e disponga pertanto di fondi sufficienti a pagare gli altri partecipanti.

Al fine di evitare che i saldi complessivi diventino negativi a causa di andamenti sfavorevoli dei tassi di cambio durante il processo di regolamento, CLS Bank si avvale di due meccanismi. In primo luogo, essa applica degli "scarti" ai tassi di cambio utilizzati per calcolare il saldo complessivo di ogni aderente<sup>12</sup>. Gli scarti riducono il valore positivo delle posizioni lunghe dei partecipanti e aumentano il valore negativo delle loro posizioni corte. In secondo luogo, gli eventuali saldi negativi nelle singole valute sono soggetti all'applicazione di limiti, che riguardano ciascuna divisa di regolamento<sup>13</sup>.

... eccetto in casi  
decisamente  
estremi

Ciononostante, nel sistema permane un certo rischio di credito residuale, nella misura in cui sussiste la possibilità che CLS Bank presenti un'esposizione creditoria nei confronti di un partecipante inadempiente e che per gli aderenti "superstiti" scattino le obbligazioni previste nel quadro di uno schema per la ripartizione delle perdite. Ciò potrebbe verificarsi soltanto in circostanze eccezionali, nel caso in cui l'entità del saldo negativo in una o più valute del partecipante insolvente si associ a un movimento infragiornaliero dei relativi tassi di cambio talmente ampio che gli scarti non sono più sufficienti a garantire che il saldo complessivo della banca inadempiente resti positivo. In questo caso estremo, l'ammontare dovuto da CLS Bank ai partecipanti potrebbe eccedere quello aggregato in valuta da essa detenuto. Al fine di proteggersi da una tale eventualità, CLS Bank prevede dispositivi di

---

<sup>11</sup> Ciò equivale a dire che, nel complesso, i "settlement members" non possono presentare scoperti di conto infragiornalieri. Alla fine di ogni giornata, il loro saldo sui conti presso CLS Bank sarà comunque pari a zero.

<sup>12</sup> Uno scarto rappresenta la differenza tra il valore di mercato di un titolo e il suo valore di garanzia (CSPR, 2001).

<sup>13</sup> Si tratta dei cosiddetti "limiti alle posizioni corte". CLS Bank impone altresì limiti complessivi a tali poste, che rappresentano il massimale consentito al totale delle posizioni corte. I limiti complessivi si applicano a ciascun partecipante al regolamento.

ripartizione delle perdite tra i partecipanti “superstiti”<sup>14</sup>, che le dovrebbero permettere di reperire le risorse necessarie senza dover ricorrere a fonti esterne.

Gli effetti sul rischio di liquidità sono più complessi. In primo luogo, relativamente alle transazioni già regolate sui libri di CLS Bank, sono previsti particolari schemi che permettono alla società di perfezionare i pagamenti nel caso di inadempienza di un partecipante debitore. La regola del saldo contabile positivo garantisce la disponibilità di fondi sul conto di tale partecipante. Essa si applica tuttavia all'insieme delle valute, e non a ognuna di esse. Pertanto, non è detto che CLS Bank sia in grado di pagare gli altri partecipanti nelle divise dovute. Per ovviare a tale difficoltà, la società ha concordato con importanti operatori privati facilitazioni di liquidità, che le consentono all'occorrenza di effettuare swap di valuta.

Se è vero che il sistema CLS riduce significativamente il rischio di liquidità, le facilitazioni previste non sono tuttavia sufficienti ad eliminarlo completamente per le transazioni regolate, e questo per vari motivi. In primo luogo, tali facilitazioni sono limitate. I loro ammontari sono collegati ai massimali sui saldi negativi nelle singole valute, in modo tale per cui il meccanismo è quantomeno in grado di far fronte all'inadempienza di un partecipante e di un fornitore di liquidità. Tuttavia, gli schemi previsti non sono necessariamente adeguati nel caso in cui nella stessa giornata si verificano più inadempienze. In tali estreme circostanze, CLS Bank potrebbe vedersi costretta a effettuare pagamenti ad alcuni membri in valute diverse da quelle dovute. Questo problema potrebbe in teoria essere acuito dalla possibilità concreta che i principali operatori sui mercati dei cambi siano *allo stesso tempo* partecipanti diretti e fornitori di liquidità in alcune valute. Per ovviare a questa eventualità, CLS dispone di risorse che le permettono di far fronte all'inadempienza del più grande partecipante diretto suo debitore, persino nel caso in cui questi si configuri anche come il maggiore fornitore di liquidità in ogni valuta.

CLS non garantisce di poter regolare tutte le transazioni ad essa sottoposte nel caso in cui un partecipante non ottemperi al pagamento nei tempi previsti. In tali circostanze, alcune transazioni potrebbero non essere regolate in giornata, e il calcolo dei saldi debitori e creditori degli altri aderenti dovrà essere rivisto di conseguenza. La possibilità di repentine modifiche ai tempi previsti per i pagamenti richiede da parte degli aderenti un elevato grado di sofisticatezza nella gestione della liquidità.

Per facilitare questo compito riducendo gli ammontari attesi degli esborsi, gli aderenti possono avvalersi di uno strumento chiamato “in/out swap”, che consente di abbinare un partecipante che si trovi ad essere contestualmente debitore e creditore nei confronti di CLS Bank per ingenti somme in una valuta con un altro che si trovi in posizione speculare. Tale strumento agevola l'attività di gestione della liquidità, ma reintroduce un elemento di rischio,

Previsti meccanismi per ridurre il rischio di liquidità ...

... ma non sono sufficienti a eliminarlo

---

<sup>14</sup> I partecipanti diretti conserveranno altresì in certa misura l'esposizione creditoria verso i rispettivi terzi utilizzatori. Tale questione non è trattata nel presente saggio (si veda la nota 10).

giacché le componenti “out” degli swap sono perfezionate attraverso i tradizionali mezzi di regolamento e, pertanto, soggette ai tradizionali rischi di regolamento.

Se da un lato il sistema CLS elimina in pratica il rischio di credito e riduce notevolmente il rischio di liquidità, dall'altro esso impone requisiti tecnici altamente sofisticati sia al sistema che agli aderenti. Ciò è particolarmente vero se si considera la rigidità dei tempi previsti per i pagamenti. Eventuali difficoltà operative presso una banca partecipante o un sistema di pagamento nazionale potrebbero avere importanti ripercussioni. L'introduzione di CLS modifica pertanto sia la natura delle potenziali fonti di problemi operativi, sia i canali di un loro possibile impatto. Inoltre, non si conoscono ancora gli effetti che i requisiti previsti per i pagamenti prioritari di grande ammontare avranno sui singoli sistemi RTGS nazionali e, di conseguenza, sul sistema bancario nel suo complesso.

## Conclusioni

Le turbative causate ai sistemi di pagamento dal collasso di Bankhaus Herstatt nel 1974 e la crescita dei mercati valutari hanno messo in evidenza le implicazioni sistemiche del rischio di regolamento. Negli ultimi due decenni varie iniziative sono state intraprese al fine di migliorare le capacità del sistema bancario di contenere tale rischio, principalmente accorciando l'intervallo tra le due fasi di una transazione e predisponendo meccanismi atti a ridurre i flussi di regolamento tra le controparti. Progressi significativi sono stati realizzati più di recente con l'avvio di CLS Bank, un servizio creato da operatori del settore privato, che offre agli aderenti il regolamento simultaneo di entrambe le contropartite di una transazione in cambi a valere sui conti della banca stessa.

Il sistema CLS potrebbe potenzialmente avere un impatto considerevole sul regolamento delle operazioni in cambi. Esso è strutturato in modo da ridurre significativamente i rischi di credito e di liquidità, e aumentare l'efficienza delle operazioni di regolamento. Tuttavia, una parte di questi rischi potrebbe non essere eliminata dal sistema bancario nel suo complesso. In particolare, per effetto delle rigide scansioni temporali previste, della tempestività richiesta per i pagamenti e dell'aggancio a sistemi RTGS situati in diversi fusi orari del pianeta, il sistema CLS potrebbe incentivare una più efficace gestione del rischio operativo e impegnare sempre più le grandi istituzioni e l'intero sistema bancario nel difficile compito di gestire la liquidità.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, marzo.

Bronner, M. (2002): “The CLS™ system: reducing settlement risk in foreign exchange transactions”, *Financial Stability Review*, Banca di Francia, novembre.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1993): *Central bank payment and settlement services with respect to cross-border and multi-currency transactions*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, settembre.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1996): *Rischio di regolamento nelle operazioni in cambi*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, marzo.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (1998): *Reducing foreign exchange settlement risk: a progress report*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (2001): *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (2002): *Statistics on payment and settlement systems in selected countries*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, luglio.

Remolona, E., R. Cantor, M. Gaske, L. Hargraves, L. Schwartz e V. Stein (1990): "How safety nets work", *Central Banking*, estate.

## Rischio di tasso d'interesse e margine d'interesse netto delle banche<sup>1</sup>

Negli ultimi anni banche e autorità di vigilanza hanno dedicato una considerevole quantità di tempo e di mezzi all'elaborazione di sistemi per il monitoraggio e la gestione del rischio di tasso d'interesse (di seguito denominato "rischio d'interesse")<sup>2</sup>. Il presente contributo monografico analizza la componente specifica di tale rischio che deriva dagli effetti delle variazioni dei tassi di mercato sul margine d'interesse netto delle banche.

Questi effetti possono essere molto ingenti se il rischio d'interesse non è gestito in modo adeguato. Ad esempio, la crisi delle "secondary banks" nel Regno Unito durante gli anni settanta fu almeno in parte dovuta al finanziamento di impieghi relativamente a lungo termine con passività a breve<sup>3</sup>. Analogamente, il finanziamento di prestiti ipotecari a tasso fisso e con scadenze lunghe mediante depositi a risparmio si tradusse in un drastico calo dei margini netti d'interesse per le casse di risparmio USA nei primi anni ottanta, allorché i tassi di mercato salirono a massimi storici e la curva dei rendimenti subì un'inversione. I proventi netti da interessi di tali istituzioni risultarono addirittura *negativi* per ben due anni, dopo aver sfiorato una media dell'1,5% nel corso del precedente decennio (FHLBB, 1984).

Le risultanze presentate in questo articolo mostrano, per contro, che in generale le banche commerciali dei dieci paesi industriali considerati hanno gestito la propria esposizione ai movimenti della curva dei rendimenti in modo da limitarne gli effetti sul margine netto. Pertanto, sebbene le fluttuazioni di questo parametro costituiscano potenzialmente un importante fattore di incertezza per la redditività bancaria – e possano senz'altro avere conseguenze avverse per determinate istituzioni –, sembra improbabile che le variazioni dei tassi d'interesse siano in grado di compromettere la solidità del settore bancario attraverso i loro effetti sui proventi netti dell'intermediazione creditizia.

La sezione seguente delinea gli aspetti di fondo del rischio d'interesse nell'attività bancaria e i metodi impiegati per la sua stima. Data la limitatezza

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dall'autore in questo articolo non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringrazia Gert Schnabel per la preziosa assistenza nella ricerca dei dati.

<sup>2</sup> Per un'analisi dettagliata del rischio d'interesse, cfr. CBVB (2001) e, per una prospettiva più ampia sulla vigilanza bancaria, CBVB (1997).

<sup>3</sup> Per una trattazione di questa crisi, cfr. Remolona et al. (1990).

dei dati, lo studio si concentra sugli effetti dei tassi di mercato sui rendimenti medi delle attività e delle passività, nonché sul margine netto d'interesse. La sezione successiva presenta i risultati empirici, mentre quella finale espone alcune conclusioni e precisazioni.

## La valutazione del rischio d'interesse

Il rischio d'interesse di una banca rispecchia la misura in cui la sua situazione economico-finanziaria è influenzata da variazioni inattese dei tassi di mercato. Vi sono due diversi metodi per considerare tali effetti. Il primo si basa sull'impatto dei movimenti dei tassi sul *valore* delle attività, delle passività e delle posizioni fuori bilancio (incluse eventualmente quelle non valutate ai prezzi correnti a fini di segnalazione), e perviene in tal modo a una stima complessiva degli effetti delle variazioni dei tassi di mercato sul valore economico della banca. Il secondo si focalizza sulle conseguenze di tali variazioni sui *flussi monetari* futuri. Poiché il valore attuale dei flussi monetari deve corrispondere al valore economico della banca, i due metodi sono compatibili ed entrambi potenzialmente utili. Ad esempio, l'assottigliarsi dei flussi monetari può evidenziare incipienti problemi di liquidità; per converso, un forte calo del valore economico può implicare uno stato di insolvenza, anche se le operazioni continuano a fornire mezzi liquidi nel breve periodo. In ciascun caso sarebbero opportune misure correttive da parte sia del management sia delle autorità.

Per valutare direttamente l'esposizione di una banca al rischio d'interesse utilizzando uno di questi metodi sarebbe necessario disporre di informazioni dettagliate su vari potenziali fattori di rischio (cfr. il riquadro "Fonti del rischio d'interesse" a fronte). Naturalmente, occorrerebbero dati sulle condizioni di prezzo applicate alle attività e alle passività, compresi i periodi di ridefinizione delle stesse e i tassi base; questi dati dovrebbero inoltre essere integrati da informazioni sugli aggiustamenti di prezzo che la banca presumibilmente attuerebbe, ove avesse questa discrezionalità, in caso di variazioni dei tassi di mercato, nonché sulla probabilità che la clientela decidesse di rimborsare prestiti o ritirare fondi anticipatamente a seguito di tali variazioni. Sarebbero infine necessarie informazioni sufficienti per stimare le altre potenziali fonti di rischio, fra cui la sensibilità dei ricavi per commissioni e delle esposizioni fuori bilancio.

A prescindere dalla sua complessità intrinseca, questo metodo diretto è difficile da applicare per il ricercatore, mancando le necessarie informazioni. In molti paesi i dati sui periodi di ridefinizione del prezzo sono scarsi, e nonostante i considerevoli studi compiuti su determinate categorie di depositi e prestiti, le informazioni in merito sono tutt'altro che complete<sup>4</sup>. Infine, la misura in cui i clienti si avvalgono delle opzioni incorporate in taluni contratti bancari è in genere difficile da stimare, sempre a causa della carenza di dati<sup>5</sup>.

La valutazione diretta del rischio d'interesse delle banche ...

... può richiedere una grande quantità di informazioni ...

... che i ricercatori possono avere difficoltà a ottenere

<sup>4</sup> Cfr. Banking Supervision Committee (2000) per i risultati più recenti.

<sup>5</sup> Esiste un esteso lavoro di analisi sul profilo dei rimborsi anticipati di ipoteche residenziali negli USA, ma anche in questo ambito è presumibile che gli effetti sulle singole banche dipendano molto dalle specificità del pool di prestiti. Cfr., ad esempio, Stanton (1996).

## Fonti del rischio d'interesse

Il rischio d'interesse si può presentare sotto varie forme: rischio di ridefinizione del tasso, rischio di curva dei rendimenti e rischio di base. Una banca è esposta al rischio di ridefinizione del tasso allorché la remunerazione media delle attività reagisce in misura differente ai movimenti dei tassi di mercato rispetto a quella sulle passività. Tale diversa sensibilità è imputabile a varie asimmetrie nella struttura degli impieghi e della provvista. Primo, i crediti e i debiti a tasso fisso possono avere scadenze difformi. Secondo, i crediti e i debiti a tasso variabile possono prevedere una diversa periodicità nella revisione delle condizioni di prezzo, e tassi base con scadenza analoga ai rispettivi periodi (ad esempio, crediti con revisione annuale basata su un tasso a un anno e depositi con revisione trimestrale basata su un tasso a tre mesi). Terzo, i crediti e i debiti a tasso variabile possono avere tassi base con diversa scadenza (ad esempio, un tasso a lungo termine per i primi e un tasso a un anno per i secondi, entrambi con revisione annuale). Quarto, in molti paesi il tasso applicato a talune attività e passività (ad esempio, certi crediti al dettaglio e depositi a risparmio) può essere aggiustato a discrezione dalla banca, sicché la politica adottata da quest'ultima determina di fatto il profilo di prezzo di questi strumenti. Le decisioni in questi casi dipenderanno presumibilmente da vari fattori, oltre ai tassi di mercato, fra cui il comportamento atteso della clientela e l'intensità della concorrenza. Infine, i clienti hanno talora la facoltà di rimborsare prestiti o ritirare depositi a un costo basso o nullo, e pertanto la scelta di questi clienti influenzerà l'entità dell'aggiustamento medio di prezzo delle attività e delle passività in risposta alle variazioni dei tassi di mercato<sup>1</sup>.

Ma anche se l'aggiustamento è simmetrico, la banca può comunque essere esposta a un rischio di curva dei rendimenti, ossia al rischio che una modifica della curva stessa produca effetti disuguali sulle attività e sulle passività. Ad esempio, nell'ipotesi di revisione annuale del prezzo da entrambi i lati, se un tasso base a medio termine sulle attività è controbilanciato da un mix di tassi a breve e a lungo termine sulle passività, un inarcamento della curva (ossia, un aumento dei tassi a medio termine in relazione a quelli per le scadenze a breve e a lunga) può far accrescere la remunerazione degli impieghi rispetto al costo medio della raccolta.

Le attività e passività con periodicità di revisione e scadenza del tasso base analoghe possono comunque comportare un rischio d'interesse, data la possibilità che i due tassi base si muovano inaspettatamente in modo difforme per cause connesse con il rischio di credito o la liquidità. Ad esempio, la remunerazione dei crediti potrebbe essere collegata al rendimento dei titoli di Stato, mentre quella dei depositi potrebbe basarsi su un tasso interbancario (ad esempio, il Libor). In questo caso, uno shock che accresca la domanda di strumenti sicuri e liquidi potrebbe far innalzare i rendimenti degli strumenti privati rispetto a quelli dei titoli pubblici, aumentando così il costo relativo delle passività.

Un'ulteriore fonte di rischio è la sensibilità dei ricavi non da interessi alle variazioni dei tassi di mercato. Ad esempio, un calo dei tassi ipotecari potrebbe innescare rimborsi anticipati che ridurrebbero il portafoglio prestiti e, con esso, gli introiti per commissioni<sup>2</sup>. Un aspetto forse ancora più importante, almeno per le istituzioni maggiori, è la potenziale esposizione a un significativo rischio d'interesse incorporata nelle poste fuori bilancio, siano esse costituite in funzione di copertura delle relative posizioni di bilancio o risultanti dall'attività di negoziazione sui mercati degli strumenti derivati.

Nella pratica, le banche presentano generalmente una combinazione delle suddette forme di rischio d'interesse, le quali possono sia neutralizzarsi sia rafforzarsi a vicenda. Ed è proprio la complessità di tale combinazione di fattori a rendere difficile la gestione del rischio d'interesse.

---

<sup>1</sup> Un esempio tipico è il rifinanziamento relativamente poco costoso delle ipoteche negli Stati Uniti. Per una trattazione delle cause e delle conseguenze del fenomeno, cfr. Deep e Domanski (2002). <sup>2</sup> In alcuni casi, tuttavia, le commissioni connesse con l'attività di credito sono contabilizzate pro rata temporis fra i proventi da interessi.

Alla luce di tali difficoltà, nel presente studio viene adottato un approccio più semplice, incentrato sulla relazione empirica fra tassi di mercato e flussi di interessi attivi e passivi delle banche<sup>6</sup>. Osservando l'andamento effettivo di tali flussi e dei margini d'interesse netti è possibile rilevare se movimenti bruschi dei tassi di mercato o configurazioni atipiche della curva dei rendimenti abbiano avuto un impatto significativo sul risultato netto dell'intermediazione creditizia. Questa valutazione tiene anche implicitamente conto del modo in cui le banche hanno deciso di aggiustare il prezzo delle proprie attività e passività, nonché del comportamento effettivo della clientela per quanto concerne i rimborsi e i prelievi anticipati.

Si possono però usare i dati su proventi e oneri da interessi ...

Tale approccio non considera altre potenziali fonti di rischio d'interesse, quali gli effetti sui ricavi da commissioni, sull'utile di negoziazione e sulle esposizioni fuori bilancio. In particolare, potrebbe non essere colto l'effetto dell'eventuale copertura del rischio d'interesse mediante strumenti derivati, come gli swap. Nondimeno, gran parte del rischio d'interesse cui sono esposte le banche deriva verosimilmente da asimmetrie nelle posizioni iscritte in bilancio, e la stima di questa componente del rischio rappresenta un primo importante passo verso una sua valutazione complessiva.

Il procedimento si articola in due fasi. Dapprima sono stimate le relazioni empiriche fra il rendimento medio delle attività e il costo medio delle passività da un lato, e i tassi di mercato a breve e a lungo termine dall'altro<sup>7</sup>. In particolare, le relazioni sono esaminate per accertare se esse si spieghino con asimmetrie significative dei periodi medi di ridefinizione dei prezzi. Vengono quindi testate la pendenza della curva dei rendimenti e le variazioni dei tassi di mercato per determinare se vi sia correlazione con i margini d'interesse netti delle banche.

... per verificare se i tassi di mercato incidono sui margini netti delle banche

## Effetto dei tassi di mercato sui margini d'interesse netti delle banche: evidenza empirica internazionale

È opinione comune fra gli osservatori del mercato finanziario, anche in ambito accademico e giornalistico, che le variazioni dei tassi di mercato e il profilo della curva dei rendimenti abbiano un impatto rilevante sui proventi netti da interessi delle banche. Si ritiene infatti che la remunerazione delle passività sia strettamente collegata ai tassi a breve e venga adattata in modo relativamente rapido alle variazioni di questi ultimi. Per contro, i rendimenti degli impieghi

---

<sup>6</sup> Sebbene gli interessi attivi e passivi non rappresentino, a rigore, flussi monetari (essendo contabilizzati su una base di competenza), essi dovrebbero comunque fornire un valido parametro per stimare il rischio d'interesse.

<sup>7</sup> I dati annui su interessi attivi e passivi, impieghi e capitale delle banche di dieci paesi industriali sono tratti da OCSE (2001). Ove possibile, i tassi di mercato utilizzati sono quelli dei titoli di Stato – così da escludere le variazioni dovute agli spread per il rischio di credito –, e in particolare i rendimenti di mercato secondario sui buoni del Tesoro a tre mesi per il segmento a breve e i rendimenti sulle obbligazioni del Tesoro a dieci anni per quello a lungo termine. I tassi sui BdT sono stati convertiti in rendimenti obbligazionari equivalenti. In Giappone, il tasso a breve è quello dei BdT a due mesi, mentre in altri paesi è il tasso interbancario o un altro tasso privato a tre mesi. Per vari paesi, non essendo disponibile il rendimento su titoli di Stato decennali, sono state impiegate altre scadenze. Per una trattazione della problematica inerente ai dati, cfr. il riquadro a pag. 86.



Secondo molti osservatori, l'attivo è remunerato su tassi a più lungo termine rispetto al passivo ...

... cosicché una curva più ripida accresce i margini

sarebbero piuttosto basati su tassi a più lungo termine e si adeguerebbero con maggiore lentezza ai tassi di mercato<sup>8</sup>. Di conseguenza, ci si attende che il margine d'interesse netto aumenti quando la curva dei rendimenti diventa più ripida per un periodo prolungato poiché, una volta rivedute le condizioni di prezzo degli impieghi e della raccolta, ciò si traduce in un più ampio differenziale fra tassi attivi e passivi. Inoltre, data una certa pendenza della curva dei rendimenti, si ritiene che un aumento dei tassi sia a breve sia a lungo termine comporti una temporanea riduzione del margine netto a causa del più rapido aggiustamento dal lato del passivo<sup>9</sup>.

#### *Comportamento dei rendimenti medi di attività e passività bancarie*

Nelle tabelle 1 e 2 sono indicate le relazioni fra i rendimenti medi su attività e passività bancarie. La prima tabella mostra la relazione di lungo periodo fra rendimenti e tassi di mercato, mentre la seconda riporta gli effetti dinamici di breve periodo prodotti sui rendimenti medi dagli scostamenti dalle relazioni di lungo periodo e dalle variazioni dei tassi di mercato<sup>10</sup>.

Nella maggior parte dei paesi il profilo di lungo periodo dei rendimenti medi sugli impieghi corrisponderebbe a una media ponderata dei tassi a breve e a lunga, entrambi con pesi inferiori a uno (anche la somma dei pesi è in

---

<sup>8</sup> Altri fattori possono influire sul modo in cui i margini netti reagiscono alle variazioni dei tassi di mercato. Ad esempio, l'aggiustamento potrebbe essere stato talvolta limitato da vincoli amministrativi imposti ai tassi sui prestiti o sui depositi. Si può tuttavia ritenere che in seguito alla deregolamentazione sia diminuita l'importanza dei massimali di tasso nei periodi qui considerati. D'altra parte, poiché i tassi nominali non possono scendere al di sotto dello zero, le banche potrebbero non essere in grado di ridurre i tassi sui depositi in risposta a ulteriori cali dei tassi di mercato allorché questi sono a livelli già molto bassi. Ciò si può tradurre in un calo del margine netto (Banking Supervision Committee, 2000 e Silverman et al., 2002). Dato che il problema del limite zero assume rilevanza soprattutto in Giappone, dove però il basso livello dei tassi non pare avere inciso sui margini netti (Oyama e Shiratori, 2001), tale possibilità non viene qui esaminata. Nondimeno, alla luce del forte calo dei tassi d'interesse intervenuto negli ultimi anni in vari paesi, questo fattore potrebbe assumere un'importanza crescente in avvenire.

<sup>9</sup> Per alcuni esempi di questa tesi negli Stati Uniti, cfr. Tomasula (1994), Wiggins (2002), nonché Akella e Greenbaum (1992). Un'ipotesi analoga è avanzata per le banche europee in Banking Supervision Committee (2000). Per contro, Oyama e Shiratori (2001) sostengono che in Giappone i margini netti sono stati poco influenzati dai movimenti dei tassi di mercato o da altri fattori. La presunta dissimmetria di scadenza fra l'attivo e il passivo ha un ruolo cruciale nei modelli di crisi bancarie (Diamond e Dybvig, 1983). È stato anche affermato che il livello molto basso dei tassi a breve nei primi anni novanta e la conseguente forte inclinazione della curva dei rendimenti abbiano accresciuto la redditività delle banche statunitensi (Boyd e Gertler, 1993). Per una discussione in merito, cfr. English e Nelson (1998).

<sup>10</sup> Si ritiene comunemente che i tassi d'interesse siano integrati, e i test Dickey-Fuller incrementati rifiutano l'ipotesi nulla di una radice unitaria in relativamente poche delle 40 serie di rendimenti e tassi impiegate. Di conseguenza, il metodo econometrico segue la procedura in due fasi proposta da Engle e Granger (1991). Le relazioni di lungo periodo, o cointegranti, sono mostrate nella tabella 1, mentre le relazioni di breve periodo, o di correzione dell'errore, appaiono nella tabella 2. Data la scarsa estensione dei campioni di dati annuali, non è possibile considerare i cambiamenti di comportamento delle banche nel corso del tempo, né esaminare le dinamiche di breve periodo con la precisione desiderabile. In particolare, non è escluso che possa esservi un aggiustamento asimmetrico dei rendimenti delle attività e delle passività in risposta ad aumenti e diminuzioni dei tassi di mercato (cfr. Mojon, 2000).

| Relazione di lungo periodo fra rendimenti medi delle attività e delle passività e tassi di mercato |                     |               |                      |               |
|--|---------------------|---------------|----------------------|---------------|
| dati annui   |                     |               |                      |               |
| Paese  | Rendimento attività |               | Rendimento passività |               |
|  | Tasso a breve       | Tasso a lunga | Tasso a breve        | Tasso a lunga |
| Australia  | 0,13                | 0,64          | 0,23                 | 0,41          |
| Canada   | 0,48                | 0,37          | 0,47                 | 0,34          |
| Germania   | 0,23                | 0,56          | 0,38                 | 0,20          |
| Giappone   | 0,25                | 0,44          | 0,17                 | 0,54          |
| Italia   | 0,55                | 0,03          | 0,44                 | -0,00         |
| Norvegia   | 0,61                | 0,06          | 0,62                 | -0,05         |
| Regno Unito  | 0,66                | 0,36          | 0,72                 | 0,08          |
| Stati Uniti  | 0,12                | 0,44          | 0,29                 | 0,36          |
| Svezia   | 0,50                | 0,19          | 0,61                 | -0,00         |
| Svizzera   | 0,58                | -0,04         | 0,65                 | -0,27         |

Tabella 1

genere minore di uno)<sup>11</sup>. I risultati delle regressioni sono sostanzialmente coerenti con i periodi di ridefinizione dei prezzi di durata intermedia. In quasi tutti i paesi vi è un aggiustamento statisticamente significativo verso questa relazione di lungo periodo, a giudicare dai termini di correzione dell'errore riportati nella tabella 2, anche se la rapidità dell'aggiustamento varia ampiamente.

L'importanza relativa dei tassi a breve e a lunga per i rendimenti degli impieghi differisce notevolmente a seconda dei paesi. In quattro di essi – Australia, Germania, Giappone e Stati Uniti – il rendimento ottenuto sulle attività appare più correlato al lungo termine che al breve, indicando un più esteso intervallo medio di revisione o un tasso base più a lunga. Negli stessi paesi anche le dinamiche di breve periodo fanno apparire una quota piuttosto ampia di impieghi basati su tassi a lungo termine, evidenziata dai coefficienti relativamente elevati e statisticamente significativi per la variazione del tasso a lunga nell'equazione di correzione dell'errore.

Da un raffronto di questi risultati con stime dirette della scadenza e dei periodi di ridefinizione del prezzo degli impieghi bancari emergono sia analogie che disparità. Basandosi su dati del 1993 – all'incirca l'anno centrale del periodo campione qui considerato – Borio (1995) aveva riscontrato periodi di ridefinizione relativamente lunghi per Germania, Giappone e Stati Uniti, in linea con i risultati ottenuti nella presente analisi. Tuttavia, egli aveva anche notato

Il rendimento medio sulle attività ...

... appare relativamente a lungo termine in alcuni paesi

<sup>11</sup> Il fatto che la somma dei coefficienti sia inferiore a 1 non sorprende, se si considera che talune attività (come immobili, partecipazioni, avviamento e certi contratti fuori bilancio con valore netto corrente positivo) non comportano introiti per interessi. Dal lato del passivo, alcuni depositi sono remunerati a tassi inferiori a quelli di mercato in quanto forniscono servizi di liquidità non offerti dagli strumenti di mercato. Inoltre, su altre passività (come depositi a vista in certi paesi e contratti fuori bilancio con valore netto corrente negativo) non sono corrisposti interessi. Si noti che in alcuni casi, fra cui in particolare la Svizzera, il coefficiente del tasso a lunga è negativo. Questo risultato anomalo può essere dovuto all'estensione ridotta del campione, nonché a shock peculiari intervenuti nei paesi in questione (cfr. oltre).

## Relazione di breve periodo fra le variazioni dei rendimenti medi delle attività e delle passività e le variazioni dei tassi di mercato

dati annui

| Paese       | Rendimento attività               |                          |                          | Rendimento passività              |                          |                          |
|-------------|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------------------------|--------------------------|
|             | Termine di correzione dell'errore | Variazione tasso a breve | Variazione tasso a lunga | Termine di correzione dell'errore | Variazione tasso a breve | Variazione tasso a lunga |
| Australia   | -0,98**                           | 0,04                     | 0,39*                    | -1,14**                           | -0,00                    | 0,29                     |
| Canada      | -0,97**                           | 0,43**                   | 0,14                     | -0,69**                           | 0,47**                   | 0,09                     |
| Germania    | -0,62**                           | 0,25**                   | 0,27*                    | -0,55*                            | 0,36**                   | 0,15                     |
| Giappone    | -0,80**                           | 0,23                     | 0,48*                    | -0,63*                            | 0,25                     | 0,52*                    |
| Italia      | -0,52**                           | 0,23*                    | 0,08                     | -0,73**                           | 0,21*                    | 0,01                     |
| Norvegia    | -0,60**                           | 0,47**                   | -0,22                    | -0,46*                            | 0,53**                   | -0,23                    |
| Regno Unito | -0,78*                            | 0,51**                   | 0,34                     | -0,53                             | 0,64**                   | 0,02                     |
| Stati Uniti | -0,36                             | 0,28**                   | 0,23*                    | -0,42*                            | 0,36**                   | 0,18                     |
| Svezia      | -1,02**                           | 0,33**                   | 0,28*                    | -0,65*                            | 0,50**                   | 0,03                     |
| Svizzera    | -0,55**                           | 0,35**                   | 0,14                     | -0,45*                            | 0,36**                   | 0,20                     |

Nota: il termine di correzione dell'errore è lo scostamento differito dalla relazione di lungo periodo indicata nella tabella 1.

\* = significativo al livello del 5%. \*\* = significativo al livello dell'1%.

Tabella 2

periodi relativamente brevi per l'Australia, il che non trova conferma nella nostra analisi. Nel caso della Svizzera, la maggior parte delle attività risultava a breve scadenza o con revisione di tasso piuttosto frequente (almeno una volta l'anno), un risultato coerente con i coefficienti indicati nella tabella 1. Tuttavia, Borio notava altresì che la ridefinizione del prezzo di molti crediti a tasso variabile avveniva in riferimento a un tasso di per sé alquanto a lungo termine; ciò sembrerebbe implicare un ruolo maggiore dei rendimenti a lunga rispetto a quello risultante dal presente studio<sup>12</sup>.

Le evidenze empiriche per il tasso medio corrisposto sulle passività sono sostanzialmente analoghe a quelle relative al rendimento delle attività. Anche in questo caso i tassi a lunga paiono avere un ruolo più importante in Australia, Giappone e Stati Uniti, ma non in Germania. In generale, nella determinazione del prezzo vi sarebbe un discreto equilibrio fra attività e passività, a giudicare dall'analogia dei coefficienti dai due lati del bilancio. Tuttavia, in vari paesi – fra cui Australia, Germania, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia – nel rendimento sugli impieghi sembra avere un peso maggiore il tasso a lunga e un peso minore il tasso a breve, rispetto a quanto risulta per la remunerazione delle passività, il che suffraga in certa misura la tesi convenzionale.

### *Il comportamento dei margini d'interesse netti*

I suddetti risultati indicano che in un certo numero di paesi la configurazione dei tassi di mercato dovrebbe influenzare i margini d'interesse netti delle banche. Laddove il rendimento medio degli impieghi è correlato più

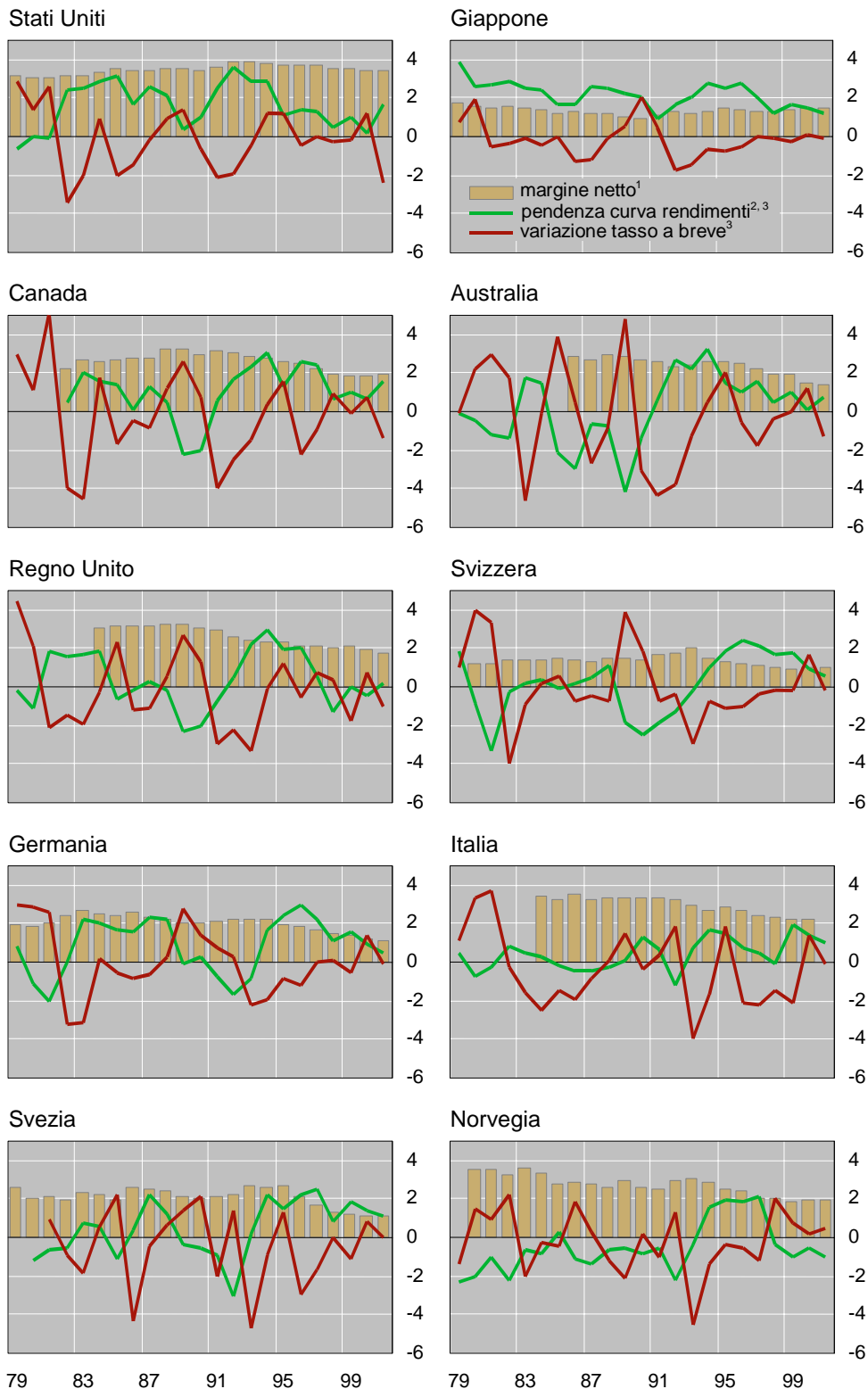
Il rendimento medio sulle passività è generalmente simile a quello sulle attività ...

... ma in certi paesi potrebbero esservi asimmetrie nei tassi di mercato ...

... suscettibili di incidere sui margini

<sup>12</sup> Le discordanze rispetto a Borio (1995) potrebbero derivare in parte dalla più ampia gamma di intermediari considerati nella sua analisi.

## Margine d'interesse netto, curva dei rendimenti e variazioni del tasso a breve termine



<sup>1</sup> In percentuale dell'attivo medio. <sup>2</sup> Tasso a lunga meno tasso a breve. <sup>3</sup> In punti percentuali.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

Grafico 1

strettamente al tasso a lunga rispetto al rendimento medio della raccolta, una curva dei rendimenti ripida dovrebbe comportare margini più elevati. Inoltre, come già detto, è possibile che i rendimenti delle attività e delle passività siano adeguati ai tassi di mercato con diversa rapidità, influenzando così temporaneamente sul margine netto.

Al fine di verificare queste ipotesi, nel grafico 1 sono riportati, per ciascuno dei dieci paesi considerati, il margine d'interesse netto, la pendenza della curva dei rendimenti (data dalla differenza fra il tasso a lunga e quello a breve) e la variazione del tasso a breve<sup>13</sup>. Per la maggior parte dei paesi il grafico non evidenzia una forte correlazione fra queste variabili<sup>14</sup>.

I risultati dei test di regressione mostrati nella tabella 3 forniscono un quadro composito. In cinque dei paesi – fra cui Australia e Regno Unito, dove i precedenti riscontri segnalavano una possibile asimmetria temporale nella fissazione del prezzo per le attività e le passività – non vi sono indicazioni che la pendenza della curva o le variazioni dei tassi a breve e a lunga incidano sui margini d'interesse netti<sup>15</sup>. Pertanto, in questi paesi le banche paiono aver evitato, per lo meno a livello aggregato, esposizioni significative al rischio

I risultati empirici sui margini sono eterogenei ...

| Relazione fra margine d'interesse netto e tassi di mercato |             |                               |                          |                          |
|--|-------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| dati annui   |             |                               |                          |                          |
| Paese  | Lag proprio | Pendenza curva dei rendimenti | Variazione tasso a breve | Variazione tasso a lunga |
| Australia  | 1,10**      | 0,04                          | 0,01                     | 0,03                     |
| Canada   | 0,91**      | -0,05                         | -0,05                    | -0,00                    |
| Germania   | 1,02**      | -0,09**                       | -0,08**                  | 0,05                     |
| Giappone   | 0,81**      | -0,05                         | -0,05                    | 0,00                     |
| Italia   | 0,91**      | -0,05                         | 0,01                     | 0,05                     |
| Norvegia   | 0,84**      | -0,12*                        | -0,06                    | -0,02                    |
| Regno Unito  | 1,06**      | 0,01                          | 0,04                     | -0,06                    |
| Stati Uniti  | 0,82**      | 0,07**                        | -0,00                    | 0,02                     |
| Svezia   | 0,86**      | -0,11**                       | -0,14**                  | 0,13*                    |
| Svizzera   | 0,67**      | -0,08**                       | -0,02                    | -0,10                    |

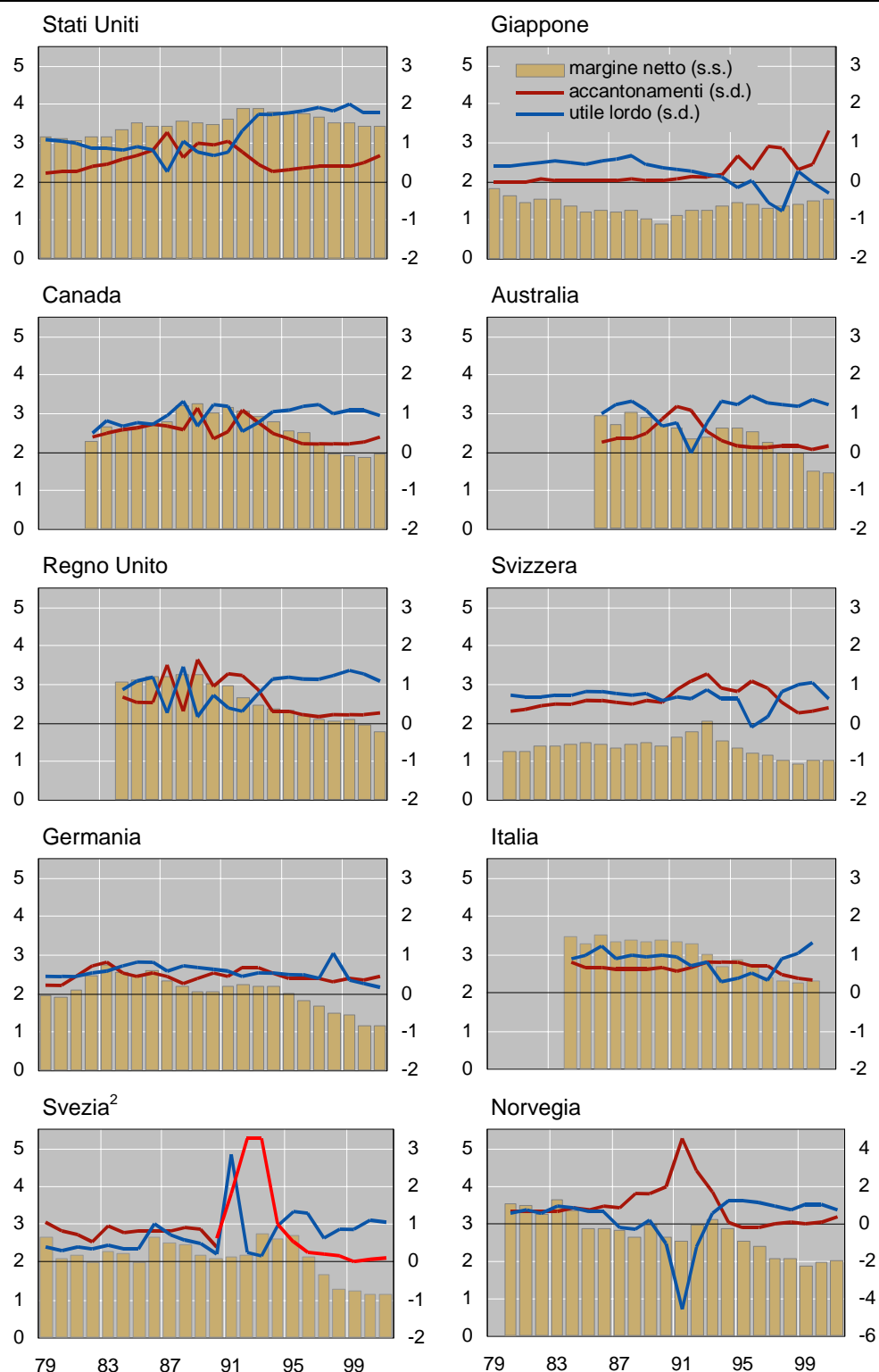
\* = significativo al livello del 5%. \*\* = significativo al livello dell'1%. Tabella 3

<sup>13</sup> Il margine d'interesse netto è definito come reddito netto da interessi in percentuale dell'attivo medio di bilancio. Per una trattazione dei problemi di misurazione, cfr. il riquadro a pag. 86.

<sup>14</sup> Come già detto, ancor meno visibili sono gli effetti delle variazioni del tasso a lunga, forse perché tendono a manifestarsi con lentezza. Per non sovraccaricare il grafico, tali variazioni non sono state rappresentate.

<sup>15</sup> Nel caso dell'Italia, il tasso a breve è significativo se introdotto da solo nella regressione (mentre la pendenza della curva resta non significativa). È possibile che i comovimenti dei tassi a breve e a lunga siano abbastanza forti da rendere difficile l'individuazione degli effetti delle due variabili qualora esse siano compresenti nella regressione, a causa della multicollinearità. Quest'ultima non sembra tuttavia costituire un problema generale, poiché negli altri paesi nessuno dei due tassi mostra un coefficiente significativo se introdotto singolarmente.

## Margine d'interesse netto, accantonamenti per perdite su crediti e utili<sup>1</sup>



<sup>1</sup> In percentuale dell'attivo medio. <sup>2</sup> Una modifica del regime fiscale nel 1991 aveva indotto la dissoluzione di un ingente volume di riserve non tassate in quell'anno e negli anni successivi. Per evitare gli effetti di questa modifica contabile, il grafico riporta gli accantonamenti per il periodo 1979-90 e le perdite su crediti (una componente dei costi non da interessi) per il periodo 1990-2001. Si noti che gli utili bancari nei primi anni novanta risultano fortemente aumentati per effetto della liquidazione delle riserve.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

Grafico 2

d'interesse nel periodo in esame. Soltanto nel caso degli Stati Uniti l'inclinazione della curva mostra la correlazione significativa di segno positivo che supporrebbe la tesi convenzionale. Visti i risultati precedenti, sorprende in certa misura il fatto che la pendenza della curva presenti un nesso significativo, ma di segno inverso, in Germania e Svezia, oltre che in Norvegia e Svizzera. In questi paesi, quindi, mentre gli aumenti dei tassi a breve si associano a una riduzione dei margini netti, in linea con la tesi convenzionale (sebbene non sempre in misura statisticamente significativa), una curva dei rendimenti ripida produce un inatteso influsso negativo.

... forse a causa della brevità delle serie disponibili

La difformità dei risultati può essere dovuta all'estensione relativamente ridotta dei campioni utilizzati. Ad esempio, nella seconda metà degli anni novanta in molti paesi europei i margini d'interesse si sono ridotti in presenza di una curva dei rendimenti alquanto ripida. Tuttavia, il restringimento dei margini potrebbe senz'altro essere dovuto all'accresciuta concorrenza indotta dai cambiamenti tecnologici e regolamentari piuttosto che alla forma della curva<sup>16</sup>. I risultati riscontrati per questi paesi potrebbero anche essere indicativi di influssi meno perspicui, fra cui forse le operazioni di copertura effettuate dalle banche.

Movimenti ampi e persistenti dei tassi di mercato potrebbero influenzare i margini ...

I coefficienti generalmente elevati delle regressioni sui margini netti d'interesse differiti fanno ritenere che l'aggiustamento alle variazioni dei tassi di mercato e della curva dei rendimenti avvenga, semmai, in modo piuttosto graduale<sup>17</sup>. Di conseguenza, nonostante i bassi coefficienti stimati, un lungo periodo con tassi crescenti o calanti oppure una curva dei rendimenti decisamente ripida o piatta potrebbero produrre notevoli effetti cumulativi sul margine d'interesse netto. Ad esempio, le ampie e persistenti variazioni della curva dei rendimenti USA nei primi anni novanta possono spiegare circa due terzi dell'aumento di 44 punti base registrato dal margine d'interesse delle banche fra il 1990 e il 1993.

... ma tali movimenti sono piuttosto insoliti

Tuttavia, come appare dal grafico 1, movimenti di tale entità della curva dei rendimenti o dei tassi a breve non sono molto comuni. Pertanto, i risultati econometrici indicano che i casi di forti fluttuazioni dei margini d'interesse netti causate dalla dinamica della curva dei rendimenti dovrebbero essere alquanto rari. In effetti, come mostra il grafico 2, le variazioni su base annua dei margini sono state in genere piuttosto modeste se paragonate alle amplissime fluttuazioni degli accantonamenti per perdite su crediti e degli utili complessivi del settore bancario.

## Conclusioni e precisazioni

I predetti risultati indicano che nell'ultimo ventennio circa le banche dei paesi considerati sono riuscite abbastanza bene a limitare l'impatto delle variazioni

---

<sup>16</sup> Per una trattazione dei fattori alla base del restringimento dei margini, cfr. Banking Supervisory Committee (2000).

<sup>17</sup> In alcuni casi (Australia, Germania e Regno Unito) il coefficiente di regressione sul termine sfasato è superiore a 1, il che indicherebbe una dinamica esplosiva. Tuttavia, in nessun caso il coefficiente statisticamente significativo supera l'unità.

dei tassi di mercato sui margini d'interesse netti. Probabilmente, la relativa stabilità dei risultati riscontrata nella presente analisi è in parte dovuta all'orizzonte prevalentemente di breve periodo dell'operatività delle banche commerciali in molti paesi (rispetto a quella di istituzioni come le "building societies" britanniche o le "thrift institutions" USA). I risultati dello studio confermano anche che le banche si sono impegnate a limitare il rischio d'interesse attraverso la selezione degli impieghi e delle fonti di provvista, la manovra dei tassi sui depositi di base e sui crediti al dettaglio, nonché l'attività di copertura.

È possibile che l'analisi non abbia colto taluni effetti delle dissimmetrie nelle scadenze e nei periodi di ridefinizione dei tassi. Nella misura in cui una banca detiene attività e passività denominate in valute estere, sui margini netti potrebbero incidere anche i tassi d'interesse di queste valute. Al tempo stesso, verrebbero a diminuire gli effetti dei tassi d'interesse della moneta nazionale, rendendo più difficile la loro osservazione nei test di regressione qui impiegati. In mancanza di serie più estese e di dati sulla composizione per valuta delle attività e passività bancarie nei vari paesi, è tuttavia assai difficile valutare questo fattore<sup>18</sup>.

Una limitazione più di fondo deriva dal fatto che sia i tassi di mercato che i margini d'interesse netti desiderati dalle banche possono essere influenzati da shock macroeconomici. Si può ipotizzare, ad esempio, che le banche innalzino i margini attesi nei periodi di crescita lenta, di riflesso al presunto maggiore rischio di credito<sup>19</sup>. In queste circostanze, tuttavia, le banche centrali potrebbero senz'altro allentare la politica monetaria a sostegno della domanda aggregata, accentuando così l'inclinazione della curva dei rendimenti. La conseguente correlazione fra i margini bancari e la pendenza della curva indicherebbe allora che il prezzo delle passività viene aggiustato più rapidamente di quello delle attività oppure si basa su tassi di riferimento a più breve termine, anche se ciò non corrisponde al vero. L'analisi di tale questione implicherebbe la modellizzazione dei margini d'interesse desiderati e l'elaborazione di modelli macroeconomici dei paesi considerati per stimare l'impatto degli shock, ma un lavoro di tale portata va oltre le finalità di questo articolo.

L'analisi dei margini d'interesse netti qui presentata tralascia due aspetti potenzialmente importanti. Primo, non si è tentato di stimare se i proventi netti da interessi realizzati dalle banche siano appropriati in relazione alla rischiosità degli impieghi. Si può presumere che la variazione temporale o geografica

---

<sup>18</sup> In alcuni paesi, fra cui in particolare il Canada, le banche dovrebbero detenere notevoli posizioni attive e passive in dollari USA. Se nella regressione riportata nella tabella 3 vengono introdotte misure dei tassi d'interesse USA, almeno una di tali variabili appare statisticamente significativa in quattro paesi, fra cui il Canada. I risultati sono tuttavia molto dissimili, e alcuni dei coefficienti sono di difficile interpretazione. Inoltre, i risultati stessi sono scarsamente affidabili a causa dei pochi gradi di libertà contenuti nelle regressioni e della possibilità che i tassi USA fungano da proxy per più generalizzati shock macroeconomici globali. Nondimeno, tali effetti valutari potrebbero costituire un'interessante materia per future ricerche.

<sup>19</sup> Non è detto tuttavia che ciò avvenga. Infatti, le banche potrebbero ridurre la propria esposizione al rischio decidendo di privilegiare i crediti più sicuri e gli investimenti in titoli di Stato. In questo caso diminuirebbe il margine netto atteso.



della rischiosità attesa dei finanziamenti influisca sui margini. Oltre ai movimenti di natura congiunturale dei premi di rischio sui crediti bancari, sono ipotizzabili variazioni di lungo periodo legate all'evoluzione del settore bancario. Ad esempio, negli ultimi due o tre decenni – durante i quali le banche statunitensi hanno aumentato gli impieghi più rischiosi come i prestiti alle famiglie e ad imprese meno solide – sono saliti sia gli accantonamenti per perdite su crediti sia i margini d'interesse (FDIC, 2001). Per contro, in Giappone i margini non sembrano aver reagito al forte aumento delle sofferenze registrato negli ultimi dieci anni<sup>20</sup>. Il secondo importante aspetto non investigato in questo articolo è la misura in cui il metodo impiegato cela eventuali disparità fra le singole banche o nel corso del tempo. Anche se nella media le istituzioni di un dato paese evitano sbilanci fra attività e passività in fase di revisione del tasso, è possibile che singole istituzioni, o persino l'intero settore, presentino occasionalmente un'ingente esposizione al rischio d'interesse. Talune banche commetteranno errori, mentre altre potranno talvolta scegliere deliberatamente di sfasare le scadenze per trarre profitto da variazioni attese dei tassi d'interesse. Più in generale, il margine netto del settore bancario può risultare esposto ai movimenti dei tassi di mercato per un certo periodo qualora un ampio numero di istituzioni, presumibilmente in risposta ad analoghi segnali del mercato, decida di assumere posizioni simili. Si aggiunga infine che, anche quando sono protette dal rischio direttamente connesso con l'intermediazione creditizia, le istituzioni bancarie restano esposte ad altre potenziali fonti di rischio d'interesse. Di conseguenza, le banche e le autorità di vigilanza devono seguire attentamente gli sviluppi che potrebbero causare un'eccessiva esposizione ai movimenti dei tassi d'interesse di mercato.

---

<sup>20</sup> Per una trattazione delle possibili cause dell'assenza di aggiustamento in Giappone, cfr. Oyama e Shiratori (2001).

## Problemi inerenti ai dati e alla misurazione

L'analisi comparata a livello internazionale dei margini d'interesse e dei rendimenti medi sulle attività e passività è resa difficile dalla difformità delle regole contabili (per quanto concerne, ad esempio, gli accantonamenti per perdite su crediti, i compensi di partite e i criteri di valutazione), nonché dalle differenze in termini di operatività. Al fine di minimizzare gli effetti delle differenze contabili si è fatto uso delle serie statistiche annuali dell'OCSE, che sono il risultato di uno sforzo per migliorare la comparabilità dei dati di bilancio e di conto economico delle banche dei vari paesi membri. Per molti di essi l'OCSE fornisce dati per più di una categoria di istituzioni creditizie, e in questi casi è stata prescelta la serie relativa alle "banche commerciali". Ciò nonostante, potrebbero permanere importanti differenze in termini di copertura statistica e di trattamento contabile, sicché occorre una certa cautela nel raffrontare i margini netti d'interesse tra i diversi paesi.

Il margine d'interesse netto è calcolato come rapporto fra i proventi netti da interessi nell'arco di un anno e l'ammontare medio dell'attivo di bilancio nello stesso periodo (dato dalla media semplice delle attività a inizio e a fine esercizio). Sarebbe stato preferibile impiegare come denominatore il totale delle attività fruttifere d'interesse, ma questo dato non è disponibile nelle serie OCSE.

Il rendimento medio sulle attività è calcolato come rapporto fra i proventi lordi da interessi e l'ammontare medio dell'attivo, la remunerazione media delle passività come rapporto fra gli oneri lordi per interessi e l'ammontare medio dell'attivo meno capitale e riserve. È questa l'unica misura di capitale disponibile nelle serie OCSE.

Poiché il capitale non comporta oneri per interessi, la misura del margine netto qui adottata tende a superare quella alternativa calcolata come differenza fra il rendimento medio sulle attività e il costo medio delle passività (Banking Supervision Committee, 2000). La differenza fra queste due misure varierà nel tempo, in funzione del rapporto capitale/attivo e del costo medio delle passività. In particolare, i cambiamenti dei requisiti di adeguatezza patrimoniale possono influire sui margini dichiarati in quanto modificano i coefficienti effettivi di capitale. Tuttavia, i risultati empirici dell'analisi non cambiano in modo significativo se viene utilizzata la differenza fra rendimenti medi delle attività e delle passività anziché il margine d'interesse netto.

La modifica delle regole contabili in un paese può pregiudicare la comparabilità storica delle misure del rendimento e del margine. Di fatto, in molti casi le statistiche dell'OCSE forniscono soltanto serie relativamente brevi, probabilmente a causa delle difficoltà incontrate dalle autorità nazionali nel costruire dati omogenei per periodi più lunghi. Data la metodologia statistica impiegata in questo studio, il campione è stato limitato ai paesi per i quali sono disponibili serie di almeno 15 anni<sup>①</sup>.

I tassi d'interesse a breve e a lungo termine sono medie annue dei valori giornalieri o di fine mese, a seconda dei dati disponibili.

---

<sup>①</sup> Le serie OCSE iniziano, ove possibile, nel 1979 e i dati pubblicati terminano in generale nel 1998 o nel 1999. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, siamo stati in grado di ottenere dalle autorità nazionali dati comparabili fino al 2001. La brevità delle serie disponibili ha reso impossibile l'inclusione nel campione di paesi che avrebbero presentato un notevole interesse, come in particolare la Francia. Altri paesi hanno dovuto essere esclusi a causa della mancanza di serie sufficientemente estese per i tassi a breve o a lungo termine. Ad esempio, non esiste una serie omogenea di tassi benchmark a lunga per la Spagna prima della fine degli anni ottanta.

## Riferimenti bibliografici

Akella, S. e S. Greenbaum (1992): "Innovations in interest rates, duration transformation, and bank stock returns", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 24(1), febbraio, pagg. 27–42.

Banking Supervision Committee (2000): *EU banks' margins and credit standards*, Banca centrale europea, Francoforte, dicembre.

Borio, C. (1995): "The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison", in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, marzo, pagg. 59–105.

Boyd, J. e M. Gertler (1993): "US commercial banking: trends, cycles, and policy", in O. Blanchard e S. Fischer (ed.), *NBER Macroeconomics Annual*, pagg. 319–68.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1997): *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, settembre.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria 2001: *Principles for the management and supervision of interest rate risk*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, gennaio.

Deep, A. e D. Domanski (2002): "Mercato degli immobili residenziali e crescita economica: insegnamenti tratti dal boom delle operazioni di rifinanziamento USA", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 39–48.

Diamond, D. e P. Dybvig (1983): "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, giugno, pagg. 401–19.

Engle R. e C. Granger (1991): "Cointegration and error correction: representation, estimation, and testing", in R. Engle e C. Granger (ed.), *Long-run economic relationships*, Oxford University Press, pagg. 81–111.

English, W. e W. Nelson (1998): "Profits and balance sheet developments at US commercial banks in 1997", *Federal Reserve Bulletin*, giugno, pagg. 391-419.

Federal Deposit Insurance Corporation (2001): *Historical statistics on banking*, Washington, DC.

Federal Home Loan Bank Board (1984): *Combined financial statements: FSLIC insured institutions*, Washington, DC.

Mojon, B. (2000): "Financial structure and the interest rate channel of ECB monetary policy", Banca centrale europea, *Working Paper No 40*, novembre.

Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (2001): *Bank profitability: financial statements of banks*, Parigi.

Oyama, T. e T. Shiratori (2001): "Insights into the low profitability of Japanese banks: some lessons from the analysis of trends in banks' margins", Banca del

Giappone, Bank Examination and Surveillance Department, *Discussion Paper Series*, n. 01-E-1, novembre.

Remolona, E., R. Cantor, M. Gaske, L. Hargraves, L. Schwartz e V. Stein (1990): "How safety nets work", *Central Banking*, estate, pagg. 52–63.

Silverman, G., J. Wiggins e J. Earle (2002): "US bank stocks fall on fears over Fed's interest cut", *Financial Times*, 8 novembre, pag. 8.

Stanton, R. (1996): "Unobservable heterogeneity and rational learning: pool-specific versus generic mortgage-backed security prices", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 12(3), maggio, pagg. 243–63.

Tomasula, D. (1994): "Outlook bleak for bank stocks after pounding by rate hike", *American Banker*, 21 novembre, pag. 1.

Wiggins, J. (2002): "Banks hit by flattening yield curve", *Financial Times*, 11 novembre, pag. 18.

## Integrazione finanziaria dell'Est asiatico<sup>1</sup>

Di recente alcuni osservatori hanno deplorato la mancanza di integrazione finanziaria nell'Est asiatico: mentre le transazioni finanziarie tra le economie di questa regione e il resto del mondo sono aumentate nel tempo, i capitali tenderebbero a muoversi dall'Asia orientale in direzione di Londra o New York, piuttosto che all'interno dell'area est-asiatica<sup>2</sup>. Essendo ancora vivo nella memoria il repentino prelievo di fondi dalla regione avvenuto cinque anni fa, una simile configurazione dei flussi di capitale viene percepita come una potenziale fonte di vulnerabilità finanziaria. Taluni commentatori ritengono che le iniziative ufficiali volte a promuovere la cooperazione finanziaria, come la rete di swap concordata dai paesi del gruppo ASEAN allargato (ASEAN Plus Three)<sup>3</sup>, rappresentino un tentativo di ridurre tale vulnerabilità.

Questo studio si prefigge di valutare il livello di integrazione finanziaria est-asiatica nei mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali. Da tale analisi emerge che il sistema finanziario della regione è più integrato di quanto molti ritengano. Mentre le società con casa madre al di fuori dell'area svolgono un ruolo preminente in veste di capofila e di organizzatrici nel collocamento di obbligazioni e prestiti consorziali, i fondi e gli istituti regionali sono molto ben rappresentati tra gli investitori sottostanti nel caso delle obbligazioni, e tra i partecipanti ai consorzi nel caso dei prestiti.

### Domanda di obbligazioni internazionali emesse da mutuatari est-asiatici

Le informazioni più facili da acquisire su operatori e relativi ruoli nel comparto delle obbligazioni asiatiche collocate sui mercati internazionali sono quelle concernenti gli underwriters. Sulla base di queste indicazioni, le maggiori

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI. Si ringrazia Denis Pêtre per il contributo fornito alle statistiche sulle obbligazioni.

<sup>2</sup> Ad esempio, "nel processo di apertura del sistema finanziario, i paesi dell'Est asiatico hanno sviluppato legami finanziari più forti con le economie avanzate che non fra di loro" (Park e Bae, 2002).

<sup>3</sup> Comprendente i paesi originari dell'ASEAN (Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia), i successivi aderenti (Brunei, Cambogia, Laos, Myanmar e Vietnam) più "i tre" (Cina, Giappone e Corea). Per un approfondimento sui progressi compiuti nella conclusione degli accordi di swap, cfr. Wang (2002).

banche e società internazionali di intermediazione mobiliare con casa madre al di fuori della regione occupano una posizione dominante tra le capofila di prestiti obbligazionari internazionali emessi da governi, banche e società dell'Asia orientale<sup>4</sup>. Gli underwriters di obbligazioni, ossia le istituzioni finanziarie che garantiscono un prezzo all'emittente e organizzano il collocamento iniziale, possono essere individuati con facilità. Per le emissioni internazionali lanciate da mutuatari est-asiatici tra l'aprile 1999 e l'agosto 2002, la quota delle capofila con sede in Nord America ed Europa risulta rispettivamente del 54% e del 29%, mentre è del 17% quella delle istituzioni asiatiche<sup>5, 6</sup>. Ciò non sorprende se si considera l'importanza delle sole società statunitensi tra i sottoscrittori di obbligazioni in dollari a livello mondiale. Ad esempio nel 1996, tre anni prima dell'introduzione dell'euro, esse figuravano in veste di capofila con un'identica quota del 54% delle emissioni internazionali in dollari di mutuatari non statunitensi (McCauley e White, 1997, pag. 340).

Mentre le banche USA ed europee svolgono un ruolo preminente in veste di capofila per le emissioni asiatiche ...

Trarre da questi dati conclusioni circa l'integrazione finanziaria nell'Est asiatico non è compito facile. Va ricordato che tutti i sottoscrittori applicano in genere su tali collocamenti una commissione pari al massimo a mezzo punto percentuale. Per individuare il livello di integrazione finanziaria della regione con riferimento al mercato delle obbligazioni internazionali sarebbe quindi utile conoscere la nazionalità dei detentori di questi titoli. Qualunque analisi avente ad oggetto tale mercato incontra tuttavia limiti nella scarsità dei dati sulle fonti di credito. Esistono alcune informazioni di mercato sul collocamento iniziale di obbligazioni internazionali, la cui raccolta è laboriosa ma fattibile. Interessa forse di più conoscere la composizione dei detentori in un determinato momento, ma questa informazione è impossibile da acquisire in quanto implicherebbe l'accesso ai numerosi livelli di registrazione dei depositari.

Il presente studio si basa sulle informazioni riguardanti le nuove emissioni obbligazionarie pubblicate nei periodici *FinanceAsia*, *Asiamoney* e *International Financing Review* al fine di stabilire la quota di pertinenza asiatica nei collocamenti iniziali di obbligazioni emesse da mutuari asiatici dall'aprile 1999

---

<sup>4</sup> Nell'analizzare la nazionalità delle istituzioni che hanno sottoscritto obbligazioni di emittenti est-asiatici negli anni 1998–2001, Park e Bae (2002) stimano nel 74% la quota delle società statunitensi ed europee e nel 6% quella delle società giapponesi. Essi concludono che "le banche d'investimento occidentali, in particolare americane ed europee, hanno acquisito una posizione di monopolio ... nell'attività di sottoscrizione sul mercato primario [dei titoli e prestiti internazionali]".

<sup>5</sup> HSBC e Standard Chartered vengono equiparate a banche di Hong Kong. Tra il 1999 e il 2002 questi due gruppi hanno contribuito congiuntamente, in qualità di capofila, al 10% delle emissioni obbligazionarie.

<sup>6</sup> Prima della crisi asiatica, una società locale di intermediazione mobiliare con sede in Hong Kong SAR, la Peregrine, aveva "scavalcato Jardine Fleming Securities, conquistando la posizione di più grande banca d'investimento indipendente dell'Asia" e sfidando i maggiori sottoscrittori internazionali nell'immettere fondi asiatici sul mercato. Durante la crisi la banca si trovò esposta con un'operazione di prefinanziamento a una società di taxi indonesiana, la Steady Safe, che ne provocò il fallimento nel 1998 (Clifford ed Engardio, 2000, pagg. 77 e 211). A fine 2002 i creditori della più grande unità della Peregrine avevano ricevuto dai liquidatori 35 centesimi per dollaro. Non mancano analogie con la Drexel Burnham Lambert, che sul finire degli anni ottanta sottoscrisse un'ampia quota di emissioni ad alto rischio (junk bonds) del mercato societario USA, per poi crollare sotto il peso di tale esposizione e dei prefinanziamenti accordati quando il mercato delle junk bonds entrò in crisi nel 1989.

in poi. Nel campione sono compresi gli emittenti di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Taiwan, Cina<sup>7</sup>. Il limite di questa analisi è che viene fatto esclusivo affidamento su segnalazioni di seconda mano le quali rappresentano, nella migliore delle ipotesi, dati approssimati. Per giunta, la copertura è incompleta poiché non è possibile ottenere informazioni dettagliate su ogni singola emissione obbligazionaria. Per i collocamenti segnalati dalla stampa specialistica, le cifre sulle quote regionali forniscono un quadro geografico di massima suddiviso in tre regioni, Stati Uniti, Europa e Asia, dove per "Asia" si intende generalmente l'Est asiatico compreso il Giappone. Va tenuto presente che le nostre fonti danno conto solo dei collocamenti sul mercato primario; da contatti con gli operatori vi è motivo di ritenere che le successive negoziazioni sul mercato secondario contribuiscano a spostare un maggior volume di titoli nei portafogli regionali.

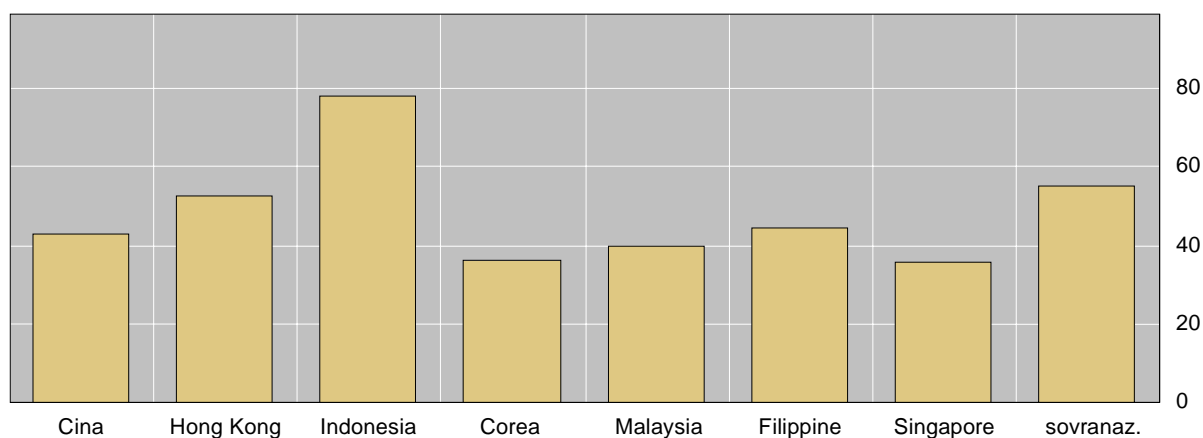
Il campione prescelto risulta alquanto ampio rispetto a un noto indice di riferimento. Il valore aggregato delle emissioni comprese nel nostro modello ammonta a \$41,2 miliardi (tabella 1), contro \$60,2 miliardi dell'indice J.P. Morgan Asia Credit (JACI). Poiché il campione considera solo le obbligazioni emesse dopo il 1999, non sorprende che vi sia una discrepanza rispetto al

| Ponderazione obbligazionaria per paese ed emittente nell'indice JACI e nel campione considerato |             |             |
|---|-------------|-------------|
| in percentuale  |             |             |
|   | JACI        | Campione    |
| Paese   |             |             |
| Cina  | 9,9         | 8,5         |
| Corea   | 20,5        | 12,5        |
| Filippine   | 15,4        | 13,4        |
| Hong Kong SAR   | 19,4        | 18,0        |
| India   | 1,9         | 0,0         |
| Indonesia   | 0,7         | 1,6         |
| Malaysia  | 17,7        | 21,1        |
| Singapore   | 12,3        | 15,3        |
| Thailandia  | 2,2         | 0,0         |
| Sovranazionale <sup>1</sup>   | 0,0         | 9,7         |
| Tipologia di emittente  |             |             |
| Banca   | 11,6        | 18,2        |
| Società non bancaria  | 28,9        | 31,0        |
| Sovranazionale  | 0,0         | 9,7         |
| Sovrano/quasi sovrano   | 59,5        | 41,1        |
| <i>Per memoria: totale<sup>2</sup> (in miliardi di USD)</i>                                     | <i>60,2</i> | <i>41,2</i> |
| <sup>1</sup> Banca asiatica di sviluppo. <sup>2</sup> Ammontare delle emissioni.                |             |             |
| Fonte: J.P. Morgan Asia Credit Research al 5 settembre 2002 (cfr. Li, 2002).                    |             | Tabella 1   |

<sup>7</sup> Di seguito, Taiwan.

## Acquisizioni nell'Est asiatico di obbligazioni internazionali emesse da mutuatari della stessa regione, aprile 1999–agosto 2002

in ascissa, residenza dell'emittente; in ordinata, quote acquisite da investitori asiatici in % dell'ammontare emesso



Fonti: *Asiamoney*; *FinanceAsia*; *International Financing Review*; Dealogic; stime degli autori.

Grafico 1

portafoglio JACI nel quale sono incluse, ad esempio, le ultime obbligazioni del Regno di Thailandia emesse nel 1996.

Analizzando 71 emissioni, la quota asiatica media dei collocamenti sul mercato primario è pari al 46%, mentre quella media ponderata risulta leggermente più bassa (44%). La percentuale asiatica varia dal 36% degli emittenti di Singapore e Corea al 78% di quelli indonesiani (grafico 1). Sul mercato primario non è inconsueto assistere alla seguente successione di eventi: un emittente asiatico sceglie come capofila l'affiliata di una società nordamericana o europea, questa organizza un giro di presentazione dell'emittente e riunisce un consorzio di sottoscrittori, i quali a loro volta collocano circa la metà dei titoli presso soggetti asiatici. Il processo si sviluppa attraverso fasi successive di accentramento e decentramento: i fondi transitano di norma attraverso New York (o in Europa, nel caso delle emissioni in euro), ma a fine giornata le poste a debito di residenti asiatici figurano per lo più nei portafogli di altri residenti asiatici.

... circa la metà delle obbligazioni è acquisita da investitori asiatici

Al fine di individuare le caratteristiche delle emissioni sul mercato primario da cui deriva un collocamento iniziale regionale più o meno ampio viene effettuata una regressione della quota asiatica su grandezze quali rating, taglio e scadenza dell'obbligazione, nonché su variabili dummy per valuta ed emittente sovrano. Mentre i risultati sembrano indicare che i prestiti di qualità inferiore attraggono un maggior numero di investitori asiatici, l'effetto prodotto dalle dimensioni dell'emissione appare più significativo. In particolare, quanto più grande è il taglio tanto maggiore è la distribuzione all'esterno dell'area asiatica. Del pari, le scadenze più lunghe trovano più ampio collocamento al di fuori della regione. Questo effetto scadenza è coerente con la maggiore domanda USA di obbligazioni a 10 e più anni, che rispecchia la rilevanza dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione con passività a lunga durata finanziaria; esso è parimenti in linea con l'incidenza, tra gli acquirenti di obbligazioni in dollari nella regione asiatica, delle banche centrali e

Il collocamento iniziale per regione delle obbligazioni internazionali di mutuatari asiatici varia a seconda delle caratteristiche dell'emissione ...



commerciali, che mostrano una preferenza per le scadenze intermedie. Le emissioni denominate in euro trovano collocamento esterno in Europa in una misura che supera di quasi il 20% le emissioni denominate in dollari USA, di riflesso al modesto interesse delle banche centrali per obbligazioni in euro relativamente illiquide e alla scarsa penetrazione di questa moneta nei depositi bancari in valuta della regione. Il debole effetto prodotto dallo status sovrano sulla localizzazione del collocamento è coerente con i risultati riguardanti l'effetto rating. Ne derivano nel complesso risultati di tutto rispetto per un'analisi intersettoriale.

Un'opinione diffusa tra gli operatori, ma impossibile da verificare, è che la successiva negoziazione delle obbligazioni di emittenti est-asiatici tenda con l'andare del tempo a spostare una quota maggiore di titoli in essere verso i portafogli asiatici. Due serie di riscontri rendono plausibile questa ipotesi. Primo, le attività in dollari delle banche centrali e commerciali della regione sono aumentate rapidamente dopo la crisi asiatica<sup>8</sup>. Secondo, in alcuni paesi – segnatamente la Corea – si è assistito a uno sviluppo dei mercati degli swap valutari a lungo termine, che consentono di scambiare obbligazioni in dollari contro titoli sintetici in valuta locale, congeniali alle compagnie di assicurazione del ramo vita e ad altri investitori istituzionali<sup>9</sup>. Le emissioni estere convertite in moneta nazionale offrono talvolta una durata finanziaria che non è disponibile a livello locale e rendimenti più alti rispetto a prestiti interni di pari scadenza.

... quali taglio,  
rating e scadenza

### Prestiti consorziali allestiti a favore di mutuatari est-asiatici

Il modo migliore di accertare l'origine dei fondi e quindi il livello di integrazione dei mercati bancari della regione sarebbe quello di disporre di dati bancari consolidati su base bilaterale per le economie dell'Est asiatico. Alcuni sostengono che, nonostante l'elevato e crescente volume di scambi infraregionali, non esiste uno stock di attività bancarie corrispondentemente elevato e crescente, neppure per quelle connesse con il commercio internazionale. È vera questa affermazione? Purtroppo, la BRI non dispone al momento dei dati per rispondere a tale quesito con riferimento all'intera regione est-asiatica<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Viene spesso citata la flessione del rapporto prestiti/depositi per gran parte dei sistemi bancari (cfr., ad esempio, Fernandez e Li, 2002), ma un'abbondante liquidità in moneta locale può generalmente servire solo a finanziare attività in valuta estera abbinate a uno swap valutario. L'aumento della liquidità in valuta estera può quindi avere maggiore rilevanza immediata. Per un'analisi della crescita dei depositi in valuta a Taiwan e in Cina, cfr. Fung e McCauley (2001), nonché Ma e McCauley (2002).

<sup>9</sup> Il volume giornaliero di swap valutari nell'aprile 2001 era pari a \$285 milioni per il dollaro di Hong Kong, \$46 milioni per il won coreano, \$21 milioni per il nuovo dollaro di Taiwan, \$18 milioni per il dollaro di Singapore, \$13 milioni per la rupia indonesiana e \$11 milioni per il baht thailandese (cfr. BRI, 2002, pagg. 79–81).

<sup>10</sup> Secondo le statistiche bancarie consolidate segnalate alla BRI dalle banche centrali della regione est-asiatica al momento di andare in stampa, a fine giugno 2002 circa un quinto delle attività internazionali consolidate delle banche di Hong Kong, Singapore e Taiwan riguardava mutuatari residenti nelle economie emergenti della regione Asia-Pacifico, Hong Kong SAR e Singapore. Le attività di queste banche verso i paesi industriali rappresentavano il 74% del totale consolidato. Le percentuali riferite alle posizioni creditorie delle banche giapponesi erano rispettivamente del 9 e del 77%. Le attività transfrontaliere delle banche dell'area dell'euro verso i paesi di quest'area (45%) superavano le quote asiatiche dianzi menzionate.

Pertanto, il metodo qui adottato è consistito nell'analizzare la partecipazione a prestiti consorziali internazionali. Con tali operazioni le banche si impegnano contrattualmente a prestare fondi, ma i mutuatari non sempre li utilizzano subito o per intero. In circostanze normali, i prestiti sindacati ricalcano molto da vicino i flussi che corrispondono grosso modo alle variazioni nelle consistenze sottostanti di crediti bancari (Gadanecz e von Kleist, 2002). Come per le obbligazioni, la nostra analisi dei prestiti consorziali è incentrata pertanto sul collocamento iniziale nel mercato primario. Tuttavia, con l'avvento della contrattazione secondaria regolata da norme contrattuali fissate da organismi quali la Asia Pacific Loan Market Association, gli scambi successivi sul mercato secondario possono accrescere l'afflusso di attività nei bilanci delle banche regionali o nei portafogli degli investitori locali.

Analogamente alle emissioni obbligazionarie, si deve distinguere tra la società finanziaria che allestisce l'operazione e il gruppo iniziale di acquirenti. L'istituzione che organizza un prestito consorziale percepisce una commissione sull'intero ammontare del prestito a fronte della responsabilità di fissare i termini di prezzo, commercializzare il prodotto e ripartire il collocamento tra tutti i partecipanti, compresa se stessa.

I dati di Dealogic Loanware sulle istituzioni che allestiscono prestiti consorziali indicano che, tra il 1999 e il 2002, il 63% delle operazioni sottoscritte da mutuatari dell'Asia orientale<sup>11</sup> è stato posto in essere da banche di questa regione comprese quelle giapponesi, il 12% da banche USA e il 23% da banche europee. Sul mercato internazionale dei prestiti consorziali, contrariamente a quello delle obbligazioni, le società finanziarie asiatiche predominano in veste di organizzatrici delle operazioni.

Le banche asiatiche allestiscono e finanziano una percentuale più elevata di prestiti asiatici ...

Considerando nell'indagine anche i partecipanti al consorzio, risulta che le banche della regione Asia orientale-Pacifico hanno fornito inizialmente circa il 40–80% dei fondi erogati mediante prestiti sindacati internazionali a mutuatari est-asiatici (grafico 2)<sup>12, 13</sup>. Le banche della stessa nazionalità del prestatore hanno stanziato in genere il 20% circa degli importi nominali, con le rilevanti

---

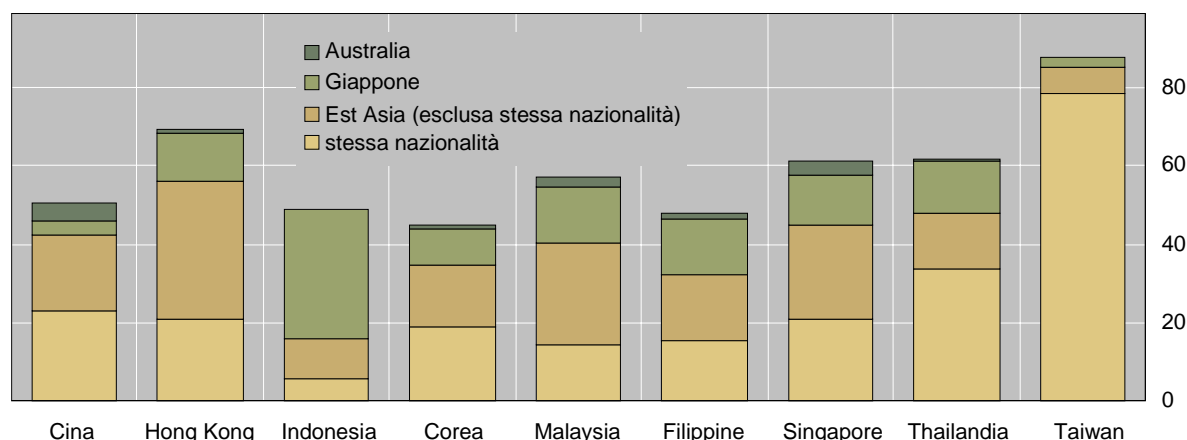
<sup>11</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia.

<sup>12</sup> A titolo di confronto, nello stesso periodo le banche USA hanno contribuito ai fondi erogati a emittenti di prestiti consorziali internazionali negli Stati Uniti con una quota stimata nel 55% e le banche dell'area dell'euro con circa il 64% dei crediti affluiti a prestatori dell'area.

<sup>13</sup> Poiché l'ammontare esatto erogato da ciascuna banca è disponibile solo per un ristretto numero di operazioni, il metodo ottimale di approssimazione adottato per un'ulteriore analisi delle successive partecipazioni a un consorzio è consistito nell'allocare l'importo totale in parti uguali tra le istituzioni partecipanti. Un raffronto con le statistiche di Loanware parzialmente basate sull'ammontare effettivo fornito dalle istituzioni partecipanti – allorché disponibile – mostra che, a livello aggregato, le nostre stime della distribuzione per nazionalità dei fondi non si discostano molto dai dati effettivi. Il valore assoluto della discrepanza varia da 1 a 9 punti percentuali per tutti i paesi mutuatari dell'Asia, ad eccezione della Cina, per la quale lo stesso metodo di calcolo sottostima la quota delle banche est-asiatiche nella misura di 20 punti percentuali. Ciò potrebbe rispecchiare le ingenti allocazioni ottenute dalla Bank of China in tali prestiti. Contrariamente a quanto osservato per le obbligazioni, la partecipazione regionale a prestiti consorziali non differisce molto dalla quota regionale delle banche organizzatrici.

## Partecipazione regionale a prestiti consorziali internazionali per mutuatari est-asiatici, gennaio 1999–agosto 2002

in ascissa, residenza del mutuatario; in ordinata, offerta di fondi per nazionalità delle banche, in percentuale



Nota: scomposizione per nazionalità in base alla proprietà ultima delle banche. Ai fini del presente studio, HSBC e Standard Chartered sono considerati come gruppi di Hong Kong. Sono state escluse dal campione le operazioni per le quali i fondi sono stati forniti da banche di una sola nazionalità.

Fonti: Dealogic Loanware; stime degli autori.

Grafico 2

eccezioni di Indonesia (5%, unicamente a causa dell'elevata partecipazione di banche giapponesi)<sup>14</sup> e di Taiwan (79%). È ipotizzabile che, per effetto della frammentazione del sistema bancario di Taiwan – solo un'istituzione vanta una quota di mercato superiore al 10% –, numerose banche minori siano destinatarie dei collocamenti (McCauley e Hobson, 2002). Le banche est-asiatiche di nazionalità diversa da quella del mutuatario hanno fornito di solito un ulteriore 20% dei fondi. Questa percentuale è molto più elevata per i mutuatari di Hong Kong (35%), e ciò in quanto essi beneficerebbero della presenza di molteplici banche estere in questo centro finanziario. Le istituzioni giapponesi hanno sottoscritto mediamente un altro 13% dei fondi.

Per individuare le caratteristiche dei prestiti associate a una maggiore o minore dimensione dei consorzi regionali abbiamo regredito la quota asiatica su dimensione, scadenza, valuta e finalità del prestito, rating<sup>15</sup>, settore e residenza dell'emittente<sup>16</sup>, nonché sulla nazionalità della banca organizzatrice. Al fine di verificare l'effetto della denominazione di un prestito in valuta locale sono state incluse variabili di comodo per le quattro monete est-asiatiche più diffusamente impiegate (tabella 2): dollaro di Hong Kong, nuovo dollaro di

<sup>14</sup> Diversi prestiti consorziali di elevato importo sottoscritti in Indonesia sono stati accordati ad affiliate di imprese giapponesi o garantiti da agenzie giapponesi di finanziamento delle esportazioni; ciò potrebbe spiegare l'elevata partecipazione delle banche nipponiche a tali operazioni.

<sup>15</sup> Nella misura in cui il requisito del rating per l'emittente di un prestito consorziale non è indispensabile così come lo è per le emissioni obbligazionarie, non vengono qui considerati gli effetti dell'intera scala di rating sulla composizione del consorzio. Ci si limita pertanto ad analizzare l'effetto di un rating di qualità bancaria del prestatore.

<sup>16</sup> Ciò è prassi corrente nella letteratura empirica in materia di prestiti sindacati (ad esempio, Kleimeier e Megginson, 2000).

Taiwan, dollaro di Singapore e won coreano. Le istituzioni che agiscono in veste di organizzatrici o di agenti incaricati svolgono un ruolo importante nel determinare la composizione del consorzio e l'identità delle banche fornitrici dei fondi per ciascuna operazione; si ipotizza che le capofila locali attirino partecipanti locali.

Abbiamo analizzato un campione di 1 195 prestiti consorziali allestiti a favore di mutuatari asiatici tra gennaio 1999 e agosto 2002; sono state considerate solo le operazioni alle quali hanno partecipato banche di almeno due nazionalità diverse. La tabella 2 riporta la distribuzione del campione per nazionalità e categoria di mutuatari e per valuta di denominazione. La quota dei prestiti contratti in dollari USA supera il 70% per i mutuatari di Cina, Corea, Filippine e Malaysia. Nel caso di Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan e Thailandia, il 40–80% dei prestiti sindacati internazionali è in moneta locale<sup>17</sup>.

Per le operazioni creditizie di più ingente ammontare la quota delle banche asiatiche risulta significativamente più bassa, a indicazione che – così come per le obbligazioni – una più ampia partecipazione di istituzioni non asiatiche si rende necessaria per ripartire il maggiore rischio. I risultati ottenuti per l'effetto scadenza sulla composizione del consorzio sono eterogenei. Considerando il settore di appartenenza del mutuatario e la finalità del prestito, risulta che la partecipazione delle banche asiatiche è stata più massiccia per i prestiti destinati a edilizia abitativa e proprietà immobiliare, industrie high-tech, settore finanziario non bancario e servizi al pubblico, mentre è stata minore per quelli destinati a finanziamento di progetti, navigazione e aviazione. Questo divario appare largamente in linea con quanto riscontrato tra il settore delle merci a mercato interno e quello dei beni oggetto di scambi internazionali, dove prevale la partecipazione di banche non regionali. La presenza di un rating di qualità bancaria per il mutuatario tende ad abbassare l'incidenza delle banche asiatiche, e ciò indica che i prenditori meglio quotati sono in grado di ottenere maggiori impegni di finanziamento da parte di prestatori non asiatici. Le operazioni denominate in dollari di Hong Kong, nuovi dollari di Taiwan e won coreani, analogamente a quelle nella moneta locale del mutuatario, attirano una partecipazione asiatica considerevolmente maggiore, a riprova che il minor ricorso al finanziamento in dollari USA promuove l'integrazione finanziaria della regione. Allorché il mutuatario e almeno una delle banche organizzatrici del consorzio provengono dallo stesso paese, la quota delle banche asiatiche aumenta; si può quindi ritenere che le capofila locali siano in grado di ottenere una maggiore partecipazione di banche asiatiche in operazioni di prestito a mutuatari dell'area. Una spiegazione di ciò potrebbe risiedere nella migliore conoscenza del mercato di cui dispongono le banche regionali.

... con variazioni in base a valuta ...

... dimensione, settore, finalità e rating

---

<sup>17</sup> Per un approfondimento dell'importanza dell'attività creditizia in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI, cfr. McCauley et al. (2002).

| Distribuzione per paese, tipologia di mutuatario e valuta nel campione di prestiti consorziali |  |  |
|--|--|--|
| in percentuale dell'ammontare in dollari USA   |  |  |
| Paese e moneta locale  | Ponderazione per paese nel campione totale | Quota dei prestiti in moneta locale sul totale per paese |
| Cina   | 4,0  | 1,4  |
| Corea  | 15,4                                       | 21,1   |
| Filippine  | 6,1  | 5,9  |
| Hong Kong SAR  | 39,4                                       | 78,9   |
| Indonesia  | 1,2  | 0,2  |
| Malaysia   | 8,0  | 20,3   |
| Singapore  | 8,7  | 39,5   |
| Taiwan, Cina   | 14,0                                       | 81,9   |
| Thailandia   | 3,1  | 50,0   |
| Distribuzione per categoria di mutuatario e valuta nel campione totale                         |  |  |
| Tipologia di mutuatario  |  |  |
| Banca  | 11,4                                       |  |
| Istituzione finanziaria non bancaria   | 21,3                                       |  |
| Società non finanziaria  | 63,6                                       |  |
| Sovranazionale   | 0,0  |  |
| Sovrano/quasi sovrano  | 3,6  |  |
| Valuta   |  |  |
| Dollaro USA  | 43,0                                       |  |
| Dollaro di Hong Kong   | 31,9                                       |  |
| Nuovo dollaro di Taiwan  | 11,4                                       |  |
| Dollaro di Singapore   | 3,5  |  |
| Won Coreano  | 3,3  |  |
| Yen Giapponese   | 1,7  |  |
| Dollaro Australiano  | 1,2  |  |
| Euro   | 0,2  |  |
| Sterlina   | 0,1  |  |
| Altre valute est-asiatiche   | 3,6  |  |
| <i>Per memoria: importo totale (in miliardi di USD)</i>  |  | 147,5  |
| Fonte: Dealogic Loanware.  |  |  |
| Tabella 2  |  |  |

## Conclusioni

L'analisi dei prestiti obbligazionari e consorziali allestiti per mutuatari nell'Est asiatico a partire dal 1999 indica che gli investitori e le banche della regione hanno erogato in media la metà dei fondi collocati. In base a questa stima, il livello di integrazione del mercato finanziario est-asiatico appare maggiore di quello prospettato in recenti lavori in materia. L'Asia orientale potrebbe essere quindi meno esposta di quanto spesso si ritenga a un improvviso e massiccio arresto dei flussi creditizi tra questa regione da un lato, e l'Europa e gli Stati Uniti dall'altro. La constatazione che una percentuale maggiore delle emissioni e dei prestiti con rating più elevato trova collocamento iniziale presso investitori

non asiatici potrebbe a sua volta ridimensionare il rischio di un repentino prelievo di fondi, anche se il ricordo dei rapidi declassamenti intervenuti nel 1997-98 induce a una certa prudenza nel sostenere tale argomentazione. Inoltre, per valutare meglio la misura in cui il rischio est-asiatico ricada in ultima istanza sui portafogli di investitori e banche della regione è necessaria una migliore comprensione degli effetti della negoziazione di obbligazioni e prestiti sui mercati secondari e di altri meccanismi di trasferimento del rischio.

La partecipazione relativa delle banche asiatiche a prestiti consorziali allestiti per mutuatari est-asiatici appare maggiore della quota di obbligazioni asiatiche inizialmente acquistate da investitori della regione. Ciò sta ad indicare il maggiore sviluppo dei mercati obbligazionari al di fuori dell'Asia e il predominio delle banche nella finanza del continente.

Sulla base di queste risultanze, si può prospettare un'interpretazione alternativa delle recenti iniziative volte a promuovere la cooperazione finanziaria nell'Est asiatico. È opinione alquanto diffusa che tali iniziative possano contribuire a ridurre le vulnerabilità finanziarie della regione di fronte a decisioni assunte in Europa o in Nord America. Tuttavia, un'altra spiegazione possibile è che la cooperazione finanziaria ufficiale stia cercando di recuperare terreno rispetto al considerevole livello di integrazione già evidente nei mercati privati.

## Quota delle acquisizioni asiatiche di obbligazioni emesse da mutuatari della regione

Alcuni risultati empirici

Sul campione di 71 obbligazioni è stata eseguita una regressione con il metodo dei minimi quadrati ordinari. La quota asiatica dei collocamenti di obbligazioni nel mercato primario è stata regredita su taglio, scadenza e rating creditizio dell'emissione, nonché su variabili dummy per le obbligazioni denominate in euro e la categoria di emittenti. Per le obbligazioni in euro, l'ammontare è convertito in dollari USA al tasso di cambio corrente. I rating creditizi sono convertiti in una scala ordinale da 1 a 19 (S&P: AAA = 19, CCC- = 1; Moody's: Aaa = 19, Caa3 = 1; in caso di discrepanza è stato usato il rating di S&P). Sono state escluse le emissioni prive di rating.

I risultati empirici indicano che le acquisizioni da parte di investitori asiatici tendono a essere maggiori nel caso delle emissioni di taglio ridotto e di scadenza più breve, mentre non variano in misura significativa per categoria di emittenti, siano essi banche, società non bancarie, organismi sovrani o sovranazionali. Relativamente alle emissioni in euro, la partecipazione degli investitori europei tende a essere maggiore e, di conseguenza, quella asiatica risulta significativamente minore. Di seguito vengono forniti risultati più dettagliati.

Numero di osservazioni: 71, di cui 7 obbligazioni in euro

Quota asiatica media (non ponderata): 46,3%

Quota asiatica media (ponderata per ammontare dell'emissione): 43,9%

La tabella seguente mostra le variazioni ottenute includendo differenti variabili.

Variabile dipendente: QA

|    | Costante       | <i>rating</i>  | <i>taglio</i>  | <i>scad</i>    | $d_{eur}$       | $d_{sov}$      | R <sup>2</sup> |
|----|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 1) | 76,6<br>(8,7)  | -1,2<br>(-1,9) |                | -1,7<br>(-3,2) | -18,6<br>(-2,4) | -4,8<br>(-1,0) | 0,22           |
| 2) | 109,4<br>(5,0) |                | -7,9<br>(-2,1) | -1,4<br>(-2,6) | -19,2<br>(-2,5) | -1,8<br>(-0,3) | 0,23           |
| 3) | 105,1<br>(4,6) | -0,7<br>(-0,9) | -5,9<br>(-1,4) | -1,5<br>(-2,7) | -19,0<br>(-2,4) | -2,6<br>(-0,5) | 0,24           |

dove:

QA = quota asiatica sul collocamento iniziale (in percentuale)

*rating* = rating creditizio (da 1 a 19)

*taglio* = ammontare dell'obbligazione in milioni di dollari USA

*scad* = scadenza in anni

$d_{eur}$  = dummy (=1) per emissione in euro

$d_{sov}$  = dummy (=1) per emittente sovrano

Note: 1. Valori di t in parentesi. 2. In questa regressione viene inclusa solo  $d_{sov}$ ; nessuna delle altre variabili dummy per categoria di emittente (banca, società non bancaria, organismo sovranazionale) presa singolarmente ha un impatto significativo su QA.

Un test F mostra che i coefficienti per *rating* e *taglio* non sono congiuntamente significativi (valori F = 2,68, probabilità = 0,076).

## Partecipazione di banche asiatiche a prestiti consorziali allestiti per mutuatari della regione

### Alcuni risultati empirici

Così come si è proceduto per le obbligazioni, calcoliamo un'analogia regressione per il campione di prestiti consorziali riferiti allo stesso periodo. Non essendo disponibile la distribuzione per singola banca della quota di partecipazione a ciascuna operazione, si ipotizza che ogni partecipante abbia concorso in ugual misura a ogni prestito. Pertanto la quota asiatica per ciascun prestito è stimata come numero di banche asiatiche diviso per il totale dei partecipanti. HSBC e Standard Chartered sono classificate come banche di Hong Kong; questi due gruppi hanno fornito circa l'8% dei fondi nei prestiti consorziali allestiti dal 1999 per mutuatari asiatici. Sono stati inoltre esclusi dal campione i prestiti in cui figurano partecipanti di una sola nazionalità.

Nel modello sono compresi emittenti di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. Sono esclusi gli emittenti giapponesi, mentre sono compresi nella quota asiatica gli acquirenti giapponesi (come nel caso delle obbligazioni).

I risultati della regressione (cfr. pagina seguente) mostrano che la quota asiatica tende a decrescere parallelamente al taglio del prestito (come per le obbligazioni). Per l'effetto scadenza i risultati non sono univoci. Un rating di qualità bancaria per l'emittente riduce significativamente la quota asiatica in due specificazioni del modello su cinque. Ove la capofila abbia la stessa nazionalità dell'emittente o l'operazione sia denominata in dollari di Hong Kong, nuovi dollari di Taiwan o won coreani, la quota asiatica tende sistematicamente ad aumentare.

#### Specificazioni del modello:

##### Variabili dipendenti:

*QASIA* = quota est-asiatica nel collocamento del prestito (stime, in %)  
*QJPASIA* = quota asiatica e giapponese nel collocamento (stime, in %)

##### Variabili indipendenti:

*taglio* = ammontare del prestito in milioni di dollari USA  
*scad* = scadenza in anni

*rating* = dummy (= 1) se l'emittente è classificato di qualità bancaria da Standard & Poor's al momento della sottoscrizione

Variabili dummy per settore (= 1): edilizia abitativa e proprietà immobiliare (*edilimmob*), servizi finanziari-banche (*servfinbanc*), servizi finanziari-non-banche (*servfinnb*), industria high-tech (*hightech*), aziende di servizi pubblici (*servpub*), servizi alla popolazione (*servpop*), servizi statali (*servstat*), industria tradizionale (*indtrad*), trasporti (*trasp*). La variabile per le imprese di infrastrutture è stata omessa nel modello in quanto settore di riferimento.

Variabili dummy per finalità del prestito (= 1): acquisizioni e ricapitalizzazioni (*acqricap*), finanziamento di progetti (*finprog*), finanziamento aviazione e navigazione (*aviaznav*), linee standby/backup (*backup*), immobili e ipoteche (*immob*). Le variabili per altre finalità del prestito sono state omesse in quanto finalità di riferimento.

Variabili dummy per nazionalità del mutuatario (= 1): Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Taiwan e Thailandia.

Variabili dummy per valuta (= 1): dollaro di Hong Kong (*HKD*), nuovo dollaro di Taiwan (*TWD*), dollaro di Singapore (*SGD*), won coreano (*KRW*) e moneta nazionale del mutuatario (*MONLOC*).

*coincidnaz* = dummy (= 1) se coincidono la residenza del mutuatario e quella della proprietà ultima di almeno una delle capofila.



| Determinanti della partecipazione delle banche asiatiche |                 |                 |                 |                      |                |                |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|----------------------|----------------|----------------|
|  | QASIA           | QJPASIA         | QJPASIA         |                      | QASIA          | QJPASIA        |
| Costante   | 53,2<br>(8,8)   | 55,5<br>(9,9)   | 51,6<br>(10,0)  | Costante             | 36,8<br>(9,4)  | 45,2<br>(12,0) |
| <i>taglio</i>  | -5,2<br>(-6,7)  | -3,8<br>(-5,5)  | -2,3<br>(-3,4)  | <i>taglio</i>        | -2,0<br>(-2,9) | -1,0<br>(-1,5) |
| <i>scad</i>  | 0,8<br>(2,5)    | 0,9<br>(2,8)    | 0,3<br>(1,0)    | <i>scad</i>          | -1,1<br>(-4,7) | -0,7<br>(-2,9) |
| <i>rating</i>  | -7,2<br>(-1,7)  | -3,7<br>(-0,8)  | -1,5<br>(-0,3)  | <i>rating</i>        | -8,6<br>(-2,0) | -3,9<br>(-0,8) |
| <i>edilimmob</i>   | 16,9<br>(3,3)   | 21,3<br>(4,4)   | 18,4<br>(4,0)   | <i>Cina</i>          | 12,5<br>(2,9)  | 1,9<br>(0,5)   |
| <i>servfinbanc</i>                                       | -1,5<br>(-0,3)  | -1,0<br>(-0,2)  | -4,8<br>(-1,0)  | <i>Corea</i>         | -2,7<br>(-0,9) | -5,2<br>(-1,8) |
| <i>servfinnb</i>   | 12,9<br>(2,5)   | 15,0<br>(3,0)   | 9,5<br>(2,1)    | <i>Filippine</i>     | 2,3<br>(0,7)   | 1,8<br>(0,6)   |
| <i>hightech</i>  | 9,9<br>(2,0)    | 12,1<br>(2,6)   | 2,5<br>(0,6)    | <i>Hong Kong SAR</i> | 5,7<br>(2,0)   | 4,0<br>(1,5)   |
| <i>servpub</i>   | -0,6<br>(-0,1)  | 4,0<br>(0,8)    | 0,7<br>(0,1)    | <i>Indonesia</i>     | -3,8<br>(-0,7) | 20,6<br>(3,9)  |
| <i>servpop</i>   | 12,2<br>(2,1)   | 13,0<br>(2,3)   | 7,4<br>(1,4)    | <i>Malaysia</i>      | 8,3<br>(2,2)   | 8,2<br>(2,1)   |
| <i>servstat</i>  | -5,6<br>(-0,9)  | 6,1<br>(1,0)    | 5,0<br>(0,8)    | <i>Taiwan</i>        | 30,4<br>(11,2) | 23,5<br>(9,4)  |
| <i>indtrad</i>   | 5,6<br>(1,1)    | 10,0<br>(2,0)   | 6,2<br>(1,3)    | <i>Thailandia</i>    | 0,9<br>(0,2)   | -0,5<br>(-0,1) |
| <i>trasp</i>   | 8,7<br>(1,5)    | 13,1<br>(2,5)   | 10,4<br>(2,1)   | <i>coincidnaz</i>    | 22,1<br>(14,0) | 19,8<br>(13,3) |
| <i>acqricap</i>  | -5,0<br>(-1,1)  | -8,0<br>(-2,2)  | -7,5<br>(-2,5)  | <i>MONLOC</i>        | 20,7<br>(10,3) | 17,1<br>(9,7)  |
| <i>finprog</i>   | -18,7<br>(-4,4) | -15,3<br>(-3,6) | -12,4<br>(-3,3) | <i>R<sup>2</sup></i> | 0,52           | 0,44           |
| <i>aviaznav</i>  | -33,3<br>(-7,6) | -39,3<br>(-9,2) | -33,2<br>(-8,2) |                      |                |                |
| <i>backup</i>  | -3,0<br>(-0,5)  | -5,8<br>(-1,0)  | -8,0<br>(-1,7)  |                      |                |                |
| <i>immob</i>   | 5,0<br>(1,1)    | 4,4<br>(1,0)    | 3,9<br>(0,9)    |                      |                |                |
| <i>coincidnaz</i>  | 28,7<br>(16,2)  | 24,1<br>(14,8)  | 20,4<br>(13,7)  |                      |                |                |
| <i>HKD</i>   |                 |                 | 4,0<br>(1,8)    |                      |                |                |
| <i>TWD</i>   |                 |                 | 32,6<br>(21,0)  |                      |                |                |
| <i>SGD</i>   |                 |                 | -1,5<br>(-0,5)  |                      |                |                |
| <i>KRW</i>   |                 |                 | 7,4<br>(1,9)    |                      |                |                |
| <i>R<sup>2</sup></i>                                     | 0,35            | 0,34            | 0,47            |                      |                |                |

Numero di osservazioni: 1 195. Ammontare totale: \$147,5 miliardi. Quota media asiatica e giapponese: 61,9% (non ponderata), 62,6% (ponderata per ammontare del prestito). Nota: in parentesi valori di t coerenti con la condizione di eteroschedasticità secondo White.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, marzo.

Clifford, M.L. e P. Engardio (2000): *Meltdown: Asia's boom, bust, and beyond*, Prentice Hall Press, Paramus, NJ.

Fernandez, D.G. e A. Li (2002): "Asian dollar bonds: in a class by themselves", *Asian credit markets research: Asia markets outlook and strategy*, J.P. Morgan Chase, 19 settembre, pagg. 3–6.

Fung, B.S.C. e R.N. McCauley (2001): "Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 52–59.

Gadanecz, B. e K. von Kleist (2002): "Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 69–78.

Kleimeier, S. e W. Megginson (2000): "Are project finance loans different from other syndicated credits?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, parte 1, pagg. 75–87.

Li, A. (2002): "Introducing the JACI model portfolio", *Asian Credit Research*, J.P. Morgan Chase, 2 maggio.

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 71–78.

McCauley, R.N. e J. Hobson (2002): "The future of banking in Asia", di prossima pubblicazione.

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

McCauley, R.N. e W.R. White (1997): "The euro and European financial markets", in P.R. Masson et al. (ed.), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, pagg. 324–88.

Park, Y.C. e K.-H. Bae (2002): "Financial liberalization and economic integration in East Asia", saggio presentato alla PECC Finance Forum Conference, "Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development", Honolulu, 11–13 agosto.

Wang, Y. (2002): "Korea's perspective on regional financial cooperation", saggio presentato alla PECC Finance Forum Conference, "Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development", Honolulu, 11–13 agosto.

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

### Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)

Il CBVB raggiunge un consenso su questioni concernenti il Nuovo Accordo ...

In luglio i membri del CBVB hanno raggiunto un consenso su alcune importanti questioni concernenti il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Le tematiche, cui il Comitato aveva dedicato un attento esame dopo la pubblicazione del secondo documento consultivo nel gennaio 2001<sup>1</sup>, riguardano sia il metodo standard sia quello basato su rating interni (IRB) per la misurazione del rischio di credito. Il CBVB ha deciso di apportare una serie di modifiche alle proposte contenute nel secondo documento e ha ribadito la sua intenzione di ultimare il Nuovo Accordo nel quarto trimestre 2003 per consentirne l'adozione in ciascun paese a fine 2006.

... e annuncia il terzo e ultimo studio sull'impatto quantitativo

Nello stesso mese il CBVB ha inoltre annunciato che avrebbe condotto il terzo e ultimo studio sull'impatto quantitativo (Quantitative Impact Study, QIS 3)<sup>2</sup>. Si tratta di un'indagine esaustiva che dovrà consentire al Comitato di valutare l'impatto delle varie proposte prima della pubblicazione nel 2003 di un terzo documento consultivo sul Nuovo Accordo di Basilea. Essa riguarderà banche di paesi membri e non membri del G10 ed è indirizzata sia a grandi e diversificate istituzioni operanti a livello internazionale, sia a banche di dimensioni minori. La rassegna comprenderà i risultati ottenuti su tutti e tre i nuovi approcci proposti dal CBVB (standard, IRB di base e avanzato) e analizzerà gli effetti delle nuove proposte sulla totalità dei portafogli. Il questionario è stato distribuito agli inizi di ottobre, unitamente a materiale informativo contenente istruzioni dettagliate e tabelle con ponderazioni di rischio incorporate. Le istituzioni finanziarie sono state invitate a far pervenire i loro contributi entro la fine del 2002. Il Comitato valuterà sulla base dei risultati dell'indagine se dovranno essere effettuati ulteriori adeguamenti prima di distribuire a fini di consultazione una revisione aggiornata delle sue proposte nel secondo trimestre 2003.

---

<sup>1</sup> Cfr. *Basel Committee reaches agreement on New Capital Accord issues*, CBVB, Basilea, luglio 2002. Disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>2</sup> Cfr. *Results of Quantitative Impact Study 2.5*, CBVB, Basilea, luglio 2002. Disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org).

Sempre in luglio il CBVB ha pubblicato una nuova versione del documento consultivo, inizialmente distribuito nel dicembre 2001, sulla definizione di linee guida per la gestione e il controllo del rischio operativo<sup>3</sup>. Il documento delinea una serie di principi che costituiscono un quadro di riferimento per un'efficace gestione e supervisione di questa fattispecie di rischio, a uso delle banche e delle autorità di vigilanza per le loro valutazioni dei criteri e delle prassi di gestione del rischio operativo. Il Comitato riconosce che il metodo specifico di gestione a livello di singola istituzione dipenderà da una serie di fattori, tra cui dimensioni, grado di sofisticatezza e natura delle attività della banca. Nonostante queste specificità, fra gli elementi essenziali di un efficace schema di gestione del rischio operativo, comuni a tutte le banche, rientrano una chiara strategia e supervisione da parte del consiglio di amministrazione e dell'alta direzione, una solida cultura di controllo interno, appropriate strutture interne di segnalazione e piani di emergenza. Data l'entità dei cambiamenti, il Comitato ha deciso di distribuire il documento per un secondo, breve periodo di consultazione prima di procedere alla sua stesura definitiva.

Il CBVB distribuisce un documento a fini di consultazione sul rischio operativo ...

In agosto il CBVB ha divulgato i risultati di un'indagine in materia di audit interno condotta presso banche di 13 paesi sulla base dello schema contenuto nel documento sulle prassi ottimali edito dal Comitato stesso nell'agosto 2001<sup>4</sup>. Le informazioni presso le banche sono state raccolte dalle autorità di vigilanza nazionali e integrate da interviste con i revisori interni e altre parti interessate. Dall'indagine è emersa una vasta adesione ai principi basilari di revisione interna individuati dal CBVB come prassi ottimali all'interno del settore bancario. In particolare, vi è ampio riconoscimento dell'importanza che riveste una funzione di audit interno autonoma e dotata di personale competente. Le risposte fornite indicano altresì che i consigli di amministrazione e i comitati di audit impiegano tempo ed energie al fine di assicurare che le rispettive banche mantengano controlli interni e protocolli di gestione del rischio appropriati e ottemperino alle leggi e ai regolamenti. Quasi tutte le banche interpellate dispongono già di uno statuto di audit o ne hanno avviato la stesura.

... e rende noti i risultati di un'indagine in materia di audit interno

In settembre i rappresentanti di quasi 120 paesi hanno partecipato alla Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria svoltasi a Città del Capo<sup>5</sup>. Essi hanno annunciato il loro impegno a combattere il finanziamento delle attività terroristiche e il riciclaggio di denaro collegato a tali attività rafforzando l'applicazione di misure volte a contrastare la dissimulazione della proprietà dei conti bancari. Le autorità di vigilanza si sono

Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza a Città del Capo

---

<sup>3</sup> Cfr. *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, CBVB, Basilea, luglio 2002. Disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>4</sup> Cfr. *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*, CBVB, Basilea, agosto 2001 e *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors: a survey*, CBVB, Basilea, agosto 2002. Disponibili su [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>5</sup> La Conferenza si riunisce con cadenza biennale dal 1979; vi partecipano alti funzionari degli organi di vigilanza di tutto il mondo. Il suo obiettivo è quello di promuovere la cooperazione tra le autorità nazionali nella supervisione dell'attività bancaria internazionale e agevolare lo scambio di opinioni su una serie di tematiche di interesse comune.

inoltre impegnate a promuovere gli standard fissati nel documento del CBVB sul dovere di diligenza delle banche e hanno avallato l'adozione nelle singole giurisdizioni di procedure per l'identificazione della clientela, nonché lo scambio con altri organi di vigilanza e autorità giudiziarie di informazioni concernenti il finanziamento del terrorismo e il riciclaggio dei capitali<sup>6</sup>.

## Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR)

Il CSPR pubblica un rapporto a fini di consultazione sui sistemi di pagamento al dettaglio

In settembre il CSPR ha pubblicato un rapporto a fini di consultazione su questioni di pertinenza delle banche centrali in materia di pagamenti al dettaglio<sup>7</sup>. Il documento, sul quale sono stati sollecitati commenti entro il 13 dicembre 2002, individua le attuali tendenze nei mercati dei pagamenti commerciali di basso importo a fronte di consumi, esaminando le connesse problematiche nell'ottica delle banche centrali. Esso descrive i vari modi in cui queste ultime sono coinvolte nei pagamenti al dettaglio e analizza le differenze nei rispettivi mandati, così come la loro interazione con il settore privato. Nell'enunciare obiettivi d'interesse pubblico per mantenere e promuovere l'efficienza e la sicurezza di questi mercati, il rapporto considera il contributo che le banche centrali possono fornire a sostegno di tali obiettivi. Esso individua una serie di possibili azioni, alcune delle quali sono raccomandate come interventi minimi per tutte le banche centrali. Al di là di questa soglia minima, vengono individuate altre opzioni che potrebbero risultare appropriate in determinate circostanze. Le azioni minime raccomandate pongono l'accento sull'importanza del monitoraggio dei mercati e del ruolo cooperativo e di consulenza delle banche centrali nei confronti del settore sia privato che pubblico.

## Forum per la stabilità finanziaria (FSF)

Il FSF affronta il tema delle vulnerabilità nel sistema finanziario mondiale

Nella riunione di settembre a Toronto il FSF ha discusso delle potenziali vulnerabilità nel sistema finanziario mondiale. Pur riconoscendo che lo scenario base di una crescita moderata nei principali paesi industriali appare tuttora il più verosimile, esso ha espresso il timore che possano concretizzarsi minacce recessive e/o intensificarsi segni di avversione al rischio. L'incertezza è stata percepita come la caratteristica dominante dell'attuale congiuntura.

Buona tenuta delle istituzioni finanziarie, ma minori margini di sicurezza

Il Forum ha constatato il notevole grado di resilienza di cui le istituzioni finanziarie continuano a dar prova, una conferma dei benefici derivanti dai cospicui investimenti nella gestione del rischio. Tuttavia, gli ulteriori ribassi azionari e il deterioramento della qualità del credito hanno fatto sì che i margini di sicurezza si siano assottigliati, rendendo il sistema più esposto nell'eventualità di nuovi shock. Alcune istituzioni non bancarie che sostengono

<sup>6</sup> Cfr. *Dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela*, CBVB, Basilea, ottobre 2001. Disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>7</sup> Cfr. *Policy issues for central banks in retail payments*, CSPR, Basilea, settembre 2002. Disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org).

il processo di intermediazione creditizia hanno subito consistenti perdite, il cui pieno impatto sull'offerta di credito non appare chiaro. A causa della flessione dei corsi azionari, le compagnie di assicurazione hanno incontrato maggiori difficoltà nel far fronte a problemi di margini negativi.

Il FSF ha inoltre passato in rassegna i lavori attualmente in corso per affrontare i punti deboli nelle fondamenta del mercato, messi a nudo dai recenti fallimenti societari, comprese le iniziative a livello nazionale e internazionale per rafforzare il governo d'impresa, la qualità dell'audit, gli standard contabili e le procedure di informativa al pubblico. Il Forum ha sottolineato l'importanza di cogliere la presente opportunità per procedere nell'attuazione delle necessarie riforme e pervenire a una maggiore conformità internazionale basata su principi di alto livello. Il FSF continuerà a promuovere il coordinamento e la conformità tra paesi e settori, seguendone attentamente gli sviluppi. Esso esaminerà anche il ruolo delle agenzie di rating sulla base della vasta indagine della Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, al momento in atto.

Il FSF ha anche esaminato la situazione nel settore delle riassicurazioni. Pur essendo indubbio che le maggiori compagnie di riassicurazione stanno incontrando serie difficoltà, è stato convenuto che sono necessarie maggiori informazioni sul settore nel suo insieme, sui singoli operatori e sul processo di rating per poter valutare i problemi sistemici e le capacità di gestione del rischio a livello di singola istituzione. Il FSF ha invitato gli organi di regolamentazione delle giurisdizioni in cui risiedono importanti compagnie di riassicurazione ad assumere un ruolo guida nell'iniziativa dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) volta a promuovere la trasparenza del mercato mondiale delle riassicurazioni e a migliorare l'informativa sui rischi da parte delle singole compagnie. Il Forum ha inoltre dato il suo appoggio al lavoro della IAIS per mettere a punto uno schema completo e perfezionato di regolamentazione dell'intero comparto delle riassicurazioni e all'impegno dell'International Accounting Standards Board nell'elaborare principi di contabilità per quest'ultimo settore e per quello assicurativo.

Con riferimento ai precedenti timori associati alle istituzioni ad alto grado di leva ("highly leveraged institution", HLI), il FSF ha dato il suo sostegno alle indagini su queste istituzioni condotte periodicamente dal FMI e dalla BRI sulla base delle informazioni commerciali e aneddotiche disponibili che potrebbero segnalare precocemente un aumento del grado di leva. Il Forum ha altresì passato in rassegna i progressi compiuti nelle valutazioni dei centri finanziari offshore (CFO) predisposte dal FMI; si prevede che tali centri concludano le valutazioni del loro grado di conformità agli standard internazionali entro il 2003, unitamente a piani d'azione per affrontare eventuali carenze.

Il FSF esamina le iniziative in materia di governo societario ...

... e promuove una maggiore conformità internazionale in questo ambito

All'esame del FSF anche il settore delle riassicurazioni

Il FSF passa in rassegna le questioni riguardanti le HLI e i CFO