

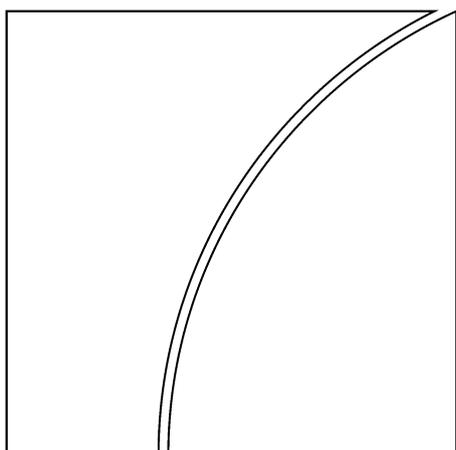


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Marzo 2003

Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali



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).

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2003. 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.

1. Quadro generale degli sviluppi: l'incertezza deteriora il clima di ottimismo

Negli ultimi mesi la persistente minaccia di una guerra in Iraq ha generalmente posto in secondo piano le notizie sull'evoluzione dell'economia globale. In ottobre e novembre 2002 l'ottimismo degli investitori aveva sospinto i mercati delle azioni e delle obbligazioni societarie, accentuando la pendenza delle curve dei rendimenti. A partire da dicembre, tuttavia, le incertezze circa le conseguenze economiche di un eventuale conflitto hanno cominciato a incidere più pesantemente sull'andamento dei mercati. Al venir meno del clima di fiducia, gli operatori sono sembrati attribuire scarsa importanza ai principali annunci economici. Nella seconda settimana di febbraio il premio di rischio bellico aveva riassorbito la maggior parte dei guadagni conseguiti sui mercati azionari nell'ultima parte del 2002. Le curve dei rendimenti risultavano relativamente più piatte rispetto a fine novembre, continuando nondimeno a scontare una ripresa dell'economia, sebbene più modesta che in passato.

Pur offrendo condizioni di finanziamento più favorevoli, i mercati delle obbligazioni societarie internazionali non sono ancora riusciti a riprendere slancio in termini di nuove emissioni nette. La mediocre domanda di fondi ha rispecchiato in parte la riluttanza delle imprese ad aumentare il loro grado di leva in presenza delle incerte prospettive economiche. L'esigenza di ridurre il debito è stata avvertita in modo particolare dalle società che avevano subito un declassamento del rating. Agli inizi del 2003 piani di ristrutturazione che privilegiano i creditori esistenti a scapito degli azionisti hanno consentito di separare la dinamica degli indici obbligazionari privati da quella delle quotazioni azionarie; nonostante il calo di queste ultime, infatti, i differenziali sui titoli societari hanno continuato ad essere stabili.

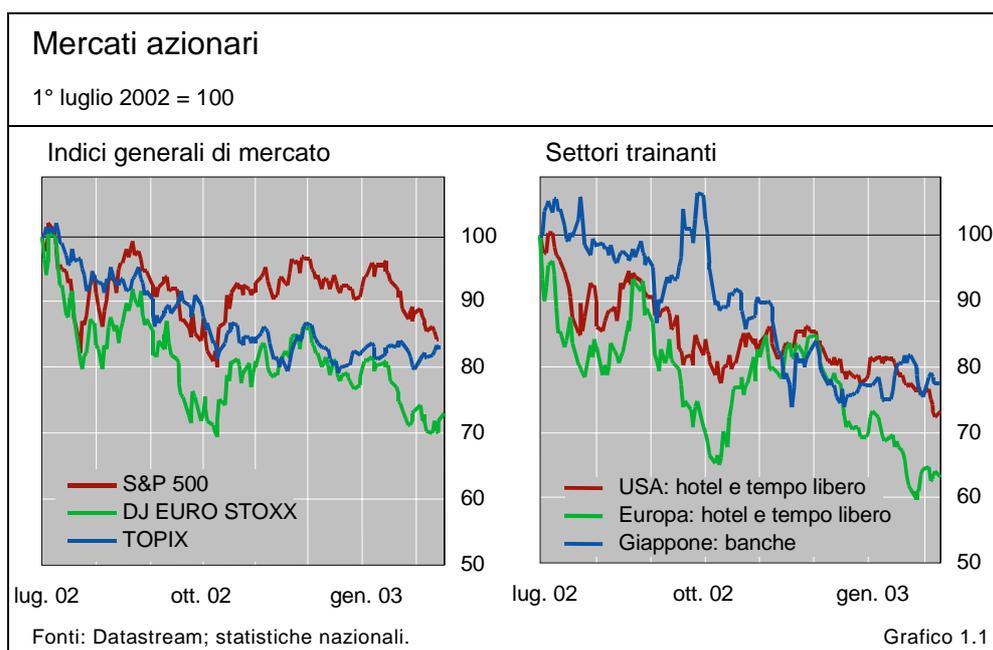
Intorno a fine anno la buona accoglienza dei mercati dei capitali si è estesa anche ai mutuatari delle economie emergenti. Sulla scia delle elezioni presidenziali, il Brasile ha beneficiato di un netto miglioramento del clima di fiducia e, benché gli spread sovrani siano rimasti ampi, i prenditori del paese sono rapidamente tornati sui mercati internazionali per rifinanziare passività in scadenza. Situazione opposta in Venezuela, dove è proseguito lo sciopero nazionale contro l'azione di governo; associatosi ai venti di guerra in Iraq, ciò ha causato una brusca impennata dei prezzi petroliferi, pregiudicando ulteriormente le aspettative circa il vigore della ripresa economica.

Sui mercati azionari grava il rischio di un conflitto

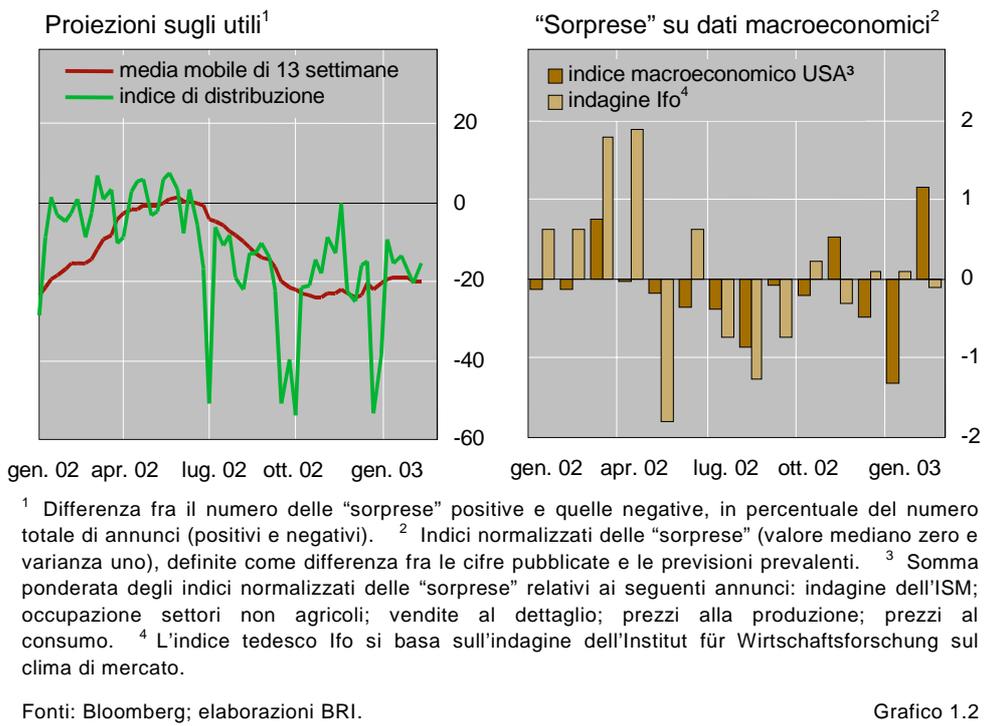
Fra ottobre e novembre 2002 le positive proiezioni sugli utili e i favorevoli rapporti degli analisti per alcune primarie società avevano determinato nelle borse statunitensi ed europee una fase di rialzi protrattasi per sette settimane. L'ottimismo degli investitori era aumentato malgrado i deboli indicatori macroeconomici, e persino le notizie riguardanti l'Iraq erano sembrate positive. Il 14 novembre l'annuncio dell'accettazione da parte di Baghdad di una risoluzione ONU sul disarmo era stato accolto da significativi incrementi delle quotazioni azionarie sulle due coste dell'Atlantico. Fra il 9 ottobre e il 22 novembre l'ondata di ottimismo aveva fatto innalzare l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX rispettivamente del 20 e del 22% (grafico 1.1). In dicembre e ai primi di gennaio, viceversa, gli indicatori economici più seguiti non sono riusciti ad avvalorare appieno quel clima di ottimismo, compromettendo in tal modo i guadagni precedenti (grafico 1.2).

Nel mese di dicembre gli eventi riguardanti l'Iraq sono parsi intaccare il clima di fiducia, con effetti particolarmente deleteri sull'andamento dei mercati a partire dalla metà di gennaio. L'impatto immediato delle principali notizie sulla situazione irachena è stato facilmente riconoscibile: i prezzi delle attività hanno spesso registrato repentini e temporanei cambiamenti di rotta subito dopo la divulgazione dell'evento. Il 16 gennaio, ad esempio, nel giro di 30 minuti dalla segnalazione che gli ispettori ONU avevano rinvenuto nel paese testate missilistiche vuote, l'S&P 500 ha perso lo 0,5% e il DJ EURO STOXX l'1,7%, mentre il franco svizzero ha guadagnato mezzo centesimo sul dollaro, movimenti, questi, insolitamente forti per un così breve lasso di tempo. Si è rivelato più arduo isolare dall'impatto di altri eventi l'effetto generale di incertezza, per quanto quest'ultimo possa aver prevalso sulle immediate ripercussioni degli annunci. Ciò nonostante, sembra essersi prodotto un mutamento nel modo in cui gli investitori hanno reagito alla diffusione degli

Contraccolpi al
clima di fiducia in
gennaio e febbraio



Annunci strettamente monitorati



Mutano le reazioni alle notizie economiche

indicatori economici. Il rapporto sull’occupazione USA pubblicato il 7 febbraio, per esempio, ha mostrato un sorprendente miglioramento nei settori non agricoli che, di norma, avrebbe dovuto sospingere le quotazioni azionarie; in quel giorno, viceversa, l’S&P 500 ha ceduto l’1%.

Il premio di rischio bellico deprime i corsi azionari ...

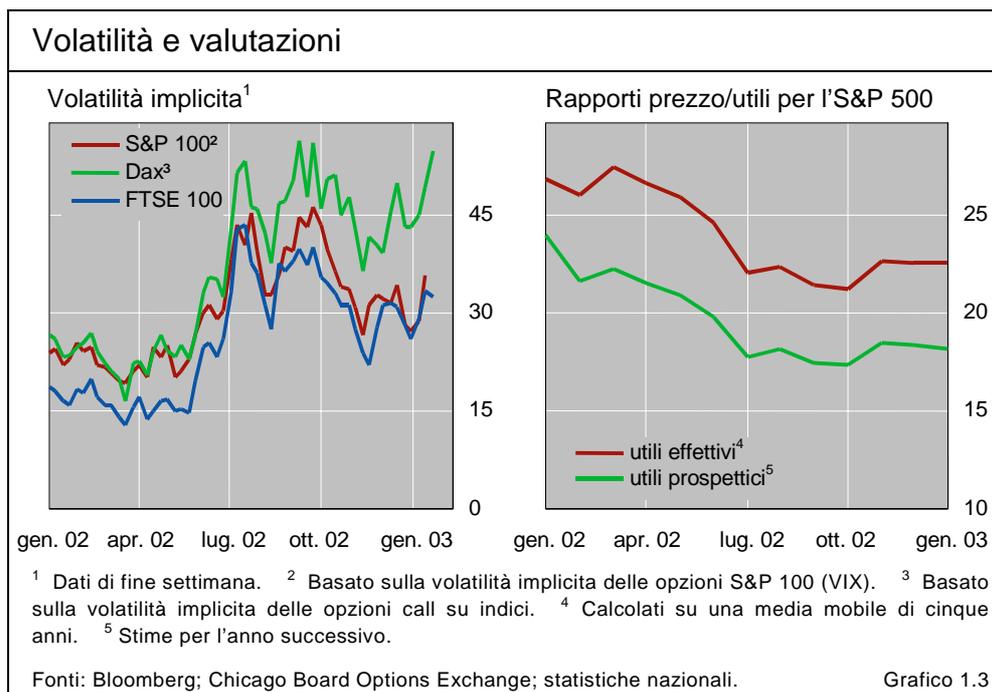
La minaccia di una guerra pare aver determinato sia una correzione al ribasso degli utili societari attesi, sia la comparsa di un premio al rischio associato con le incertezze circa le conseguenze economiche di un eventuale conflitto. Le differenze di performance fra i vari comparti stanno a indicare le revisioni delle prospettive reddituali. In particolare, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa i settori alberghiero e del tempo libero sono stati fra i più duramente colpiti (grafico 1.1). L’emergere di un premio al rischio a livello di intero mercato è ravvisabile nella volatilità implicita dei prezzi delle opzioni su indici azionari, che in gennaio è tornata a crescere, pur rimanendo al di sotto degli alti livelli del settembre 2002 (grafico 1.3). Un ulteriore fattore di incertezza è stato forse il fatto che alcune primarie società si sono astenute dal diramare le consuete previsioni sugli utili futuri, adducendo a motivo la difficoltà di anticipare gli effetti di un conflitto. Come conseguenza delle revisioni in materia di utili e del premio di rischio bellico, nelle cinque settimane fino al 13 febbraio i mercati azionari di Stati Uniti ed Europa hanno perso in termini di valuta locale rispettivamente il 12 e il 14%. Il deprezzamento del dollaro USA sull’euro durante lo stesso periodo ha fatto sì che le dinamiche registrate dai due mercati siano state ugualmente mediocri se espresse nella stessa moneta.

Nonostante il nuovo premio di rischio, gli indici generali di mercato in termini di rapporto prezzo/utili sono rimasti al di sopra dei parametri storici. Certo, le valutazioni sarebbero più basse se tali ratio fossero calcolati sulla scorta dei profitti stimati per l'anno a venire (grafico 1.3). Tuttavia, questi ultimi hanno puntualmente superato gli utili effettivi, e le stime attuali si rivelerebbero oltremodo ottimistiche nel caso in cui non si dovesse concretizzare una robusta ripresa dell'economia. Per ridurre il più possibile gli effetti del ciclo economico, i rapporti prezzo/utili potrebbero essere calcolati in base alle medie mobili degli utili effettivi dei cinque anni precedenti. Se misurati in questo modo, ai ratio eccezionalmente elevati registrati in passato ha fatto generalmente seguito un calo dei prezzi nel successivo periodo di cinque anni. Nel caso dell'S&P 500, il rapporto prezzo/utili così calcolato era pari a circa 23 nel gennaio 2003, ancora al di sopra del 17 registrato in media nel periodo 1961-95.

... ma le valutazioni continuano a scontare una robusta ripresa

Il mercato azionario di Tokyo è sembrato in genere meno esposto alle tensioni connesse con un possibile conflitto. Dopo aver mostrato una dinamica parallela a quella delle borse statunitensi ed europee nel mese di dicembre, in gennaio esso ha seguito un andamento autonomo. In un momento in cui le principali borse mondiali andavano accusando forti ribassi, gli investitori azionari in Giappone hanno rivolto la loro attenzione alle grandi banche del paese. Queste ultime avrebbero avviato iniziative per rafforzare la loro base patrimoniale in vista delle ispezioni della Financial Services Authority nipponica prima della conclusione dell'esercizio finanziario in marzo. Il 14 gennaio l'annuncio di Goldman Sachs di voler acquistare ¥150 miliardi di azioni privilegiate convertibili della Sumitomo Mitsui ha fatto salire dell'8% la quotazione della banca, mentre l'indice generale di mercato è aumentato dell'1%. Mizuho ha seguito a ruota il 21 gennaio con la notizia della cancellazione di debiti inesigibili per ¥2 trilioni, pari al 2,5% del suo portafoglio prestiti. Nonostante ciò, il titolo ha guadagnato il 4% e il TOPIX il 2%. Queste

Le banche giapponesi tentano di rafforzare la base patrimoniale



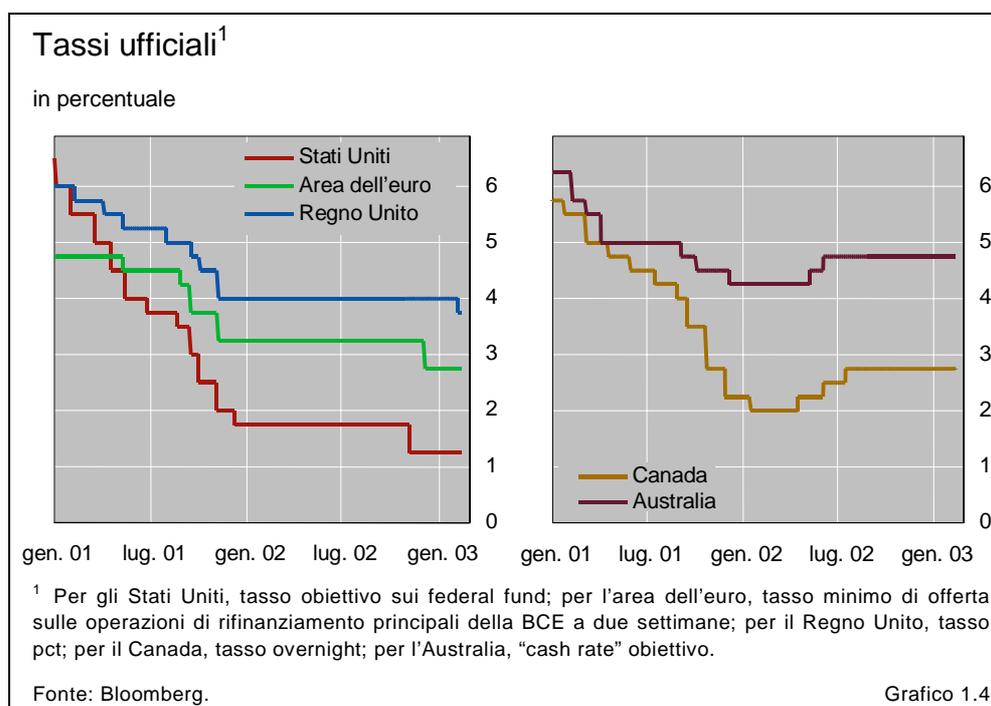
iniziative non hanno tuttavia impedito a Fitch di abbassare il merito di credito delle quattro maggiori banche il 30 di quel mese. Nondimeno, tra la metà di gennaio e la metà di febbraio la piazza di Tokyo è riuscita a mettere a segno un progresso dell'1,4%, surclassando in tal modo le borse valori di USA ed Europa.

I mercati del reddito fisso scontano ancora una ripresa economica

Le riduzioni dei tassi ufficiali ad opera delle principali banche centrali sono sembrate tranquillizzare gli operatori sui mercati del reddito fisso. Le curve dei rendimenti negli Stati Uniti e in Europa si sono ulteriormente appiattite, rispecchiando le percezioni di una ripresa economica più debole. Tuttavia, la loro inclinazione è rimasta notevolmente ripida, a indicare aspettative in certa misura più ottimistiche delle previsioni di crescita prevalenti. Le riduzioni dei tassi guida possono avervi contribuito trasmettendo il segnale di un ritorno delle banche centrali a una fase di allentamento dopo un lungo periodo di invarianza dei saggi. Di fatto, la Federal Reserve, la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno in successione diminuito i propri tassi in novembre, dicembre e gennaio (grafico 1.4). A fronte di tali riduzioni sul segmento a breve, tra metà gennaio e metà febbraio i tassi d'interesse a lungo termine statunitensi ed europei hanno registrato cali relativamente modesti, anche in presenza di ribassi dei corsi azionari.

Il segnale inviato dalla banca centrale statunitense è stato emblematico a questo riguardo. Dopo undici mesi di stasi nella manovra monetaria, il 6 novembre la Fed ha ridotto il tasso ufficiale di 50 punti base. Questa mossa sorprendentemente aggressiva rifletteva la volontà della Banca di intervenire a

Un segnale della disponibilità delle banche centrali ad agire

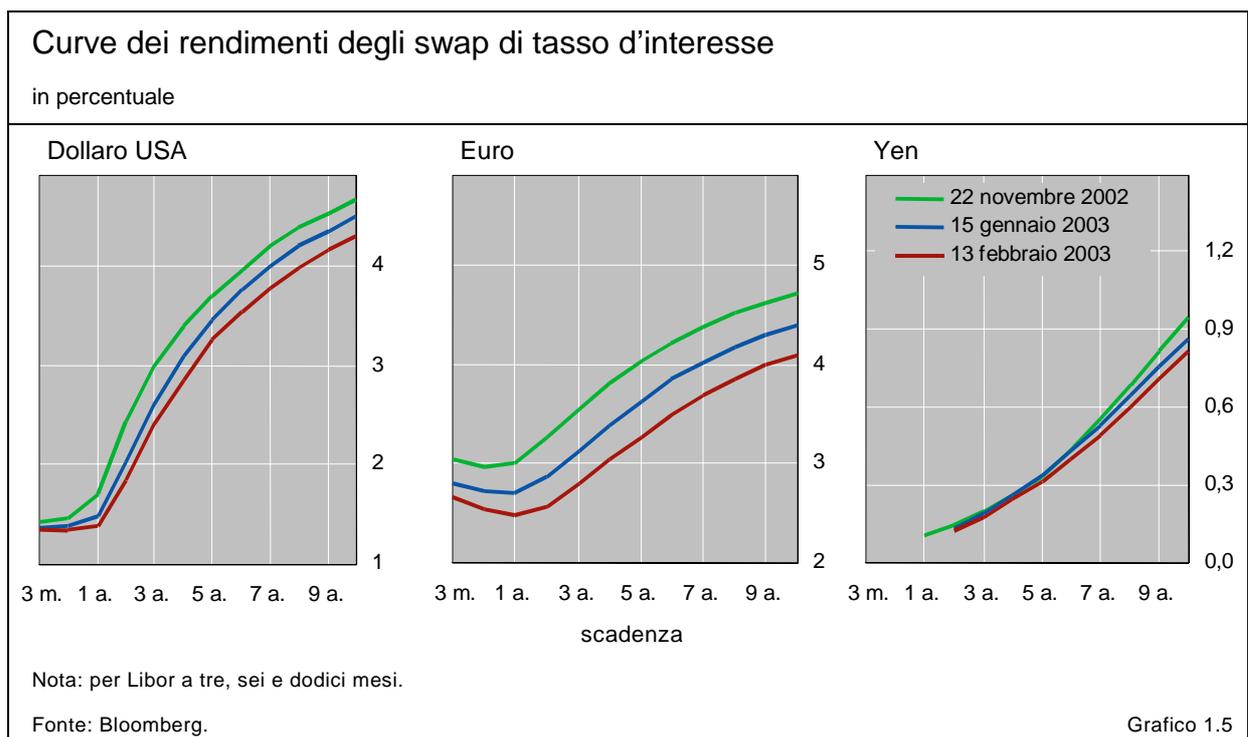


difesa dei propri obiettivi anche in presenza di un “target rate” già al livello dell’1,75%. In un intervento tenuto il 21 novembre, un membro del Consiglio dei Governatori ha accennato al fatto che la Fed non esiterebbe a far uso degli strumenti alternativi a sua disposizione per stimolare l’economia ove il tasso ufficiale dovesse perdere la sua efficacia. Il deciso allentamento statunitense si è posto in contrasto con l’azione di altre banche centrali. La riduzione del tasso da parte della Banca d’Inghilterra è stata più modesta e meno precoce, probabilmente a causa di timori dovuti all’eccessiva forza del settore immobiliare britannico. Invero, preoccupazioni analoghe sembrano aver influenzato in precedenza la decisione della Reserve Bank of Australia di aumentare il proprio tasso guida nel corso del 2002 (grafico 1.4). A questo riguardo la Banca del Canada si è mossa in controtendenza: anch’essa aveva accresciuto il costo del denaro, ma allo scopo di moderare una ripresa economica apparentemente troppo vigorosa.

La Fed potrebbe ricorrere ad altri strumenti

Gli operatori del reddito fisso sono sembrati mantenere l’ottimismo in misura maggiore dei loro omologhi sui mercati azionari. Rispetto al segmento dei titoli di Stato, i mercati swap hanno mostrato negli ultimi mesi una più elevata valenza informativa circa le aspettative di crescita, e ciò in quanto tali strumenti si prestano meno dei titoli pubblici a fungere da “approdo sicuro” e sono meno soggetti ai timori connessi con i disavanzi fiscali. Durante le sette settimane di rialzi dei corsi azionari in ottobre e novembre, il differenziale tra i rendimenti a 10 anni e quelli a tre mesi sul mercato degli swap in dollari USA si è ampliato di circa 75 punti base (grafico 1.5), ovvero a una media di 3,8 punti base per ogni punto percentuale di guadagno dell’S&P 500. Per contro, nel periodo di discesa dei listini tra metà gennaio e metà febbraio, la curva dei tassi swap USA si è appiattita di soli 17 punti base, ovvero a una media di 1,2 punti per ogni punto percentuale di perdita dell’S&P 500. Pertanto, se è vero

Solo un modesto appiattimento delle curve swap



che il livellamento della curva alla fine del periodo indicava aspettative di una ripresa più modesta negli Stati Uniti, la sua correzione verso il basso non ha controbilanciato gran parte del precedente ottimismo. Sul mercato dell'euro il corrispondente differenziale si è ristretto in misura ancor minore al momento dei cali borsistici di gennaio–febbraio, a riprova delle perduranti attese di un recupero, ancorché moderato, dell'economia in Europa.

I prenditori societari cominciano a ridurre il loro grado di leva

Divergenze fra mercati del credito e mercati azionari agli inizi del 2003 ...

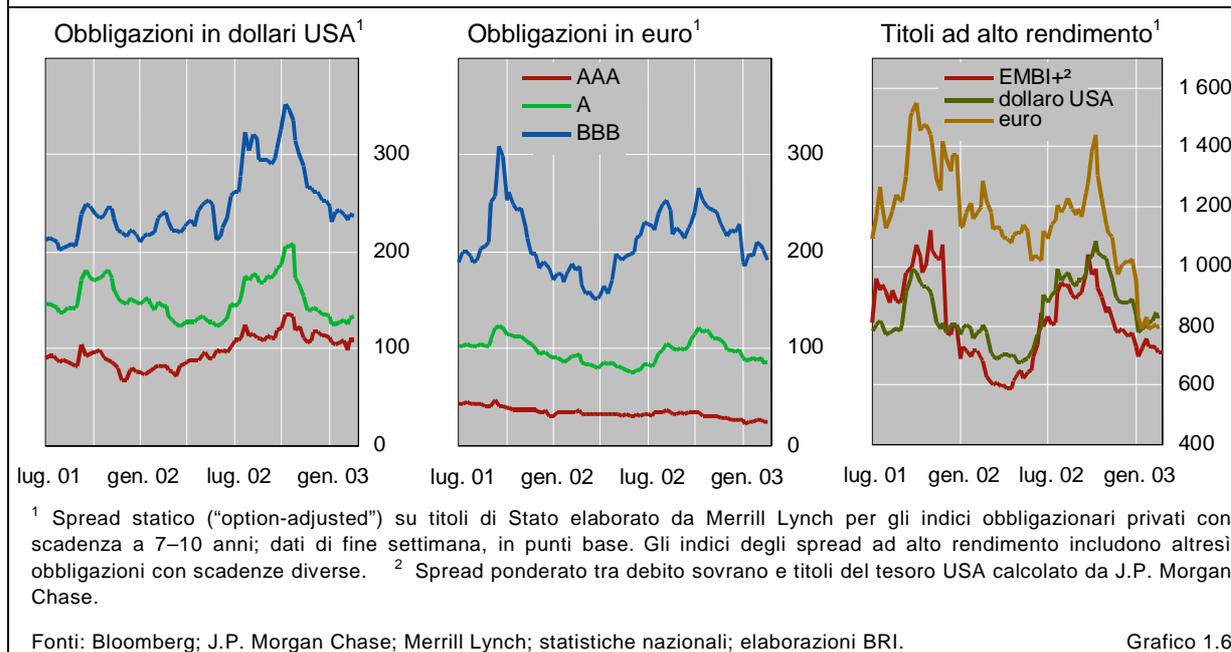
L'avversione al rischio che ha caratterizzato i mercati azionari nella prima parte del 2003 non sembra essersi propagata al mercato delle obbligazioni societarie. I due comparti si erano mossi entrambi al rialzo alla fine del 2002, allorché gli investitori avevano riacquisito fiducia nelle prospettive a breve dell'economia globale. A fine anno il differenziale USA tra obbligazioni BBB a 7-10 anni e titoli del Tesoro di pari scadenza era sceso a circa 240 punti base, 110 punti in meno del massimo di inizio ottobre (grafico 1.6). Successivamente, a partire da metà gennaio l'andamento degli spread creditizi è sembrato dissociarsi da quello dei corsi azionari, e anche quando questi sono crollati verso la fine del mese, i differenziali sui titoli di qualità bancaria e ad alto rendimento sono rimasti pressoché invariati.

Nonostante il generale miglioramento delle condizioni creditizie, agli inizi del 2003 i timori circa l'insufficiente finanziamento delle passività pensionistiche si sono estesi dagli Stati Uniti all'Europa, innalzando i costi della raccolta per alcune grandi società europee. Anche a causa dell'entità del sottofinanziamento dei loro piani pensionistici, nell'ottobre 2002 Standard & Poor's aveva abbassato il rating di diverse imprese statunitensi. Tra queste figuravano alcuni tra i maggiori emittenti societari USA, in particolare Ford, General Motors e le loro affiliate finanziarie. Nel febbraio 2003 l'agenzia ha segnalato che diverse imprese europee presentavano lo stesso problema e rischiavano quindi un declassamento del rating. Subito dopo l'annuncio gli spread tra obbligazioni e swap si sono ampliati di ben 60 punti base per la tedesca ThyssenKrupp (siderurgia/ingegneria) e di poco meno per le altre società interessate.

... quando gli investitori prendono atto dell'impegno di alcune imprese a ridurre il leverage

La relazione tra differenziali delle obbligazioni societarie e corsi azionari, che era stata evidente per gran parte del 2002, si è indebolita all'inizio di quest'anno anche a causa del riconoscimento, da parte degli investitori, degli sforzi compiuti dalle imprese per ridurre il grado di leva. Le misure volte a ridimensionare il debito, quali emissioni azionarie e vendite degli attivi, tendono a favorire i detentori di obbligazioni a scapito degli azionisti, e quindi a determinare un restringimento degli spread creditizi e/o un calo delle quotazioni azionarie. La riduzione del grado di leva finanziaria è un processo solitamente lento, che nel biennio 2001-02 si è perlopiù concretizzato in tagli agli investimenti di capitale. Se da un lato questi hanno contribuito a stabilizzare i livelli di indebitamento societario, dall'altro misure più radicali si rendono spesso necessarie per ristrutturare in profondità i bilanci.

Spread su obbligazioni societarie



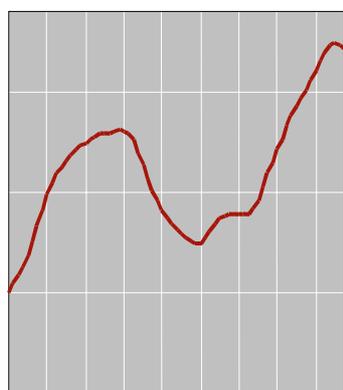
Alcuni "fallen angel" – società il cui debito è stato declassato dalla qualità bancaria al di sotto del grado tripla B meno – hanno cominciato ad adottare misure più drastiche. Nel 2002 il declassamento dallo status di qualità bancaria a quello di alto rischio ha interessato obbligazioni per un valore di circa \$200 miliardi. Il mercato dei titoli a elevato rendimento è relativamente contenuto, il che rende difficile alle grandi imprese declassate rifinanziare le proprie passività in scadenza. Talune aziende statunitensi ed europee hanno fatto ricorso alla vendita di attività. A causa della debolezza dei mercati azionari, tali vendite hanno spesso assunto la forma di cessioni private o rilevazioni finanziate con capitale di rischio, piuttosto che di offerte pubbliche. Le sottoscrizioni di prestiti consorziali collegati a interventi di leveraged buyout sono di fatto balzate a \$18 miliardi nel quarto trimestre (cfr. il riquadro "Prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2002"). Alcuni "fallen angel" hanno annunciato il conferimento agli azionisti esistenti del diritto di prelazione sull'acquisto di nuove azioni, altri hanno emesso obbligazioni convertibili e altri ancora sono ricorsi a swap debito/capitale azionario o a conversioni del debito.

I "fallen angel" avviano processi di ristrutturazione

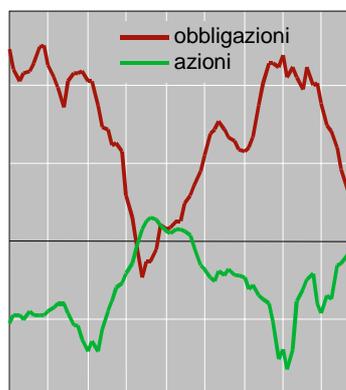
Il Giappone ha proseguito il suo cammino verso la ristrutturazione finanziaria. Come accennato in precedenza, le quattro maggiori banche nipponiche hanno annunciato piani volti a rafforzare la loro base patrimoniale. Mitsubishi Tokyo Financial Group ha lanciato un'offerta di azioni ordinarie per ¥360 miliardi, la più ingente mai realizzata da un'impresa privata in Giappone e la prima ad opera di una banca del paese dagli anni ottanta. Mizuho, Sumitomo Mitsui e UFJ hanno emesso azioni privilegiate per complessivi ¥1,6 trilioni circa. Sebbene tali strumenti siano in grado di migliorare gli indici di capitalizzazione, le loro caratteristiche di strumenti assimilabili al debito li rendono onerosi per la raccolta di capitale economico. Alcune azioni privilegiate, ad esempio, offrivano un dividendo significativamente superiore

Riduzione del grado di leva delle imprese USA¹

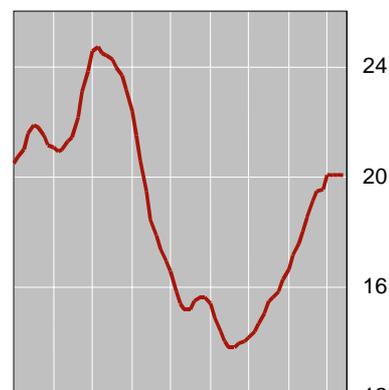
Debito in essere^{2,3}



Emissioni nette^{2,3}



Indice di copertura degli oneri finanziari^{2,4}



85 87 89 91 93 95 97 99 01

85 87 89 91 93 95 97 99 01

85 87 89 91 93 95 97 99 01

¹ Imprese non finanziarie. ² Media mobile di quattro trimestri. ³ In percentuale del PIL nominale. ⁴ Esborsi netti per interessi in percentuale del cash flow operativo. Gli esborsi netti per interessi non includono gli interessi figurativi. Il cash flow operativo corrisponde agli utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti, depurati degli effetti prodotti dall'inflazione sulle scorte.

Fonti: Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

alla cedola di obbligazioni emesse di recente dalla stessa banca. Inoltre, i fondi così raccolti dai quattro istituti corrispondevano a meno del 5% delle sofferenze ufficialmente stimate e a una percentuale addirittura inferiore se calcolata in base alle stime condotte da numerosi economisti privati.

Il processo di ristrutturazione societaria apparentemente in corso negli Stati Uniti e in altre grandi economie non è ancora così pronunciato come lo era stato nel precedente periodo di "deleveraging". Tra il 1991 e il 1993 le imprese statunitensi avevano emesso titoli di capitale per rimborsare il debito in essere (grafico 1.7). In un contesto di più bassi tassi d'interesse, ciò aveva contribuito a un ingente calo dell'onere per interessi sul cash flow¹. I livelli di indebitamento del settore societario USA nel suo complesso sono oggi al loro massimo storico se rapportati alla dimensione dell'economia. La necessità di ridurre il grado di leva risulta tuttavia meno pressante che alla fine degli anni ottanta, poiché rendimenti nominali eccezionalmente bassi contribuiscono a mantenere a livelli gestibili i costi per il servizio del debito. Malgrado l'ammontare record di indebitamento societario, l'incidenza dei costi per interessi sul cash flow è oggi inferiore rispetto a quell'epoca.

Cionondimeno, molte imprese starebbero gradualmente seguendo l'esempio dei "fallen angel" e rivedendo i propri bilanci. Negli ultimi anni le società USA hanno ridotto sensibilmente il riacquisto di azioni proprie, anche se i rimborsi continuano a superare le nuove emissioni. Nel 2001 le imprese hanno rifinanziato il proprio debito a breve su mercati a più lungo termine, contribuendo così a un brusco calo delle consistenze di commercial paper e prestiti bancari. Esse hanno poi drasticamente ridotto il proprio debito a più

I bassi rendimenti mantengono i costi per interessi a livelli accettabili malgrado l'alto indebitamento

Rallentano sensibilmente le emissioni nette di obbligazioni nazionali e internazionali

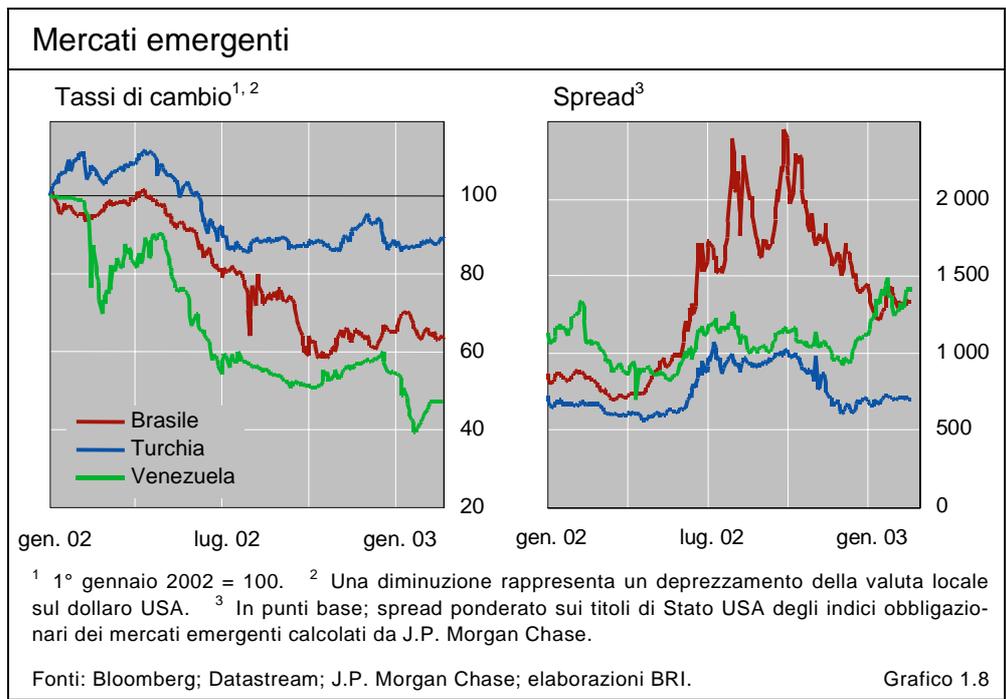
¹ Cfr. E.M. Remolona, R.N. McCauley, J.S. Ruud e R. Iacono (1992-93): "Corporate refinancing in the 1990s", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, inverno, pagg. 1-27.

lungo termine nella seconda metà del 2002, inducendo un marcato rallentamento delle emissioni nette sui mercati obbligazionari nazionali e internazionali (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

I mercati emergenti perdono slancio

Anche nei mercati emergenti le condizioni di finanziamento sono rimaste stabili al volgere dell’anno, a dispetto della volatilità dei mercati azionari mondiali. La fiducia verso Brasile e Turchia è migliorata dopo le elezioni, grazie anche all’impegno manifestato dai due nuovi governi di proseguire sulla strada delle riforme fiscali ed economiche, nonché al globale allentamento delle condizioni creditizie. Questa fase positiva ha tuttavia perso slancio in gennaio, al deteriorarsi della situazione in Venezuela.

Per gran parte di quel mese l’attenzione degli investitori si è focalizzata sugli sviluppi in questo paese, dove a inizio dicembre l’opposizione aveva avviato uno sciopero nazionale con l’intenzione di proseguirlo a oltranza fintantoché il presidente non avesse indetto nuove elezioni. Di fronte al persistere della protesta le pressioni sulla valuta e sugli spread sovrani si sono intensificate (grafico 1.8). Il bolívar si è deprezzato del 32% rispetto al dollaro tra il 2 dicembre e il 22 gennaio, data in cui il governo ha sospeso le contrattazioni sul mercato valutario. Queste sono state ripristinate due settimane dopo, in seguito all’introduzione da parte delle autorità di un regime di cambi fissi e di controlli valutari. Paradossalmente, l’imposizione dei controlli ha contribuito ad arrestare l’ampliamento degli spread sovrani del Venezuela, poiché i detentori di obbligazioni hanno sperato che ciò avrebbe permesso di preservare le riserve valutarie ufficiali a garanzia delle obbligazioni connesse



con il debito esterno del paese. A partire da fine gennaio, anche il graduale attenuarsi delle agitazioni ha contribuito a stabilizzare il mercato.

Lo sciopero in Venezuela accresce sia i prezzi petroliferi che il clima di incertezza

Lo sciopero in Venezuela ha avuto ripercussioni internazionali a causa del suo impatto sul prezzo del petrolio. Il paese è infatti il nono maggior produttore di greggio e il quarto esportatore a livello mondiale. Molti dipendenti della società petrolifera statale PDVSA hanno aderito alla protesta, provocando un grave calo in termini di produzione e di export. Questi eventi, congiuntamente alle prospettive di guerra in Iraq, hanno portato a un aumento di oltre il 20% del prezzo del Brent tra gli inizi di dicembre e la fine di gennaio.

Le tensioni sociali venezuelane hanno talvolta acuito il clima di incertezza in altri paesi latino-americani, facendo passare in secondo piano nella prima parte del 2003 notizie che avrebbero dovuto accrescere la fiducia degli investitori, quali l'annuncio in Brasile di un obiettivo più elevato per l'avanzo primario e il varo da parte dell'Argentina di un nuovo programma FMI della durata di sette mesi. Anche le ripercussioni economiche di un eventuale conflitto in Iraq hanno pesato sul clima di mercato. Di conseguenza, il restringimento dei differenziali sul debito sovrano osservato nell'ultimo trimestre del 2002 non è proseguito nel nuovo anno.

I prenditori brasiliani sono tornati sui mercati obbligazionari internazionali a cavallo tra il 2002 e il 2003 per rifinanziare passività in scadenza. Tuttavia, la loro raccolta in termini di nuovi finanziamenti netti è stata contenuta (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Rispetto all'anno precedente, a metà febbraio gli spread sulle obbligazioni internazionali del governo brasiliano, benché al disotto del massimo di inizio ottobre, risultavano ancora superiori di 500 punti base e la valuta si era deprezzata del 33% nei confronti del dollaro USA.

L'Asia importa fondi ad alto rischio ...

Mentre nel 2002 i residenti latino-americani hanno effettuato rimborsi netti per \$5 miliardi sul mercato obbligazionario internazionale, quelli asiatici hanno raccolto \$21 miliardi in termini di nuove emissioni nette. Di fatto, lo scorso anno gli emittenti dell'Asia hanno sostituito quelli dell'America latina in qualità di mutuatari più attivi sui mercati emergenti. I paesi asiatici di quest'area sono stati inoltre interessati da ingenti afflussi di fondi da banche estere, che nel terzo trimestre 2002 hanno persino superato quelli precedenti la crisi del 1997-98 (cfr. "Il mercato bancario internazionale").

I recenti afflussi all'Asia emergente sono stati determinati sia dalle buone prospettive di crescita che da una robusta domanda di credito. Grandezze economiche fondamentali già forti o in miglioramento in gran parte dell'area hanno attratto l'interesse degli investitori globali. Anche se la questione della sicurezza nella penisola coreana ha influito sugli spread sovrani della Corea nella prima parte del 2003, la maggioranza delle economie dell'Asia emergente ha continuato a godere di un accesso assai favorevole ai mercati internazionali. Al tempo stesso l'espansione economica nella regione ha sostenuto la domanda di credito di famiglie e imprese. I mutuatari hanno spesso incontrato difficoltà a collocare sull'interno passività qualitativamente mediocri, come i debiti subordinati, e si sono pertanto rivolti ai mercati esteri.

Nonostante tali afflussi, l'Asia emergente resta un esportatore netto di capitali. Le economie dell'Est e del Sud-Est asiatico continuano a presentare ampi surplus di parte corrente, per un totale di circa \$90 miliardi nel 2002. La regione sembra attirare investimenti più rischiosi, quali capitali azionari e debiti subordinati, provvedendo allo stesso tempo a rimborsare il proprio debito esterno e ad accumulare attività sicure e liquide. Le banche centrali dell'area hanno in particolare acquistato titoli di agenzie USA e altre attività a basso rischio per ingenti ammontari (cfr. la sezione monografica "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari"). Questo profilo dei flussi di capitale ha determinato un significativo rafforzamento nel saldo esterno della regione.

... ma esporta
capitali sicuri

2. Il mercato bancario internazionale

Nel terzo trimestre 2002 l'attività sul mercato bancario internazionale è stata sorretta dagli acquisti di titoli di Stato. Le banche dichiaranti alla BRI hanno investito ingenti somme in obbligazioni pubbliche e altre attività a basso rischio emesse da Stati Uniti e paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso, il credito internazionale ad altri soggetti bancari e imprese è rimasto debole. Pertanto, l'attività è parsa rispecchiare l'accresciuta avversione al rischio manifestata dagli investitori globali durante questo periodo, nel quale i differenziali sul mercato delle obbligazioni societarie si sono fortemente ampliati.

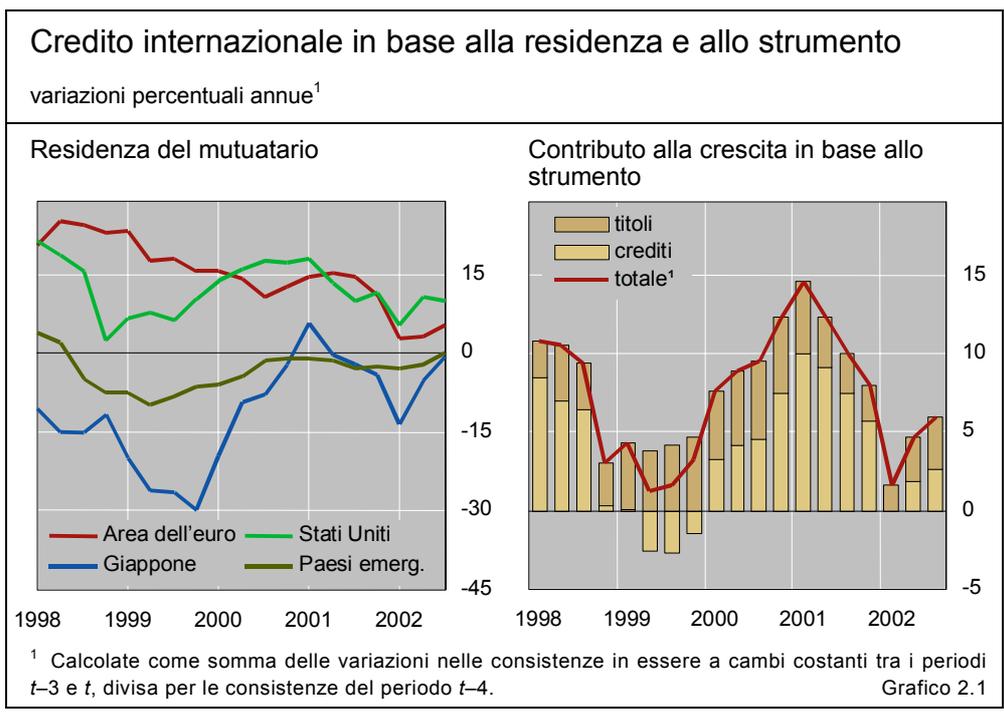
Anche i flussi bancari verso i mercati emergenti hanno fatto registrare uno spostamento in favore delle attività a più basso rischio. L'America latina è stata interessata dal più cospicuo deflusso di capitali dal terzo trimestre 1999, e le banche hanno nuovamente ridotto le proprie esposizioni nei confronti della Turchia. Per contro, ai mercati emergenti dell'Asia è affluito un ammontare record di fondi, dovuto sia a un aumento dei crediti sia al rimpatrio di capitali. Le banche hanno convogliato fondi anche verso paesi impegnati nei negoziati per l'adesione all'Unione europea.

Accelerazione dell'attività nell'area dell'euro

La crescita del credito bancario internazionale ha segnato una lievissima accelerazione nel terzo trimestre, indotta dagli investimenti in titoli a basso rischio effettuati dalle banche dichiaranti alla BRI, che hanno proseguito la ricomposizione dei loro portafogli a scapito dei prestiti. Rispetto al secondo trimestre l'incremento sui dodici mesi è passato dal 4,7 al 6% (grafico 2.1). Su base non stagionalizzata, tra fine giugno e fine settembre 2002 le consistenze in essere di attività transfrontaliere contabilizzate da banche dell'area dichiarante sono aumentate di \$142 miliardi, a \$12,7 trilioni (tabella 2.1).

Buona parte di tale aumento è ascrivibile a investimenti in obbligazioni di Stato e altri titoli di debito. Come accennato nella *Rassegna trimestrale BRI* del dicembre scorso, dal secondo trimestre 2001 le posizioni creditorie nei confronti di soggetti non bancari – che comprendono governi, agenzie parastatali e imprese – sono costantemente cresciute più di quelle verso banche. Nel periodo sotto rassegna, grazie a investimenti in titoli di debito per \$113 miliardi, esse si sono incrementate di \$144 miliardi; l'aumento, il più elevato dal primo

Calo dell'attività
sull'interbancario



trimestre 2001, ha sospinto per il terzo periodo consecutivo il tasso annuo di espansione delle attività verso il settore non bancario, portandolo al 9,6%.

In termini di distribuzione dei mutuatari per area geografica, l'accelerazione dell'attività totale è dovuta principalmente all'intensa operatività nell'area dell'euro, dove si è registrato un incremento annuo del 5,5% dopo due trimestri di crescita debole. L'espansione è in gran parte riconducibile alle transazioni infra-area: le banche di Germania, Francia, Italia e Spagna hanno aumentato le proprie posizioni creditorie di almeno \$9 miliardi ciascuna. La contrazione dei crediti verso mutuatari in Giappone osservata nei periodi precedenti è sembrata arrestarsi in quello sotto rassegna. Le banche dichiaranti hanno allestito nuovi prestiti per soggetti non bancari, riportando in positivo la crescita annua totale dei crediti per la prima volta dal secondo trimestre 2001. Nel contempo, dopo sei aumenti trimestrali consecutivi, le attività totali verso prenditori negli Stati Uniti sono considerevolmente rallentate. L'incremento di \$43 miliardi del credito a mutuatari non bancari, per lo più del settore pubblico, è stato interamente compensato da una riduzione delle posizioni creditorie verso il sistema bancario, dovuta essenzialmente all'attività intragruppo.

In linea con la crescita dell'operatività nell'area dell'euro, è proseguita la ricomposizione delle attività sul mercato bancario internazionale a scapito del dollaro USA e a favore dell'euro, mentre l'incidenza dello yen si è stabilizzata. Il credito in dollari USA è diminuito di \$92 miliardi, il calo trimestrale più ampio dagli inizi del 1999, e rappresenta ora il 43% dello stock delle posizioni internazionali (contro il picco del 46% nel primo trimestre 2002); le attività in euro hanno invece segnato un'espansione di \$216 miliardi, la più elevata degli ultimi sei trimestri.

Accelerano i crediti nell'area dell'euro, mentre ristagnano quelli verso gli USA

Marcata preferenza per l'euro

Le banche privilegiano obbligazioni di Stato e altri titoli di debito

Nel terzo trimestre l'incremento degli impieghi è imputabile per i quattro quinti a investimenti in titoli di debito. Benché la concessione di prestiti sia rimasta l'attività primaria, l'incidenza dei titoli debitori sul totale è aumentata al 21%, contro il 19% di metà 2001. Questo incremento ha assunto in misura preponderante la forma di crediti al settore non bancario, visto che le banche dell'area dichiarante hanno incrementato i propri investimenti in titoli di Stato e di agenzie governative. Di conseguenza, dagli inizi del 2001 la quota dei titoli di debito sul totale delle attività verso soggetti non bancari è passata dal 36% a poco più del 40%, mentre è rimasta relativamente costante se rapportata al totale delle attività verso il settore bancario.

Le banche prediligono titoli pubblici e altre attività a basso rischio

Alla luce della debolezza delle condizioni economiche generali nel periodo in esame, la maggiore incidenza degli strumenti debitori appare coerente con la strategia delle banche di ridurre il rischio di credito accrescendo gli

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni nelle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA ¹								
	2000	2001	2001		2002			Stock a fine sett. 2002
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale attività	1 221,5	859,4	-12,0	236,8	45,8	246,1	141,7	12 694,1
Per strumento								
Crediti e depositi	738,0	612,2	-52,1	165,5	-9,9	102,5	36,6	9 446,4
Titoli ²	483,5	247,2	40,1	71,3	55,7	143,6	105,2	3 247,7
Per valuta								
Dollaro USA	513,0	423,7	13,3	184,5	48,2	192,7	-92,1	5 414,1
Euro	455,6	439,3	46,5	-12,2	43,6	106,2	215,8	4 101,6
Yen	94,6	-65,3	-50,9	6,6	-81,5	5,3	15,7	707,3
Altre valute ³	158,3	61,7	-20,9	57,9	35,5	-58,1	2,3	2 471,1
Per tipologia di mutuatario								
Proprie dipendenze	523,0	467,0	-22,3	365,0	-2,1	82,6	0,9	4 224,8
Altre banche ⁴	409,7	-49,7	-3,2	-222,9	0,1	80,6	-3,2	4 061,2
Settore non bancario	288,8	442,1	13,5	94,7	47,8	82,9	144,0	4 408,1
Per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	1 126,4	804,4	5,3	202,2	35,3	214,6	156,7	9 977,0
Area dell'euro	389,1	368,7	9,2	8,4	55,2	36,6	97,7	4 083,6
Giappone	-12,0	-23,3	-24,6	28,0	-52,3	22,2	-0,1	513,7
Stati Uniti	309,0	236,6	16,6	73,8	14,4	133,9	0,3	2 528,4
Centri offshore	51,5	55,3	3,2	24,9	-7,3	25,2	-17,2	1 527,5
Economie emergenti	-7,9	-23,3	-18,6	1,4	-3,1	3,4	-2,3	881,5
Non classificate ⁵	51,5	23,0	-1,9	8,4	20,8	2,9	4,6	308,1
<i>Per memoria: attività sull'interno⁶</i>	207,1	90,4	-1,2	-0,1	66,1	-40,2	-26,5	1 634,9

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

Tabella 2.1

investimenti in titoli di Stato. Le statistiche su base consolidata della BRI, che compensano le posizioni intragruppo, indicano che lo spostamento verso i titoli di debito ha per lo più interessato le obbligazioni del settore pubblico; queste ultime hanno concorso per il 12,6% al totale delle attività internazionali consolidate nel terzo trimestre, contro l'11,8% di un anno prima. Nel contempo, le posizioni verso banche non collegate hanno continuato a perdere terreno in termini di incidenza percentuale.

Questo spostamento dai prestiti ai titoli di debito è stato particolarmente evidente nell'area dell'euro. Dal 1996 la crescita annua degli impieghi totali verso soggetti non bancari dell'area ha superato l'11% ogni trimestre. Tuttavia, negli ultimi periodi tale crescita è stata sospinta da incrementi relativamente ampi degli strumenti debitori (rispetto ai nuovi prestiti). Nel periodo sotto rassegna gli investimenti in titoli pubblici (e obbligazioni societarie) hanno registrato un aumento di \$55 miliardi, il più cospicuo dal primo trimestre 1999. In linea con tale evoluzione, i dati consolidati della BRI indicano un'espansione alquanto marcata delle attività delle banche dichiaranti verso il settore pubblico dei principali paesi della zona euro: tale aumento ammonta a circa \$22,5 miliardi, di cui \$9,5 miliardi facenti capo a banche interne all'area. Le istituzioni tedesche, olandesi e italiane sono state particolarmente attive. Inoltre, le banche giapponesi hanno effettuato investimenti per \$17 miliardi, concorrendo per quasi il 75% alla crescita degli impieghi verso il settore pubblico europeo.

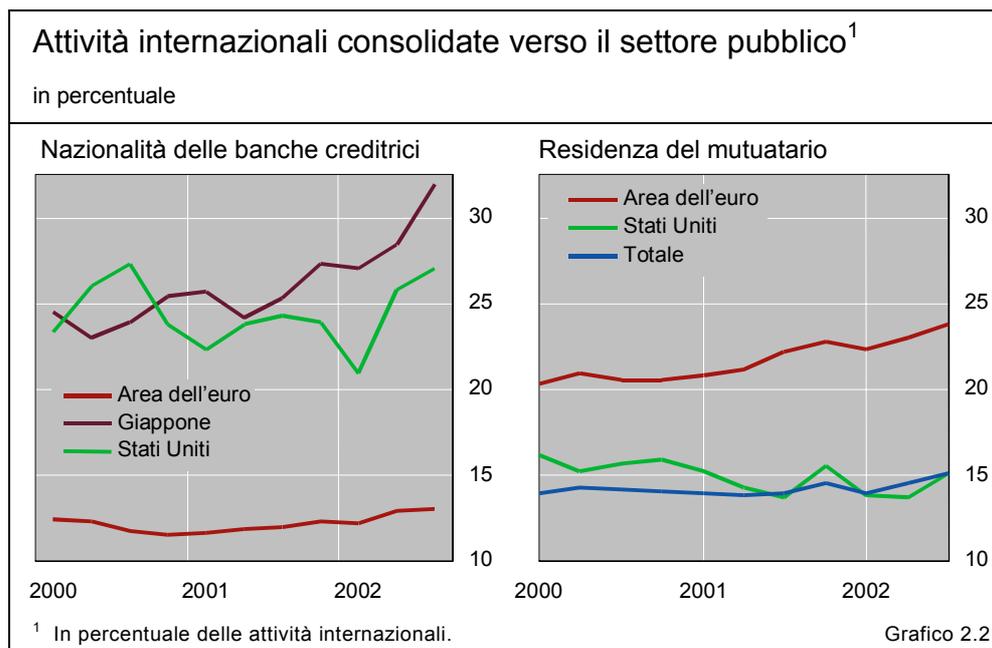
I maggiori investimenti in titoli di Stato e di agenzie governative hanno contribuito a invertire la dinamica calante del credito totale concesso dalle banche giapponesi, che è difatti aumentato per la prima volta nell'arco di sei trimestri. Il flusso positivo del periodo in esame ha abbassato all'8% il tasso annuo di contrazione, dal 14% circa dei due trimestri precedenti. Le posizioni verso banche non collegate sono nuovamente diminuite; tuttavia, quelle verso il settore pubblico e altri mutuatari non bancari hanno messo a segno una notevole espansione, per \$64 miliardi, e costituiscono attualmente oltre il 50% degli impieghi complessivi delle banche nipponiche (contro il 45% di un anno prima). I dati consolidati indicano che queste ultime (nonché i fondi comuni e pensionistici in gestione fiduciaria presso di esse) hanno acquisito titoli di Stato per \$43 miliardi circa, il 17% in più rispetto al trimestre precedente (grafico 2.2). Le attività di banche giapponesi verso governi esteri, escluse quelle in valuta locale delle loro dipendenze al di fuori del Giappone, hanno toccato \$296 miliardi, passando su base annua dal 25 al 32% degli impieghi totali internazionali. In particolare, il credito al settore pubblico è cresciuto nei confronti sia degli Stati Uniti (a \$150 miliardi, pari al 40% delle posizioni complessive verso questo paese) sia di Germania, Francia e Italia.

Anche le banche statunitensi hanno mostrato di privilegiare i titoli del debito pubblico. Nel terzo trimestre la quota di questi ultimi sul totale delle loro esposizioni creditorie internazionali è salita dal 24 al 27% su base annua consolidata. Tuttavia, l'espansione non è tanto riconducibile a maggiori investimenti in titoli di Stato, quanto a contrazioni relativamente ampie delle posizioni verso banche non collegate e settore privato non bancario. I prestiti

Aumentano le attività verso il settore pubblico dell'area dell'euro ...

... mentre le banche giapponesi accrescono gli acquisti di titoli pubblici ...

... e quelle USA riducono gli impieghi verso altre banche



transfrontalieri alle imprese sono stati ridotti di \$19 miliardi nel periodo in esame, contribuendo a un calo del 12% sui dodici mesi precedenti. Nel contempo, il credito a soggetti bancari è diminuito del 15% su base annua, mentre quello verso il settore pubblico è rimasto stabile. Complessivamente, le attività internazionali delle banche USA si sono ragguagliate a \$424 miliardi, il livello più basso dal quarto trimestre 2000.

Mercati emergenti

Nel terzo trimestre il saldo dei flussi bancari dall'area dichiarante verso i mercati emergenti è risultato positivo, anche se si osservano differenze significative tra le varie regioni. Si sono registrati deflussi da America latina, Europa orientale, Medio Oriente e Africa, controbilanciati peraltro da afflussi per \$26 miliardi verso l'Asia (grafico 2.3). Il risultato netto complessivo è stato determinato da rimpatri relativamente massicci di fondi sia nella regione Asia-Pacifico che in America latina. Le posizioni creditorie verso l'insieme dei paesi emergenti hanno subito una lieve contrazione rispetto al secondo trimestre, calando a \$882 miliardi, soprattutto a causa dei minori prestiti concessi ai principali paesi latino-americani.

Le attività verso l'America latina ai minimi degli ultimi sei anni

Per il secondo trimestre consecutivo i flussi netti di fondi verso l'America latina sono rimasti negativi, a -\$2,9 miliardi. Gli impieghi si sono ridotti del 4%, a \$269 miliardi, il livello più basso dal terzo trimestre 1996. Le banche dell'area dichiarante hanno continuato a ridimensionare la propria esposizione nei confronti di tutti i settori latino-americani, diminuendo le attività transfrontaliere verso il sistema bancario più rapidamente di quelle verso i settori pubblico o privato non bancario.

Sebbene nel terzo trimestre gli investitori mondiali avessero già rivolto verso il Brasile i timori precedentemente concentrati sull'Argentina, è stata

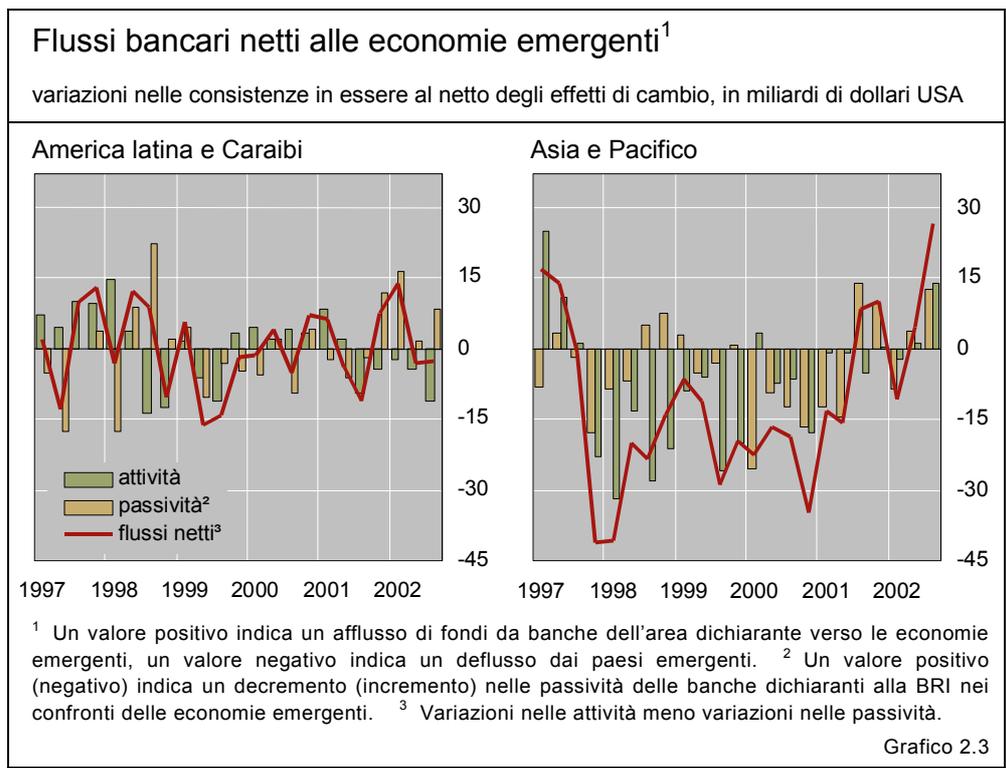
Cospicuo deflusso netto di fondi da Argentina ...

quest'ultima a registrare il maggiore deflusso di capitali dalla regione: \$4,7 miliardi, il più elevato dall'inizio della crisi finanziaria nel terzo trimestre 2001. Vi hanno concorso sia tagli nei crediti che cancellazioni di prestiti in sofferenza. Il tasso di contrazione delle attività verso i soggetti non bancari è rallentato, mentre è accelerato quello verso il settore bancario, che ha subito una riduzione di \$2,9 miliardi, la più ampia nel periodo coperto dalle statistiche BRI. Quasi tutti i paesi dell'area dichiarante hanno ridotto le proprie posizioni bancarie nei confronti dell'Argentina, ma la flessione maggiore è stata operata dalle banche statunitensi. Anche le linee di credito non utilizzate a favore del paese hanno continuato a calare, passando nell'ultimo anno da \$7,7 a 2,5 miliardi.

In Brasile i fondi sono defluiti sia dal settore bancario che da quello non bancario, contribuendo a un saldo negativo di \$2,4 miliardi, anche in questo caso il più cospicuo dal terzo trimestre 2001. Il tasso annuo di contrazione delle attività verso il Brasile è aumentato rispetto al periodo precedente, dal 4,8 al 7,3%, per effetto dei minori prestiti a breve termine concessi da banche statunitensi, tedesche e spagnole. Dopo due trimestri di relativa stabilità, le posizioni creditorie verso il settore bancario brasiliano sono scese dell'8% su base annua. In aggiunta, sono diminuiti per il quarto trimestre consecutivo anche i margini non utilizzati delle aperture di credito.

... Brasile e
Messico

Analogamente ad Argentina e Brasile, anche il Messico ha registrato deflussi netti di fondi: rispetto al trimestre precedente il credito totale al paese è diminuito di \$1,9 miliardi. A causa di una riduzione delle posizioni a breve delle banche spagnole, i fondi affluiti al settore bancario sono calati del 26% sui dodici mesi, e la loro incidenza sul totale si è conseguentemente contratta, toccando il minimo del 12%, contro il 17% di un anno prima. Le attività verso



soggetti non bancari, che avevano fatto registrare una modesta crescita nei tre trimestri precedenti, sono anch'esse diminuite lievemente nel periodo in esame, poiché le banche dell'area dichiarante hanno continuato a cedere titoli di debito emessi da questo settore.

Ammontare record di fondi su base netta alla regione Asia-Pacifico

L'Asia preleva fondi dai depositi esteri

Nel terzo trimestre 2002 alla regione Asia-Pacifico sono affluiti fondi per \$26 miliardi, un ammontare senza precedenti, superiore persino ai livelli record del secondo e terzo trimestre 1996. Gli afflussi sono riconducibili agli ingenti

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 ¹	2000	2001	2001		2002			Stock a fine sett. 2002
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale ²	Attività	-7,9	-23,3	-18,6	1,4	-3,1	3,4	-2,3	881,5
	Passività	140,1	23,1	-15,0	-27,6	-8,6	-4,8	-20,5	1 075,6
Arabia Saudita	Attività	0,1	-2,4	-1,6	1,0	0,0	0,4	-1,8	23,1
	Passività	10,9	-9,7	-5,7	-7,3	-5,4	-0,1	1,4	48,6
Argentina	Attività	1,2	-5,8	-2,4	-3,3	-4,3	-0,8	-4,4	31,7
	Passività	3,1	-16,7	-1,9	-11,1	-1,0	0,5	0,3	23,6
Brasile	Attività	9,5	0,9	-1,1	-2,2	1,0	-2,4	-3,6	91,8
	Passività	-4,6	0,4	4,9	-4,1	1,4	-3,8	-1,2	44,4
Cile	Attività	0,3	0,2	-0,9	0,2	-0,3	-0,5	0,1	18,3
	Passività	-1,5	-1,0	-0,4	-0,6	0,2	-0,8	-0,9	13,3
Cina	Attività	-5,4	-3,5	-2,6	-0,6	-7,3	1,0	4,1	53,5
	Passività	35,7	-6,5	-6,7	-4,0	-7,1	6,4	-0,9	93,8
Corea	Attività	-4,8	-0,2	0,8	-2,0	6,4	1,8	6,5	78,7
	Passività	-1,7	1,7	-2,4	1,7	11,4	-5,6	-0,4	35,0
Indonesia	Attività	-3,6	-5,4	-2,3	-0,8	-1,3	-2,1	-1,3	31,8
	Passività	-1,0	1,1	-0,4	0,7	-1,4	-0,3	-0,2	12,3
Messico	Attività	-1,0	2,0	-3,3	0,6	3,2	1,8	-1,9	63,6
	Passività	6,9	8,8	4,5	0,6	-14,1	1,3	-0,2	50,1
Russia	Attività	-6,6	1,3	0,2	2,1	1,4	0,8	-1,1	31,9
	Passività	7,2	5,2	-2,8	1,7	3,6	0,0	4,0	36,5
Sudafrica	Attività	0,6	-0,4	0,8	-1,1	-1,5	0,2	-0,6	16,5
	Passività	0,4	2,1	1,1	-0,9	0,2	1,4	-0,3	18,1
Thailandia	Attività	-7,8	-3,5	-3,1	1,4	-2,2	-0,5	-0,5	20,6
	Passività	1,9	1,3	-0,5	0,5	-0,7	-1,2	-1,4	12,5
Turchia	Attività	11,3	-12,0	-0,9	-3,7	0,9	-1,5	-2,1	35,4
	Passività	2,3	-2,1	0,8	-2,1	1,6	-1,9	-0,2	18,7
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>7,5</i>	<i>6,3</i>	<i>-0,4</i>	<i>4,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,9</i>	<i>3,3</i>	<i>84,6</i>
	<i>Passività</i>	<i>5,5</i>	<i>9,9</i>	<i>0,9</i>	<i>4,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>65,4</i>
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-11,5</i>	<i>-14,0</i>	<i>-5,2</i>	<i>1,1</i>	<i>3,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>-4,6</i>	<i>128,4</i>
	<i>Passività</i>	<i>37,7</i>	<i>-2,8</i>	<i>-9,7</i>	<i>-8,5</i>	<i>-5,5</i>	<i>-2,5</i>	<i>-1,8</i>	<i>240,1</i>

¹ 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. ² Insieme delle economie emergenti. Per i dettagli su altri paesi cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. ³ 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

prelievi da depositi esteri effettuati da banche della regione, nonché a un aumento del credito per \$13,8 miliardi, in buona parte sotto forma di prestiti a soggetti bancari. Di riflesso ai capitali affluiti a questi ultimi, le attività internazionali consolidate nei confronti del settore privato non bancario dell'Asia sono scese al 46% del totale, rispetto al 50% di un anno prima. È proseguita inoltre la ricomposizione dei portafogli a favore delle scadenze a più breve termine: i crediti con durata pari o inferiore a un anno rappresentano ora il 52% delle attività internazionali verso l'area, contro il 50% del secondo trimestre.

Taiwan, Cina, ha registrato afflussi netti di capitali per \$10,7 miliardi, i più ingenti della regione, diretti sia al settore bancario che a quello non bancario. Per quanto riguarda le banche, il saldo positivo trae origine dal rimpatrio di circa \$5 miliardi di depositi esteri in dollari USA, mentre per le istituzioni non bancarie esso è stato determinato da \$3,4 miliardi di nuovi prestiti. In aggiunta, le imprese taiwanesi hanno operato attivamente sul mercato dei prestiti consorziali, sottoscrivendo nuove operazioni per \$1,6 miliardi, in gran parte a favore del settore dell'elettronica.

Afflussi record alla regione sorretti dalle attività verso Taiwan ...

La ripresa delle attività verso la Corea del Sud cominciata nel primo trimestre 2002 è continuata nel terzo: gli impieghi totali sono cresciuti di \$6,5 miliardi, l'importo più elevato in termini assoluti dall'insorgere della crisi valutaria del 1997. La metà circa di questo ammontare è affluita a mutuatari non bancari, rispecchiando la robusta crescita del credito bancario sull'interno proseguita per tutto il periodo sotto rassegna. Le imprese sud-coreane hanno inoltre raccolto \$2,5 miliardi sul mercato dei prestiti consorziali, segnando l'aumento più alto dal quarto trimestre 2000; società minerarie, di trasporti e di raffinazione petrolifera hanno sottoscritto più o meno la metà di tale importo.

... e Corea del Sud

Anche il saldo dei fondi affluiti alla Cina è tornato positivo, a \$5,1 miliardi, in virtù dei crediti al settore bancario che, dopo due trimestri di cali relativamente marcati, sono cresciuti di \$4,9 miliardi. Buona parte dell'attività sembra essere stata alimentata dalle transazioni intragruppo fra banche situate in USA, Regno Unito e centri offshore e le loro dipendenze in Cina.

Afflussi netti ai paesi candidati alla UE, contro un saldo negativo per l'Europa emergente nel suo complesso

I flussi netti di fondi verso i mercati emergenti dell'Europa hanno fatto registrare un saldo negativo nel terzo trimestre, nonostante i capitali affluiti a diversi paesi impegnati nei negoziati per l'adesione alla UE. Le posizioni creditorie verso la regione si sono ridotte di \$1,8 miliardi, in conseguenza dei minori prestiti al settore bancario effettuati da banche dell'area dichiarante. Come in America latina, anche nell'Europa emergente l'incidenza delle esposizioni verso il settore bancario ha continuato a calare, scendendo su base annua dal 32 al 25% delle attività internazionali.

La Turchia ha subito un deflusso netto di fondi, con un calo delle attività di \$2,1 miliardi, a \$35,4 miliardi. Sebbene gli impieghi verso il settore non bancario siano rimasti stabili, quelli verso banche residenti sono scesi a \$6,7 miliardi, pari al 19% del totale, contro il 29% di un anno prima. Anche la Russia ha fatto registrare un saldo negativo (per \$5 miliardi), il più ampio dal

I fondi defluiscono da Turchia e Russia ...

primo trimestre 2001. Dopo cinque periodi consecutivi di espansione, i crediti sono diminuiti di \$1,1 miliardi a causa dei minori prestiti concessi al settore bancario. A tale risultato ha contribuito un aumento di \$2,8 miliardi dei depositi in euro presso banche situate nei paesi sviluppati europei. Dal quarto trimestre 1998 gli istituti russi hanno depositato presso banche dell'area dichiarante importi sempre crescenti, continuando a spostare capitali bancari dagli Stati Uniti all'Europa.

... per affluire a
Polonia, Ungheria e
Repubblica ceca

Diversamente da Turchia e Russia, i flussi bancari verso i 12 paesi candidati alla UE sono saliti a \$4,6 miliardi. Fin dal secondo trimestre 2000 si è osservata una tendenza al rialzo nel credito concesso a tali paesi, e se nel periodo in esame l'attività è stata per lo più stabile, nondimeno Polonia, Ungheria e Repubblica ceca hanno registrato afflussi netti di fondi. Le banche della Polonia hanno rimpatriato depositi per \$867 milioni da Germania e Stati Uniti, mentre l'esposizione verso mutuatari polacchi si è accresciuta a seguito degli acquisti di titoli di debito in valuta locale da parte di banche dell'area dell'euro. Anche la Repubblica ceca ha prelevato capitali bancari depositati nell'area dell'euro, per un totale di \$1,1 miliardi, mentre le attività verso i mutuatari del paese – banche e non banche – hanno segnato una modesta espansione. I crediti all'Ungheria sono aumentati di \$1,3 miliardi: gli istituti dell'area dichiarante hanno investito in titoli di debito e concesso prestiti per \$830 milioni al settore bancario magiaro.

I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2002

Blaise Gadanez

Nel quarto trimestre 2002 le sottoscrizioni di prestiti consorziali internazionali sono ammontate a \$312 miliardi, con una flessione del 7% rispetto al corrispondente periodo del 2001. I mutuatari più attivi sono state le aziende elettriche e le compagnie petrolifere: la tedesca E.ON ha raccolto l'ammontare più elevato, €15 miliardi, seguita da Enel (Italia) e RWE (Germania), che hanno entrambe mutuato €5 miliardi. L'attività è stata intensa anche per quanto riguarda i prestiti connessi con operazioni di leveraged buyout: un finanziamento per €3,8 miliardi è stato allestito a fronte dell'acquisizione dell'impresa di confezionamento irlandese Jefferson Smurfit e uno di €2,8 miliardi per quella della francese Legrand (elettronica).

Le sottoscrizioni sono diminuite su base annua per il secondo periodo consecutivo. Dopo una contrazione del 5% nel 2001, il volume totale delle nuove operazioni è sceso del 7% nel 2002, a \$1,3 trilioni. L'attività di rifinanziamento ha raggiunto un massimo storico, salendo a \$509 miliardi, e ciò indica che in termini netti i nuovi finanziamenti si sono ridotti ancor più delle sottoscrizioni lorde. Rispetto al 2001 la raccolta di soggetti statunitensi è calata del 13%, a \$745 miliardi, mentre quella dei mutuatari europei è cresciuta del 13%, a \$385 miliardi. Tale aumento sembra in gran parte ascrivibile alla preferenza accordata dalle banche ai prestiti sindacati a scapito dei crediti bilaterali.

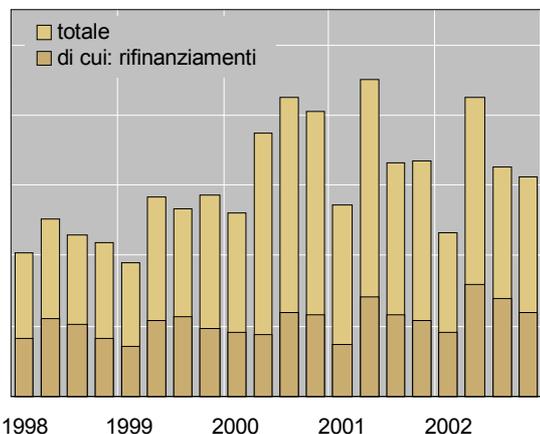
I mercati emergenti hanno raccolto \$17 miliardi sul mercato dei prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre. I prenditori sud-coreani – principalmente banche, società di credito al consumo e gestori di carte di credito – sono stati i più attivi, mutuando \$3,5 miliardi. Le imprese taiwanesi, per lo più del settore dell'elettronica, hanno ottenuto \$1,3 miliardi. In America latina le società messicane hanno concluso operazioni per \$2,4 miliardi. Una compagnia petrolifera argentina, Pecom Energía, è ricorsa al mercato dei crediti consorziali per rifinanziare prestiti bilaterali per \$600 milioni, prima che Petrobras (Brasile) acquisisse una partecipazione di controllo nella società. Le banche turche hanno mutuato \$1 miliardo, essenzialmente per il rifinanziamento di analoghe passività in scadenza.

Nel 2002 il credito totale a mutuatari al di fuori dei paesi industrializzati è rimasto pressoché invariato rispetto all'anno precedente. Se in America latina le sottoscrizioni sono calate del 50%, a \$11 miliardi, in Argentina la raccolta si è praticamente arrestata dopo la drastica flessione del 2001. I prenditori brasiliani e messicani hanno mutuato circa la metà dei finanziamenti ottenuti l'anno prima; fra i più dinamici, la compagnia petrolifera statale Pemex in Messico e le imprese di materiali edili e del settore energetico in Brasile. Il calo dell'attività in America latina è stato compensato dall'aumento nelle altre regioni. La raccolta dei residenti di Hong Kong e Singapore, pari rispettivamente a \$17 e 3 miliardi, è stata modesta se raffrontata al 2001, causa la ridotta domanda di fondi per lo sviluppo del settore immobiliare. Nondimeno, i prestiti ai mercati emergenti dell'Asia sono cresciuti di un terzo, a \$28 miliardi, grazie soprattutto ai crediti accordati a istituzioni finanziarie coreane e imprese taiwanesi. In Europa sono state allestite ingenti operazioni a favore di mutuatari russi, in massima parte per il finanziamento di progetti nei comparti del petrolio e del gas.

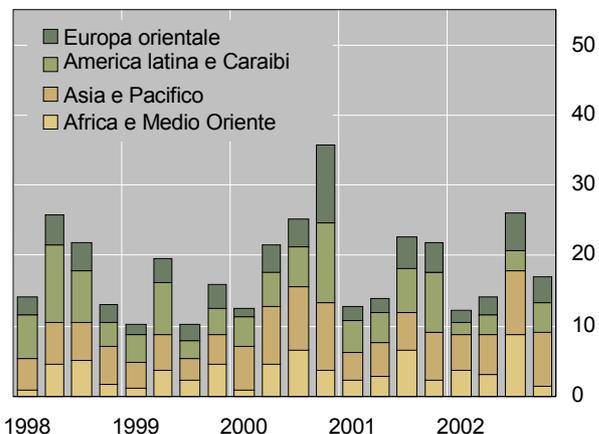
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Il brusco rallentamento della raccolta osservato di recente sul mercato internazionale dei titoli di debito ha trovato conferma nel quarto trimestre 2002. Sullo sfondo di una decelerazione della crescita economica, specie negli Stati

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2001	2002	2001	2002				Stock a fine dic. 2002
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 348,3	1 024,1	339,4	309,7	344,2	185,1	185,2	9 218,9
Strumenti del mercato monetario ¹	-78,9	1,6	-9,3	-7,8	8,3	11,8	-10,7	438,0
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,6	6,5	5,5	1,8	19,3	-3,0	292,2
Obbligazioni e notes ¹	1 427,2	1 022,5	348,8	317,5	335,8	173,3	195,9	8 780,8
<i>A tasso variabile</i>	391,4	208,5	95,9	60,5	74,8	30,1	43,0	2 205,7
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	996,4	801,7	237,5	253,5	247,1	146,5	154,7	6 263,1
<i>Collegate ad azioni</i>	39,4	12,3	15,3	3,4	13,9	-3,2	-1,9	312,1
Paesi sviluppati	1 261,4	956,3	324,8	285,5	326,8	169,4	174,5	8 124,4
<i>Stati Uniti</i>	597,6	343,1	139,0	138,1	115,7	37,6	51,6	2 749,3
<i>Area dell'euro</i>	551,2	473,9	147,9	128,7	154,3	91,4	99,5	3 591,2
<i>Giappone</i>	-10,1	-21,9	-1,8	-10,2	3,2	-4,2	-10,7	258,2
Centri offshore	25,3	8,6	5,1	4,2	-0,2	0,3	4,3	106,9
Paesi in via di sviluppo	45,4	37,3	8,3	12,0	10,8	5,7	8,8	549,0
Istituzioni finanziarie	1 038,5	843,1	259,4	237,2	280,1	156,8	169,0	6 630,2
<i>Private</i>	959,6	721,5	242,8	216,7	243,7	120,8	140,4	5 705,8
<i>Pubbliche</i>	78,9	121,5	16,6	20,4	36,4	36,1	28,6	924,4
Imprese	208,1	60,0	59,3	13,1	41,6	1,0	4,3	1 270,6
<i>Private</i>	171,7	58,0	49,6	19,4	41,3	-1,4	-1,2	1 053,3
<i>Pubbliche</i>	36,4	2,0	9,7	-6,2	0,3	2,5	5,4	217,3
Governi	85,5	99,2	19,5	51,4	15,7	17,6	14,4	879,5
Organizzazioni internazionali	16,3	21,8	1,3	8,0	6,8	9,6	-2,5	438,5
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-144,8	-100,1	31,2	-70,9	-65,8	-0,3	36,9	1 898,3
<i>di cui: USA</i>	-161,2	-98,0	28,3	-63,3	-57,0	0,2	22,1	1 342,9

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il quarto 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							
	2001	2002	2001	2002			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	2 306,3	2 116,1	554,1	607,1	571,1	436,9	501,0
Obbligazioni	1 349,8	1 181,3	338,7	376,0	315,8	212,1	277,4
Notes	956,5	934,8	215,4	231,1	255,3	224,8	223,6
A tasso variabile	643,4	607,5	168,7	142,5	160,2	145,9	159,0
Ordinarie a tasso fisso	1 590,7	1 464,6	359,1	454,9	389,5	286,1	334,1
Collegate ad azioni ¹	72,2	44,1	26,3	9,7	21,4	4,9	8,0
Dollaro USA	1 131,9	992,4	243,6	311,0	258,4	200,7	222,3
Euro	841,6	811,8	221,3	228,8	229,3	163,6	190,1
Yen	125,3	90,2	26,2	16,3	25,8	23,5	24,5
Altre valute	207,5	221,7	62,9	50,9	57,6	49,1	64,1
Istituzioni finanziarie	1 709,1	1 643,6	409,0	448,6	430,8	354,3	409,8
<i>Private</i>	1 478,7	1 386,3	352,7	392,5	363,8	295,2	334,8
<i>Pubbliche</i>	230,4	257,3	56,3	56,1	67,1	59,1	75,0
Imprese	348,2	212,2	99,4	63,8	74,9	33,9	39,7
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,8	35,7	11,9	16,1	7,8	10,0
<i>Private</i>	287,1	187,9	80,8	57,2	71,3	28,3	31,1
<i>Pubbliche</i>	61,1	24,4	18,6	6,6	3,6	5,6	8,6
Governi	174,2	174,2	30,9	68,6	44,9	28,3	32,4
Organizzazioni internazionali	74,8	86,1	14,8	26,0	20,5	20,5	19,2
Emissioni perfezionate	2 306,1	2 105,4	568,4	588,5	579,0	443,8	494,1
<i>Per memoria: rimborsi</i>	878,9	1 082,9	219,6	271,0	243,1	270,5	298,2

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

Uniti, le emissioni nette sono ammontate a soli \$185 miliardi (tabella 3.1). Era dalla seconda metà del 1998, periodo di forti turbolenze del mercato, che non si registrava un simile calo semestrale; il fenomeno ha interessato in modo particolare le istituzioni finanziarie private. In termini lordi, l'attività totale di emissione è salita a \$501 miliardi, con un incremento del 15% rispetto al terzo trimestre (tabella 3.2), ma l'ammontare record di rimborsi ha di fatto impedito un aumento dei collocamenti netti nel periodo in esame.

Considerato il restringimento degli spread sul credito societario nel trimestre sotto rassegna, la causa principale della protratta debolezza delle emissioni nette va ricercata nella minore richiesta di fondi da parte delle imprese. Il calo della domanda rispecchia a sua volta la riluttanza di queste ultime a contrarre nuovi prestiti in un contesto di attività economica globale in rallentamento e di maggiore incertezza circa le prospettive di sviluppo, determinata in parte dall'acuirsi dei rischi geopolitici. Nondimeno, per alcuni mutuatari – specie gli emittenti di carta commerciale a basso rating – le condizioni creditizie sono rimaste tese.

Rallentamento record delle emissioni nette

Il rallentamento
senza precedenti
delle emissioni ...

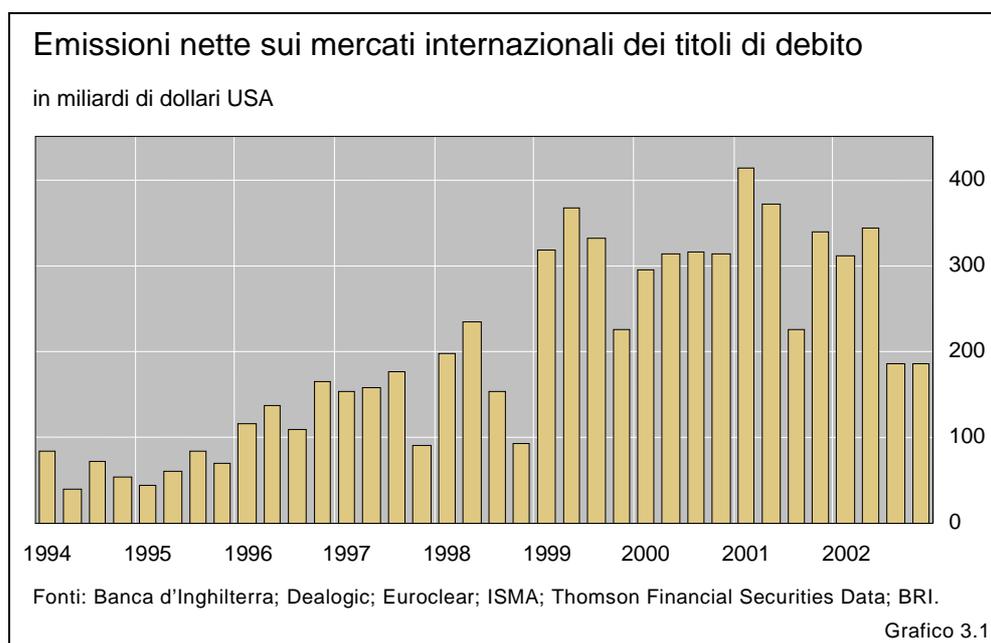
Nel corso dell'ultimo semestre 2002 le emissioni nette di titoli di debito internazionali hanno fatto segnare quello che è forse il maggiore rallentamento sostenuto mai osservato. Esse risultano inferiori di quasi \$320 miliardi all'ammontare che si sarebbe registrato se il ritmo di emissione del secondo trimestre fosse proseguito per il resto dell'anno (grafico 3.1). L'ultimo periodo in cui la raccolta netta si era situata per due trimestri consecutivi al disotto dei \$200 miliardi risale alla seconda metà del 1998, allorché la moratoria sul debito russo e il quasi fallimento di un importante hedge fund provocarono gravi tensioni sui mercati finanziari e un netto ampliamento degli spread societari. Diversamente da allora, tuttavia, la recente contrazione sembra essere associata al rallentamento dell'attività economica mondiale, ed è intervenuta in un contesto di generale declino dei tassi passivi.

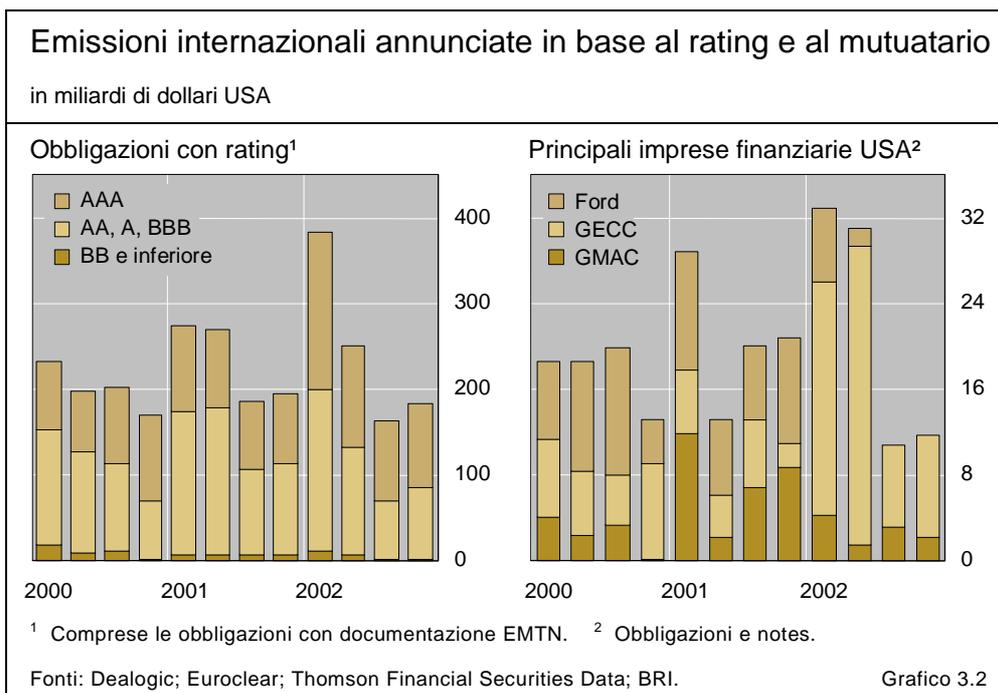
... cela differenze
tra i vari paesi

La stabilità della raccolta netta aggregata tra il terzo e il quarto trimestre 2002 cela differenze fra le economie avanzate nei profili del finanziamento. Al netto dei rimborsi, le emissioni dei mutuatari USA e dell'area dell'euro sono aumentate, mentre hanno subito un calo quelle dei prenditori giapponesi e britannici (scese, queste ultime, del 32%, a \$20 miliardi). Anche all'interno dell'area dell'euro non sono mancate flessioni di rilievo: la raccolta netta dei mutuatari tedeschi, ad esempio, si è più che dimezzata, scendendo a \$25 miliardi. Il modesto incremento registrato dalle economie avanzate negli ultimi due trimestri del 2002 è stato più che compensato dal calo dei fondi raccolti dalle organizzazioni internazionali, passati da \$9,6 a -2,5 miliardi; per l'anno nel suo insieme, tuttavia, le emissioni nette di questa categoria di prenditori sono aumentate del 34% rispetto al 2001.

Le emissioni del settore privato rimangono modeste

Le istituzioni finanziarie private sono i principali emittenti sul mercato internazionale dei titoli di debito. Nel quarto trimestre 2002 la loro raccolta





netta, benché aumentata del 16%, a \$140 miliardi, è nondimeno rimasta sostanzialmente al disotto del recente picco toccato nel secondo trimestre. Negli Stati Uniti, in presenza di un'economia stagnante, tali istituti hanno accresciuto le loro emissioni nette in misura solo modesta, da \$42 a 48 miliardi; quest'ultima cifra rappresenta appena il 38% di quella raccolta nel primo trimestre 2002. In termini lordi, le emissioni delle maggiori società finanziarie USA sono rimaste pressoché invariate nel periodo sotto rassegna, dopo essere diminuite di circa due terzi nel trimestre precedente (grafico 3.2). In parte, ciò potrebbe aver rispecchiato i più onerosi costi di finanziamento. Come rilevato nel "Quadro generale degli sviluppi", verso la fine del 2002 Ford Motor Credit e General Motors Acceptance Corporation sono state entrambe declassate a causa dell'ingente sottofinanziamento dei loro piani pensionistici.

All'accentuarsi dei timori circa la futura dinamica dei profitti bancari, anche le emissioni nette delle istituzioni finanziarie private tedesche e giapponesi sono divenute mediocri. In Giappone, la maggiore risolutezza che avrebbe mostrato il governo nell'affrontare il problema dei crediti in sofferenza – unitamente a indicazioni secondo cui le difficoltà al riguardo sarebbero più gravi di quanto ritenuto in precedenza – si è accompagnata a un cedimento delle quotazioni bancarie e a un forte declino dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie private, passati da \$1 a –8 miliardi fra il terzo e il quarto trimestre. Si tratta della seconda più ampia contrazione mai registrata in Giappone nello stock di titoli di debito internazionali in essere di questa categoria di mutuatari. I declassamenti del rating di alcune grandi banche tedesche potrebbero essere all'origine della flessione nell'indebitamento delle istituzioni finanziarie private in Germania, le cui emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito sono ammontate ad appena \$7 miliardi, meno della metà rispetto al trimestre precedente. Sull'arco dell'intero anno esse hanno mutuato fondi per soli \$85 miliardi, 63 miliardi in meno del 2001. I dati per i primi tre trimestri del 2002 indicano che le società finanziarie tedesche,

Debole attività di emissione delle società finanziarie private ...

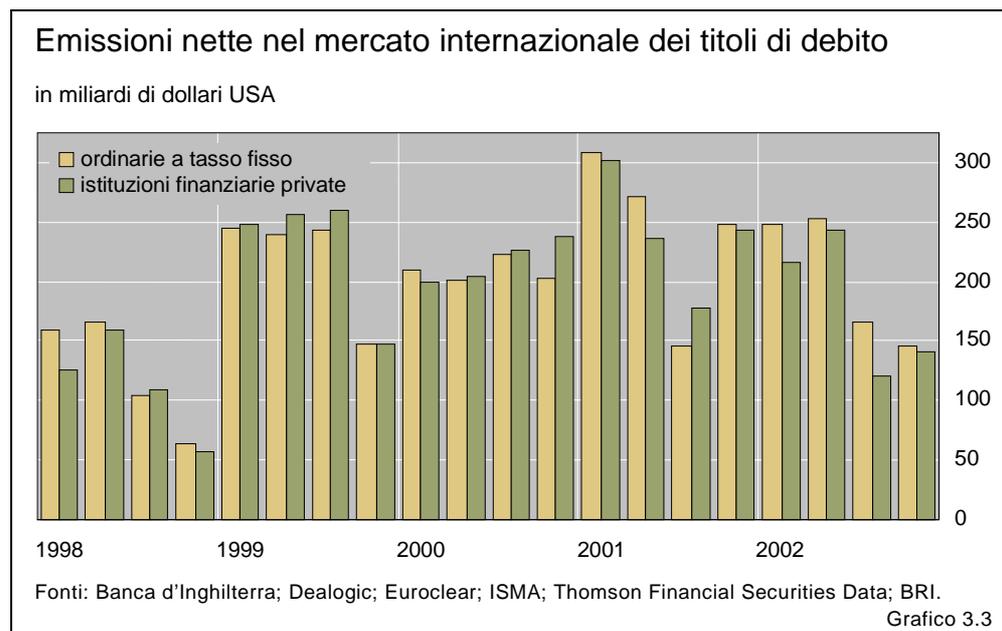
... banche giapponesi e tedesche in particolare ...

sia pubbliche che private, hanno ridotto la raccolta anche sul mercato nazionale: l'ammontare in essere dei loro collocamenti sull'interno è diminuito in quel periodo di \$57 miliardi, dopo il calo di \$178 miliardi registrato nel 2001.

Storicamente, esiste una correlazione abbastanza stretta fra emissioni convenzionali a tasso fisso ed emissioni totali delle istituzioni finanziarie private in termini netti (grafico 3.3), dovuta all'incidenza elevata e relativamente costante delle obbligazioni e notes ordinarie sul totale. Non sorprende pertanto il fatto che i collocamenti netti di tali strumenti abbiano registrato un picco nel secondo trimestre 2002 e che siano in seguito calati in misura notevole. L'emissione più ingente di questo tipo effettuata nel quarto trimestre da una società finanziaria privata è stata quella di Lehman Brothers, per un valore di €5 miliardi.

... e delle società private non finanziarie USA

Nuovo stallo per le emissioni nette delle imprese private non finanziarie, rimaste al livello di -\$1 miliardo nel periodo sotto rassegna, con una flessione di circa \$50 miliardi rispetto al corrispondente trimestre del 2001. Il calo è da imputare principalmente alla minore raccolta netta delle imprese USA. Nel quarto trimestre 2001 queste avevano collocato \$32 miliardi, quasi due terzi del totale; nel periodo in esame, tuttavia, tale importo è sceso a \$1,5 miliardi soltanto, un livello comunque superiore ai -\$3,4 miliardi del trimestre precedente. La contrazione di più lungo periodo delle emissioni di società non finanziarie è in parte riconducibile alla minore attività delle imprese di telecomunicazioni. Nel quarto trimestre 2001 alla sola AT&T Corporation facevano capo emissioni lorde di obbligazioni e notes per \$10,1 miliardi, pari a un quarto del totale raccolto dal settore non finanziario USA. Un anno dopo, per converso, si rileva la totale assenza degli operatori telecom statunitensi dal mercato internazionale dei titoli di debito. Tra l'ultimo trimestre 2001 e l'ultimo del 2002 le emissioni lorde del settore sono complessivamente scese del 72%, a \$10 miliardi. Tale flessione rispecchia in certa misura i tentativi degli



operatori telecom di ristrutturare i propri bilanci, e si inquadra nell'attuale tendenza delle società a ridurre il proprio grado di leva sulla scia dei recenti declassamenti del rating (cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

Permangono difficoltà sul mercato della commercial paper

Le condizioni creditizie sembrano essere rimaste tese per alcuni mutuatari del mercato della commercial paper (CP), giacché gli spread sulle emissioni a più basso rating hanno continuato a essere relativamente ampi per quasi tutto il quarto trimestre. Inoltre, l'aumento della raccolta netta sul mercato interno potrebbe essere dovuto soprattutto a fattori stagionali, nella fattispecie all'attività dei mutuatari statunitensi, che è generalmente intensa nell'ultimo trimestre dell'anno. Le società finanziarie sono solite ricorrere all'emissione di CP nel mese di dicembre per far fronte all'utilizzo delle linee di credito da parte della loro clientela societaria. Fra l'ultimo trimestre 2001 e l'ultimo del 2002 i collocamenti netti di CP sul mercato interno USA sono di fatto diminuiti.

Recupero delle emissioni dei paesi in via di sviluppo

Fra il terzo e il quarto trimestre 2002 la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito da parte dei paesi in via di sviluppo è cresciuta grazie al diffuso calo dei costi di finanziamento applicati ai mutuatari dell'area. I collocamenti netti sono saliti a \$8,8 miliardi, con un aumento del 54%, sebbene da un livello

Crescono i collocamenti delle economie emergenti ...

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		2001	2002	2001	2002			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Nord America	Dollaro USA	525,5	310,1	121,3	126,4	93,5	37,7	52,5
	Euro	65,1	40,0	22,0	18,3	14,7	7,3	-0,4
	Yen	19,1	-7,2	2,6	-4,1	1,0	-1,5	-2,5
	Altre valute	7,2	12,5	0,5	3,5	6,0	-0,8	3,8
Europa	Dollaro USA	56,4	73,4	15,3	6,6	44,1	5,1	17,6
	Euro	520,1	469,6	141,8	137,6	134,3	101,5	96,1
	Yen	-2,9	-26,3	-3,3	-12,6	-4,0	-7,1	-2,5
	Altre valute	72,4	88,8	28,5	17,0	31,3	24,3	16,1
Altre aree	Dollaro USA	70,6	46,3	7,6	23,2	12,4	5,6	5,1
	Euro	12,0	14,4	2,2	3,1	7,1	5,5	-1,2
	Yen	0,5	-8,8	0,9	-12,5	6,0	2,1	-4,4
	Altre valute	2,2	11,4	0,1	3,2	-2,3	5,4	5,1
Totale	Dollaro USA	652,6	429,8	144,2	156,2	150,0	48,4	75,2
	Euro	597,3	524,0	166,0	159,1	156,2	114,3	94,5
	Yen	16,7	-42,4	0,1	-29,3	3,0	-6,6	-9,5
	Altre valute	81,8	112,7	29,1	23,7	35,0	28,9	25,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

insolitamente basso. L'espansione è quasi interamente ascrivibile alle emissioni di mutuatari delle economie europee in transizione, cresciute da -\$0,3 a 3,2 miliardi. La raccolta dei paesi in via di sviluppo dell'Asia-Pacifico è invece rallentata da \$5,4 a 4 miliardi; analogamente al terzo trimestre, le nuove emissioni nette del gruppo dei prenditori latino-americani sono state pressoché nulle.

... specie quelli della Russia

La metà dell'aumento della raccolta delle economie europee in transizione è riconducibile ai mutuatari russi, che nel quarto trimestre hanno ottenuto finanziamenti netti per \$1,7 miliardi, a fronte di \$2,3 miliardi di nuovi annunci. In termini lordi, si tratta dell'ammontare più elevato dall'epoca della moratoria sul debito pubblico a fine 1998. Il maggior prenditore del paese è stato OAO Gazprom, che ha collocato due emissioni per complessivi \$700 milioni.

Sebbene nel periodo sotto rassegna le nuove emissioni nette del gruppo dei prenditori latino-americani siano state praticamente nulle, in termini lordi esse hanno raggiunto ammontari significativi. In Messico, ad esempio, sono stati annunciati collocamenti per \$2,3 miliardi, tra cui il più cospicuo prestito lanciato da un mutuatario emergente nel quarto trimestre, quello di Pemex per \$1 miliardo, quotato con uno spread di 335 punti base. Sulla scia delle elezioni presidenziali il Brasile ha beneficiato di un netto miglioramento del clima di fiducia: nonostante gli spread sovrani siano rimasti ampi, i mutuatari del paese hanno fatto prontamente ritorno sui mercati internazionali, dove hanno collocato \$2,7 miliardi di nuovi titoli per rifinanziare passività in scadenza. Due quinti della raccolta complessiva fanno capo a un singolo prenditore, una società finanziaria brasiliana. Il Venezuela, per contro, è stato completamente assente dal mercato fin dal dicembre 2001, allorché la Repubblica aveva emesso una note da €250 milioni con uno spread di 710 punti base.

Rapido ritorno del Brasile sui mercati obbligazionari internazionali

Anche la Turchia ha beneficiato di un sensibile miglioramento del clima di mercato a seguito delle elezioni politiche. Tra la metà di novembre e gli inizi di dicembre 2002, la Repubblica turca ha collocato \$1,15 miliardi in tre prestiti obbligazionari, il maggiore dei quali quotato a uno spread di 780 punti base.

Le disponibilità internazionali di titoli toccano i \$12 trilioni

Philip D. Wooldridge

Gli investimenti di portafoglio superano ormai i prestiti quale più importante fonte di finanziamento internazionale. In base all'ultima indagine "Coordinated Portfolio Investment Survey" (CPIS) condotta dall'FMI, a fine 2001 il totale degli investimenti in azioni e obbligazioni internazionali era pari a \$12,5 trilioni. A titolo di confronto, lo stock in essere di prestiti e depositi sull'estero si ragguagliava a \$8,8 trilioni, mentre gli investimenti diretti esteri (IDE) ammontavano a ulteriori \$6,8 trilioni.

L'indagine CPIS per il 2001 raccoglie informazioni sugli investimenti internazionali di portafoglio di residenti in 67 economie, escludendo IDE e strumenti diversi dai titoli, in particolare prestiti e depositi. La precedente indagine, cui presero parte 29 paesi, risale al 1997, ma a partire da quella per il 2002 essa assumerà cadenza annuale. La metodologia utilizzata dall'FMI è simile a quella impiegata dalla BRI nell'elaborazione delle statistiche bancarie su base locale, il che accresce l'utilità reciproca dei due studi. Le statistiche locali della BRI rilevano le attività e le passività sull'estero delle istituzioni raccogliatrici di depositi in 32 giurisdizioni.

Tra il 1997 e il 2001 le posizioni internazionali complessive in titoli di debito sono quasi raddoppiate, a \$7,4 trilioni. Le statistiche elaborate in materia dalla BRI rilevano lo stesso tasso di crescita e consistenze di fine periodo di ammontare analogo. Ciò indica che, almeno a livello globale, l'attività di emissione internazionale rappresenta una proxy affidabile degli investimenti esteri nel quinquennio in esame. La relazione tra queste due grandezze va tuttavia affievolendosi nella misura in cui sempre più paesi liberalizzano movimenti di capitale e mercati finanziari. Inoltre, a livello disaggregato sussistono importanti discrepanze. A fine 2001 le disponibilità internazionali in titoli di debito delle economie emergenti (\$297 miliardi) risultavano notevolmente inferiori allo stock di titoli internazionali emessi da mutuatari di quest'area (\$516 miliardi). Tale differenza è in parte ascrivibile alla sottoscrizione di obbligazioni destinate al mercato internazionale da parte di soggetti residenti nel paese dell'emittente: gli investitori asiatici, ad esempio, detengono quasi la metà delle obbligazioni internazionali emesse da prestatori del continente. Vi potrebbero altresì contribuire lacune nella copertura dell'indagine. Molti partecipanti alla CPIS hanno incontrato difficoltà nel reperire informazioni sui titoli detenuti dalle famiglie presso depositari non residenti. Inoltre, mentre la segnalazione dei volumi di emissione viene effettuata al valore nominale, gli investimenti mobiliari sono registrati al valore di mercato.

Nel periodo 1997-2001 il ruolo delle obbligazioni quali strumenti per la raccolta di finanziamenti internazionali si è notevolmente accresciuto rispetto a quello dei prestiti bancari. Se nel 1997 lo stock in essere di prestiti e depositi sull'estero ammontava a oltre il doppio delle posizioni internazionali in titoli di debito, nel 2001 esso superava queste ultime di appena il 20%. Anche l'importanza dei titoli azionari è aumentata rispetto ai crediti bancari (ma non nei confronti dei titoli debitori).

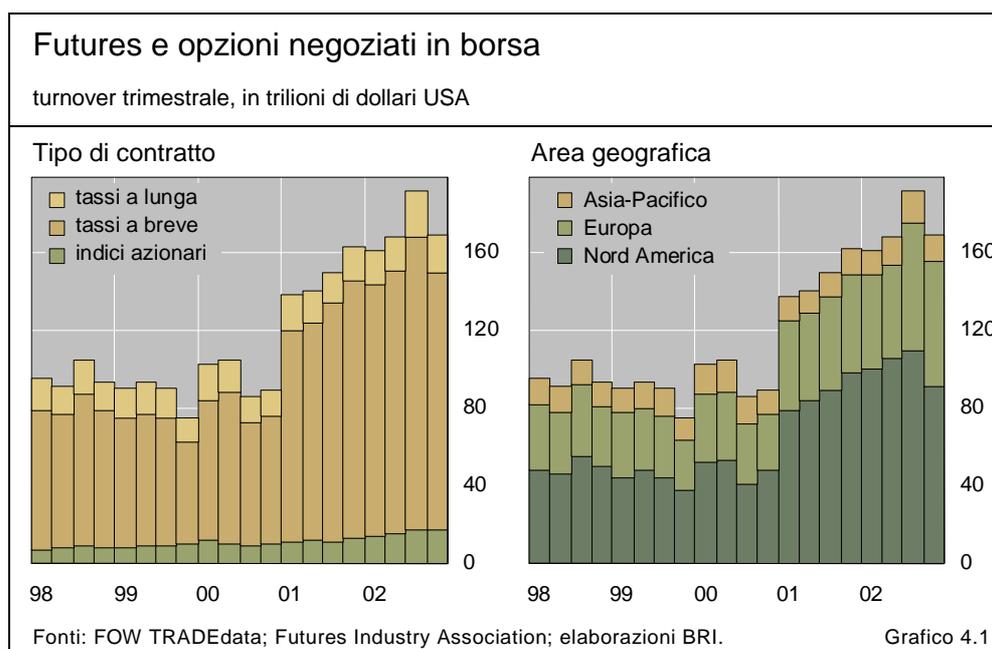
Allo spostamento dai prestiti ai titoli hanno contribuito le banche stesse, aumentando i propri IDE e gli acquisti di titoli tra il 1997 e il 2001. Conseguentemente, l'incidenza di crediti e depositi sulle attività internazionali contabilizzate dagli istituti dichiaranti alla BRI è scesa dall'85 al 76%. Nello stesso periodo è diminuita l'importanza relativa delle banche quali investitori sul mercato obbligazionario internazionale. Nondimeno, a fine 2001 esse continuavano a detenere ben il 30% dei \$7,4 trilioni investiti in titoli di debito esteri.

Residenza del mutuatario	Prestiti e depositi ^{1,2}		Titoli di debito ¹				Titoli azionari ¹	
			Totale ³		% presso banche ²		Totale ³	
	1997	2001	1997	2001	1997	2001	1997	2001
Totale paesi	7 903	8 836	3 520	7 412	35%	30%	2 568	5 134
Paesi sviluppati	5 402	6 737	2 823	6 267	37%	30%	2 157	4 325
Area dell'euro	1 699	2 390	1 111	2 917	43%	35%	811	1 811
Giappone	840	444	152	194	42%	29%	242	334
Stati Uniti	1 219	1 652	923	2 071	36%	26%	428	998
Paesi in via di sviluppo	946	712	319	297	30%	35%	232	300
Asia-Pacifico	412	222	88	62	41%	50%	61	147
Europa, Medio Oriente e Africa	272	271	72	94	32%	32%	53	62
America latina	262	219	159	141	23%	31%	119	91

¹ In miliardi di dollari USA, se non altrimenti specificato. ² Attività sull'estero di banche residenti nell'area dichiarante alla BRI. ³ Portafogli di titoli internazionali detenuti da investitori domiciliati nei paesi partecipanti all'indagine CPIS dell'FMI.

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre 2002 il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è sceso del 12% in termini di valore, a \$170 trilioni (grafico 4.1), dopo un aumento del 14% nel periodo precedente. Il calo dell'attività ha interessato tutte le principali categorie di rischio, ossia i contratti su reddito fisso, valute e indici azionari, sebbene questi ultimi abbiano subito una flessione solo marginale. In ottobre, parallelamente ai rialzi delle borse statunitensi ed europee registrati nella seconda settimana, gli scambi sono stati insolitamente vivaci. Tuttavia, la contrazione dei mercati mondiali nei due mesi successivi è bastata a determinare, per l'insieme del trimestre, risultati inferiori a quelli del periodo precedente. Sui mercati organizzati e over-the-counter (OTC) sono stati introdotti strumenti di nuovo tipo, fra cui i derivati macroeconomici (cfr. il riquadro a pag. 36). Nel complesso del 2002 il valore aggregato delle negoziazioni in prodotti derivati è cresciuto del 17%, a \$694 trilioni.



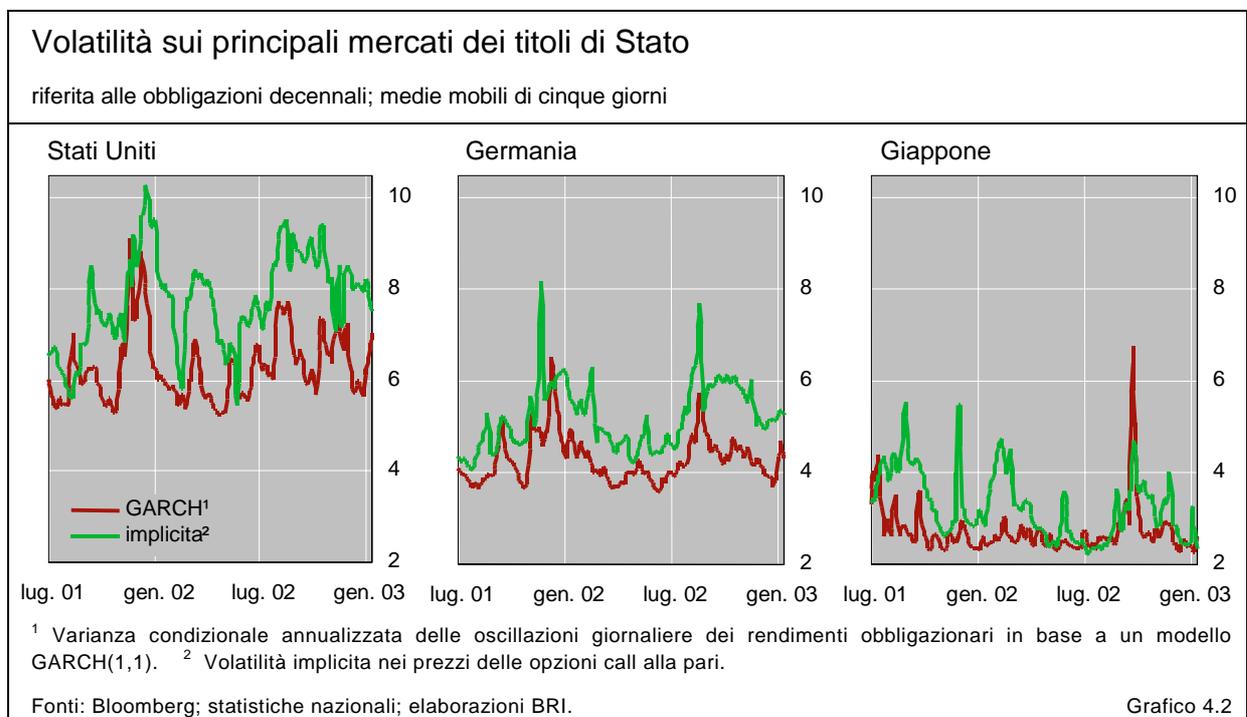
Calo dell'attività dovuto ai minori scambi di contratti su tassi d'interesse

Nel quarto trimestre 2002 le negoziazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse sono diminuite del 13%, a \$152,3 trilioni, contro un aumento del 14% nel periodo precedente. Il calo è in larga parte riconducibile alla flessione del segmento di gran lunga più importante in termini di valore, quello dei contratti su tassi a breve (del mercato monetario)¹, scesi del 13%, a \$132,1 trilioni.

Una caratteristica di rilievo di questo settore nel trimestre in esame è stata la notevole contrazione – di quasi il 20%, a \$74 trilioni – dell'attività in prodotti su tassi USA a breve, il comparto più vasto per gli strumenti di questa scadenza. Il turnover è stato intenso in ottobre, quando l'inversione di tendenza dei listini azionari aveva innescato una correzione delle attese circa le prospettive future di crescita e di allentamento monetario (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Secondo fonti di mercato, l'espansione senza precedenti dell'attività di rifinanziamento ipotecario nella prima settimana del mese e la minaccia di una guerra in Medio Oriente hanno fatto balzare a livelli storicamente elevati la volatilità implicita di opzioni e swaption su tassi d'interesse a breve. Gli scambi hanno tuttavia subito un netto calo dopo che la riduzione di mezzo punto del tasso sui federal fund, attuata a sorpresa dalla Federal Reserve il 6 novembre, aveva indotto gli operatori a ritenere che il suo livello sarebbe rimasto stabile per qualche tempo. L'attività è diminuita ulteriormente in dicembre, allorché gli operatori hanno liquidato le proprie posizioni in vista della fine dell'anno.

Calo dei contratti su tassi USA a breve ...

... sulla scia dell'allentamento della Fed

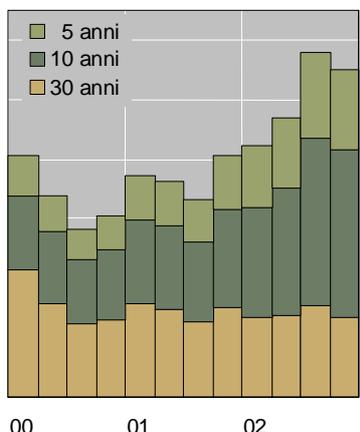


¹ Compresi quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen.

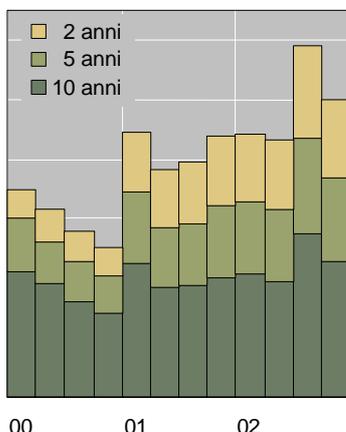
Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

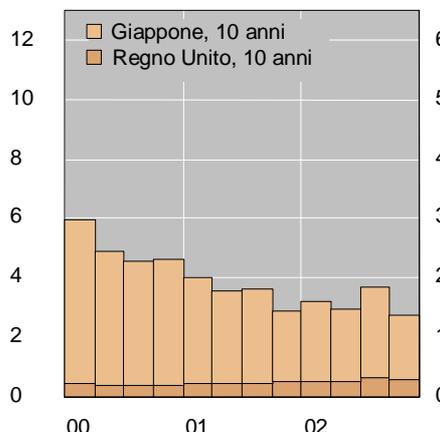
Stati Uniti



Germania



Giappone e Regno Unito



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

Grafico 4.3

In Europa le contrattazioni di strumenti a breve sono aumentate lievemente, a \$49,8 trilioni, seguendo un profilo mensile analogo a quello osservato negli Stati Uniti. Dopo il massimo assoluto raggiunto in ottobre, nei due mesi successivi l'attività ha registrato un calo graduale. Ciò nonostante, il turnover si è mantenuto su livelli storicamente elevati per tutto il trimestre. Da queste diverse dinamiche è conseguito un incremento negli scambi di strumenti a breve in Europa rispetto a quelli negli Stati Uniti: il turnover registrato dalle borse europee, che era pari al 40% circa di quello statunitense nel primo semestre 2002, è aumentato a quasi il 60% nella seconda parte dell'anno.

Gli scambi di strumenti su titoli di Stato hanno subito su scala mondiale una contrazione (del 12%, a \$20,2 trilioni) che ha interessato in modo diffuso le varie aree geografiche (grafico 4.3). Il valore dei contratti su obbligazioni di Stato tedesche – il segmento più importante di questa categoria – è diminuito del 13%, a \$10,9 trilioni. Analogamente agli strumenti su tassi d'interesse europei a breve, tali contratti hanno registrato un calo negli ultimi due mesi del trimestre, dopo aver toccato livelli record in ottobre. Il rallentamento, che ha riguardato la gran parte dei futures e delle opzioni, è stato più pronunciato per il contratto sul Bund. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dalle opzioni su futures sull'obbligazione di Stato tedesca a due anni (la cosiddetta "Schatz"), che sono cresciute del 56%. Gli scambi di queste opzioni – ampiamente utilizzate per posizionarsi in vista di possibili variazioni dei tassi ufficiali – sono aumentati considerevolmente dagli inizi del 2002, fin quasi a raggiungere quelli delle omologhe sui Bund futures.

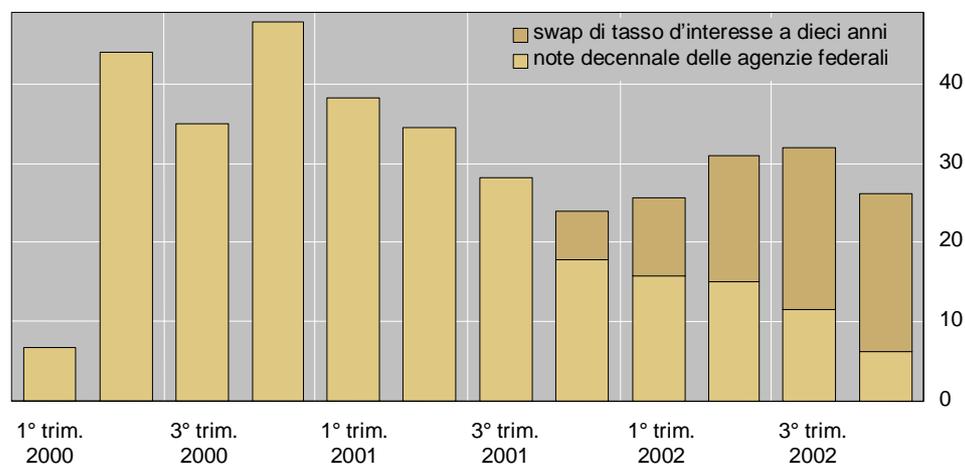
Le negoziazioni di strumenti su titoli di Stato giapponesi hanno subito una contrazione ancor più marcata rispetto agli analoghi contratti tedeschi, scendendo del 28%, a \$1,3 trilioni. La netta impennata di settembre aveva rispecchiato le reazioni degli investitori alle potenziali implicazioni fiscali della

Diffuso calo degli strumenti su titoli di Stato ...

... particolarmente pronunciato in Giappone

Turnover dei futures sulla note decennale delle agenzie federali e sugli swap di tasso d'interesse a dieci anni

ammontari nozionali, in miliardi di dollari USA



Fonte: FOW TRADEdata.

Grafico 4.4

riforma bancaria. In ottobre gli ulteriori sviluppi in questo ambito hanno inciso in qualche misura sul mercato dei titoli pubblici nipponici, ma l'effetto sul turnover degli strumenti derivati sembra essere stato contenuto.

Gli strumenti su titoli del Tesoro USA hanno accusato una flessione leggermente inferiore a quella degli altri due mercati principali, scendendo a \$7,1 trilioni (-6%). Il calo ha riguardato la maggior parte dei futures e delle opzioni, sebbene i contratti sulla Treasury note decennale abbiano registrato un incremento marginale a fronte del contenuto aumento degli scambi di opzioni.

Un aspetto di rilievo che ha interessato recentemente il CBOT statunitense è stata la graduale sostituzione dei futures sulla note decennale delle agenzie federali con quelli su swap di tasso d'interesse a dieci anni (grafico 4.4). I primi, introdotti agli inizi del 2000, non hanno mai raggiunto un grado di liquidità tale da consentire agli operatori di coprire le proprie esposizioni salvaguardando l'efficacia dei costi, mentre i secondi – lanciati nell'ultimo trimestre 2001 – sono cresciuti costantemente, quantunque il loro turnover rimanga notevolmente inferiore a quello dei futures sulla Treasury note decennale. I tassi dei due strumenti sottostanti presentano, a parità di scadenza, un'elevata correlazione; ne consegue che i relativi futures possono, in linea di principio, essere impiegati indifferentemente nelle operazioni di copertura e di negoziazione su titoli non governativi. Agli occhi degli operatori, tuttavia, il future sulla note delle agenzie federali risulta in certa misura meno appetibile di quello sullo swap in quanto, a differenza di quest'ultimo, esso non viene regolato per contante ma attraverso la consegna materiale dei titoli².

Espansione dei futures su tassi swap USA

² Il regolamento materiale risulta di norma più complesso, poiché comporta un'opzione ad hoc che conferisce alla parte venditrice la facoltà di scegliere gli strumenti da offrire per l'adempimento degli obblighi di consegna.

Introduzione di contratti innovativi di borsa nel quarto trimestre

Nel novembre scorso le due joint venture One Chicago (che raggruppa i tre grandi mercati operanti su quella piazza) e NQLX (costituita fra Nasdaq ed Euronext.liffe) hanno avviato la compravendita di futures su azioni singole negli Stati Uniti. Entrambe le borse offrono la negoziazione telematica dei relativi contratti. Questo tipo di futures era stato vietato nei primi anni ottanta per il timore che potesse influire negativamente sugli scambi e sulla volatilità dei titoli azionari sottostanti¹. Anche se tali strumenti sono trattati su alcune piazze da diversi anni, essi non sono ancora riusciti ad affermarsi pienamente: in termini di numero di contratti, nel 2002 il loro volume è stato inferiore al 2% di quello degli scambi in opzioni su azioni singole.

Sempre in quel mese One Chicago e NQLX hanno inoltre lanciato futures su una serie di fondi USA trattati in borsa ("exchange-traded funds", ETF)². Diversamente dalle opzioni su ETF, negoziate negli Stati Uniti fin dal 1999, i futures su tali strumenti sono stati autorizzati solo di recente. Al tempo stesso, Eurex è stata la prima borsa in Europa a quotare futures e opzioni su una serie di ETF interni e paneuropei. Gli ETF hanno registrato una rapida espansione negli ultimi anni, e le borse valori li considerano un settore promettente per lo sviluppo di nuovi contratti.

¹ Il settore dell'intermediazione mobiliare aveva espresso il timore che i futures su azioni e titoli debitori di un singolo emittente potessero produrre ricadute negative sul mercato a contante dei titoli sottostanti. L'accordo Shad-Johnson del 1982 prevedeva il divieto dei contratti futures su singole azioni, che è stato poi rimosso nel dicembre 2000 con l'approvazione del Commodity Futures Modernization Act. ² Gli ETF sono titoli (o fondi d'investimento indicizzati) negoziati in borsa, garantiti da un sottostante paniere di azioni detenute in gestione fiduciaria. A differenza dei tradizionali fondi comuni, che vengono in genere acquistati o rimborsati unicamente ai prezzi di fine giornata, gli ETF possono essere scambiati a prezzi infragiornalieri nell'arco dell'intera giornata operativa.

Rimangono stabili i contratti su indici azionari

L'attività in contratti su indici azionari è rimasta più o meno stabile, scendendo marginalmente a \$17,3 trilioni. Questo risultato rispecchia tuttavia andamenti diffusi tra le varie regioni. La flessione delle borse statunitensi (-6%) ed europee (-10%) è stata infatti controbilanciata dalla crescita di quelle asiatiche (+17%), riconducibile in ampia misura alla perdurante espansione del mercato coreano, che concorre oggi al 30% del turnover globale di tali strumenti.

Persistente vivacità delle negoziazioni di borsa nel 2002

Nell'arco del 2002 il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è aumentato del 17%, a \$694 trilioni, contro il 55% dell'anno precedente.

Gli scambi di contratti su indici azionari sono cresciuti del 32%, a \$64 trilioni. L'incremento riflette in larga misura la rapida espansione degli strumenti opzionari in Corea, lo sviluppo di indici continentali in Europa e il successo negli Stati Uniti dei prodotti su indici azionari destinati agli operatori al dettaglio. Il turnover dei contratti su tassi d'interesse – il segmento più importante del mercato degli strumenti finanziari negoziati in borsa – è salito del 15%, a \$627 trilioni; i derivati su tassi a breve sono cresciuti a un ritmo analogo a quello dei contratti su obbligazioni di Stato. L'attività aggregata in strumenti del mercato monetario e su titoli governativi si è ragguagliata rispettivamente a \$548 e 79 trilioni. Da segnalare infine l'esiguo aumento dei contratti valutari, saliti di appena il 3%, a \$2,9 trilioni. In quest'ultimo segmento i mercati regolamentati non sono ancora riusciti a tener testa a quelli OTC, soprattutto in ragione della disponibilità sul mercato interbancario internazionale di un'ampia gamma di strumenti a breve altamente liquidi a fini di copertura e di negoziazione.

Intensi scambi di contratti su indici azionari nel 2002

Derivati macroeconomici: nuovi contratti sugli annunci

Blaise Gadanecz

Lo scorso ottobre Deutsche Bank e Goldman Sachs hanno introdotto sul mercato dei derivati OTC un nuovo tipo di opzione, che consente agli operatori di assumere posizioni su importanti annunci macroeconomici USA. Il presente riquadro descrive gli aspetti innovativi di questi strumenti, analizzando le informazioni desumibili dai loro prezzi.

I regolari annunci macroeconomici USA rappresentano uno dei più importanti eventi informativi che interessano i mercati finanziari. Fra gli indicatori maggiormente seguiti figurano il rapporto sull'occupazione, l'indice ISM sull'attività manifatturiera, l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) e le vendite al dettaglio. Le relative segnalazioni, che hanno tutte periodicità mensile, vengono scadenzate in modo che gli operatori siano a conoscenza non soltanto del giorno, ma anche dell'ora esatta della pubblicazione. Il rapporto sull'occupazione, ad esempio, viene diramato di venerdì, alle 14:30 ora dell'Europa centrale.

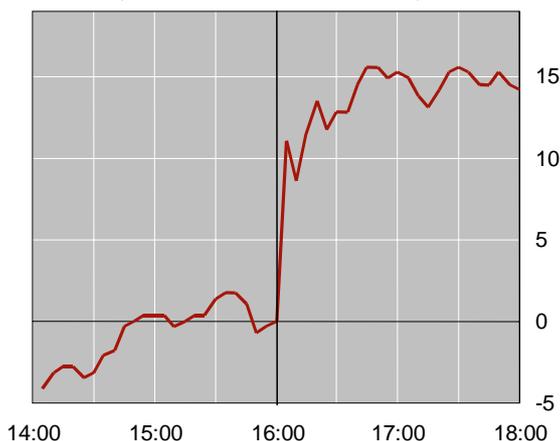
Di norma, nel segmento dei titoli di Stato USA si osserva la massima volatilità di prezzo nei pochi minuti prima e dopo l'annuncio, e ciò rispecchia l'immediata, risoluta reazione degli operatori alle nuove informazioni^①. Il grafico sottostante illustra la risposta dei mercati alle normali "sorprese" connesse con gli annunci macroeconomici. La pubblicazione dell'indice ISM sull'attività manifatturiera nel dicembre 2002 – che evidenziava, fra gli altri, aumenti degli indicatori su ordinativi e produzione – ha provocato un'impennata dei rendimenti sui Treasuries. Le cifre sull'occupazione nell'industria e nei servizi per il mese di gennaio mostravano una crescita sorprendentemente incisiva nel numero degli occupati; in un primo momento la loro diffusione ha originato un rialzo dei rendimenti, anche se nel prosieguo della giornata questo effetto è stato offuscato da altri fattori.

L'aspetto innovativo delle nuove opzioni consiste nel fatto che esse riconoscono esplicitamente l'esistenza di un determinato annuncio, e consentono agli operatori di prendere posizione sulle cifre che verranno effettivamente segnalate. In passato, un operatore poteva speculare soltanto sulla direzione della "sorpresa", ossia sull'eventualità che l'indicatore pubblicato fosse inferiore o superiore alle attese. Ad esempio, ipotizzando una variazione del numero di occupati nei settori non agricoli superiore a quella emersa dal consenso degli analisti, si poteva assumere una posizione corta in titoli del Tesoro USA. Una cifra superiore

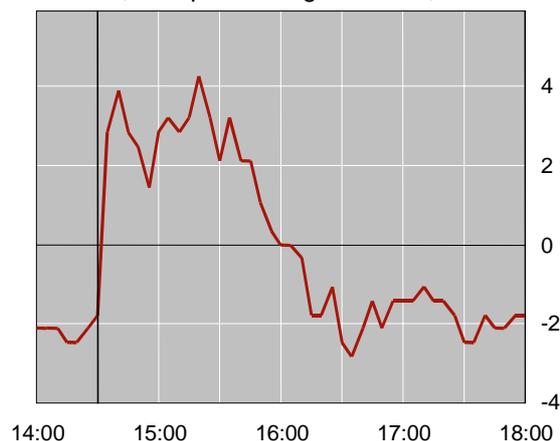
Rendimenti sulla note quinquennale del Tesoro USA nel giorno dell'annuncio

differenza rispetto al rendimento quotato al momento dell'annuncio, in punti base

2.1.2003, indice manifatturiero ISM, 16:00 CET



7.2.2003, occupati non agricoli USA, 14:30 CET



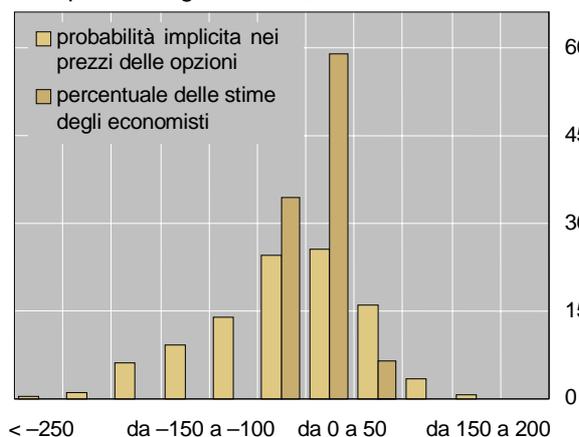
Nota: rendimenti quotati ogni cinque minuti fra le 14:00 e le 18:00. La linea verticale indica l'ora dell'annuncio; in ordinata sono riportati gli scarti rispetto al rendimento quotato al momento dell'annuncio.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

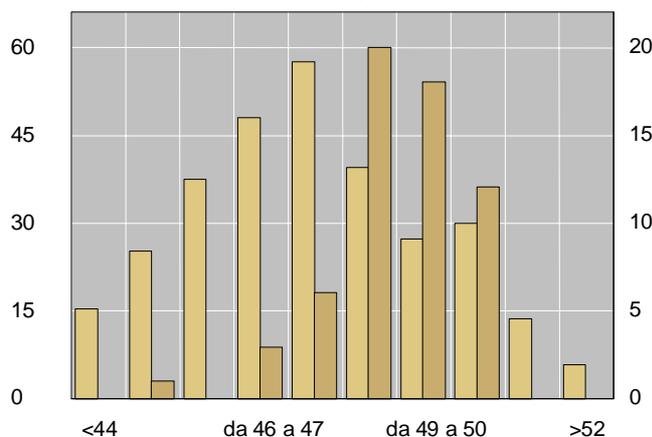
^① Cfr. E. M. Remolona e M. J. Fleming (1999): "Price formation and liquidity in the US Treasury market: the response to public information", *The Journal of Finance*, vol. LIV, n. 5, ottobre. Cfr. anche C. Furfine (2001): "Gli annunci macroeconomici condizionano ancora il mercato obbligazionario USA?", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Previsioni degli economisti e probabilità implicite nei prezzi delle opzioni

Occupati non agricoli USA, settembre 2002¹



Indice manifatturiero ISM, ottobre 2002²



¹ Bureau of Labor Statistics, dati pubblicati il 4 ottobre 2002; variazioni in termini assoluti, in migliaia. ² Institute for Supply Management, dati pubblicati il 1° novembre 2002, in punti percentuali.

Fonti: Bloomberg; Deutsche Bank; elaborazioni BRI.

alle aspettative sarebbe sinonimo di solidità economica e determinerebbe pertanto un calo dei prezzi obbligazionari. Tuttavia, non sarebbe stato possibile “scommettere” sull’entità effettiva del rialzo (ad esempio, 50 000 nuovi occupati piuttosto che 10 000). Le nuove opzioni, viceversa, lo consentono, poiché i loro prezzi base individuano i vari livelli che l’indicatore potrebbe raggiungere.

Queste opzioni, per la cui negoziazione ci si avvale di un sistema di “asta all’olandese”, vengono regolate mediante il versamento della differenza fra il prezzo base e il valore effettivo dell’indicatore[®]. Goldman Sachs agisce come controparte in ciascun contratto perfezionato. Fra le aste già effettuate o in programma figurano quelle sugli annunci riguardanti il rapporto sull’occupazione non agricola, l’indice ISM sull’attività manifatturiera e le vendite al dettaglio. È altresì allo studio l’offerta di opzioni su indicatori macroeconomici europei.

I prezzi delle opzioni risultanti dalle aste consentono di calcolare le probabilità implicite connesse con i diversi esiti degli annunci[®]. È tuttavia importante notare che si tratta di probabilità in ipotesi di neutralità al rischio, il che – nel linguaggio della moderna teoria della finanza – indica in realtà probabilità che incorporano i premi al rischio. Di conseguenza, un risultato sfavorevole agli investitori si vedrebbe assegnata una probabilità implicita o “risk neutral” superiore a quella oggettiva o empirica.

Il grafico precedente illustra le distribuzioni di probabilità per gli annunci di due indicatori, ossia la variazione degli occupati nell’industria e nei servizi nel settembre 2002 e l’indice ISM sull’attività manifatturiera per l’ottobre dello stesso anno. Vi sono due distribuzioni di probabilità per ciascun annuncio, basate in un caso sui prezzi delle opzioni alla chiusura dell’asta precedente l’annuncio stesso e nell’altro sulla distribuzione di frequenza delle previsioni degli economisti. Si noti che le distribuzioni differiscono poiché sono fondate su due distinte popolazioni di operatori. Le distribuzioni implicite tendono ad attribuire probabilità più elevate ad esiti negativi; ciò è ascrivibile al fatto che le distribuzioni delle stime degli economisti riflettono probabilità empiriche, mentre quelle derivate dai prezzi delle opzioni incorporano il premio per il rischio di mercato. Il loro raffronto consente di misurare la portata dell’avversione al rischio degli investitori. Offrendo un’ulteriore misura prospettica delle attese riferite al risultato degli indicatori congiunturali, i derivati macroeconomici potrebbero contribuire a incorporare in modo più efficiente i “fondamentali” dell’economia nei prezzi.

[®] Nel linguaggio finanziario, per “asta all’olandese” si intende una tecnica di aggiudicazione in base alla quale i titoli sono venduti al migliore offerente fino a copertura dell’intera tranche; l’insieme dei titoli aggiudicati viene regolato al prezzo minimo accolto. Tale sistema è noto anche come “asta marginale”. [®] In parte, il prezzo di un’opzione viene determinato dalla probabilità attribuita dagli operatori al valore che l’attività sottostante può assumere alla scadenza dell’opzione stessa. Dal raffronto tra opzioni con prezzi base diversi è possibile desumere le probabilità assegnate dal mercato ai vari livelli di prezzo del sottostante. Tali probabilità possono essere successivamente impiegate per costruire una distribuzione implicita del prezzo dell’attività.

La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari¹

Due anni or sono i gestori delle riserve ufficiali in valuta erano posti di fronte all'incerta ma preoccupante prospettiva di una graduale riduzione dello stock in essere di titoli del Tesoro USA. Il timore era giustificato dal fatto che nella gestione delle riserve valutarie mondiali, per quasi tre quarti denominate in dollari, tali titoli svolgevano tradizionalmente un ruolo primario. Oggi, con l'economia americana in lenta crescita dopo una moderata recessione e con l'esplicarsi degli effetti di tagli discrezionali d'imposta, il volume dei Treasuries si sta nuovamente espandendo. Inoltre, anche se il rischio di una guerra di cui non si conoscono né i costi né la durata rende più che mai aleatoria qualsiasi previsione circa i futuri disavanzi federali, non vi è dubbio che tale espansione continuerà ancora per qualche tempo. Pertanto, i gestori delle riserve valutarie ufficiali non danno più per scontato il progressivo esaurirsi del volume in essere del loro tradizionale strumento di investimento.

Le pressioni a realizzare buoni rendimenti in un contesto di bassi tassi d'interesse potrebbero tuttavia porre nuove sfide ai gestori delle riserve, conferendo particolare risalto alle scelte di portafoglio. Il presente lavoro analizza i tipi di strumenti in cui le banche centrali hanno collocato le proprie riserve in dollari negli ultimi anni, affrontando specificatamente tre quesiti: come sono investite le disponibilità ufficiali in dollari? Come si è evoluta nel tempo la scelta degli strumenti? Quale influsso vi hanno avuto alcuni recenti sviluppi, come il rallentamento ciclico e il ritorno a disavanzi pubblici negli Stati Uniti, il calo dei rendimenti sui titoli del Tesoro e le insolvenze di emittenti privati?

Come sono investite le disponibilità ufficiali in dollari?

L'analisi che segue non si basa su un'aggregazione dal basso dei portafogli delle banche centrali, bensì su un approccio in senso inverso che utilizza due sole fonti: le statistiche del Tesoro USA e i dati raccolti dalla BRI. Le autorità statunitensi hanno pubblicato recentemente i risultati di una delle indagini periodiche da esse compiute sugli investimenti esteri in titoli USA. Di

Un approccio
dall'alto verso il
basso ...

... basato su dati
del Tesoro USA ...

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

conseguenza, per la data di fine marzo 2000 è disponibile una base di dati eccezionalmente solida sugli strumenti in cui è collocata una parte significativa delle disponibilità ufficiali in dollari. Poiché non tutte le riserve sono investite in titoli USA, i dati vanno integrati con i depositi bancari e gli strumenti del mercato monetario (come la commercial paper) detenuti negli Stati Uniti, nonché con i fondi in dollari depositati in altri paesi, secondo quanto risulta dalle statistiche compilate dalla BRI. Infine, gli investimenti non immediatamente identificabili sono costituiti da titoli debitori in dollari collocati in origine al di fuori degli Stati Uniti e rimasti presso depositari offshore. L'ammontare in essere dei titoli di debito internazionali denominati in dollari a fine 2002 era di circa \$4,1 trilioni², di cui \$346 miliardi costituiti da emissioni del Tesoro e di agenzie di credito federali USA, le cui passività hanno un ruolo privilegiato nella gestione delle riserve.

... e della BRI ...

Sulla base dei dati notificati dalle autorità americane e dalla BRI, a fine marzo 2000 le disponibilità ufficiali *identificate* in dollari consistevano per oltre la metà (58%) in titoli del Tesoro USA (tabella 1). Tuttavia, come già osservato, tali statistiche non sono esaurienti. Infatti, dall'aggregazione delle riserve mondiali identificate in dollari risulta un totale superiore del 17% (\$1 359 contro 1 130 miliardi)³. Assumendo che i dati dell'indagine USA sui detentori esteri di titoli statunitensi siano accurati, la quota di Treasuries è quindi inferiore, situandosi intorno al 48% nell'ipotesi che le riserve non identificate siano investite sotto forma di titoli denominati in eurodollari⁴.

... tenuto conto delle lacune statistiche ...

... indica che circa metà delle riserve in dollari è investita in titoli del Tesoro USA

La quota degli investimenti in strumenti del Tesoro USA risulta più elevata nel segmento a lungo termine. Date le limitazioni delle serie statistiche suddette, la percentuale delle obbligazioni del Tesoro è quasi sicuramente sovrastimata in misura sostanziale. Ciò nonostante, si può tranquillamente

² Sommando le emissioni di obbligazioni convenzionali, notes a tasso variabile e titoli a breve di cui alle tabelle 13A e 13B. In precedenza le statistiche BRI riportavano le obbligazioni delle agenzie pubbliche come categoria a sé stante, ma a partire dalla presente *Rassegna* esse sono riclassificate come passività di istituzioni finanziarie o di imprese (cfr. pag. A79). L'ultimo ammontare in essere dichiarato (fine settembre 2002) di titoli debitori in dollari emessi da agenzie era pari a \$827 miliardi. Anche questi strumenti rappresentano un importante mezzo di investimento delle banche centrali.

³ \$1 359 miliardi sono le riserve totali in dollari stimate a fine 1999, mentre \$1 130 miliardi sono quelle identificate tre mesi dopo. Secondo i dati dell'FMI, nel primo trimestre 2000 le riserve totali sono aumentate di \$27 miliardi (1,5%).

⁴ Si noti che questa stima supera il 43% da noi calcolato sulla stessa base per fine 1999, quindi solo tre mesi prima (cfr. Fung e McCauley, 2000). Ciò è dovuto al fatto che nella nuova indagine di riferimento descritta in US Treasury et al. (2002) risultavano disponibilità ufficiali di titoli del Tesoro USA per \$492 miliardi a fine marzo 2000, contro i \$422 miliardi di fine 1999 da noi stimati sulla base della precedente indagine e dei successivi flussi. Poiché gli afflussi identificati di tali titoli nel primo trimestre 2000 sono stati pari a \$8 miliardi, la nostra precedente stima a fine dicembre 1999 comportava una sottovalutazione di \$62 miliardi. La nuova indagine ha evidenziato un ammontare maggiore di investimenti in titoli a lungo termine delle agenzie federali (\$91 miliardi rispetto alla nostra stima di \$32 miliardi, più ulteriori \$8 miliardi nel primo trimestre 2000) e in obbligazioni societarie (\$12 miliardi contro la nostra stima di \$8 miliardi, più ulteriori \$0,4 miliardi nel primo trimestre 2000). Meno sorprendente è l'ammontare di \$96 miliardi emerso per le azioni, rispetto alla nostra stima di \$79 miliardi, più un incremento di \$0,5 miliardi per il primo trimestre. Diversamente dalle disponibilità ufficiali, l'indagine ha palesato una sovrastima di \$500 miliardi per gli investimenti complessivi in titoli USA a lungo termine. Cfr. Nguyen (2002).

Composizione delle riserve in dollari USA a fine marzo 2000, per strumento			
in miliardi di dollari USA			
	A breve termine	A lungo termine	Totale
Titoli del Tesoro	165	492	657 (58%)
Altre attività	262	211	473 (42%)
Depositi negli Stati Uniti	32	.	32 (3%)
Strumenti monetari negli Stati Uniti	104	.	104 (9%)
Depositi all'esterno degli Stati Uniti	126	12	138 (12%)
Titoli di agenzie federali	.	91	91 (8%)
Obbligazioni societarie	.	12	12 (1%)
Azioni	.	96	96 (8%)
Totale	427	703	1 130 (100%)
<i>Per memoria:</i>			
<i>quota dei titoli del Tesoro nel rispettivo</i>			
<i>segmento di scadenza</i>	39	70	.
<i>totale stimato delle riserve in dollari USA</i>			
<i>a fine 1999</i>	.	.	1 359

Fonti: per titoli del Tesoro USA, titoli delle agenzie federali, obbligazioni societarie e azioni, US Treasury et al. (2002), pag. 11; per depositi e strumenti del mercato monetario negli Stati Uniti, Treasury Bulletin USA, tabelle CM-I-2 e IFS-2; per depositi in dollari USA all'esterno degli Stati Uniti, Statistiche bancarie internazionali BRI, tabella 5C; per il totale stimato delle riserve valutarie in dollari USA a fine 1999, BRI (2000), pag. 94.

Tabella 1

affermare che la maggior parte delle disponibilità in strumenti di debito a lungo termine è rappresentata da titoli del Tesoro USA. Per contro, questi costituiscono meno della metà degli investimenti a breve.

Come si è evoluta nel tempo la scelta degli strumenti?

Tre tendenze negli ultimi quarant'anni, di cui due comportano un maggiore rischio di credito:

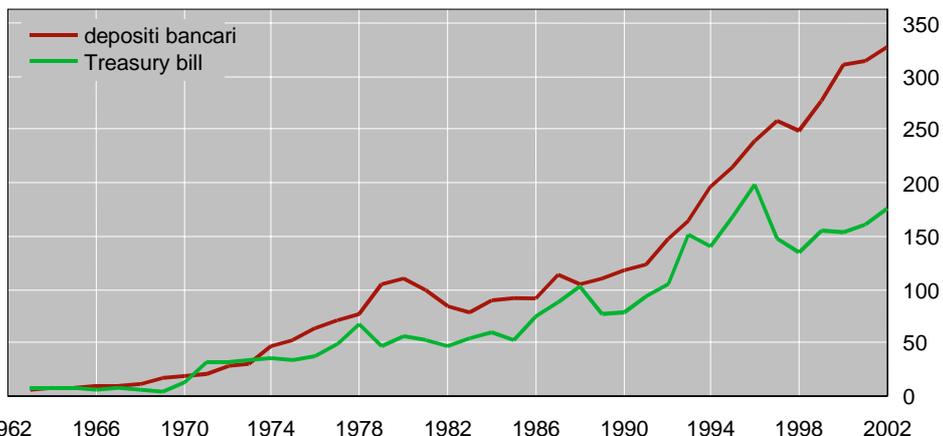
Nell'evoluzione delle scelte di portafoglio dei gestori delle riserve durante gli ultimi quarant'anni si possono discernere tre successive tendenze. Verso la metà degli anni settanta è iniziata una diversificazione degli strumenti a breve a scapito dei Treasury bill. In seguito, durante gli anni ottanta e parte degli anni novanta, sono state allungate le scadenze medie. Più di recente, nel segmento a più lungo termine è stata ridotta la quota delle Treasury notes. La prima e la terza tendenza hanno comportato l'accettazione di un maggiore rischio di credito, mentre la seconda quella di un maggiore rischio di mercato. In tutti i casi l'evoluzione dei benchmark ha agito nel senso di sottrarre l'assunzione di rischio ai gestori immediati delle riserve.

... dai Treasury bill ai depositi bancari e ad altri strumenti monetari ...

Nel corso degli anni settanta i gestori delle riserve ufficiali hanno spostato gran parte delle disponibilità a breve dai titoli del Tesoro verso depositi bancari e strumenti privati del mercato monetario. L'incidenza dei Treasury bill è stata poi ridimensionata ulteriormente durante gli ultimi anni novanta (grafico 1). Si può presumere che tale riallocazione sia stata indotta dai migliori rendimenti

Disponibilità ufficiali in Treasury bill e depositi bancari

in miliardi di dollari USA



Nota: i depositi bancari includono gli strumenti del mercato monetario detenuti negli Stati Uniti.

Fonti: Tesoro USA; BRI.

Grafico 1

ottenibili sui depositi bancari, specie nell'euromercato. Inoltre, per un certo tempo questa forma di impiego ha offerto la possibilità di surclassare i benchmark di rendimento (probabilmente informali) basati sui Treasury bill, sebbene con il tempo tali benchmark abbiano avuto la tendenza a incorporare altri strumenti. I cambiamenti nella scelta fra Treasury bill e altre attività a breve hanno talvolta rispecchiato anche la mutevole composizione dei detentori di riserve, nonché occasionali "fughe verso la qualità" con un ritorno ai titoli pubblici.

La seconda tendenza è emersa negli anni ottanta, quando il mercato obbligazionario è entrato in una lunga fase rialzista e i gestori delle riserve si sono resi conto che potevano incrementare i rendimenti allungando le scadenze. Tale tendenza è proseguita fino ai primi anni novanta (tabella 2). La quota stimata degli strumenti a lungo termine sul totale delle riserve in dollari identificate è salita dal 54 al 62%.

L'ultima tendenza si è manifestata negli anni novanta, e in particolare verso la fine del decennio, allorché i gestori hanno deciso di migliorare la redditività delle posizioni a più lungo termine accettando un maggiore rischio di credito. Nell'ambito delle disponibilità a lungo termine identificate, fra il 1989 e il marzo 2000 la quota dei titoli del Tesoro è scesa dall'83 al 70%. Così come per gli strumenti a breve, il calo si è fatto particolarmente marcato dopo il 1997 e ha comportato l'accettazione di una notevole esposizione al rischio creditizio⁵. Sono fortemente aumentati gli investimenti in obbligazioni emesse da enti USA di emanazione governativa, come Fannie Mae e Freddie Mac, la cui quota si è pressoché triplicata dal 2-3 all'8%. Le acquisizioni di obbligazioni societarie hanno parimenti segnato un netto incremento, benché nel marzo 2000 la loro incidenza fosse ancora pari all'1% circa delle disponibilità

... dal breve al più lungo termine ...

... e dalle Treasury notes a più rischiosi strumenti a medio termine

⁵ Secondo Truman (2001), "gli investitori ufficiali esteri si stanno adeguando alla ridotta offerta di titoli del Tesoro USA acquisendo attività alternative denominate in dollari".

totali. Pertanto, la riallocazione delle riserve in dollari a scapito dei titoli del Tesoro, già bene affermata nel segmento a breve, è proceduta rapidamente anche in quello a più lungo termine.

Sorprende forse il fatto che, fra le disponibilità ufficiali identificate a lungo termine diverse dai titoli del Tesoro, le azioni siano rimaste la più importante categoria di attività. Nonostante le vendite nette durante gran parte degli anni novanta, l'ammontare di tali strumenti è aumentato grazie alle plusvalenze di capitale. Mentre in passato gli investimenti azionari figuravano nei portafogli di un numero relativamente ristretto di detentori ufficiali, essi potrebbero divenire più diffusi malgrado i recenti cali di borsa. Queste posizioni comprendono probabilmente anche i titoli detenuti da banche centrali nel quadro dei fondi pensione a favore del personale, i quali sono spesso integrati nei bilanci delle istituzioni, rendendo così impossibile la loro distinzione dagli investimenti a titolo di riserve ufficiali.

Va inoltre sottolineato che l'allungamento delle scadenze e la diversificazione risultanti dalle serie statistiche qui utilizzate potrebbero sottostimare l'entità della ricomposizione a causa dei limiti intrinseci di tali dati. Come già affermato, non è stato possibile individuare la destinazione del 17% delle riserve stimate in dollari a fine marzo 2000. Nel 1989, al contrario, risultava non classificata solo una parte trascurabile delle disponibilità ufficiali. Se fosse stato possibile identificare la composizione di tutte le disponibilità ufficiali di titoli internazionali denominati in dollari, nel corso degli anni novanta si

Composizione delle riserve in dollari USA nel 1989 e nel 2000, per strumento

in percentuale

	Fine 1989 ¹			Fine marzo 2000 ²		
	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale
Titoli del Tesoro	19	45	64	15	44	58
Altre attività	27	9	36	23	18	42
Depositi negli Stati Uniti	3	.	3	3	.	3
Strumenti monetari negli Stati Uniti	6	.	6	9	.	9
Depositi all'esterno degli Stati Uniti	18	.	18	11	1	12
Titoli di agenzie federali	.	2	2	.	8	8
Obbligazioni societarie	.	0	0	.	1	1
Azioni	.	7	7	.	8	8
Totale	46	54	100	38	62	100
<i>Per memoria:</i>						
<i>quota dei titoli del Tesoro nel</i>						
<i>rispettivo segmento di scadenza</i>	41	83	.	39	70	.
<i>riserve in dollari USA identificate</i>						
<i>(in miliardi di dollari USA)</i>	.	.	403	.	.	1 130

¹ Dati per titoli del Tesoro USA, depositi e strumenti del mercato monetario, *Treasury Bulletin USA*, tabelle CM-I-2 e IFS-2; per depositi in dollari USA all'esterno degli Stati Uniti, Statistiche bancarie internazionali BRI; per obbligazioni societarie, titoli di agenzie federali e azioni, US Treasury Department, *Report on foreign portfolio investment in the United States as of December 1992*. ² Cfr. tabella 1. Tabella 2

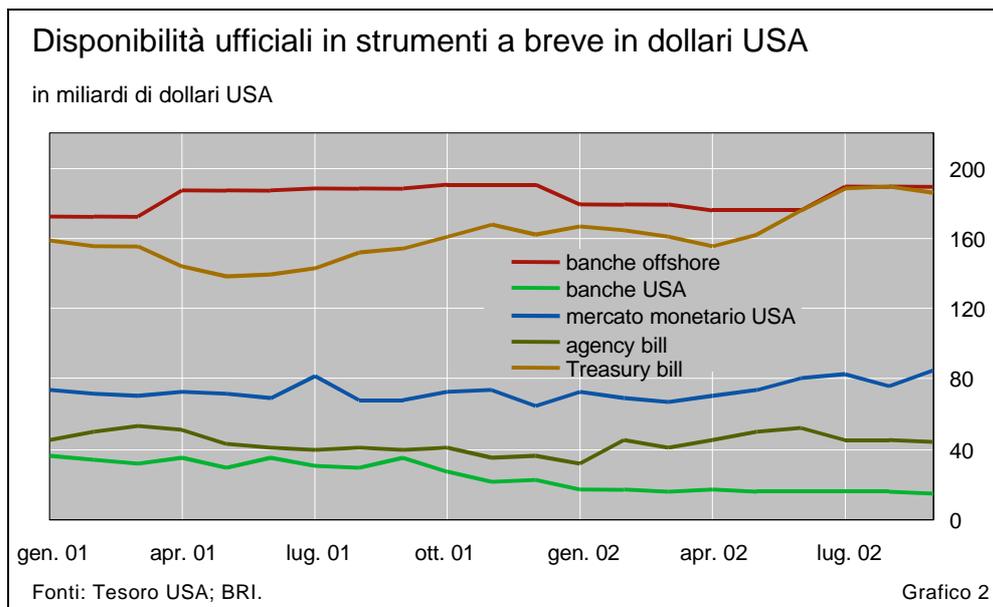
sarebbero quasi sicuramente accentuati l'allungamento delle scadenze e il ridimensionamento della quota dei titoli del Tesoro a lungo termine.

Qual è stato l'influsso degli sviluppi più recenti sulla scelta degli strumenti?

Successivamente al marzo 2000 i gestori delle riserve hanno dovuto fare i conti con gli effetti indotti dal calo mondiale dei corsi azionari, un netto rallentamento della crescita economica, tassi d'interesse calanti e maggiori rischi politici. In che modo essi hanno modificato l'allocazione delle riserve in dollari fra i diversi tipi di strumenti?

Gli investimenti in attività a breve non sono aumentati granché nel 2001-2002, e ciò non sorprende vista la bassa remuneratività di tali strumenti (grafico 2)⁶. Nonostante questa debole crescita, sono tuttavia intervenuti interessanti cambiamenti sul piano della loro distribuzione. In particolare, per effetto della recessione e degli eventi del settembre 2001 pare essersi invertita la precedente tendenza ad accettare un più alto rischio di credito. Fino all'estate 2001 i gestori delle riserve avevano continuato a ridurre le disponibilità in Treasury bill a favore dei depositi bancari offshore. Successivamente, la quota di questi ultimi si è stabilizzata, e i gestori hanno nuovamente privilegiato la qualità creditizia e la liquidità dei titoli di Stato. Particolarmente degno di nota nello stesso periodo è stato il declino dei depositi bancari ufficiali negli Stati Uniti, quantunque la sua interpretazione non sia di immediata evidenza. Gli investimenti in strumenti del mercato monetario hanno mostrato una buona tenuta, se si considera la parallela contrazione dei volumi in essere di commercial paper. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che

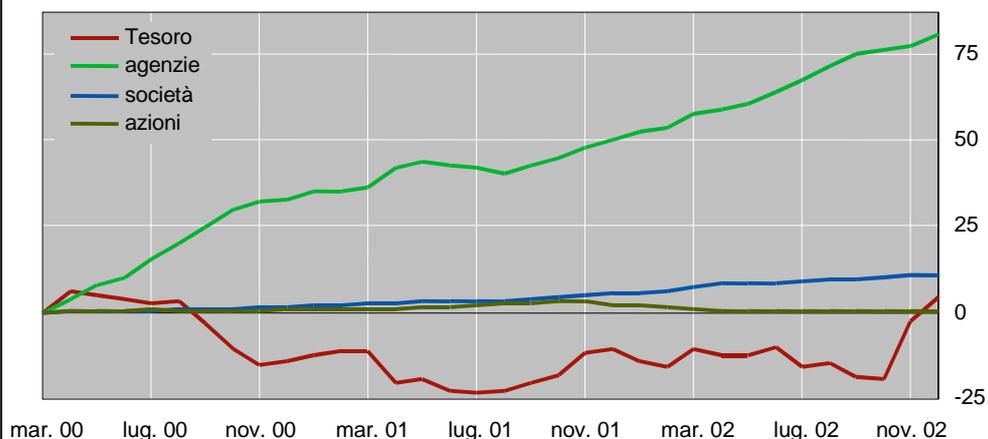
Gli investimenti a breve restano stazionari dato il calo dei rendimenti



⁶ La scomposizione da parte del Tesoro USA in strumenti emessi dalle agenzie e altri strumenti del mercato monetario inizia nel marzo 2001.

Acquisti ufficiali di titoli in dollari USA a lungo termine¹

in miliardi di dollari USA



¹ Cifre cumulative dal marzo 2000.

Fonte: Tesoro USA.

Grafico 3

tale contrazione ha riguardato soprattutto la carta di qualità inferiore, poco presente nei portafogli ufficiali.

Analogamente a quanto osservato nel comparto degli strumenti monetari, nel terzo trimestre 2001 la gestione dei collocamenti a reddito fisso a lungo termine pare essere divenuta più avversa al rischio (grafico 3). Fra l'aprile 2000 e l'agosto 2001 i gestori delle riserve avevano ridotto di \$23 miliardi (escluse le plusvalenze di capitale) le disponibilità in obbligazioni del Tesoro, aumentando nel contempo di \$40 miliardi quelle in titoli emessi dalle agenzie federali. Per contro, visti gli acquisti netti del 2001 e 2002, essi sono tornati a sottoscrivere le Treasury notes vendute in precedenza, continuando però nel frattempo a investire in titoli delle agenzie. Il fatto che, rispetto a questi ultimi, le obbligazioni del Tesoro non abbiano fatto registrare aumenti di liquidità fa ritenere che si sia trattato di una maggiore avversione al rischio piuttosto che di una risposta più passiva alle condizioni di liquidità.

Nel complesso, gli scandali sulle procedure contabili e il numero record di insolvenze societarie hanno causato un rallentamento dei collocamenti in obbligazioni private, ma non dismissioni nette. In realtà, nel marzo e nell'aprile 2002 si sono avuti massicci acquisti su base mensile. Nei mesi successivi, allorché la perdita di fiducia si è trasmessa dal mercato azionario a quello del reddito fisso (Barth e Remolona, 2002), sono tutt'al più calati gli acquisti, ma non vi è stata alcuna vendita da parte dei gestori delle riserve ufficiali.

Conclusioni

Durante gli anni novanta i gestori delle riserve hanno continuato ad allungare la scadenza dei portafogli in dollari, proseguendo la tendenza iniziata nel decennio precedente. Nell'ambito delle posizioni a lungo termine essi hanno tuttavia raddoppiato il peso degli strumenti diversi dalle Treasury notes. Nel complesso, nei primi mesi del 2000 soltanto la metà circa delle riserve in dollari

Preferenza per
strumenti più sicuri
dopo gli eventi
dell'11 settembre ...

... ma continuano
gli acquisti di obbli-
gazioni private USA

risultava investita in titoli del Tesoro USA. Più di recente la loro quota si è ulteriormente ridotta a favore delle obbligazioni emesse da agenzie federali e società statunitensi. Le incertezze connesse con la recessione, le insolvenze aziendali e la politica mondiale paiono aver frenato tale processo, senza peraltro invertirlo.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2000): *70ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

Barth, M. ed E. Remolona (2002): "Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 1–13.

Fung, B. e R.N. McCauley (2000): "Composizione delle riserve valutarie in dollari per strumento", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 66–67.

Fung, B. e R.N. McCauley (2001): "Riserve in dollari USA: quanto è dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 33–35.

McCauley, R.N. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 42–49.

McCauley, R.N. (2002): "International market implications of declining Treasury debt", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, n. 3, parte 2, agosto, pagg. 952–966.

Nguyen, E.L. (2002): "The international investment position of the United States at yearend 2001", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 10–19.

Truman, E.M. (2001): Audizione dinanzi al Senato USA, Committee on the Budget, 22 marzo.

US Department of the Treasury, Office of the Assistant Secretary, International Affairs, Securities Report Division, Federal Reserve Bank di New York e Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System (2002): *Report on foreign holdings of US long-term securities as of 31 March 2000*, aprile.

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro¹

Gli swap di tasso d'interesse in euro costituiscono uno dei più ampi e liquidi mercati finanziari al mondo. Anzi, spesso è la curva dei tassi swap – che si va affermando come il principale benchmark di rendimento per le operazioni in euro – a fungere oggi da parametro di riferimento persino per alcuni titoli governativi. Tuttavia, a causa della struttura che attualmente caratterizza tale mercato, la liquidità degli swap in condizioni di tensione non appare robusta quanto quella dei più vasti mercati dei titoli di Stato e dei futures.

Dimensioni e crescita del mercato swap

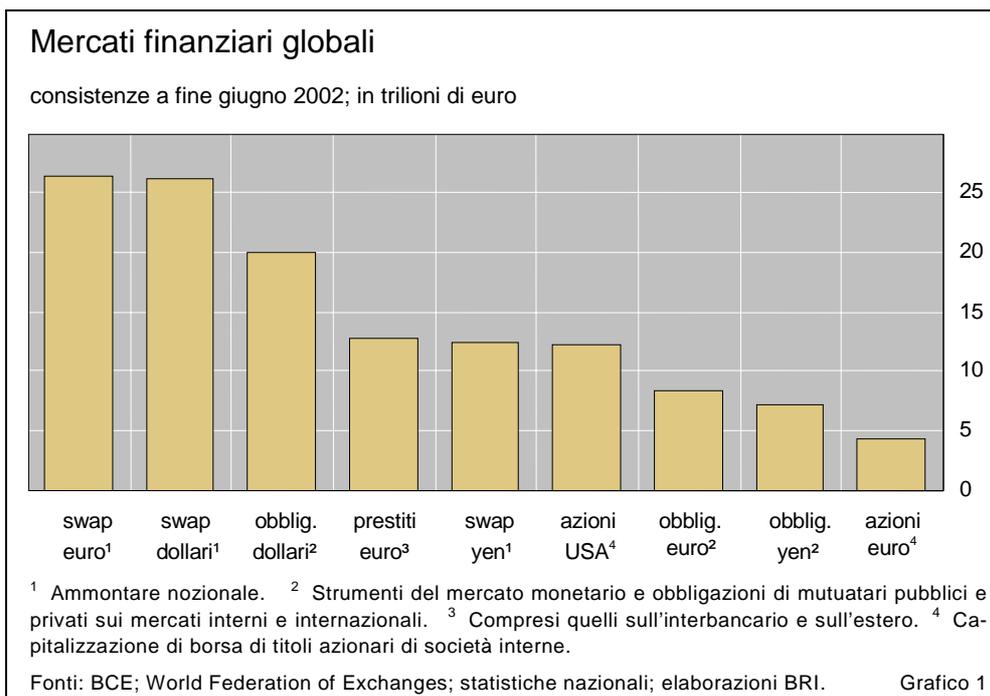
Uno swap di tasso d'interesse è un contratto in cui due parti si scambiano flussi di pagamenti in conto interesse. Di solito, una contropartita del pagamento è basata su un tasso fisso e l'altra su un tasso variabile. Costituisce oggetto di scambio unicamente il flusso netto di interessi, e non il capitale nozionale su cui questi ultimi vengono calcolati. Un forward rate agreement (FRA) equivale a uno swap di tasso d'interesse concordato per un periodo singolo, in cui i pagamenti di interessi vengono scambiati una sola volta. Uno swap può essere definito come un portafoglio di FRA.

In termini di ammontari nozionali in essere, le sedi OTC per la negoziazione di derivati di tasso d'interesse in euro e in dollari USA sono i mercati finanziari più grandi del mondo (grafico 1). A fine giugno 2002 le consistenze totali di swap e FRA in euro ammontavano a €26,3 trilioni, mentre quelle di contratti in dollari USA erano leggermente inferiori (€26,2 trilioni).

Anche prima dell'Unione monetaria europea i mercati degli swap di tasso denominati in alcune delle valute poi confluite nell'euro – in particolare marchi e franchi francesi – erano già ampi e in crescita. Dall'introduzione della moneta unica, il mercato degli swap in euro si è pressoché raddoppiato in termini dimensionali (grafico 2). Tra fine dicembre 1998 e fine giugno 2002 la sua espansione ha superato in misura significativa quella dei mercati delle obbligazioni e dei prestiti nella stessa valuta, cresciuti rispettivamente del 40 e del 25% circa. Il mercato degli swap in dollari USA si è però sviluppato a un ritmo

Le dimensioni del mercato degli swap in euro sono raddoppiate dal 1999

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.



addirittura superiore, pari al 170%: se alla vigilia della creazione dell'unione monetaria esso era assai inferiore al mercato degli swap in euro, a fine giugno 2002 entrambi presentavano più o meno gli stessi ammontari nozionali.

Gli swap come strumenti benchmark

La crescita del mercato degli swap in euro è stata sorretta dalle attività di copertura e posizionamento. Sulla scia dell'unione monetaria gli swap hanno rapidamente conquistato lo status di valore di riferimento sui mercati finanziari dell'euro, soppiantando alcuni dei benchmark che svolgevano in precedenza un importante ruolo nel processo di "price discovery" per i tassi a breve.

L'introduzione della moneta unica ha determinato un'impennata delle emissioni obbligazionarie in euro, che ha sospinto a sua volta le attività di arbitraggio e copertura da parte di emittenti, intermediari e investitori. Sui mercati europei gli operatori hanno cominciato a ricorrere a swap di tasso d'interesse per coprire le proprie disponibilità di titoli societari agli inizi degli anni novanta, molto prima che i loro omologhi nei mercati del dollaro e in altri comparti iniziassero a fare altrettanto. A quell'epoca i principali emittenti privati sui mercati europei erano le istituzioni finanziarie e, pertanto, le condizioni di qualità sul segmento delle obbligazioni non governative erano simili a quelle vigenti sul mercato degli swap. È invalsa così in Europa la consuetudine di impiegare swap nella copertura degli strumenti collegati al credito.

L'adozione degli swap nelle operazioni a fini speculativi e di copertura delle oscillazioni dei tassi d'interesse è stata ulteriormente incentivata dalla frammentazione dei mercati dei titoli pubblici europei. Fra i primi mercati finanziari in euro a integrarsi figurano quelli dei depositi interbancari non garantiti; dal momento che i tassi swap incorporano le aspettative circa l'andamento futuro dei tassi interbancari, ciò ha contribuito a sua volta alla

A sorreggere gli swap sono intervenute le attività di copertura ...

... la frammentazione dei mercati dei titoli pubblici europei ...

rapida integrazione dei mercati degli swap nelle valute preesistenti. Invero, l'emergere di un'unica curva degli swap in euro è praticamente avvenuto dall'oggi al domani. Per questo motivo è relativamente agevole creare posizioni corte (ossia, quelle assunte nell'aspettativa di un aumento dei tassi d'interesse) sul mercato degli swap, proponendosi come acquirente del contratto. Il mercato degli strumenti garantiti, e in particolare il segmento generale delle operazioni pronti contro termine (pct) assistite da garanzia collaterale, è stato invece più lento a sottrarsi alla segmentazione che lo caratterizzava prima dell'unione monetaria. Differenti rating sovrani, sistemi di regolamento, regimi fiscali e prassi operative costituiscono tuttora altrettanti ostacoli a una completa integrazione dei mercati dei titoli di Stato in euro (BCE, 2001b). Di conseguenza, ancora oggi non esiste un mercato unico delle operazioni pct garantite: prima di poter concludere una transazione, gli operatori sono tuttora tenuti a specificare la nazionalità delle obbligazioni pubbliche stanziate a garanzia (BCE, 2001a), il che ne rende difficile l'impiego per finalità di copertura o di speculazione sui movimenti dei tassi.

... ed eventi traumatici

A incoraggiare la transizione agli swap è intervenuta, sul finire degli anni novanta, una serie di avvenimenti che hanno destabilizzato i mercati finanziari. Gli eventi associatisi al quasi tracollo di Long-Term Capital Management nel settembre 1998 hanno posto in evidenza i rischi derivanti dall'utilizzo di obbligazioni pubbliche e connessi derivati per la copertura di posizioni in titoli non governativi. Fino allora questa era stata prassi comune tra i dealer, sebbene ciò sia avvenuto più sul mercato del dollaro che non su quello dell'euro. Effetti analoghi sono stati prodotti dagli episodi di "squeeze" che hanno interessato i futures su titoli del governo tedesco nel periodo 1998–2002. Anche i temporanei aumenti del "premio di scarsità" sui prestiti pubblici in euro verificatisi nel 2000 durante le aste per le licenze di telefonia mobile della terza generazione hanno reso i titoli di Stato meno appetibili a fini di copertura e assunzione di posizioni.

Rapida crescita delle negoziazioni di swap EONIA a breve

Gli swap su indici overnight ("overnight index swap", OIS) sono divenuti particolarmente popolari sui mercati finanziari in euro quali strumenti atti a coprire e assumere posizioni. Gli OIS sono swap di tasso d'interesse fisso contro variabile, in cui la "gamba" variabile è collegata a un indice di tassi interbancari giornalieri². Sul mercato dell'euro essi sono prevalentemente riferiti al tasso EONIA (Euro OverNight Index Average), una media ponderata dei tassi negoziati per i prestiti overnight non garantiti sul mercato interbancario dell'area dell'euro. Le contrattazioni di swap sull'EONIA presentano un'alta concentrazione sulle scadenze pari o inferiori a tre mesi, e i corrispondenti tassi sono comunemente considerati il principale benchmark sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti in euro. Banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi d'investimento del mercato monetario e

² Una differenza di rilievo tra swap "overnight index" e "plain vanilla" risiede nella posizione (o "gamba") variabile: mentre nel primo caso essa viene determinata e corrisposta unicamente alla scadenza, nel secondo è calcolata a una certa data di regolamento (e quindi a priori rispetto al pagamento) e versata a quella successiva (e quindi a posteriori rispetto al calcolo).

Strumenti di tasso d'interesse				
turnover medio giornaliero, in miliardi di euro				
	Turnover complessivo ¹		di cui: futures	
	Aprile 1998	Aprile 2001	Aprile 1998	Aprile 2001
Mercato dell'euro				
Swap di tasso d'interesse ^{2,3}	112	260	...	1
Futures sull'Euribor ⁴	...	...	198	404
Titoli di Stato tedeschi ⁵	99	202	76	150
Titoli di Stato italiani	316	195	14	...
Titoli di Stato francesi	110	130	6	15
Mercato del dollaro USA				
Swap di tasso d'interesse ^{2,6}	54	156	...	...
Futures sul Libor	...	...	465	958
Titoli del Tesoro statunitensi	253	396	54	63
Mercato dello yen				
Swap di tasso d'interesse ²	16	28	...	...
Futures sul Libor	...	...	83	29
Titoli di Stato giapponesi	111	195	26	32

¹ Attività di negoziazione sui mercati monetario, obbligazionario e dei futures. ² Compresi contratti a termine su tassi d'interesse. ³ Il LIFFE ha avviato le contrattazioni di futures su tassi swap in euro nel marzo 2001. ⁴ I dati del 1998 si riferiscono a contratti futures riferiti ai seguenti tassi: Libor su marco, Libor su lira, Mibor, Pibor e Ribor. ⁵ I dati sul turnover dei mercati monetario e obbligazionario si riferiscono unicamente ai titoli più attivamente trattati da Euroclear; con tutta probabilità, essi sottostimano in misura significativa il volume delle negoziazioni a pronti di titoli di Stato tedeschi. I dati sul turnover del mercato a pronti per il 2001 si riferiscono al mese di gennaio. ⁶ Le contrattazioni di futures su tassi swap in dollari USA sono state avviate dal Chicago Board of Trade nell'ottobre 2001, dal Chicago Mercantile Exchange nell'aprile 2002 e dal LIFFE nel luglio 2002.

Fonti: Euroclear; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Tabella 1

hedge fund fanno tutti ampio ricorso a questi strumenti a fini speculativi e di copertura sui movimenti dei tassi a breve (BCE, 2001a e 2002). Gli OIS sono altresì negoziati sui mercati del dollaro e di altre importanti valute, pur non essendo assurti al rango di benchmark.

Lo status di riferimento della curva swap in euro è rispecchiato dalle prassi di quotazione delle obbligazioni societarie. Tali prassi dipendono spesso dal merito creditizio dell'emittente e dalla nazionalità dell'investitore. I titoli in euro emessi da mutuatari di qualità bancaria sono solitamente quotati in termini di spread rispetto alla curva swap, mentre quelli di qualità non bancaria sotto forma di mero rendimento nominale. L'impiego degli swap di tasso come benchmark si sta diffondendo anche sul mercato del dollaro USA (McCauley, 2001), anche se tale processo è meno avanzato che sul mercato dell'euro. Ad esempio, molti investitori statunitensi preferiscono tuttora riportare le quotazioni dei titoli societari in dollari ai rendimenti dei Treasuries piuttosto che a quelli swap.

Nonostante la crescita del mercato degli swap in euro, i contratti futures continuano a essere massicciamente utilizzati come veicoli di copertura e di posizionamento. Di fatto, le contrattazioni di futures in euro sui mercati

monetario e obbligazionario hanno registrato un balzo nel periodo precedente l'introduzione della moneta unica e negli anni immediatamente successivi (tabella 1). I contratti del London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) basati sull'Euribor a tre mesi – una media troncata dei tassi d'interesse quotati per i depositi a termine nel mercato interbancario dell'area dell'euro – sono i futures di tasso a breve di gran lunga più attivamente trattati sul mercato dell'euro. L'attività sul segmento a più lungo termine è invece dominata dai contratti su titoli di Stato tedeschi negoziati all'Eurex.

Gli operatori nel mercato degli swap

La gamma degli operatori in swap è più diversificata ...

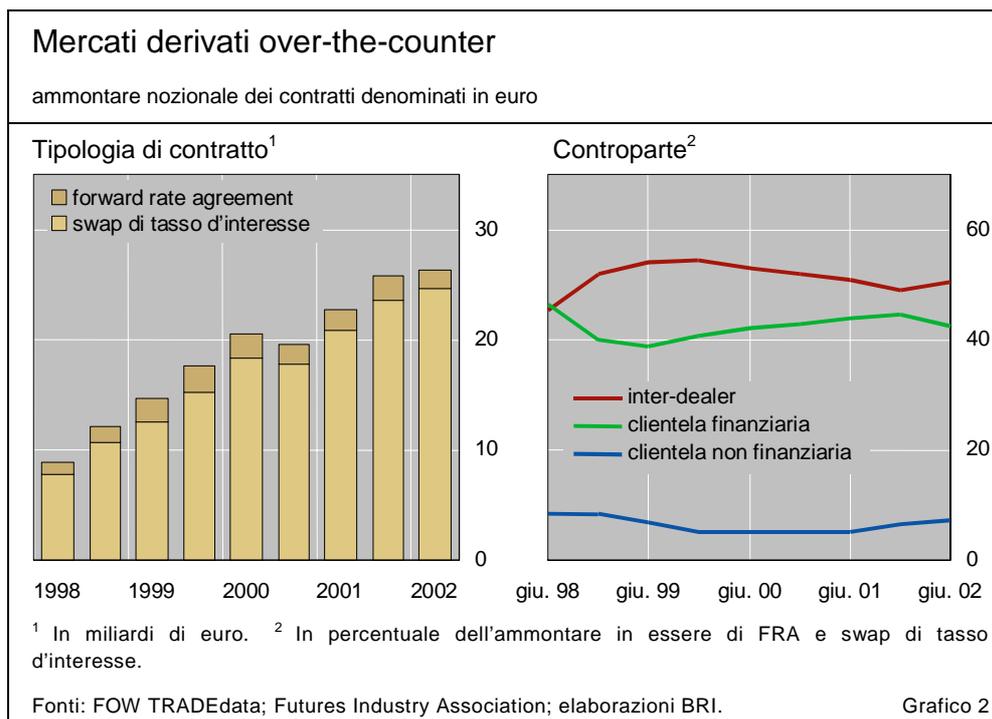
La crescita del mercato degli swap in euro è stata accompagnata da una maggiore diversificazione nella gamma di soggetti che vi operano. Nel periodo appena precedente l'avvento dell'unione monetaria europea l'espansione di questo mercato era stata trainata dalle operazioni "inter-dealer": a fine 1998 le posizioni su tale segmento concorrevano al 52% dell'ammontare nozionale in essere di swap e contratti a termine su tassi d'interesse in euro. Il segmento "dealer-customer" ha acquisito sempre maggiore importanza a partire dal 1999 (grafico 2). A fine giugno 2002 le operazioni nei confronti della clientela finanziaria e non finanziaria erano pari rispettivamente al 42 e al 7% delle consistenze in termini di ammontare nozionale. A titolo di confronto, sul mercato degli swap in dollari tali percentuali ammontavano a quella data al 41 e al 15% dei contratti in essere. La minore incidenza del comparto "inter-dealer" sul mercato del dollaro – 45%, rispetto al 51% di quello dell'euro – è in parte ascrivibile alla più accentuata concentrazione di tale mercato, che spinge i dealer a compensare una quota maggiore delle proprie transazioni unilateralmente piuttosto che facendo ricorso ad altri intermediari.

... e comprende i governi europei

Persino i governi europei hanno cominciato a utilizzare swap di tasso d'interesse per gestire le loro esposizioni al rischio. A partire dall'ottobre 2001 la Repubblica francese è ricorsa a questi strumenti per accorciare la scadenza media del debito pubblico³: a fine luglio 2002 gli swap sottoscritti a questo titolo ammontavano a €61 miliardi in termini nozionali, pari a circa l'8% dello stock di obbligazioni sovrane emesse dal paese. Il governo tedesco si avvale degli swap per ridurre gli oneri da interessi: attualmente esso è facoltizzato a effettuare operazioni di swap fino a un massimo di €20 miliardi, corrispondenti al 3% circa del debito in essere. Anche le amministrazioni di Italia, Paesi Bassi e Spagna operano attivamente sul mercato degli swap in euro. L'ingresso dei prenditori sovrani in questo mercato ha tendenzialmente posto un tetto ai differenziali di swap in euro. All'aumentare dello spread di rendimento fra titoli pubblici e swap, il Tesoro trova conveniente incassare il tasso fisso.

Malgrado l'ampliamento della gamma di operatori, il numero degli intermediari è in calo. Gli swap sono massimamente trattati sul segmento over-the-counter, il che rende la figura del dealer essenziale al funzionamento

³ Nel settembre 2002 il governo francese ha temporaneamente sospeso questo tipo di operazioni a causa dei timori circa il livello e la volatilità dei differenziali di swap.



del mercato. Data la tradizionale preferenza dei clienti per controparti di qualità elevata, le contrattazioni sui mercati OTC sono da tempo dominate da un numero ristretto di dealer con alto merito di credito, solitamente banche commerciali con rating non inferiore alla doppia A⁴. Negli ultimi anni la concentrazione degli intermediari sui mercati OTC si è ulteriormente intensificata per effetto delle operazioni di M&A. Ad esempio, a seguito della fusione tra Chase Manhattan e J.P. Morgan nel 2000, la quota della nuova entità sul mercato OTC per i prodotti di tasso era pari a circa il 25%. Nel secondo trimestre 2001 ai cinque e ai venti maggiori intermediari facevano rispettivamente capo il 48 e l'88% dell'attività complessiva nel mercato degli swap sull'EONIA (BCE, 2002). In altri segmenti del mercato degli swap in euro l'attività risultava ancor più concentrata, con il 60% del turnover riconducibile ai cinque maggiori dealer. Il livello di concentrazione del mercato dell'euro è tuttavia inferiore a quello del mercato del dollaro, dove due istituti concorrono da soli a quasi i tre quarti del totale dei contratti derivati di tasso d'interesse contabilizzati da banche USA, e le cinque maggiori banche a oltre il 90%.

Gli istituti con sede nell'area dell'euro sono gli intermediari più attivi sul mercato degli swap in questa valuta: il valore nominale dei contratti da essi sottoscritti rappresentava a fine giugno 2002 il 46% del totale in essere (tabella 2). Tra le banche dell'area spiccano quelle tedesche, con una quota di mercato del 21%, seguite dalle francesi con il 15%. A fine giugno 2002 la quota delle banche USA sul mercato dell'euro era pari al 35%, contro il 54% sul

Ma l'attività di intermediazione è concentrata nelle mani di pochi dealer

⁴ Le società di intermediazione mobiliare tendono ad avere rating inferiori a quelli delle banche, e sono generalmente quotate singola A. Tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta svariate società di questo tipo hanno istituito affiliate quotate tripla A per operare in strumenti derivati; tuttavia, esse non sono mai riuscite a conquistare una quota rilevante del mercato.

Quote di mercato dei maggiori intermediari in swap			
in percentuale degli ammontari nozionali in essere a fine giugno 2002			
Sede dell'intermediario ¹	Swap in euro ²	Swap in dollari ²	Swap in yen ²
Area dell'euro	45,8	24,2	19,5
Germania	20,5	13,1	11,0
Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, HypoVereinsbank			
Francia	14,7	7,1	7,3
BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole			
Belgio, Italia, Paesi Bassi	10,6	4,0	1,2
ABN AMRO, Rabobank			
Stati Uniti	35,0	53,8	37,2
J.P. Morgan Chase, Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch			
Giappone	2,0	4,5	33,1
Fuji Bank, Bank of Tokyo-Mitsubishi, Sumitomo Bank			
Canada, Regno Unito, Svezia, Svizzera	17,2	17,4	10,3
UBS, Royal Bank of Scotland, Barclays, HSBC			
<i>Per memoria: ammontari nozionali, in miliardi di euro</i>	<i>26 322</i>	<i>26 247</i>	<i>12 507</i>

¹ Si riportano gli intermediari che a fine 2001 detenevano uno stock di contratti swap per almeno €1 miliardo. ² Swap e contratti a termine di tasso d'interesse.

Fonti: Swaps Monitor; statistiche nazionali; elaborazioni BRI. Tabella 2

mercato del dollaro. Gli istituti giapponesi svolgono un ruolo solo marginale sui mercati degli swap in queste due valute, mentre detengono il 33% del mercato degli swap in yen.

Determinazione del prezzo degli swap in euro

EONIA ed Euribor sono i più comuni tassi di riferimento

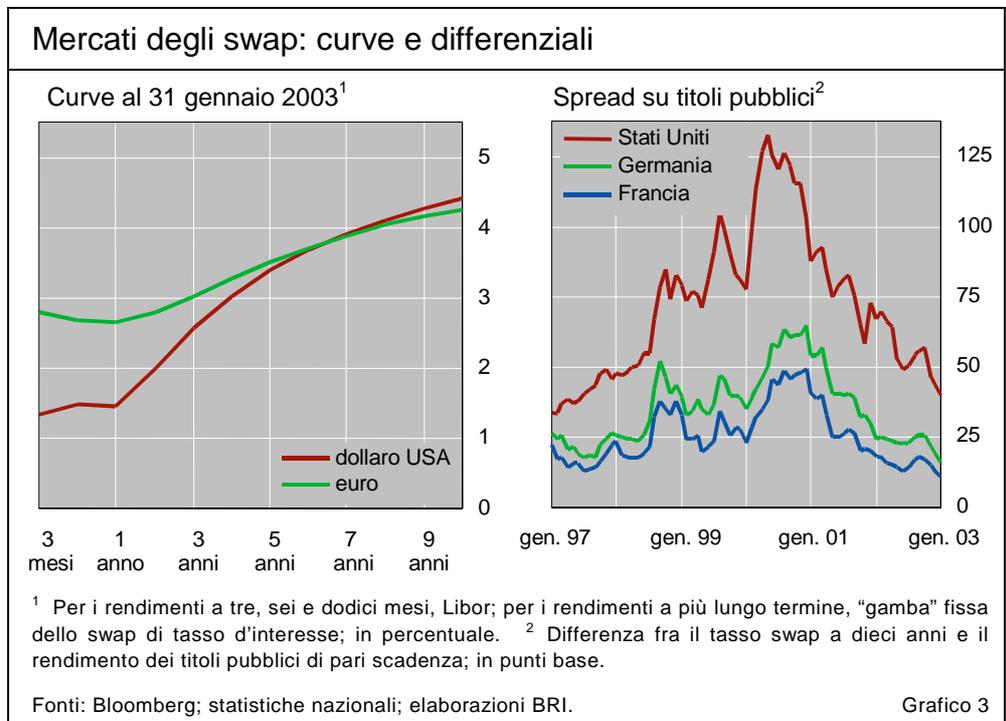
Il "pricing" degli swap di tasso dipende generalmente dalla misura dell'interesse utilizzata per la "gamba" variabile del contratto. Il rendimento del lato a tasso fisso dovrebbe incorporare le aspettative circa l'andamento futuro del tasso variabile per tutta la durata del contratto, nonché il rischio associato alla volatilità di tale tasso. Per quanto riguarda gli swap in euro, la scelta del tasso variabile dipende di solito dalla scadenza del contratto; come visto in precedenza, per gli swap a breve il tasso comunemente assunto è l'EONIA. Nel 2000 esso aveva soppiantato l'Euribor nel segmento a breve della curva swap, benché quest'ultimo fosse il riferimento corrente subito dopo l'avvio dell'unione monetaria. Per i contratti a più lungo termine l'Euribor continua a svolgere la funzione di benchmark. Visto che sono i depositi interbancari non garantiti a costituire il sottostante per entrambi i tassi, questi riflettono un certo grado di rischio creditizio. Di fatto, la maggior parte degli istituti segnalanti ai fini della determinazione di EONIA ed Euribor è quotata doppia A (BRI, 2001).

Secondo le convenzioni di “pricing” adottate, gli swap in euro vengono quotati in termini di rendimento riferito ai pagamenti a tasso fisso del contratto, mentre la quotazione degli swap in dollari viene di solito effettuata in termini di spread sui rendimenti del Tesoro USA. Così, il prezzo di uno swap in euro a cinque anni potrebbe essere quotato al 4%, senza riferimento alcuno al rendimento dei titoli pubblici, mentre il prezzo di uno strumento analogo in dollari potrebbe essere fissato in 50 punti base al disopra del rendimento del Treasury bond di pari scadenza⁵.

Nonostante il ruolo di benchmark svolto dagli swap in euro, i loro rendimenti tendono ancora ad attestarsi al disopra di quelli dei più liquidi titoli di Stato di pari scadenza quotati tripla A, così come i rendimenti swap in dollari tendono a superare quelli dei Treasuries; nel segmento a dieci anni, per esempio, a fine gennaio 2003 il tasso fisso degli swap in euro era di circa 20 punti base più elevato del rendimento sul Bund tedesco (grafico 3). Ciò è giustificato dal fatto che i tassi swap incorporano un premio per il rischio di controparte che è sovente associato agli operatori principali del mercato. Parallelamente, la percezione di un deterioramento nel merito di credito sovrano potrebbe tradursi in un assottigliamento dello spread. Nel 2001 e nel 2002, ad esempio, le difficoltà di bilancio incontrate dalla Germania sono parse contribuire a un restringimento del differenziale tra swap in euro e titoli pubblici tedeschi (Artus e Teiletche, 2003).

I tassi swap includono un premio per il rischio di controparte

In passato il rischio di controparte poteva essere mitigato frazionando le posizioni su diversi intermediari. Man mano che il processo di consolidamento



⁵ Per la precisione, a New York vige la convenzione di quotare gli swap in dollari USA in termini di spread, mentre a Londra è più comune la quotazione in termini di rendimento.

Crescente ricorso
alla collateralizza-
zione

del settore finanziario ha ridotto il numero dei dealer attivi sul mercato degli swap, e che i rating di quelli restanti sono stati declassati, si è fatto sempre maggiore ricorso al regolamento giornaliero e, in particolare, alla collateralizzazione. Il diffuso impiego di tali tecniche per l'attenuazione del rischio di controparte ha contribuito a ridurre l'ampiezza e la volatilità dei differenziali. Ciò nondimeno, in talune occasioni tale rischio potrebbe ancora destabilizzare il mercato degli swap. Nel luglio 2002, ad esempio, i timori circa il merito di credito di alcune grandi banche statunitensi – tra cui primari operatori in strumenti derivati – hanno determinato un ampliamento dei differenziali swap in dollari e, in misura minore, in euro (BRI, 2002b).

Tra i fattori che possono influire sugli spread rientrano altresì il livello generale dei tassi d'interesse e l'inclinazione della curva dei rendimenti. Tuttavia, è difficile spiegare la logica economica che soggiace a tali fattori, e la relazione che li lega agli spread mostra nel tempo una tendenziale instabilità. La liquidità del mercato degli swap in euro è stata fonte di preoccupazione in passato ma, come si vedrà più avanti, essa ha raggiunto un livello tale per cui i rendimenti tendono a non essere influenzati dagli squilibri tra domanda e offerta.

Liquidità del mercato

I mercati europei degli swap erano già piuttosto liquidi prima dell'unione monetaria, e l'introduzione dell'euro ha fornito un ulteriore contributo in tal senso. Il ricorso da parte di alcuni operatori agli swap di tasso d'interesse come strumenti di copertura e di posizionamento ha accresciuto la propensione di altri operatori a fare altrettanto, innescando una spirale virtuosa per cui mercati già liquidi acquisiscono una maggiore liquidità.

Secondo il Comitato per il sistema finanziario globale (CSFG, 2000), un mercato è liquido quando i partecipanti possono eseguire velocemente transazioni di elevato ammontare con un contenuto impatto sui prezzi. Sono almeno tre le dimensioni della liquidità di un mercato: strettezza dei margini, spessore e resilienza. La strettezza dei margini è espressa dalla differenza tra prezzi in acquisto e in vendita; lo spessore è riferito alla dimensione delle transazioni che possono essere effettuate senza che intervengano movimenti nei prezzi di mercato; la resilienza denota la rapidità con cui i prezzi tornano alla normalità a seguito di un temporaneo squilibrio negli ordini.

Sulla base dei dati disponibili, gli swap figurano tra gli strumenti più liquidi offerti sui mercati finanziari in euro. Invero, gli swap sull'EONIA costituiscono il segmento più liquido del mercato monetario in questa valuta (BCE, 2001a): essi vengono regolarmente negoziati nel comparto "inter-dealer" per scadenze fino a tre mesi e tagli da €2 miliardi, anche se non sono infrequenti contratti di ammontare assai più elevato. Lo spread denaro-lettera è generalmente pari a 1 punto base. L'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati mostra come il turnover medio giornaliero dei contratti OTC su tasso d'interesse denominati in euro sia quasi raddoppiato tra l'aprile 1998 e l'aprile 2001, toccando €231 miliardi (BRI, 2002a). Nel 2001 il volume delle contrattazioni di swap e forward in euro aveva superato quello complessivo dei

Il segmento più
liquido del mercato
a breve in euro è
quello degli swap
sull'EONIA ...

prodotti di tasso, esclusi futures del mercato monetario, titoli governativi statunitensi e (presumibilmente) tedeschi (tabella 1). Buona parte di questa espansione sembra ascrivibile proprio agli swap sull'EONIA.

Oltre le scadenze biennali, tuttavia, il mercato degli swap in euro risulta inferiore al più ampio mercato dei titoli di Stato europei in termini sia di strettezza dei margini sia di spessore. L'evidenza empirica mostra che gli scarti denaro-lettera per gli swap sono maggiori di quelli applicati sui titoli pubblici: 1 punto base per i contratti "inter-dealer", contro meno di mezzo punto per i titoli di Stato tedeschi di più recente emissione. Anche il taglio dei contratti è inferiore: €100 milioni circa per gli swap a 5-10 anni, rispetto ai €150 milioni o più delle ultime tranche emesse di Bobl e Bund. L'attività di negoziazione in swap a più lungo termine rappresenta soltanto una piccola quota di quella dei futures su titoli del governo tedesco.

In aggiunta a ciò, la liquidità del mercato degli swap in euro sembra essere più soggetta al rischio di prosciugamento in periodi di estrema volatilità rispetto a quella del mercato dei titoli governativi. In particolare, la liquidità degli swap di tasso d'interesse potrebbe essere superiore se le contrattazioni avvenissero su un mercato organizzato, con una clearing house a fungere da controparte centrale. Il rischio di controparte assume un'importanza cruciale nei periodi di volatilità, quando spesso si acuisce l'incertezza circa lo stato di salute delle istituzioni finanziarie. I meccanismi per l'attenuazione di tale rischio svolgono pertanto un ruolo fondamentale nel determinare la liquidità di mercato in situazioni di stress (Borio, 2000). Sempreché sia garantita la solidità della stanza di compensazione, in condizioni di tensione la liquidità degli strumenti negoziati in borsa tende a essere più robusta di quella degli strumenti OTC (Borio, 2000; CSFG, 1999).

Varie iniziative sono state intraprese al fine di promuovere un maggiore accentramento sul mercato degli swap. Nella prima parte del 2001 la London Clearing House, con il sostegno di alcuni tra i maggiori intermediari in swap, ha avviato la compensazione e il regolamento degli swap di tasso d'interesse in tutte le principali valute. All'incirca nello stesso periodo il LIFFE ha introdotto contratti futures su swap in euro a due, cinque e dieci anni. Questi ultimi concorrono tuttavia a una quota trascurabile dell'attività globale in swap (tabella 1). Per converso, sul mercato dei titoli pubblici tedeschi le negoziazioni di futures su obbligazioni di Stato rappresentano la maggioranza degli scambi.

Il futuro degli swap

Non è ancora chiaro se gli swap continueranno o meno a erodere il ruolo di benchmark svolto dai titoli pubblici e a consolidare la propria supremazia nella copertura e nell'assunzione di posizioni sui mercati del reddito fisso in euro. Oltre ai timori circa il rischio di controparte cui si è accennato in precedenza, permane la possibilità che la partecipazione di grandi operatori che tendono a porsi unicamente come acquirenti o come venditori del contratto (ad esempio, i governi) possa accrescere il rischio di movimenti idiosincratici dei rendimenti di swap – ossia aumentare il rischio di base – e diminuire così l'efficacia di tali strumenti a fini di copertura.

... ma i mercati dei titoli di Stato sono più liquidi sulle altre scadenze

La liquidità dei mercati OTC è meno robusta in situazioni di stress

Le operazioni pronti contro termine potrebbero in futuro contendere agli swap sull'EONIA lo status di benchmark per il segmento a breve della curva dei rendimenti in euro, come di fatto già avviene sul mercato del dollaro USA. I mercati pct europei mostrano una rapida crescita e un'integrazione costante, grazie soprattutto alle iniziative degli operatori per limitare le esposizioni al rischio di controparte. Particolarmente degno di nota è lo sviluppo di un mercato pct a struttura triangolare ("triparty"), in cui il regolamento e la gestione del collaterale sono delegati a una clearing house centrale; esso consente infatti di stanziare a garanzia delle operazioni un paniere di titoli, anche di minore qualità e liquidità (BCE, 2002). Sul segmento più a lunga della curva dei rendimenti i titoli pubblici continuano a essere valori benchmark appetibili, non da ultimo in virtù dell'enorme liquidità dei contratti futures su titoli di Stato tedeschi.

Riferimenti bibliografici

Artus, P. e J. Teiletche (2003): "Les mécanismes sous-jacents au resserrement des spreads dans la zone euro", CDC IXIS special report, gennaio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "The changing shape of fixed income markets", in *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 1-43.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002a): *Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati per il 2001*, Basilea, marzo.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002b): "Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 1-13.

Borio, C. (2000): "Liquidità di mercato in situazioni di stress; alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 38-48.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999): *A review of financial market events in autumn 1998*, Basilea, marzo.

Comitato sul sistema finanziario globale (2000): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Basilea, marzo.

Banca centrale europea (2001a): *The euro money market*, Francoforte sul Meno, luglio.

Banca centrale europea (2001b): *The euro bond market*, Francoforte sul Meno, luglio.

Banca centrale europea (2002): *Euro money market study 2001 (MOC)*, Francoforte sul Meno, dicembre.

McCauley, R. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39-45.

Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile¹

Si ritiene spesso che un aumento della volatilità di mercato dia origine a più intense contrattazioni in strumenti derivati. Alcuni studi empirici hanno confermato l'esistenza di questa relazione positiva tra volatilità e volume degli scambi. Tuttavia, la maggior parte di quegli studi era fondata principalmente su dati giornalieri o infragiornalieri, mentre in pochissimi casi è stata esplorata la possibilità di un nesso tra volatilità e scambi su base mensile. Inoltre, la natura delle transazioni che potrebbero generare tale rapporto è rimasta per lo più inspiegata.

Il presente studio analizza la relazione che intercorre tra volatilità e attività mensile in contratti derivati di borsa. Anzitutto, consideriamo le varie finalità operative che potrebbero determinare un simile nesso, separando quelle di copertura dalle finalità indotte da informazioni. Oltre a ciò, operiamo una distinzione tra le finalità che tendono a generare una relazione tra volatilità e volumi su base giornaliera e quelle che potrebbero produrre una tale relazione su base mensile.

Procediamo quindi a un'analisi empirica riferita a due diversi mercati, ossia quello dei contratti sull'indice azionario S&P 500 e quello degli strumenti sulla Treasury note decennale USA. Per ciascun mercato consideriamo inoltre due tipi di contratti, i futures e le opzioni, e due misure dell'attività, il turnover e le posizioni aperte ("open interest"). Impieghiamo altresì due misure concettualmente distinte dell'incertezza di mercato: la volatilità effettiva (o storica) e la volatilità implicita.

I risultati della nostra analisi mostrano in genere che per i contratti considerati la relazione tra volatilità e attività mensile è debole. Più in particolare, non è riscontrabile una relazione statisticamente significativa nel caso di futures e opzioni sulla Treasury note decennale, mentre sembra esservi una correlazione negativa per i contratti sull'indice S&P 500. Queste evidenze empiriche contrastano con quanto sostenuto in gran parte della letteratura precedente sul rapporto tra volatilità e attività nei mercati finanziari. Avanziamo un'interpretazione di questi risultati.

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI. Si desidera ringraziare Dimitrios Karampatos e Maurizio Luisi per l'eccellente supporto analitico.

Nessi tra volatilità e scambi sui mercati derivati

La tendenza dei precedenti studi è stata quella di individuare una relazione positiva tra volatilità e volumi di attività sui mercati finanziari, concentrandosi principalmente sulla dinamica degli scambi al variare della volatilità su base giornaliera. In una rassegna dettagliata della letteratura in materia, Karpoff (1987) notava che gli studi basati su serie di dati giornalieri avevano per lo più riscontrato una correlazione positiva tra volatilità dei prezzi e volume degli scambi nei mercati azionari e dei futures. In una delle poche ricerche che considerano la relazione su base mensile, Martell e Wolf (1987) mostrano che la volatilità è la principale variabile esplicativa del turnover mensile nei mercati dei futures, per quanto vi concorrano anche altri fattori macroeconomici, come tassi d'interesse e inflazione.

Altri studi individuano un nesso positivo tra volatilità e scambi ...

L'analisi dei fattori che potrebbero spiegare tale relazione è spesso formulata in termini alquanto generici. Cornell (1981), per esempio, nell'associare la volatilità all'incertezza, sostiene che quest'ultima accrescerebbe le transazioni in derivati a fini sia di copertura sia speculativi. Anzitutto, l'incertezza può indurre gli operatori avversi al rischio a trasferirlo a soggetti maggiormente in grado di sostenerlo, quantomeno nell'ipotesi che essa renda alcuni operatori relativamente più disposti ad assumere tale rischio. In secondo luogo, è presumibile che l'incertezza produca informazioni differenziate o asimmetriche, per cui un suo aumento fornisce una motivazione di ordine speculativo alle operazioni di trading. Sebbene entrambe queste motivazioni siano intuitivamente convincenti, l'esatta interazione tra volatilità e scambi non viene chiarita. Di fatto, si potrebbero immaginare vari nessi possibili tra queste variabili, ciascuno operante in modo diverso. Tali nessi potrebbero inoltre avere differente intensità o addirittura agire in direzione opposta. Di seguito, ne esaminiamo alcuni.

... ma la sua natura resta inspiegata

Transazioni a fini di copertura

L'attività di copertura crea inequivocabilmente un nesso positivo tra volatilità e volume delle transazioni. Gli "hedger" tendono a impiegare strategie meccaniche, quali la copertura dinamica (volta a replicare i flussi di cassa delle opzioni) o l'immunizzazione (tendente a prefissare la durata finanziaria di portafogli a reddito fisso). Automaticamente, una variazione dei prezzi richiede in questi casi una modifica nell'esposizione al rischio connesso con le attività sottostanti. La copertura dinamica, ad esempio, prevede il mantenimento di un'esposizione proporzionale al delta² dell'opzione attraverso l'acquisto o la vendita dello strumento sottostante. Nel caso dell'immunizzazione, le istituzioni finanziarie prestabiliscono la differenza tra la durata finanziaria delle loro poste attive e passive; un rialzo dei tassi d'interesse accorcia la durata finanziaria, costringendole ad assumere una posizione in attività a più lungo termine per ripristinare la durata prescelta. Questi esempi sono sufficienti a dimostrare che

Le operazioni di copertura creano un chiaro nesso positivo

² Il coefficiente delta misura il rapporto fra la variazione di prezzo di un'opzione e la variazione di prezzo dello strumento sottostante.

le variazioni dei prezzi tendono ad accompagnarsi a corrispondenti transazioni negli strumenti sottostanti e/o in contratti derivati.

Transazioni a fini speculativi

La natura delle informazioni influisce sulle transazioni a fini speculativi

Anche le transazioni speculative o “basate su informazioni” creano un legame tra volatilità e negoziazioni nei mercati delle attività e degli strumenti derivati. Tale nesso dipende in parte dalla natura privata ovvero pubblica delle nuove informazioni e dal tipo di strumenti negoziati. In teoria, il sopraggiungere di nuove informazioni private dovrebbe riflettersi in un aumento sia nella volatilità dei rendimenti sia nel volume degli scambi di futures e option su azioni singole o collegati ad azioni. Il prezzo di un titolo azionario tende a essere influenzato da informazioni riguardanti una determinata impresa piuttosto che l'intera economia. Le informazioni di questo tipo sono spesso di natura privata (originando forse da “presentimenti” di analisti finanziari o investitori circa le prospettive dell'azienda) e sono convogliate al mercato attraverso le contrattazioni. Il recepimento di nuove informazioni private tenderà quindi a generare un rapporto tra volatilità di prezzo e volumi scambiati. In effetti, questo è uno dei principali nessi riscontrati negli studi empirici sull'attività nei mercati azionari a livello giornaliero o infragiornaliero.

Transazioni indotte da informazioni pubbliche

Impatto delle informazioni pubbliche sui due contratti analizzati

Nel caso dei contratti qui considerati – quelli sulla note decennale del Tesoro USA e sull'indice azionario S&P 500 – i movimenti dei prezzi delle attività sottostanti tenderebbero a essere indotti da informazioni sull'economia che, in quanto tali, hanno natura eminentemente pubblica. Tali informazioni provengono anzitutto dalla periodica diffusione di dati macroeconomici resi disponibili all'intero mercato a date prestabilite. Importanti annunci statunitensi riguardano l'occupazione non agricola e gli indici dei prezzi alla produzione e al consumo. Ciascuno di questi dati viene diramato una volta al mese e tende ad accompagnarsi, nel giorno stesso dell'annuncio, a livelli inusuali sia di volatilità sia di volumi scambiati nei mercati dei titoli di Stato e dei connessi derivati.

Gli annunci macroeconomici generano livelli eccezionalmente elevati di volatilità e scambi

La diffusione di informazioni pubbliche comporta in genere un certo disaccordo sulla loro esatta interpretazione, provocando un aumento delle transazioni e quindi un'associazione tra volatilità e turnover. Sulla base di dati infragiornalieri, Fleming e Remolona (1999) mostrano che l'arrivo di informazioni pubbliche determina sul mercato dei titoli del Tesoro USA un processo di aggiustamento dei prezzi e dei volumi scambiati in due fasi. In una prima fase di breve durata il rilascio di importanti informazioni macroeconomiche causa una brusca e quasi istantanea variazione dei prezzi, unitamente a un calo dell'attività. In una seconda e più lunga fase la volatilità permane e i volumi trattati registrano un'impennata, a fronte di intensi scambi volti verosimilmente a conciliare le residue differenze di opinione degli investitori. Pertanto, a livello giornaliero le nuove informazioni riguardanti l'intera economia si accompagneranno a una volatilità di prezzo e a una crescita delle transazioni indotte da disaccordi sul significato delle nuove informazioni.

Effetti su base giornaliera ovvero mensile

La precedente disamina dei nessi tra volatilità e trading induce a ritenere che l'evidenza di una correlazione potrebbe dipendere dall'orizzonte temporale adottato per l'analisi. I dati giornalieri tenderanno a segnalare un nesso positivo, poiché in genere il volume degli scambi aumenta sensibilmente nelle giornate di annuncio³. La relazione risulterà probabilmente più debole sulla base dei dati mensili, in quanto i principali annunci macroeconomici hanno di solito questa cadenza e il loro impatto è destinato a dissolversi in un tempo relativamente breve. Tuttavia, se in un determinato mese l'effetto sorpresa degli annunci è maggiore, i prezzi e l'attività di mercato potrebbero subire oscillazioni più intense e prolungate, creando una relazione osservabile su scala mensile. È inoltre probabile che tale relazione sia indotta maggiormente da eventi inattesi che non hanno luogo a scadenze prestabilite, come importanti sviluppi politici o significative perturbazioni di mercato.

Il nesso può dipendere dall'orizzonte temporale dell'analisi

Nei paragrafi che seguono cercheremo di chiarire due importanti aspetti. Anzitutto, verificheremo se la relazione positiva tra volatilità e attività giornaliera, individuata in studi precedenti, trova conferma anche con l'impiego di dati su base mensile. In secondo luogo, accerteremo se vi sono differenze nel comportamento dei due contratti selezionati, per quanto riguarda sia i futures che le opzioni, sia il turnover che le posizioni aperte.

Approccio empirico e principali variabili di mercato

Per quantificare la relazione tra volatilità e scambi di contratti derivati di borsa applichiamo il metodo della regressione (cfr. il riquadro a pag. 64). L'analisi è incentrata sulla volatilità, ma tiene conto al tempo stesso di particolari caratteristiche delle serie di dati prescelti, come le variazioni stagionali. Impieghiamo due concetti di volatilità e due misure standard dell'attività nei mercati organizzati.

Applicato il metodo della regressione ...

Due concetti della volatilità di mercato

Consideriamo due distinti parametri di volatilità comunemente in uso presso gli operatori: la volatilità effettiva e la volatilità implicita. La prima è generalmente misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato delle variazioni dei prezzi delle attività. Poiché essa presenta spesso un profilo variabile nel tempo, sono stati elaborati modelli, come le stime di tipo GARCH (Engel, 1982) che tengono conto di tale profilo. Per contro, la volatilità implicita è basata sui prezzi delle opzioni, in cui è incorporato un premio che rispecchia la variabilità dell'avversione al rischio nel corso del tempo⁴. Come mostra il grafico 1, le due serie possono presentare sensibili scostamenti sul breve periodo.

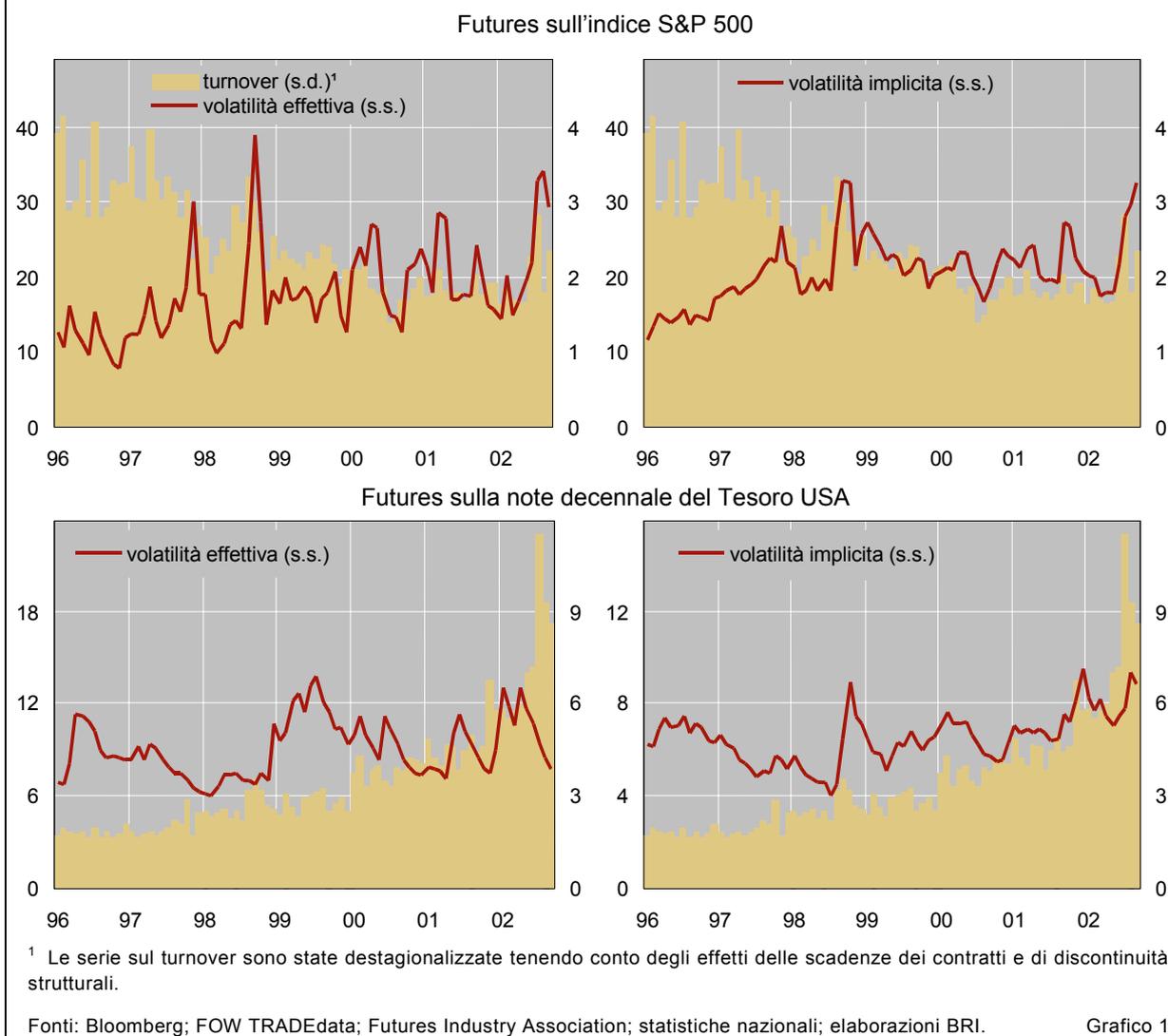
... alla volatilità effettiva e implicita ...

³ Per stabilire se la volatilità origini dalle contrattazioni stesse, sarebbero utili frequenze molto elevate, come le serie infragiornaliere, poiché per tali frequenze le pressioni e le turbative indotte dagli scambi costituiscono probabilmente una importante, se non la principale, fonte di volatilità.

⁴ Gli operatori calcolano in genere la volatilità implicita in modo iterativo, impiegando un modello di pricing delle opzioni congiuntamente ai prezzi delle opzioni attivamente negoziate.

Turnover e volatilità

in milioni di contratti e in percentuale



Due misure dell'attività di mercato

Vi sono due principali misure dell'attività nei mercati derivati. Il *turnover* (o *volume*) si riferisce al numero di compravendite dei vari contratti quotati durante un determinato periodo. Poiché la borsa pareggia automaticamente un acquisto con una corrispondente vendita, il turnover rispecchia il numero complessivo di acquisti o vendite nel periodo specificato. L'unità temporale di base presso le borse è la giornata operativa, e i dati sull'attività sono di norma espressi in numero di contratti negoziati. Il turnover è un dato di flusso generalmente impiegato dagli operatori come indicatore della liquidità di un particolare contratto o come misura del successo di una borsa nel conquistare quote di mercato.

... nonché al turnover e alle posizioni aperte in contratti derivati

Metodologia empirica e risultati delle stime

Per quantificare il rapporto tra volatilità e attività in derivati di borsa effettuiamo una regressione che ci consente di controllare altri fattori, quali il trend temporale e l'effetto di volumi differiti.

Variabili dipendenti

Come variabili dipendenti assumiamo due misure standard dell'attività nei mercati derivati: il turnover e le posizioni aperte ("open interest"). La prima indica il numero totale di contratti negoziati in ciascun mese e la seconda il numero di contratti in essere alla fine di ciascun mese. Gli strumenti considerati sono i futures e le option sull'indice S&P 500 e sui titoli decennali del Tesoro USA. Le serie per i contratti S&P 500 sono state rettifiche in modo da incorporare i contratti S&P 500 E-mini, strumenti destinati a operatori al dettaglio che hanno avuto una rapida diffusione dopo il loro lancio nel settembre 1997. È stato inoltre tenuto conto dell'impatto prodotto sul turnover dalla riduzione del taglio dei contratti nel novembre 1997. Le statistiche su turnover e posizioni aperte sono elaborate dalla BRI a partire da banche dati di settore (Futures Industry Association e FOW TRADEdata) e pubblicate nella *Rassegna trimestrale BRI*. Il periodo campione va dal gennaio 1995 al settembre 2002.

Le serie sono state stagionalizzate per gli effetti prodotti dalla scadenza dei contratti. Anche il turnover e le posizioni aperte seguono profili prevedibili durante tutto il ciclo di vita del contratto. L'attività è minima quando la data di scadenza è distante nel tempo, aumenta progressivamente all'approssimarsi di tale data, si stabilizza a un livello elevato nei due o tre mesi precedenti l'estinzione per poi ridursi drasticamente quando, al fine di evitare la consegna, le posizioni vengono chiuse o rinnovate al contratto successivo. La consegna pone agli operatori una serie di problemi pratici, per cui essi preferiscono evitarla assumendo posizioni a pareggio dei contratti verso i quali sono esposti. Ciò implica che turnover e open interest toccano spesso un picco allorché i contratti giungono alla fine dei rispettivi cicli di scadenza, ossia marzo, giugno, settembre e dicembre.

Variabili esplicative e metodo di stima

Le principali variabili esplicative utilizzate sono la volatilità effettiva e quella implicita. Per la prima impieghiamo una specificazione GARCH elaborata originariamente da Glosten et al. (1993). Tale misura tiene conto dell'impatto asimmetrico sulla volatilità prodotto dagli aumenti e dalle diminuzioni dei prezzi^①. I dati sottostanti per il calcolo della volatilità effettiva sono i rendimenti sui titoli del Tesoro USA a dieci anni e sull'indice S&P 500. Per la volatilità implicita impieghiamo il prezzo delle opzioni "at-the-money" negoziate in borsa.

Dato che la volatilità di prezzo e i volumi trattati in borsa sono determinati congiuntamente, adottiamo un approccio che ci consente di affrontare i problemi posti dalla endogeneità. In particolare, impieghiamo un metodo basato su variabili strumentali e stimiamo una singola equazione, volume contro volatilità implicita, mediante minimi quadrati in due fasi. Nel caso della volatilità effettiva usiamo i valori pronosticati dal modello asimmetrico GARCH e stimiamo l'equazione con il metodo dei minimi quadrati ordinari^②. Per la volatilità implicita, il primo lag di volatilità è utilizzato come variabile strumentale per il suo valore contemporaneo. Dovrebbe trattarsi di una buona approssimazione, essendo riscontrabile una persistenza della volatilità. Eseguiamo il seguente calcolo che rapporta la volatilità di prezzo con i volumi in una specificazione dinamica:

$$Volume_t = \beta_0 + \beta_1 Volume_{t-1} + \beta_2 TREND_t + \beta_3 Volatilità_t + \varepsilon_t$$

dove:

- *Volume* è la misura dell'attività di mercato (turnover e posizioni aperte)
- *TREND* è una tendenza temporale esponenziale che considera fattori di crescita strutturali come l'innovazione finanziaria
- *Volatilità* misura la variabilità dei prezzi (stimata da GARCH per la volatilità effettiva, e differita nel caso di quella implicita)

β_i sono i parametri da stimare ed ε_t il termine di errore stocastico.

^① Borio e McCauley (1996) esaminano le misure della volatilità che considerano questa risposta asimmetrica.

^② Viene impiegata questa specificazione perché la misura GARCH della volatilità dipende dai suoi valori precedenti.

Stime di base

Come mostra la tabella seguente, non è stata riscontrata alcuna relazione statisticamente significativa tra i due parametri della volatilità e le transazioni mensili in futures e opzioni sulla Treasury note decennale USA. Tuttavia, i nostri risultati evidenziano anche una relazione negativa tra volatilità e turnover in futures e opzioni sull'indice S&P 500. Un'interpretazione di tali risultati è fornita nei paragrafi che seguono.

Volatilità e scambi di contratti negoziati in borsa

	Volatilità effettiva ¹	Volatilità implicita ²
Turnover		
<i>Contratti sulla Treasury note decennale</i>		
Futures	-6,45 (43,28)	-103,49 (118,40)
Opzioni	-24,24 (15,34)	-109,73 (52,49)*
<i>Contratti sull'indice S&P 500</i>		
Futures	-53,29 (14,55)**	-41,10 (11,74)**
Opzioni	-10,39 (4,35)**	-14,97 (3,69)**
Posizioni aperte		
<i>Contratti sulla Treasury note decennale</i>		
Futures	1,13 (2,88)	2,05 (6,42)
Opzioni	-5,18 (5,25)	-23,54 (14,98)
<i>Contratti sull'indice S&P 500</i>		
Futures	-0,68 (1,08)	-0,01 (0,54)
Opzioni	-2,00 (1,50)	-5,93 (1,38)**

Nota: errori standard in parentesi; * e ** indicano una significatività rispettivamente ai livelli del 5 e dell'1%.

¹ Basata su una specificazione GARCH elaborata da Glosten et al. (1993). ² Volatilità implicita delle opzioni at-the-money.

Le *posizioni aperte* ("open interest") esprimono il numero totale di contratti che non sono stati ancora compensati da una transazione di segno opposto né estinti con la consegna del sottostante. Sebbene per ogni operazione vi siano un acquirente e un venditore, solo una contropartita viene inclusa nelle statistiche sull'open interest. Quest'ultimo è un dato di stock che rappresenta il risultato netto delle transazioni a una certa data ed è spesso interpretato come un indicatore dell'attività di copertura o dell'assunzione di un impegno "a lungo termine" verso un determinato contratto. Le posizioni aperte sono in genere inferiori al turnover perché numerosi contratti acquistati o venduti nel corso della giornata vengono compensati prima della fine della sessione di borsa.

Risultati dell'analisi: impatto della volatilità

I risultati della nostra analisi non concordano in genere con le conclusioni cui sono pervenuti precedenti studi empirici basati su dati giornalieri⁵. Essi

⁵ Tali studi hanno riscontrato una significativa autocorrelazione del turnover in futures per frequenze giornaliere e infragiornaliere. La nostra analisi empirica conferma questa persistenza per le frequenze mensili, con una significativa autocorrelazione di ordine 1 per le nostre misure dell'attività. Si tratta di un risultato abbastanza frequente nei mercati finanziari, dato che volatilità e attività tendono a raggrupparsi (disporsi in "cluster").

evidenziano una relazione nel complesso debole tra volatilità e attività mensile nei contratti selezionati. In particolare, non vi è alcun rapporto statisticamente significativo tra entrambi i parametri della volatilità e gli scambi mensili di futures e opzioni sulla Treasury note. Tuttavia, i nostri risultati mostrano anche una relazione negativa per gli analoghi contratti sull'indice S&P 500.

Dall'analisi emerge una relazione labile

L'assenza di una relazione per i contratti sulla Treasury note decennale fa ritenere che una maggiore volatilità nei mercati finanziari produca effetti di compensazione fra le transazioni speculative e quelle a fini di copertura. In effetti, elevati livelli di volatilità mensile potrebbero provocare un ridimensionamento delle operazioni speculative sufficientemente ampio da controbilanciare l'aumento meccanico delle transazioni a fini di copertura. Questa flessione dell'attività potrebbe derivare dal desiderio degli speculatori di ridurre le proprie esposizioni nei momenti in cui gli sviluppi di mercato sono difficili da stimare o la liquidità si sta prosciugando.

Assenza di una relazione per i contratti sulla Treasury note

Nel caso dei contratti sull'indice S&P 500, la relazione costantemente negativa tra volatilità e turnover potrebbe indicare che il calo delle transazioni speculative è maggiore di qualsiasi eventuale incremento derivante da transazioni determinate meccanicamente. Essa potrebbe anche rispecchiare il fatto che le variazioni di volatilità tendono a essere maggiori per i contratti S&P 500 che non per quelli sulla Treasury note. Data questa maggiore rischiosità dei contratti sull'indice azionario, è possibile che la reazione degli operatori a importanti sviluppi di mercato sia più pronunciata. Tali sviluppi paiono essere all'origine di gran parte della relazione significativa e negativa tra volatilità e scambi di contratti sull'indice S&P 500.

Relazione negativa per i contratti S&P 500

Invero, un'analisi delle più forti contrazioni nel turnover dei futures sull'indice azionario mostra che esse sono associate a episodi recenti di tensione sui mercati, come la crisi asiatica del 1997, la moratoria sul debito russo del 1998, gli attacchi terroristici del 2001 negli Stati Uniti e la rettifica contabile di WorldCom nel 2002. Nella maggior parte dei casi, la maggiore volatilità si accompagna in un primo momento a una crescita del turnover mensile dei contratti futures, cui fa peraltro seguito una contrazione di intensità ancor maggiore.

Tensioni di mercato associate a un calo dell'attività

Relativamente alla crisi asiatica del giugno-dicembre 1997, la volatilità implicita dell'indice S&P 500 è aumentata costantemente, dal 19,7% di luglio al 26,9% di novembre, mentre il turnover destagionalizzato dei futures è sceso da un massimo di 3,3 milioni di contratti in luglio a 2,2 milioni in novembre. Nel caso della crisi russa, la volatilità implicita è balzata dal 18,2% nel luglio 1998 al 26,8% in agosto, mantenendosi a livelli elevati fino all'ottobre di quell'anno, quando ha toccato la punta del 32,5%; dopo un'impennata iniziale a 3,3 milioni di contratti nell'agosto 1998, il turnover è tuttavia sceso a 2,6 milioni in ottobre. Gli attacchi terroristici del settembre 2001 hanno a loro volta provocato un aumento della volatilità a circa il 27% in settembre e ottobre, ma il turnover ha registrato una crescita significativa solo in settembre, a 2,1 milioni di contratti. Infine, la rettifica contabile di WorldCom verso la fine del 2002 si è tradotta in un prolungato periodo di alta volatilità nei mercati azionari. Peraltro, il turnover è aumentato solo durante due mesi, giugno e luglio 2002, per poi calare in seguito.

Relazione costante-
mente negativa per
le opzioni

Degna di nota è inoltre l'evidenza che la relazione negativa tra volatilità e scambi è più persistente nel caso delle opzioni. Dato che le negoziazioni di borsa in questo tipo di strumenti sono tendenzialmente meno intense rispetto a quelle in contratti futures, una maggiore volatilità potrebbe influire sulla liquidità delle opzioni più che su quella dei futures, e quindi accentuare ogni eventuale disimpegno di operatori reattivi alle informazioni.

Differenza minima
tra volatilità
effettiva e implicita

Infine, non risulta esservi molta differenza tra l'impatto della volatilità effettiva e quello della volatilità implicita. Questo risultato desta una certa sorpresa, trattandosi di due parametri di natura diversa. Il primo esprime una misura della passata dispersione dei rendimenti, mentre la volatilità implicita incorpora il prezzo di mercato del rischio. Ciò significa che il premio al rischio non costituisce un fattore importante nella relazione volatilità-turnover, quantomeno a livello mensile.

Conclusioni

La letteratura precedente tendeva a individuare una relazione positiva tra volatilità dei rendimenti finanziari e volume delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati. Tuttavia, quegli studi empirici attingevano di norma a dati giornalieri o infragiornalieri, mentre solo in pochissimi casi è stata considerata l'eventuale esistenza di una simile relazione su base mensile. In questo saggio abbiamo analizzato la relazione che intercorre tra volatilità e attività mensile in contratti futures e opzioni sulla US Treasury note decennale e sull'indice S&P 500.

I risultati della nostra analisi mostrano che tra volatilità e attività mensile nei contratti considerati esiste una relazione labile. Più in dettaglio, non vi è alcun nesso statisticamente significativo tra entrambi i parametri della volatilità (effettiva e implicita) e il volume mensile di futures e opzioni sul titolo del Tesoro USA a dieci anni. Tuttavia, è stata altresì individuata una relazione negativa tra volatilità e turnover per i contratti analoghi sull'indice S&P 500. Una possibile interpretazione di questi risultati è che, in periodi di turbolenze di mercato e di ridotta liquidità, le transazioni di copertura determinate meccanicamente sono controbilanciate da un calo delle negoziazioni a fini speculativi. Inoltre, nel caso dei contratti sull'indice S&P 500, eventi di mercato significativi paiono accompagnarsi a una consistente flessione dell'attività, e ciò è probabilmente all'origine della relazione negativa tra volatilità e volumi mensili. Infine, non sembrano esservi sostanziali differenze tra l'impatto prodotto dalla volatilità effettiva e da quella implicita sull'attività di mercato, un risultato piuttosto sorprendente data la diversa natura di questi due parametri.

Riferimenti bibliografici

Borio, C.E.V. e R.N. McCauley (1996): "The economics of recent bond yield volatility", *BIS Economic Papers*, n. 45.

Cornell, B. (1981): "The relationship between volume and price variability in futures markets", *Journal of Futures Markets*, vol. 1, n. 3, pagg. 303–316.

Engle, R. (1982): "Autoregressive conditional heteroskedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation", *Econometrica*, vol. 50, pagg. 987–1007.

Fleming, M.J. ed E.M. Remolona (1999): "Price formation and liquidity in the US Treasury market: the response to public information", *Journal of Finance*, vol. LIV, n. 5, pagg. 1901–1903.

Glosten, L.R., R. Jagannathan e D.E. Runkle (1993): "On the relation between the expected value of the volatility and of the nominal excess return on stocks", *Journal of Finance*, vol. 48, pagg. 1779–1801.

Karpoff, J.M. (1987): "The relationship between price changes and trading volume: a survey", *Journal of Financial and Quantitative Economics*, vol. 22, n. 1, pagg. 109–126.

Martell, T.F. e A.S. Wolf (1987): "Determinants of trading volume in futures markets", *Journal of Futures Markets*, vol. 7, n. 3, pagg. 233–244.

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

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB avvia un terzo studio sull'impatto quantitativo ...

In ottobre il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha avviato il terzo studio sull'impatto quantitativo, il cosiddetto QIS 3 (Quantitative Impact Study), un'indagine a tutto campo mirante a valutare gli effetti dei requisiti patrimoniali minimi proposti per il primo pilastro del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Scopo dello studio è quello di raccogliere informazioni per stabilire se si rendano necessarie ulteriori modifiche prima della distribuzione di un nuovo pacchetto di documenti a fini di consultazione nella primavera del 2003. Il QIS 3 è suddiviso in tre parti: un questionario, le istruzioni per la sua compilazione e un documento tecnico che illustra in dettaglio i requisiti patrimoniali comuni¹.

... esamina vari aspetti dell'e-banking internazionale ...

Nello stesso mese il CBVB ha inoltre pubblicato un rapporto sulla gestione e la sorveglianza delle operazioni bancarie elettroniche con l'estero². Il documento sviluppa i temi trattati in un precedente rapporto, sottolineando l'esigenza che le banche incorporino i rischi dell'e-banking internazionale nel loro sistema globale di gestione del rischio³. Il nuovo documento si concentra su due principali ambiti di indagine. Il primo mira a individuare le responsabilità delle banche per la gestione del rischio nelle operazioni di e-banking internazionale. Il secondo considera la necessità di un'efficace vigilanza del paese di origine su tale tipo di attività, unitamente a una costante cooperazione internazionale in questo ambito tra le autorità di vigilanza bancaria.

... e analizza nuovi elementi dello schema sulla cartolarizzazione

Sempre in ottobre il CBVB ha pubblicato un secondo documento di lavoro sul trattamento della cartolarizzazione di attività⁴. La rapida crescita di siffatte operazioni rende indispensabile una loro solida disciplina nel quadro del Nuovo Accordo di Basilea. Il documento analizza alcuni dei nuovi elementi dello

¹ Cfr. *Overview paper for the impact study*, CBVB, ottobre 2002. Disponibile su www.bis.org.

² Cfr. *Management and supervision of cross-border electronic banking activities*, CBVB, ottobre 2002. Disponibile su www.bis.org.

³ Cfr. *Risk management principles for electronic banking*, CBVB, maggio 2001. Disponibile su www.bis.org.

⁴ Cfr. *Second working paper on securitisation*, CBVB, ottobre 2002. Disponibile su www.bis.org.

schema proposto, come gli affinamenti riguardanti il sistema basato sui rating interni (IRB), nonché i meccanismi e le strutture di gestione della liquidità che incorporano modalità di ammortamento anticipato. Tutto ciò mira ad accrescere la sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali minimi. Il CBVB sollecita inoltre un contributo analitico sulla componente rappresentata dal controllo prudenziale (secondo pilastro) nello schema per il trattamento della cartolarizzazione.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

In novembre il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato un rapporto, *Assessment Methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*⁵, che presenta una metodologia chiara ed esaustiva da applicare nella valutazione dei sistemi di regolamento in titoli. La metodologia è destinata primariamente alle autovalutazioni da parte delle autorità nazionali e alle successive verifiche incrociate. Essa dovrebbe altresì servire da guida ad altre istituzioni finanziarie internazionali (ad esempio, FMI e Banca mondiale) nell'esecuzione del Programma di valutazione del settore finanziario e per ulteriori forme di assistenza tecnica.

Il CSPR precisa le modalità di valutazione dei sistemi di regolamento in titoli

Forum per la stabilità finanziaria

In ottobre il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) ha organizzato un convegno regionale, nel corso del quale i partecipanti della regione Asia-Pacifico hanno affrontato il tema delle vulnerabilità presenti nei sistemi finanziari interni e internazionali. La riunione, svoltasi a Pechino, Cina, è la seconda del genere in quest'area. Vi hanno partecipato alti funzionari di dicasteri finanziari, banche centrali, organi di vigilanza e regolamentazione di sei paesi membri dell'FSF e di nove economie regionali non membri, nonché esponenti di istituzioni internazionali rappresentate nell'FSF e della Banca asiatica di sviluppo.

I partecipanti hanno esaminato le vulnerabilità alla luce di uno scenario di crescita mondiale moderata, ma non disgiunta da rilevanti rischi e incertezze. Essi hanno inoltre osservato che la ripresa in atto in molte economie della regione, per quanto ben consolidata, potrebbe pur sempre indebolirsi qualora si concretizzassero i rischi di sviluppi avversi. Gli intervenuti hanno riconosciuto che gli aggiustamenti attuati nei settori finanziari regionali dopo la crisi asiatica si stanno rivelando fruttuosi. Nondimeno, in alcune economie il problema dei crediti in sofferenza è tuttora ritenuto incumbente, specie in un contesto di pressioni deflazionistiche. Saranno necessari ulteriori significativi

L'FSF prende in esame le vulnerabilità nei sistemi finanziari ...

⁵ Nel novembre 2001 il CSPR e il Comitato tecnico dello IOSCO avevano pubblicato un rapporto, *Recommendations for Securities Settlement Systems*, contenente 19 raccomandazioni sui requisiti minimi che dovrebbero essere soddisfatti per potenziare la sicurezza e l'efficienza dei sistemi di regolamento in titoli. Le raccomandazioni sono destinate a sistemi che trattano titoli di qualsiasi specie, emessi in paesi sia industrializzati che in via di sviluppo per la negoziazione interna e internazionale.

sforzi per ristrutturare e stralciare dal bilancio lo stock di crediti improduttivi, nonché per rafforzare una cultura creditizia che consenta di limitare la creazione di nuove sofferenze bancarie. I partecipanti hanno anche concordato sulla necessità di proseguire con determinazione nella riforma del settore finanziario.

... e nelle
fondamenta del
mercato

Le risposte necessarie sul piano ufficiale per affrontare i punti di debolezza nelle fondamenta del mercato sono state un ulteriore argomento di discussione nel corso del convegno. I partecipanti hanno annoverato la scarsa trasparenza delle prassi di governo societario nella regione tra i fattori all'origine della crisi asiatica. Nonostante i progressi compiuti da allora, si ritengono indispensabili ulteriori riforme, rese più pressanti dopo i fallimenti societari intervenuti di recente nei principali mercati. Consenso unanime è stato espresso sull'importanza cruciale che riveste il rafforzamento delle prassi di governo aziendale, contabilità e audit. A tale riguardo, i partecipanti hanno auspicato il tempestivo raggiungimento di un accordo su un insieme di principi e standard internazionali coerenti e perfezionati, affinché tutti i paesi possano avviare l'applicazione.

Ribadito l'interesse
per il Nuovo Accor-
do di Basilea sul
Capitale

I presenti al convegno hanno ribadito il loro interesse per la messa a punto del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale, attualmente in corso. È stata espressa una certa preoccupazione circa la capacità di adottare il modello IRB del Nuovo Accordo da parte di alcune banche regionali, in considerazione del loro grado di sofisticatezza relativamente basso. Le banche dei paesi non membri del G10 – è stato spiegato – avranno molto tempo a disposizione per effettuare la transizione al nuovo regime. I partecipanti hanno infine passato in rassegna gli sviluppi nel dibattito in seno all'FSF su altre tematiche di loro interesse, tra cui le istituzioni ad alto grado di leva.