

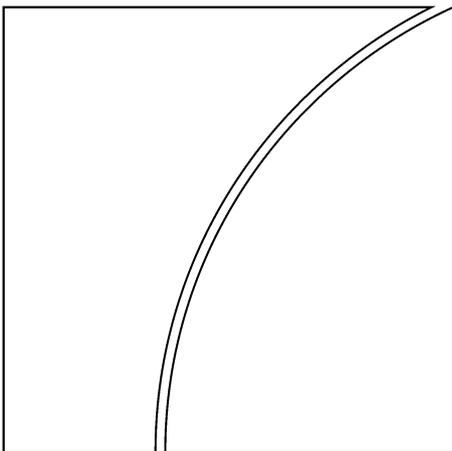


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 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.

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2003

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati dinamici, economie deboli	1
<i>I tassi d'interesse calano ai minimi storici</i>	1
<i>Investitori alla ricerca di rendimenti</i>	3
<i>Forse troppo ambiziose le aspettative degli investitori azionari</i>	7
Riquadro: "Corsa ai ripari" sui mercati mobiliari: l'esperienza coreana ...	11
2. Il mercato bancario internazionale	13
<i>Ruolo preminente del credito interbancario nei flussi di fondi del quarto trimestre</i>	13
<i>Le banche continuano a privilegiare i titoli di Stato rispetto ai prestiti</i>	16
<i>L'euro continua a essere la principale moneta di denominazione</i>	17
<i>Rimborsi da parte dei mercati emergenti</i>	18
Riquadro: <i>I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2003 ...</i>	24
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	25
<i>Forte aumento delle emissioni ordinarie a tasso fisso, alimentato dalla raccolta delle istituzioni finanziarie</i>	27
<i>Si intensifica la raccolta delle imprese con l'aumento delle emissioni collegate ad azioni</i>	29
<i>Ulteriore recupero dell'attività di raccolta dei paesi in via di sviluppo</i>	31
4. I mercati degli strumenti derivati	33
<i>Forte aumento dei contratti di borsa su tassi d'interesse</i>	34
Riquadro: <i>Le borse introducono nuovi contratti sui tassi EONIA</i>	36
<i>Le incertezze connesse con la guerra frenano le operazioni su indici azionari</i>	37
<i>La crescita dei valori lordi alimenta l'attività sui mercati OTC</i>	38
<i>I contratti su tassi d'interesse trainano i mercati derivati OTC</i>	40
<i>L'attività OTC accelera rispetto a quella di borsa</i>	41

Sezioni monografiche

Flussi di capitali nell'Est asiatico dalla crisi del 1997	43
Robert N. McCauley	
<i>Tendenze dei flussi netti di capitali</i>	44
<i>Tendenze dei flussi lordi di capitali</i>	46
<i>Critiche al profilo dei flussi di capitali</i>	51
<i>Sfide di politica economica</i>	57
Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni	59
Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis e Dimitrios Karampatos	
<i>Un indicatore dell'avversione al rischio degli investitori</i>	60
Riquadro: <i>Dettaglio dei calcoli</i>	62
<i>Analisi degli indicatori di avversione al rischio</i>	63
<i>Avversione al rischio e dinamiche dei mercati finanziari</i>	64
<i>Conclusioni</i>	67

Determinanti dell'avversione al rischio degli investitori: riscontri giornalieri dal mercato azionario tedesco	69
<i>Martin Scheicher</i>	
<i>Stime di due distribuzioni</i>	70
Riquadro: <i>Metodologia utilizzata per le stime</i>	72
<i>Determinanti dei mutamenti nell'avversione al rischio</i>	74
<i>Conclusioni</i>	76
 Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	79
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	79
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	80
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	81
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	81
<i>Altre iniziative</i>	82
 Allegato statistico	A1
 Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI	B1
 Lista delle pubblicazioni recenti della BRI	B2

Convenzioni adottate nella Rassegna

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

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati dinamici, economie deboli

Nei mesi di aprile e maggio 2003 si è osservata un'insolita divergenza nelle opinioni degli operatori circa le prospettive della crescita globale. I mercati azionari e creditizi hanno segnato forti rialzi in questo periodo, anche quando le curve dei rendimenti si sono appiattite. Una serie di deludenti annunci macroeconomici ha portato gli investitori in swap e titoli di Stato a rivedere al ribasso le aspettative sull'espansione dell'economia. Per contro, gli operatori nei mercati azionario e creditizio hanno trascurato la debolezza dei dati macroeconomici, focalizzando invece l'attenzione su segnalazioni di utili societari migliori del previsto.

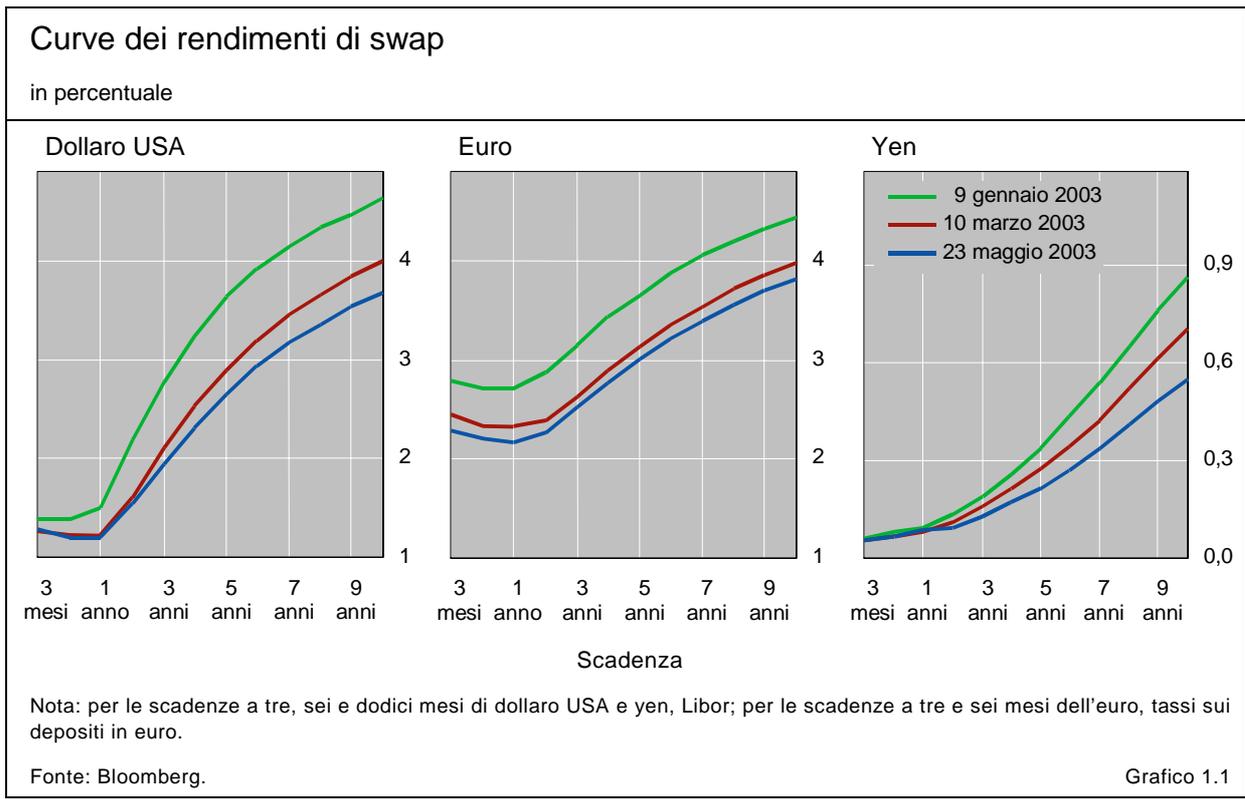
I differenziali sui titoli a più alto rendimento, sia societari che sovrani, sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta, allorché la crescita mondiale era nettamente più forte di quella attuale. Di fronte a rendimenti nominali eccezionalmente bassi, gli investitori – alla ricerca di guadagni più elevati – sono sembrati disposti ad accrescere la loro esposizione al rischio di credito. Malgrado l'impennata dei collocamenti di obbligazioni nel primo trimestre e le scarsissime emissioni azionarie, le aspettative di un ulteriore rafforzamento dei bilanci paiono essere rimaste invariate. Le economie emergenti pesantemente indebitate come Brasile e Turchia, che non più tardi del luglio 2002 si erano viste estromettere dai mercati internazionali dei capitali, hanno potuto farvi ritorno a condizioni relativamente favorevoli.

I tassi d'interesse calano ai minimi storici

Rendimenti a lungo termine al livello più basso da 45 anni

In maggio i tassi d'interesse a lungo termine sui principali mercati hanno toccato minimi storici. Il calo dei rendimenti ha avuto inizio a metà aprile, dopo la conclusione della maggiore offensiva in Iraq, e il 22 maggio il rendimento nominale della Treasury note a dieci anni è sceso al 3,31%, il livello più basso dal 1958 e inferiore di circa 50 punti base a quello di fine 2002. I rendimenti dei titoli di Stato tedeschi di pari scadenza hanno registrato una flessione analoga, al 3,54%, il minimo da decenni, mentre quelli delle corrispondenti obbligazioni giapponesi e svizzere sono risultati persino inferiori.

La diminuzione dei rendimenti in aprile e maggio ha segnalato un ritorno al pessimismo sulle prospettive di crescita, già manifestatosi nella prima



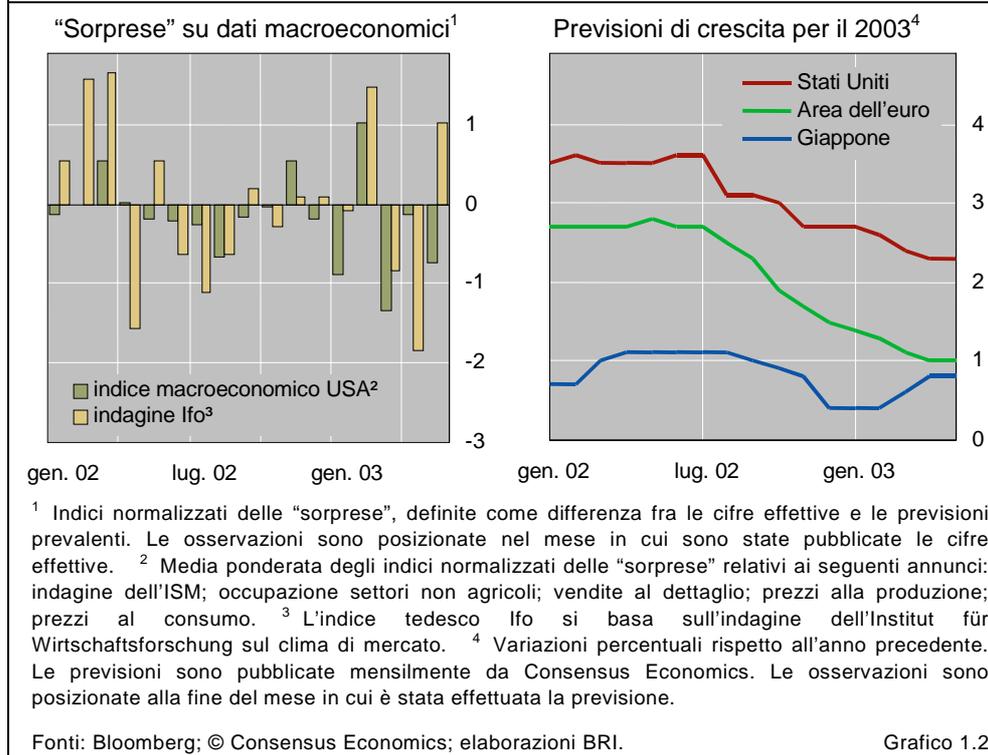
parte dell'anno sui mercati dei titoli di Stato e degli swap. Dagli inizi di gennaio a metà marzo i rendimenti a lungo termine si erano costantemente ridotti e le curve sensibilmente appiattite, sulla scia di segnali di prolungata debolezza dell'economia (grafico 1.1). Tale tendenza si è interrotta nei giorni immediatamente prima e dopo l'inizio della guerra in Iraq, allorquando si è accentuata l'inclinazione delle curve dei rendimenti, malgrado l'assenza di dati macroeconomici positivi. Di fatto, sui mercati obbligazionari e degli swap la sorprendente fragilità dei dati sull'occupazione USA nell'industria e nei servizi, considerati in genere un indicatore guida, è passata inosservata.

La caduta dei prezzi del petrolio a metà marzo può aver alimentato il rinnovato ottimismo sulle prospettive di crescita evidenziato dalla forte inclinazione delle curve dei rendimenti in tale periodo. Tuttavia, la maggior parte degli economisti non ha condiviso tale sentimento, continuando a rivedere al ribasso le proprie previsioni di crescita per gli Stati Uniti e l'area dell'euro (grafico 1.2). La quantità di notizie macroeconomiche negative ha infine raggiunto proporzioni tali da non poter essere più ignorata dagli investitori nei mercati dei titoli di Stato e degli swap, e a metà aprile le curve hanno ricominciato ad appiattirsi.

Anche i timori di deflazione manifestati dalle principali autorità monetarie hanno concorso al livellamento delle curve dei rendimenti. Il 6 maggio, pur mantenendo invariato il tasso ufficiale, il Federal Open Market Committee degli Stati Uniti ha rilevato come un clima economico in cui i rischi parevano bilanciati coesistesse con una tendenza dei prezzi per cui il rischio di deflazione prevaleva ormai su quello inflazionistico. In tale data il rendimento della Treasury note decennale è calato di 3 punti base. Due giorni dopo la BCE

Dati deboli appiattiscono le curve dei rendimenti

Dati macroeconomici e previsioni di crescita



ha specificato che, nell'ambito della sua strategia, avrebbe mirato a mantenere nel medio periodo un tasso d'inflazione "su livelli prossimi al 2 per cento" al fine di premunirsi contro i rischi deflazionistici, assicurando nondimeno gli investitori che questi ultimi non rappresentavano un problema per l'insieme dell'area dell'euro. Un mese prima la Banca del Giappone, in presenza di un'economia già alle prese con la deflazione, aveva annunciato la revisione del suo programma d'acquisto di titoli garantiti da attività. Mediante la negoziazione di tali strumenti essa potrebbe accrescere l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, bypassando le grandi ma deboli banche commerciali.

Investitori alla ricerca di rendimenti

Protratti rialzi delle obbligazioni societarie ...

Nonostante il calo dei rendimenti e l'appiattimento delle curve in aprile e maggio, gli spread creditizi hanno continuato a restringersi. Il recupero iniziato nei mercati del credito a metà ottobre 2002 è continuato pressoché ininterrotto nei primi cinque mesi del 2003. I rendimenti delle obbligazioni di imprese USA con rating BBB si sono ristretti rispetto a quelli dei Treasuries statunitensi di 30 punti base nel primo trimestre, e di ulteriori 40 punti nelle otto settimane fino al 23 maggio. I mercati creditizi non avevano registrato una ripresa così sostenuta dal 1993-94, quando l'economia era uscita dalla recessione dei primi anni novanta.

Il restringimento degli spread creditizi è stato in parte una conseguenza imprevista della diminuzione dei tassi d'interesse. Durante il lungo calo dei tassi le posizioni in titoli di Stato e altri titoli con elevato merito di credito

avevano fruttato agli investitori rendimenti eccezionalmente alti sotto forma di plusvalenze di capitale. Nel periodo 2000–02 i rendimenti annui medi dell'indice Merrill Lynch per i titoli di Stato USA e dell'indice per i titoli di Stato dell'area dell'euro erano pari rispettivamente all'11 e all'8%. Nel 2003, tuttavia, il livello dei tassi era già talmente contenuto che molti operatori ritenevano improbabile un suo ulteriore calo. Pertanto, investitori di norma prudenti si sono rivolti alle emissioni societarie a più elevato rendimento e a quelle di prenditori emergenti per ottenere maggiori guadagni. Di fatto, i fondi comuni che investono in tali valori hanno registrato afflussi record nella prima parte di quest'anno (grafico 1.3).

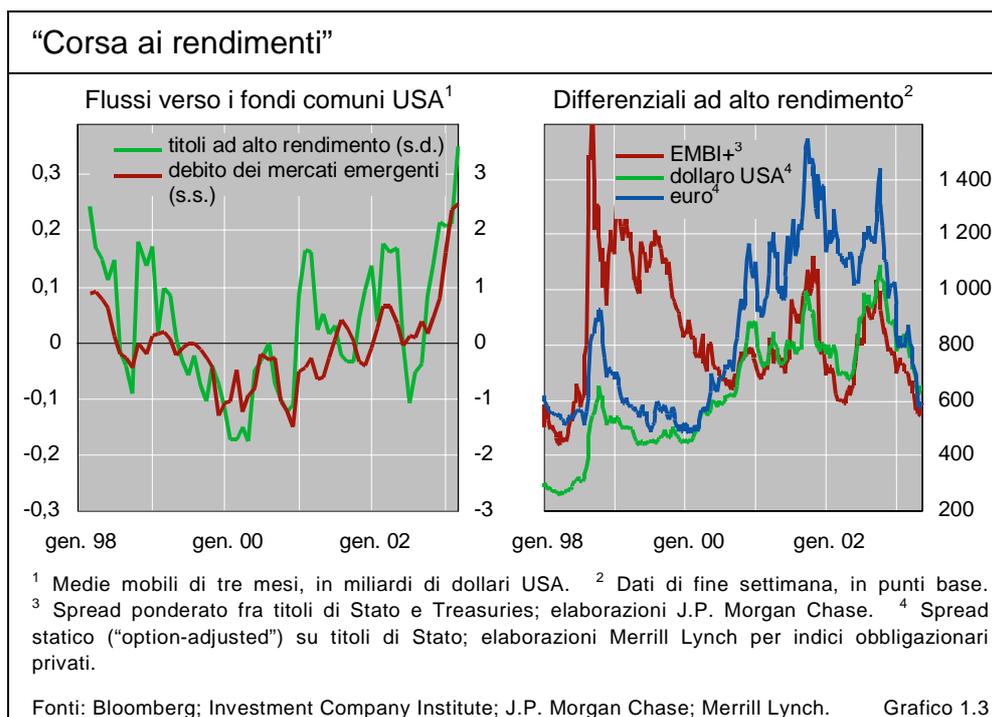
... sostenuti da una caccia ai rendimenti

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari di questa strategia. Real brasiliano, peso argentino, rand sudafricano e altre valute a più alto rendimento si sono apprezzati man mano che gli investitori si rivolgevano ai mercati locali del reddito fisso. Inoltre, gli spread sulle obbligazioni emergenti denominate in dollari si sono ristretti di 200 punti base in media tra la fine del 2002 e gli ultimi di maggio, scendendo al livello più basso dagli inizi del 1998 (grafico 1.3). Anche paesi pesantemente indebitati come Brasile e Turchia, che non più tardi del luglio dello scorso anno si erano visti estromettere dai mercati internazionali dei capitali, hanno potuto farvi ritorno a condizioni relativamente favorevoli.

Il Brasile e la Turchia fanno ritorno al mercato

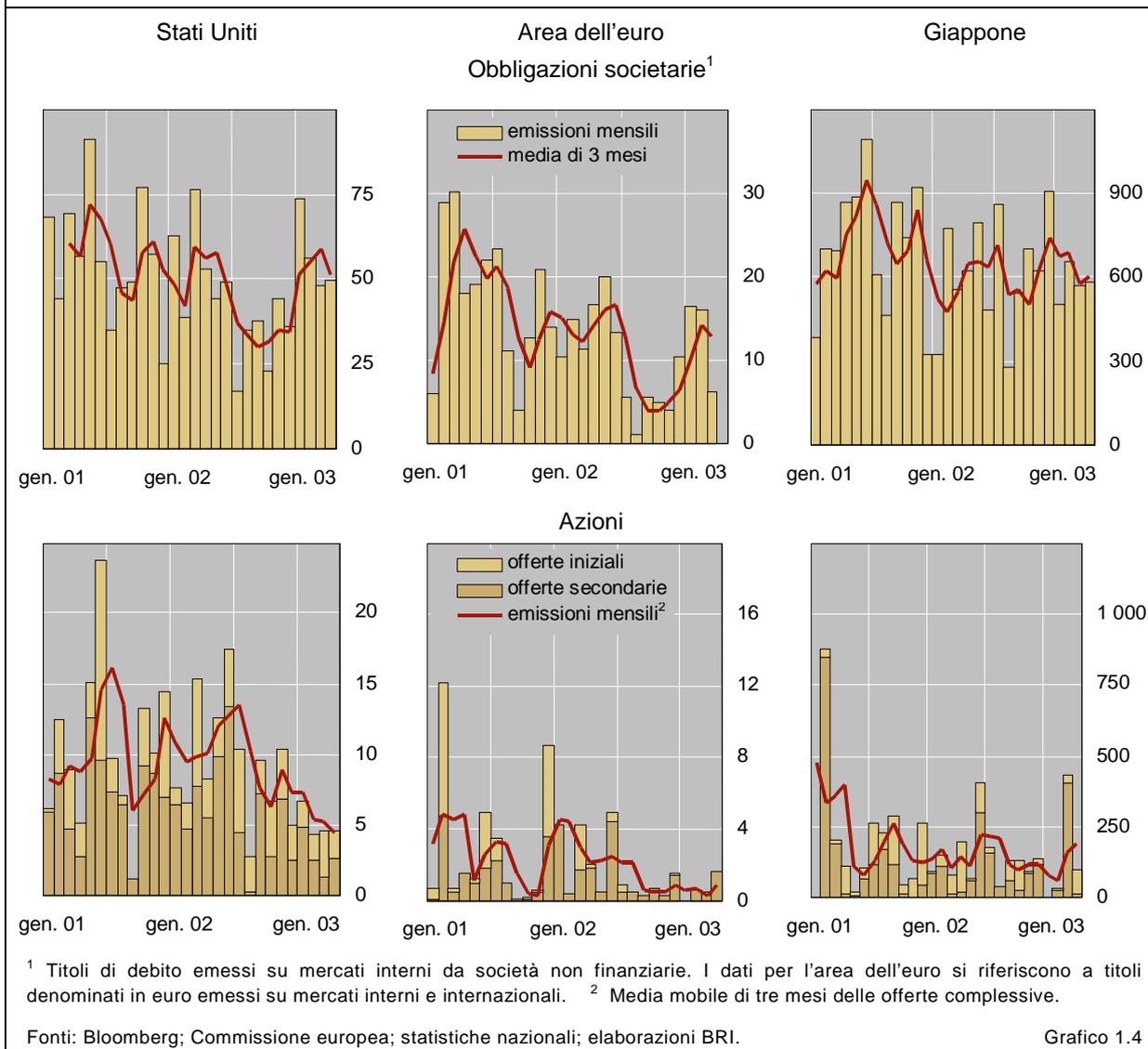
Le preoccupazioni circa le grandezze fondamentali dell'economia hanno talvolta inciso sugli spread, ma il loro impatto è stato in genere circoscritto e annullato rapidamente. Agli inizi di marzo l'annuncio di vendite automobilistiche inferiori al previsto negli Stati Uniti ha fatto calare il prezzo delle emissioni di Ford e General Motors. Sebbene in altri comparti sia continuata la ripresa, in tale periodo gli indici delle obbligazioni societarie sono tendenzialmente calati, a causa del forte peso che il settore automobilistico ha nella loro composizione.

Incidenza relativa dei "fondamentali"



Raccolta sui mercati dei capitali

emissioni lorde; in miliardi di unità di moneta locale



Nei mercati emergenti gli investitori sono rimasti sensibili ai continui miglioramenti delle politiche, al mantenimento della stabilità macroeconomica, nonché all'esito dei programmi concordati di assistenza finanziaria estera. Ad esempio, in Turchia lo spread sulle emissioni sovrane ha temporaneamente segnato un forte aumento a metà marzo, da 750 punti base a quasi 1 000, in seguito alla notizia che un pacchetto finanziario per svariati miliardi di dollari allestito dagli Stati Uniti sarebbe stato ridotto drasticamente. Nel contempo, in Corea la rivelazione di irregolarità contabili presso uno dei maggiori conglomerati del paese ha scosso i mercati finanziari locali (cfr. il riquadro a pagina 11).

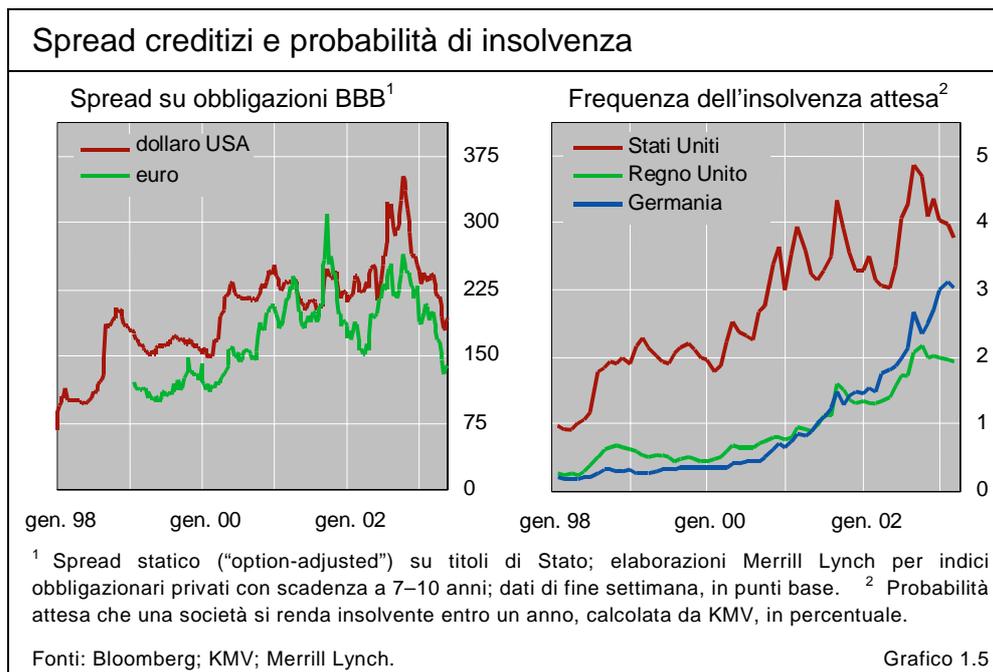
L'impennata dei prestiti obbligazionari nel primo trimestre 2003 è stata facilmente assorbita dai mercati. Le emissioni lorde dei prenditori societari hanno registrato una forte ripresa sui mercati nazionali e internazionali (grafico 1.4). Tale attività è stata in gran parte sospinta da rifinanziamenti di debiti in scadenza. Ciò nonostante, nel primo trimestre le nuove emissioni

nette sono state superiori rispetto agli ultimi periodi. Nel mercato internazionale dei titoli di debito i nuovi collocamenti hanno sopravanzato i rimborsi per \$341 miliardi, quasi il doppio degli importi raccolti su base netta in ciascuno dei due trimestri precedenti (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito” nella presente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). La raccolta di istituzioni finanziarie europee ha contribuito a buona parte dell’aumento, ma anche le emissioni nette delle imprese sono state in rialzo.

L’accelerazione dell’attività netta di emissione è in parte imputabile ai finanziamenti anticipati in previsione della guerra in Iraq. Le società, preoccupate per un possibile aumento dei tassi d’interesse allo scoppio del conflitto, si sono affrettate ad assicurarsi bassi costi di raccolta. Alla fine del primo trimestre 2003 molte imprese avrebbero completato finanche la metà dei loro piani di finanziamento per l’anno. I dati preliminari indicano un rallentamento delle emissioni private lorde a cavallo fra il primo e il secondo trimestre, e ciò fa ritenere che l’indebitamento societario sia tornato ai livelli più modesti dell’ultima parte del 2002. Inoltre, il credito bancario si è nuovamente contratto. Nel primo trimestre le sottoscrizioni di prestiti consorziali da parte di società non finanziarie sono scese del 12% rispetto a un anno prima (cfr. “I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2003” nella presente edizione della *Rassegna*). Il credito alle società statunitensi è stato particolarmente fiacco.

Le imprese hanno continuato a fare affidamento sulla vendita di attività e, in particolare, sul cash flow per ridurre i propri fabbisogni di finanziamento. Molte hanno segnalato migliori margini di profitto, conseguiti riducendo la spesa in conto capitale e tagliando ancor più i costi operativi. Negli ultimi mesi alcune società hanno altresì rafforzato le proprie posizioni patrimoniali emettendo titoli “mandatory convertible”, rimborsabili unicamente in azioni. Tuttavia, le offerte iniziali e secondarie di capitale sono rimaste a livelli molto bassi.

Finanziamenti anticipati in previsione della guerra



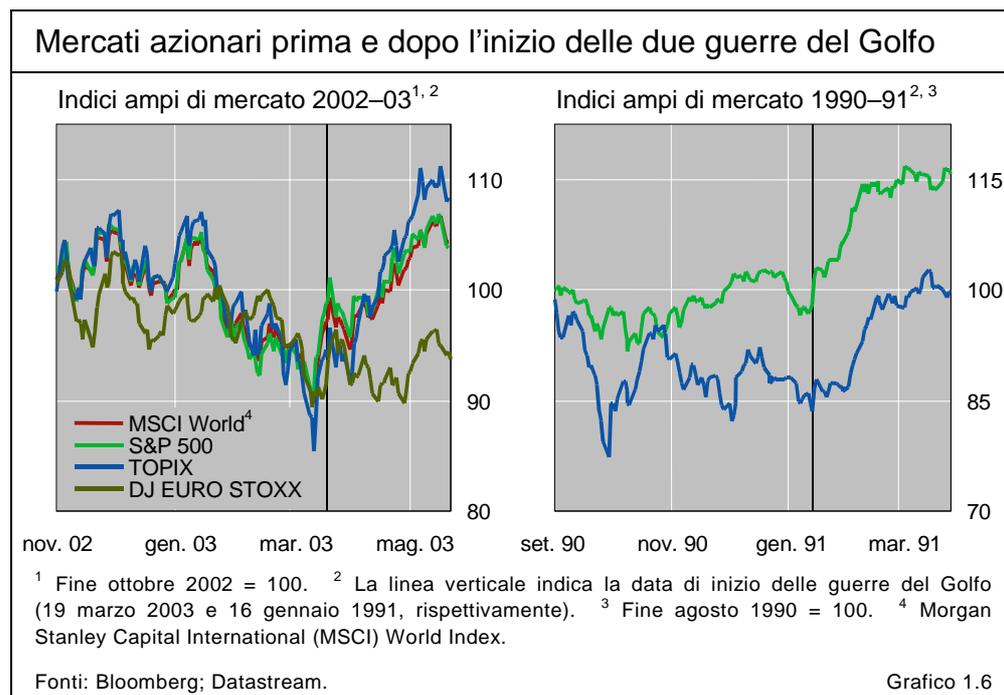
Il rapido calo degli spread solleva quesiti

Le aspettative di ulteriori riduzioni del grado di leva (“deleveraging”), unitamente ai maggiori margini di profitto e a un calo nel numero delle insolvenze societarie, hanno finora contribuito al restringimento degli spread. Se tali aspettative si rivelassero troppo ottimistiche, i recenti guadagni sui mercati creditizi potrebbero essere in parte annullati. A metà maggio gli spread BBB si sono attestati sul valore medio decennale di 180 punti base. Tuttavia, le misurazioni “market-based” delle probabilità di insolvenza, che nel periodo 1998–2002 avevano ricalcato relativamente da vicino l’ampliamento degli spread, non sono ancora diminuite dai massimi toccati alla fine del 2002 (grafico 1.5). Inoltre, in aprile e maggio le prospettive di crescita rispecchiate dalle curve dei rendimenti si sono poste in contrasto con il rafforzamento delle grandezze fondamentali implicito nei minori spread creditizi. Ciò induce a chiedersi se la “corsa ai rendimenti” degli investitori abbia ridotto gli spread più rapidamente che non il miglioramento della qualità creditizia.

Forse troppo ambiziose le aspettative degli investitori azionari

Le cifre sugli utili generano ottimismo

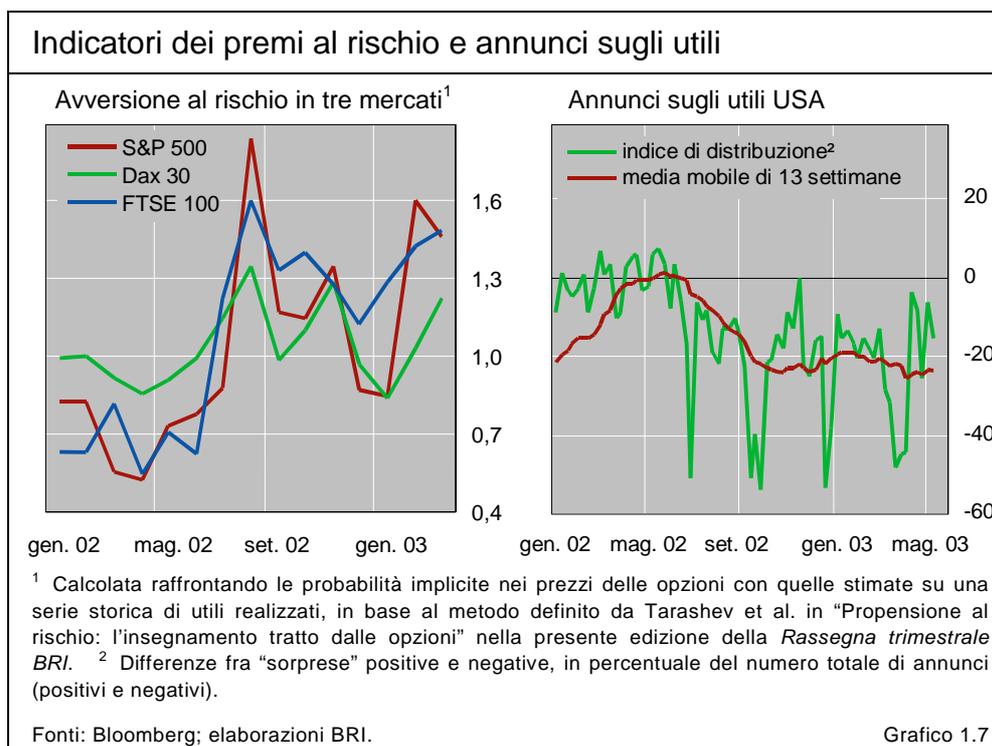
Anche gli investitori azionari sono sembrati non curarsi dell’appiattimento delle curve dei rendimenti e dei deboli dati macroeconomici di aprile e maggio. Il calo delle borse mondiali cominciato a metà gennaio si è bruscamente arrestato nella seconda settimana di marzo, quando la guerra in Iraq appariva imminente (grafico 1.6). I successi bellici ottenuti dalla coalizione hanno alimentato un rialzo dei mercati azionari a cavallo tra marzo e aprile. Successivamente alla caduta di Baghdad, gli investitori hanno rivolto l’attenzione verso le segnalazioni sugli utili societari, trovandovi motivi di ottimismo anche quando sui mercati degli swap e dei titoli governativi è prevalso il sentimento opposto.



Per quanto gli eventi connessi con gli sviluppi in Iraq avessero cominciato a ripercuotersi sulla fiducia degli investitori già nel dicembre 2002, l'influsso dell'eventualità di una guerra si è fatto più pesante a partire dal 16 gennaio, quando gli ispettori ONU hanno rinvenuto testate missilistiche irachene vuote. Tale incertezza ha evidentemente richiesto un premio al rischio. Gli indicatori di tale premio, rigorosamente stimato in base ai prezzi delle opzioni su indici azionari, sono nettamente aumentati nel corso di gennaio e febbraio (grafico 1.7). Tra il 16 gennaio e il 12 marzo, l'MSCI World Index ha perso il 13%, l'S&P 500 il 12% e il Dow Jones EURO STOXX il 20% (grafico 1.1, diagramma di sinistra).

Il repentino mutare del clima di mercato all'evolversi del conflitto – otto settimane di ansia seguite da quattro settimane di rialzi – fornisce un interessante spunto di analisi dell'umore degli investitori. Nella seconda settimana di marzo, allorché l'apertura delle ostilità sembrava pressoché inevitabile, gli operatori sono sembrati riacquistare improvvisamente fiducia. Con tutta probabilità, si sono rammentati di ciò che accadde nel gennaio 1991, quando i mercati azionari salirono nettamente non appena scoppiò la guerra del Golfo (grafico 1.6, diagramma di destra). Anticipando forse un simile rialzo, gli investitori hanno cominciato a effettuare acquisti ancor prima dell'avvio della campagna militare. I prezzi azionari hanno segnato un recupero il 13 marzo 2003, sei giorni prima del conflitto, continuando a far registrare forti aumenti nei giorni immediatamente successivi al suo inizio. Tale andamento si è interrotto verso la fine di marzo – quando si sono avute notizie della resistenza incontrata dalle forze della coalizione – ma è proseguito nella prima settimana di aprile, all'annuncio della presa dell'aeroporto internazionale di Baghdad. Nelle quattro settimane dal 17 marzo al 14 aprile, l'MSCI World Index e

Gli investitori acquistano ancor prima dell'inizio delle ostilità



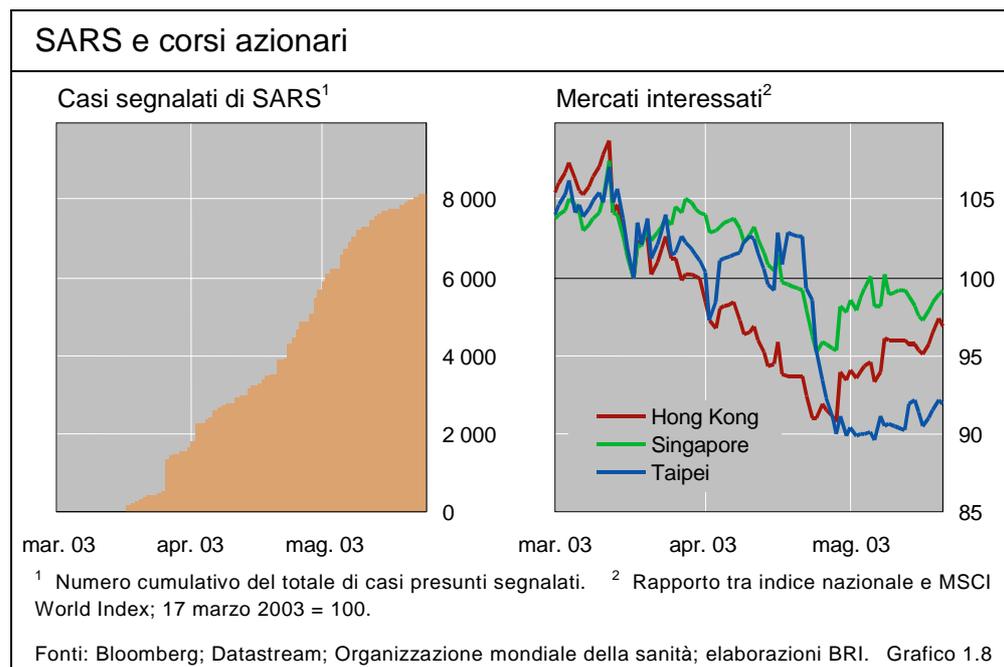
l'S&P 500 hanno guadagnato il 10%, e il Dow Jones EURO STOXX il 16%. Nell'insieme del periodo, i mercati europei hanno fatto registrare aumenti e diminuzioni tendenzialmente superiori a quelli statunitensi. Ciò è in parte attribuibile al maggior peso, in Europa, dei settori che più hanno risentito della recente volatilità, ossia l'assicurativo, il tecnologico e il finanziario.

Tardivo ritorno ai "fondamentali" dell'economia

Per gli investitori nei mercati azionari la guerra in Iraq ha rappresentato una digressione dalle consuete grandezze fondamentali. Nel periodo appena precedente il conflitto e durante i combattimenti stessi, gli operatori di borsa sono sembrati trascurare i principali annunci macroeconomici. Il 4 aprile, ad esempio, la pubblicazione di dati sorprendentemente deboli sull'occupazione non agricola USA ha avuto uno scarso impatto sui mercati. Quando la guerra era considerata ormai conclusa, tuttavia, gli operatori sono tornati alle loro tradizionali attività, mostrando di apprezzare la situazione che si presentava loro dinanzi. Sebbene gli annunci negativi sugli utili delle imprese statunitensi continuassero a superare quelli positivi (grafico 1.7), le notizie provenienti dalle società più importanti erano generalmente buone. Ad esempio, i risultati di AOL, AT&T e Microsoft negli Stati Uniti e di Nokia, Philips e Siemens in Europa si sono rivelati migliori delle aspettative. Ciò ha prolungato di cinque ulteriori settimane la fase rialzista dei mercati globali, e tra il 14 aprile e il 16 maggio l'MSCI World Index è aumentato dell'8%. L'eccezione più rilevante a questo andamento positivo delle segnalazioni è stata la diffusione di dati reddituali sfavorevoli da parte di Sony il 24 aprile, che ha fatto scendere il TOPIX dell'1,5%.

I mercati asiatici di fronte alla SARS

Mentre negli Stati Uniti e in Europa si assisteva alla ripresa dei mercati azionari, gli investitori sulle piazze asiatiche si sono trovati di fronte a un'insolita minaccia. Nella terza settimana di marzo sono stati segnalati in Asia i primi casi di sindrome respiratoria acuta severa – SARS (grafico 1.8). La notizia ha causato una brusca flessione dei corsi azionari a Hong Kong SAR,



Singapore e Taiwan (Cina). Per questi mercati, che di norma seguono da vicino l'andamento di quello statunitense, il peggioramento relativo della performance registrato successivamente all'insorgere dell'epidemia è stato sorprendente. Tra metà marzo e fine aprile i risultati delle borse di Hong Kong, Singapore e Taipei in rapporto all'MSCI World Index sono stati inferiori rispettivamente dell'8, del 3,4 e del 12%. In particolare, sono stati pesantemente colpiti i titoli di compagnie aeree e alberghiere: Cathay Pacific, ad esempio, ha subito un calo del 15%. Dal lato opposto del Pacifico, a Toronto, i corsi azionari non hanno risentito dell'inclusione della città canadese tra le destinazioni sconsigliate ai viaggiatori dall'Organizzazione mondiale della sanità (OMS). Le perdite delle borse valori hanno cominciato ad attenuarsi soltanto il 29 aprile, quando l'OMS ha segnalato che l'epidemia aveva ormai raggiunto il suo apice a Hong Kong SAR, Singapore, Toronto e in Vietnam. In una giornata, i mercati azionari di Hong Kong e Singapore hanno entrambi guadagnato più del 3,5%. Tuttavia, il virus ha continuato a rappresentare un serio problema in Cina, dove le borse sono state chiuse agli inizi di maggio.

Il recupero dei mercati mondiali in marzo e aprile ha ulteriormente innalzato le valutazioni azionarie al disopra dei parametri storici. Utilizzando una media mobile di cinque anni per i profitti, il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 sfiorava in aprile quota 23, un livello significativamente superiore alla media di 17 rilevata nel periodo 1961–95. Le valutazioni attuali appaiono più coerenti nell'ipotesi che gli utili non convergano verso il valore medio quinquennale, bensì accelerino a un ritmo ancora maggiore al riprendersi dell'economia dalla fase recessiva. Gli analisti prevedono di fatto una robusta crescita degli utili che, se incorporata nel calcolo, abbasserebbe il rapporto a 17. Va notato, tuttavia, che in passato tali previsioni si sono spesso rivelate oltremodo ottimistiche.

“Corsa ai ripari” sui mercati mobiliari: l’esperienza coreana

Spesso i sistemi finanziari a prevalenza bancaria vengono contrapposti a quelli incentrati sui mercati mobiliari; più rari sono invece i casi in cui si dedica attenzione agli aspetti comuni a entrambi. Gli avvenimenti del marzo 2003 sui mercati coreani hanno posto in evidenza una di queste analogie, ovvero i rischi per la stabilità finanziaria derivanti da una “corsa ai ripari” degli investitori. Da tempo le banche centrali si preoccupano delle possibili conseguenze sistemiche di un improvviso prelievo di depositi bancari e hanno elaborato strumenti – quali le assicurazioni dei depositi e linee di credito di ultima istanza – per far fronte a eventuali corse agli sportelli. Il caso della Corea ha dimostrato come fenomeni di questo tipo possano verificarsi anche sui mercati mobiliari, sotto forma di massicci riscatti di quote di fondi fiduciari. Gli strumenti per porvi rimedio sono tuttavia molto meno sviluppati.

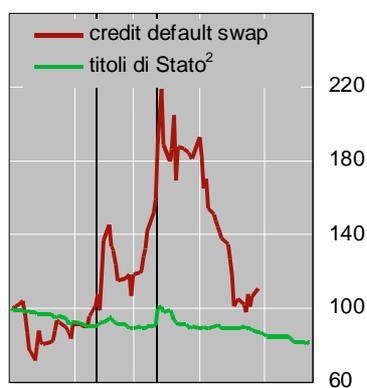
I problemi in Corea sono cominciati l’11 marzo, quando i dirigenti di SK Global – un’affiliata di SK Group, il terzo maggiore conglomerato del paese – sono stati portati in giudizio per falso in bilancio. L’accusa era quella di aver gonfiato i profitti per 1,6 trilioni di won e occultato debiti per un totale di 1,1 trilioni di won. Analogamente a quanto successo un mese prima – l’11 febbraio i timori riguardo al programma di armamenti nucleari nord-coreano avevano spinto Moody’s a rivedere in senso negativo le previsioni sull’affidabilità creditizia della Corea del Sud – i mercati azionari, obbligazionari e valutari hanno tutti reagito all’incriminazione facendo registrare un immediato calo. Tuttavia, se in febbraio essi si erano rapidamente stabilizzati, in marzo i problemi di liquidità incontrati dagli intermediari finanziari non bancari hanno innescato un circolo vizioso che ha deteriorato il funzionamento del mercato.

Nei giorni e nelle settimane successivi gli investitori coreani, nel timore di subire perdite, hanno riscattato le quote detenute nei fondi di investimento, specie quelli del mercato monetario. Le liquidazioni sono ammontate in marzo a 24,7 trilioni di won, pari al 14% delle attività dei fondi a fine febbraio. Viste le limitate disponibilità liquide e le restrizioni cui sono sottoposti in termini di finanziamento, i fondi si sono trovati costretti a cedere attività per far fronte ai rimborsi. Di conseguenza, i prezzi delle obbligazioni societarie e persino governative sono crollati. Anche gli spread dei “credit default swap” (CDS) del governo coreano hanno subito un’impennata allorché la liquidità in altri segmenti del mercato del debito si è prosciugata e gli investitori sono ricorsi ai CDS per coprire le proprie esposizioni.

Le svendite “per realizzo” hanno provocato sul mercato coreano delle obbligazioni societarie un deterioramento delle condizioni tale da minacciare la solvibilità di alcune istituzioni finanziarie. Gli emittenti di carte di credito, che ricorrono ampiamente ai fondi di investimento per reperire risorse finanziarie, sono stati i più colpiti. L’aumento dei tassi di inadempienza dei titolari delle carte aveva già cominciato a esercitare pressioni al rialzo sui costi della raccolta per tali emittenti che, in seguito alle liquidazioni delle attività dei fondi, sono stati confrontati alla prospettiva di non poter rifinanziare passività in scadenza.

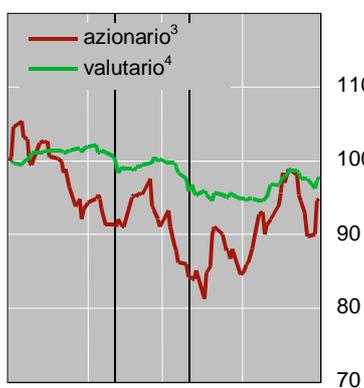
Le autorità sono infine intervenute allo scopo di assicurare la continuità operativa dei mercati. A metà marzo la banca centrale ha contribuito a stabilizzare il mercato del debito pubblico con un’offerta per l’acquisto di titoli per 2 trilioni di won, mentre il governo ha procrastinato le aste dei titoli di Stato già in programma. Per scongiurare le potenziali conseguenze sistemiche dell’insolvenza di una società di carte di credito, le autorità coreane hanno convocato vari importanti operatori per predisporre un ordinato rifinanziamento del debito in scadenza di queste entità. Agli inizi di aprile le banche commerciali hanno concordato l’allestimento di una linea creditizia, e gli emittenti di carte di credito si sono impegnati, in contropartita, a raccogliere 4,6 trilioni di won sotto forma di capitale azionario.

Mercati del debito¹



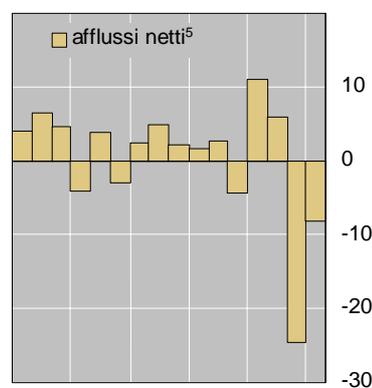
gen. 03 mar. 03 mag. 03

Altri mercati¹



gen. 03 mar. 03

Fondi di investimento



gen. 02 lug. 02 gen. 03

¹ 1° gennaio 2003 = 100; le linee verticali indicano le date dell’11 febbraio e 11 marzo 2003. ² Rendimento sui titoli quinquennali denominati in won coreani. ³ KOSPI. ⁴ Tasso di cambio dollaro USA/won; un calo indica un deprezzamento del won. ⁵ Variazione dei depositi presso società coreane di gestione di fondi di investimento, in trilioni di won.

Fonti: Banca di Corea; Bloomberg; CreditTrade; Datastream; elaborazioni BRI.

2. Il mercato bancario internazionale

Nel quarto trimestre 2002 le banche hanno smobilizzato fondi investiti in titoli di debito per convogliarli verso il mercato interbancario internazionale. Questo spostamento sarebbe attribuibile a una preferenza per scadenze più brevi. Nondimeno, alcune banche hanno continuato a investire in titoli di Stato. Contrariamente al vigore dell'attività creditizia interbancaria, i prestiti a imprese e ad altri mutuatari non bancari hanno ristagnato. Nel corso del 2002 l'euro ha guadagnato ulteriore terreno nei confronti del dollaro USA e di altre valute quale moneta di denominazione di impieghi e depositi transfrontalieri.

I mercati emergenti hanno registrato deflussi di fondi, principalmente a causa di una brusca contrazione delle attività. Nonostante un miglioramento delle condizioni creditizie nel quarto trimestre, sono continuati i deflussi dall'America latina, in particolare da Argentina e Brasile. Anche nella regione Asia-Pacifico i deflussi sono stati particolarmente cospicui, a causa in parte del calo delle operazioni PcT in alcuni paesi. Le banche hanno incanalato ulteriori fondi verso l'Europa emergente, specie verso i paesi impegnati nei negoziati per l'ingresso nell'Unione europea.

Ruolo preminente del credito interbancario nei flussi di fondi del quarto trimestre

Nel quarto trimestre i flussi bancari internazionali sono stati alimentati essenzialmente dall'attività interbancaria. La quasi totalità della crescita degli impieghi complessivi va ascritta ai crediti a favore di altre banche, in quanto le istituzioni creditizie dell'area dichiarante hanno liquidato disponibilità in titoli a più lungo termine. Su base non stagionalizzata, le consistenze in essere delle posizioni creditorie internazionali sono aumentate complessivamente di \$371 miliardi, a \$13,4 trilioni (tabella 2.1). Le banche hanno depositato \$432 miliardi presso altri istituti e hanno smobilizzato titoli di debito internazionali, incrementando così la crescita sui dodici mesi delle attività totali al 6%, dal 5% del trimestre precedente.

Sebbene nell'attività creditizia sul mercato mondiale prevalgano da tempo i prestiti tra banche, nel periodo in esame i flussi creditizi interbancari sono stati ingenti rispetto ai parametri storici (grafico 2.1). La redistribuzione dei

Flussi creditizi
sospinti da prestiti
alle banche nel
quarto trimestre ...

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni nelle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA ¹								
	2001	2002	2001	2002				Stock a fine dic. 2002
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale attività	859,4	794,3	236,8	57,4	225,8	140,0	371,2	13 425,6
Per strumento								
Crediti e depositi	612,2	540,1	165,5	-0,5	83,6	42,3	414,7	10 103,3
Titoli ²	247,2	254,2	71,3	57,9	142,2	97,6	-43,5	3 322,3
Per valuta								
Dollaro USA	423,7	335,9	184,5	51,1	185,0	-104,1	204,0	5 618,4
Euro	439,3	488,2	-12,2	44,4	98,3	221,2	124,3	4 478,6
Yen	-65,2	-38,7	6,5	-81,4	5,3	15,8	21,6	740,4
Altre valute ³	61,6	8,9	58,0	43,3	-62,8	7,1	21,3	2 588,2
Per tipologia di mutuatario								
Banche	417,3	495,1	142,1	9,5	146,3	-14,3	353,7	8 858,5
Settore non bancario	442,1	299,2	94,7	47,9	79,5	154,3	17,5	4 567,1
Per residenza del mutuatario non bancario								
Economie avanzate	384,8	302,5	82,8	44,6	46,6	139,0	72,4	3 528,4
Area dell'euro	139,0	123,0	34,3	51,5	8,4	48,6	14,5	1 542,8
Giappone	-3,7	4,1	9,5	-2,3	6,3	-0,4	0,5	123,4
Stati Uniti	183,4	136,0	34,2	-17,3	40,1	55,5	57,6	1 272,7
Centri offshore	55,0	17,9	8,2	-7,7	36,9	16,8	-28,2	468,3
Economie emergenti	2,5	-17,3	3,6	9,4	-4,9	2,4	-24,2	507,2
Non classificate ⁴	-0,1	-3,9	0,1	1,5	0,8	-3,9	-2,4	63,2
Per memoria: attività sull'interno ⁵	76,4	37,0	-14,1	69,8	-40,9	-25,9	33,9	1 732,8

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 Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁵ Attività in valuta verso residenti del paese in cui ha sede la banca dichiarante.

Tabella 2.1

flussi nel mercato interbancario permette alle banche di riposizionare geograficamente i fondi in periodi di debole domanda delle imprese. Le attività verso banche, compresi istituti non collegati e proprie dipendenze, oscillano tra il 65 e il 77% delle posizioni creditorie totali almeno dal 1980. Storicamente, per ogni dollaro prestato a imprese e ad altri soggetti non bancari sono stati in media collocati \$1,90 sul mercato interbancario. Nel quarto trimestre, tuttavia, tale rapporto è salito a \$20.

Nel trimestre in esame le banche hanno trasferito fondi dall'Europa a Stati Uniti e Giappone; tali spostamenti hanno rappresentato in gran parte operazioni intragruppo. Le banche nei centri offshore, in Svizzera, Germania e Francia hanno collocato fondi negli Stati Uniti, alimentando un incremento dei prestiti al settore bancario statunitense per \$121 miliardi. Parallelamente, le banche negli Stati Uniti hanno rimpatriato fondi depositati presso istituzioni nel Regno Unito, in Germania e Francia, contribuendo a flussi netti per \$68 miliardi dal sistema bancario dell'Unione europea a quello statunitense. Le istituzioni creditizie europee hanno effettuato depositi anche in Giappone, facendo registrare il più forte aumento di nuovi prestiti (\$62 miliardi) verso il settore

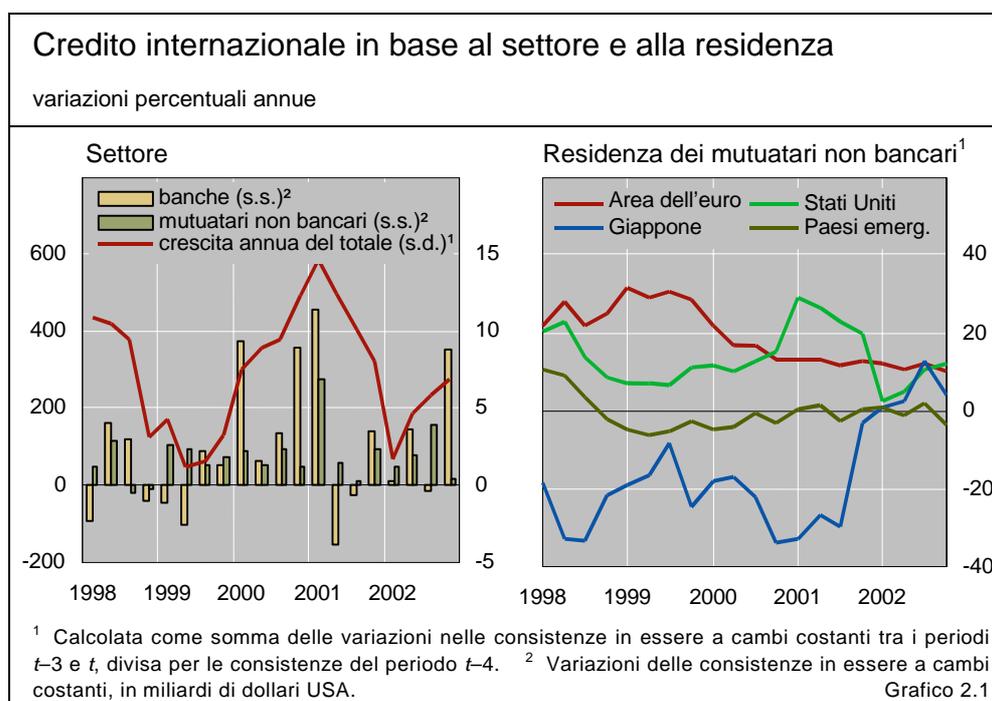
... dovuti per lo più a trasferimenti intragruppo dall'Europa

bancario del paese dal quarto trimestre 2000. Si è trattato in buona parte di operazioni intragruppo effettuate da banche giapponesi residenti nel Regno Unito.

Nel contempo, le banche hanno venduto titoli di debito internazionali, che comportano in genere un maggiore rischio di tasso rispetto ai depositi bancari a breve. Lo spostamento dai titoli di debito ai depositi a breve ha probabilmente rispecchiato l'incertezza prevalente nel sistema bancario circa la dinamica dei tassi a lungo termine, in un momento in cui i rendimenti delle obbligazioni pubbliche erano a livelli storicamente bassi. In alcuni paesi sviluppati, tuttavia, le istituzioni creditizie hanno continuato ad acquistare titoli di Stato, alimentando le attività verso soggetti non bancari rappresentate da titoli di debito. D'altra parte, quelle verso banche sono diminuite di \$52 miliardi; di conseguenza, la variazione trimestrale complessiva degli investimenti in titoli debitori è stata di segno negativo per la prima volta dal 1996, anno in cui è iniziata la rilevazione statistica di tali strumenti da parte della BRI. Le banche nei centri offshore e nel Regno Unito sono all'origine di gran parte del calo, avendo ceduto posizioni in strumenti debitori verso banche rispettivamente per \$38,8 e 10,8 miliardi. Anche le istituzioni creditizie residenti nell'area dell'euro, principalmente in Francia, nei Paesi Bassi, in Irlanda, Italia e Spagna, hanno liquidato posizioni in titoli di debito verso altre banche, complessivamente per \$7,2 miliardi.

La debolezza della domanda spiega la flessione degli impieghi verso imprese e altri mutuatari non bancari nel quarto trimestre. Questi sono diminuiti di \$17 miliardi, registrando la prima contrazione in un anno, a causa dei minori flussi di credito a soggetti non bancari nei centri offshore e in Giappone. Le posizioni creditorie verso il settore non bancario USA sono di fatto cresciute

La debole attività di credito al settore non bancario riflette una carente domanda delle imprese



di \$58 miliardi, grazie all'aumento dei prestiti concessi da banche nei centri offshore e agli acquisti di titoli pubblici. Tuttavia, nell'area dell'euro l'attività creditizia verso imprese e altri soggetti non bancari è rimasta debole. Nelle economie europee sviluppate gli impieghi totali verso il settore non bancario sono aumentati di \$16 miliardi nel periodo in esame, con un forte calo rispetto alla media di \$46 miliardi nei quattro trimestri precedenti. In particolare, si è ridotto il credito a mutuatari non bancari francesi, svedesi, italiani e svizzeri, mentre è aumentato solo di poco quello affluito a prenditori tedeschi e britannici. Inoltre, in Giappone i prestiti a imprese e altri soggetti non bancari sono diminuiti per la prima volta in cinque trimestri (di \$10 miliardi), facendo scendere la crescita su base annua delle attività verso tale settore al 4%, dal 12% del trimestre precedente (grafico 2.1).

Le banche continuano a privilegiare i titoli di Stato rispetto ai prestiti

Le istituzioni creditizie in alcuni paesi sviluppati, in particolare in Giappone, hanno continuato a privilegiare i titoli di Stato. Le statistiche su base consolidata della BRI, che compensano le posizioni intragruppo, indicano che nel trimestre in esame gli impieghi verso il settore pubblico hanno concorso per il 14% al totale delle posizioni creditorie internazionali delle banche nei paesi sviluppati, in rialzo dal 12% del primo trimestre. Le attività consolidate delle banche dichiaranti nei confronti del settore pubblico si sono ragguagliate a \$1,2 trilioni nel quarto trimestre, grazie in particolare ad acquisti di titoli di Stato italiani, spagnoli, giapponesi e tedeschi.

L'attività creditizia complessiva degli istituti giapponesi è stata nuovamente sospinta da acquisizioni di titoli di Stato statunitensi ed europei, contribuendo a gran parte dell'espansione nel totale delle posizioni creditorie consolidate verso il settore pubblico. Le attività internazionali consolidate delle banche nipponiche si sono portate nel quarto trimestre a \$964 miliardi, di cui il 35% è rappresentato da crediti al settore pubblico, contro il 27% di un anno prima. In particolare, i crediti al settore pubblico statunitense sono aumentati a \$172 miliardi, pari al 45% delle attività internazionali consolidate degli istituti giapponesi nei confronti degli Stati Uniti. Le banche nipponiche hanno inoltre intensificato il credito alle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, in particolare di Francia, Italia, Spagna e Belgio. I prestiti ai settori pubblici di quest'area hanno raggiunto il 51% delle attività internazionali consolidate del sistema bancario nipponico verso l'area, rispetto al 43% di un anno prima.

Uno spostamento simile, ma meno pronunciato, è proseguito anche in altri paesi. Gli istituti canadesi hanno acquistato \$2,9 miliardi di titoli di Stato nel quarto trimestre, facendo salire il totale delle attività consolidate nei confronti del settore pubblico a \$22,4 miliardi. Di conseguenza, il credito a tale settore ha concorso per il 15% alle attività internazionali consolidate delle banche canadesi (contro il 12% di un anno prima). Analogamente, la debole attività creditizia delle banche statunitensi nell'arco del 2002 ha fatto aumentare la quota sul totale degli impieghi internazionali statunitensi verso il settore pubblico. Nel periodo in esame gli istituti USA hanno ridotto la propria

Le banche giapponesi continuano a investire in titoli di Stato

esposizione verso il settore privato non bancario, soprattutto nei centri offshore, in Giappone e in Cina. Conseguentemente, l'incidenza delle attività verso il settore pubblico sul totale dei crediti internazionali consolidati delle banche statunitensi si è mantenuta al livello relativamente elevato del 27% registrato a partire dal secondo trimestre, rispetto al 24% di un anno prima.

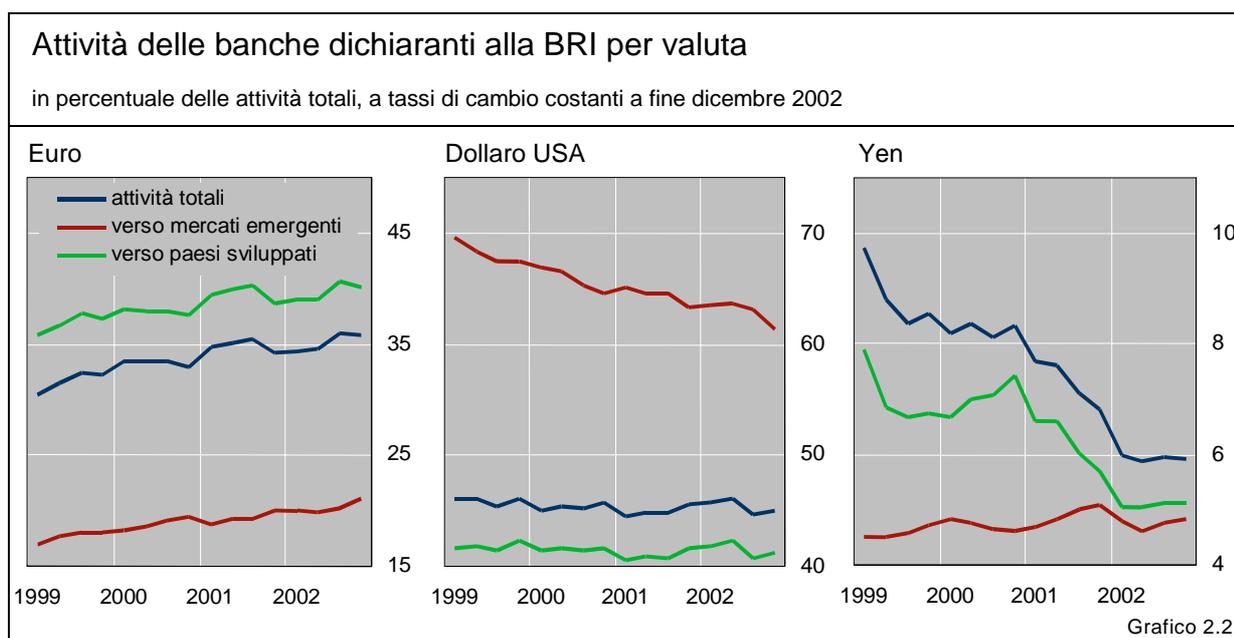
L'euro continua a essere la principale moneta di denominazione

Nel corso del 2002 l'euro ha continuato a guadagnare quote di mercato sulle altre principali monete nei mercati sia dei prestiti che dei depositi. Lo stock di attività in euro è aumentato del 15% nel 2002, dopo un'espansione altrettanto rapida nel 2001. Per contro, nello stesso periodo la crescita su base annua delle attività in dollari USA è rallentata dal 9 al 6%. I crediti denominati in yen e franchi svizzeri sono diminuiti per tutto il 2002, a tassi medi annui rispettivamente dell'11 e del 7%, mentre quelli in sterline sono cresciuti lievemente.

Di riflesso a questa rapida espansione, la quota delle attività in euro sul totale delle posizioni creditorie internazionali è in aumento dal 1999 (grafico 2.2). A tassi di cambio costanti (corretti per l'apprezzamento dell'euro), essa è passata dal 30% agli inizi del 1999 al 36% nel quarto trimestre 2002. Per contro, nello stesso periodo l'incidenza delle attività in dollari USA è diminuita leggermente, dal 46 al 45%, e quella delle posizioni in yen è calata dal 10 al 6%. L'impiego della sterlina e del franco svizzero è rimasto relativamente stabile, rispettivamente al 5 e al 3%.

Come prevedibile, nell'area dell'euro l'aumento nell'utilizzo della moneta unica è stato rilevante. La crescita su dodici mesi delle consistenze di attività in dollari USA verso mutuatari dell'area dell'euro ha registrato valori negativi per l'intero 2002, contraendosi dell'1,5%, mentre quella delle attività in euro ha raggiunto il 13% nel quarto trimestre. Inoltre, quasi il 90% dei prestiti

L'euro guadagna quote di mercato nelle economie sviluppate ...



consorziali allestiti nel 2002 per mutuatari dell'area era denominato in euro, rispetto a una media del 75% nel 2000 e 2001. A tassi di cambio costanti, le posizioni creditorie in dollari USA verso prenditori dell'area sono scese al 19% del totale delle attività, da un massimo del 21% registrato un anno prima, mentre nello stesso periodo quelle in euro sono cresciute dal 68 al 71%. Tale evoluzione non è riconducibile unicamente al credito infra-area: la quota dei prestiti in euro sul totale di quelli concessi alla zona dell'euro da banche esterne all'area stessa è aumentata dal 45 al 48% nel giro di un anno.

La preferenza per le attività denominate in euro non si è limitata ai paesi sviluppati, in quanto diverse regioni emergenti hanno ridotto in misura crescente l'utilizzo della moneta USA. A tassi di cambio costanti, nel periodo sotto rassegna gli impieghi in dollari sono calati al 61% del totale delle attività verso i mercati emergenti, dal 70% degli inizi del 1999. Nel contempo, quelli denominati in euro sono cresciuti dal 17 al 21%. Persino in America latina, dove il dollaro USA è stato a lungo la principale moneta di denominazione, le attività in euro sono passate dal 5 al 7% del totale nel corso dell'ultimo anno. Questa stessa tendenza si è evidenziata in Medio Oriente e Africa, nonché nelle economie emergenti d'Europa. Lo scorso anno il credito in dollari è diminuito al 39%, da una media del 42% sul totale delle posizioni creditorie verso i paesi emergenti europei nel 2000, mentre quello in euro si è ampliato in media nello stesso periodo dal 42 al 45%. In aggiunta, l'incidenza dei prestiti consorziali in euro a favore dei mercati emergenti europei è salita al 40% circa del totale delle operazioni per la regione nel 2001 e 2002, contro il 25% del 1999 e 2000.

... e nei mercati emergenti ...

Vi è stato inoltre un marcato spostamento nella composizione valutaria delle passività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI, di cui quasi il 90% è rappresentato da depositi. A tassi di cambio costanti, nel quarto trimestre 2002 il 49% delle passività era denominato in dollari USA, rispetto al 50% di due anni prima, mentre quelle in euro sono aumentate dal 27 al 30%. Questa tendenza è stata evidente fra i depositanti sia nei paesi sviluppati che nella maggior parte delle aree emergenti. Sebbene in questi ultimi mercati il dollaro USA rimanga pur sempre la moneta più utilizzata dai depositanti, esso ha gradualmente perso terreno sull'euro. La quota in euro delle passività verso le economie emergenti è salita al 15% delle posizioni debitorie totali nel quarto trimestre, rispetto a una media del 13% nel 2000 e 2001.

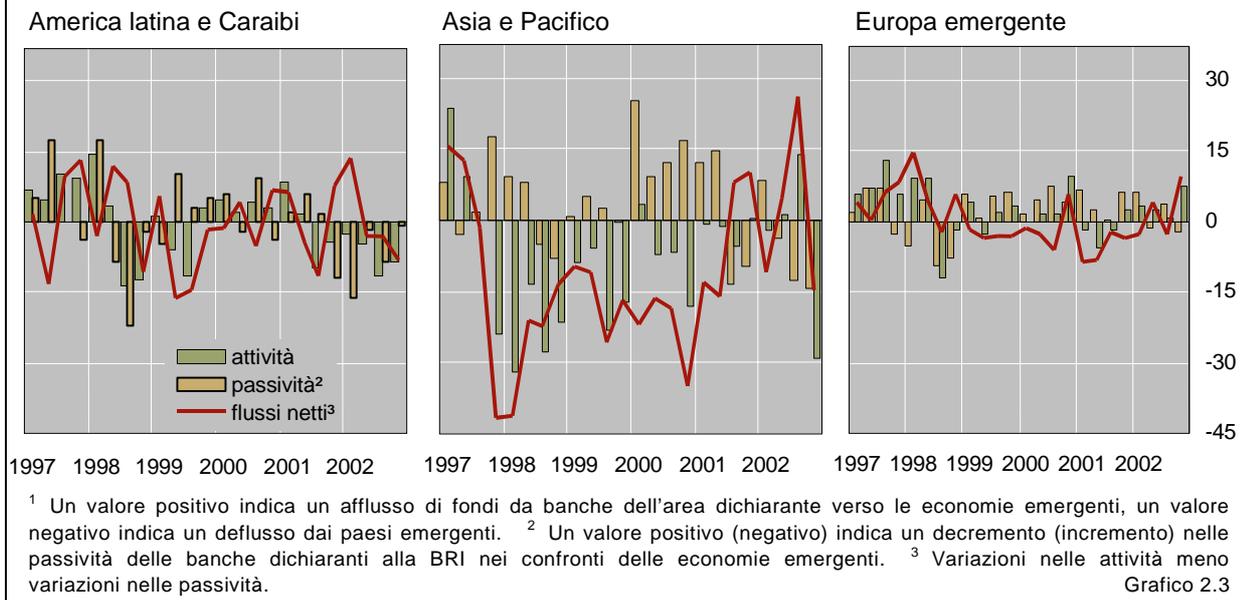
... dal lato sia delle attività che delle passività

Rimborsi da parte dei mercati emergenti

Nel quarto trimestre il saldo dei flussi di fondi bancari dall'area dichiarante verso i mercati emergenti è stato negativo, anche se si osservano differenze tra le varie regioni (grafico 2.3). Il totale delle attività verso le economie emergenti è diminuito di \$37 miliardi, la contrazione più ampia dal terzo trimestre 1998. Il credito a tali mercati è sceso al 6,5% del totale delle attività, da una media dell'8% nel 2001 e del 10% nel 1999. Le posizioni creditorie verso l'America latina hanno continuato a contrarsi, mentre il calo di quelle nei confronti dell'Asia ha rispecchiato una liquidazione di operazioni PcT in alcuni

Flussi bancari netti alle economie emergenti¹

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



paesi. Per contro, sono affluiti fondi ai paesi candidati alla UE, grazie sia a un aumento del credito loro accordato che al rimpatrio di depositi (tabella 2.2).

Proseguono i deflussi netti di fondi dall'America latina a causa delle ridotte attività verso le banche della regione

Per il terzo trimestre consecutivo i flussi netti di fondi verso l'America latina sono risultati negativi (-\$7,8 miliardi). Il credito totale è sceso a \$272 miliardi, pari a una contrazione su base annua del 10%, rispetto all'8% del trimestre precedente. Gli impieghi a favore di imprese e altri mutuatari non bancari si sono stabilizzati, mentre i prestiti consorziali destinati a paesi latino-americani sono accelerati a \$4,3 miliardi, da \$2,7 miliardi nel terzo trimestre. Tuttavia, il tasso annuo di flessione del credito al settore bancario latino-americano è salito dal 13% del terzo trimestre al 18%. I prestiti alle banche sono diminuiti di \$9 miliardi, la riduzione più cospicua per questo settore dal 1998.

L'Argentina ha fatto nuovamente registrare i maggiori deflussi netti dalla regione, che sono tuttavia diminuiti rispetto al terzo trimestre. Le passività nei confronti del paese sono rimaste stabili, ma le attività si sono contratte per il sesto trimestre consecutivo, soprattutto quelle verso il settore non bancario argentino, traducendosi in deflussi netti per \$2,5 miliardi. Le banche situate in molti paesi dichiaranti hanno ridotto le proprie esposizioni a breve nei confronti dell'Argentina, e il taglio maggiore è stato ancora una volta operato da istituzioni negli Stati Uniti. Nel quarto trimestre 2002 le attività verso l'Argentina sono calate all'11% sul totale dei crediti alla regione, rispettivamente dal 14 e dal 16% dei corrispondenti periodi del 2001 e del 2000. Inoltre, la quota delle attività internazionali consolidate con scadenza uguale o inferiore a un anno è scesa al 47% nel quarto trimestre 2002, dal 51% di un anno prima. Anche le

Deflussi dall'America latina attribuibili ai minori crediti affluiti al settore non bancario argentino ...

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	2001	2002	2001	2002				Stock a fine dic. 2002
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale ²	Attività	-27,0	-37,3	-0,9	-0,7	1,1	-0,3	-37,4	876,8
	Passività	20,3	-43,1	-28,4	-7,3	-6,5	-18,4	-10,8	1 074,4
Arabia Saudita	Attività	-2,4	-5,4	1,0	0,0	0,5	-1,8	-4,2	19,3
	Passività	-9,7	-2,1	-7,3	-5,4	-0,1	1,4	2,0	51,2
Argentina	Attività	-5,8	-11,8	-3,3	-4,3	-0,8	-4,5	-2,3	31,2
	Passività	-16,7	-0,1	-11,1	-1,0	0,5	0,3	0,2	24,9
Brasile	Attività	0,9	-11,3	-2,2	1,0	-2,4	-3,5	-6,4	87,5
	Passività	0,4	-8,0	-4,1	1,4	-3,8	-1,4	-4,2	40,5
Cile	Attività	0,2	0,5	0,2	-0,3	-0,5	-0,1	1,3	19,9
	Passività	-1,0	-1,1	-0,6	0,2	-0,8	-0,8	0,3	14,1
Cina	Attività	-3,5	-12,2	-0,6	-7,3	1,0	4,1	-10,0	44,2
	Passività	-6,5	-3,6	-4,0	-7,1	6,4	-1,0	-1,9	92,8
Corea	Attività	-0,2	8,2	-2,0	6,4	1,8	6,5	-6,4	73,0
	Passività	1,7	0,5	1,7	11,4	-5,6	-0,4	-4,8	30,6
Indonesia	Attività	-5,4	-6,0	-0,8	-1,3	-2,1	-1,3	-1,2	31,2
	Passività	1,1	-2,4	0,7	-1,4	-0,3	-0,2	-0,5	11,9
Messico	Attività	2,0	3,1	0,6	3,3	1,7	-1,9	-0,1	64,3
	Passività	8,8	-11,4	0,6	-14,1	1,3	-0,3	1,7	52,1
Russia	Attività	1,3	3,6	2,1	1,4	0,8	-1,1	2,4	35,0
	Passività	5,2	9,6	1,7	3,6	0,0	4,0	2,0	39,0
Sudafrica	Attività	-0,4	-0,4	-1,1	-1,5	0,2	-0,6	1,5	18,4
	Passività	2,1	3,0	-0,9	0,3	1,3	-0,4	1,8	20,2
Thailandia	Attività	-3,5	-5,0	1,4	-2,2	-0,5	-0,5	-1,8	19,0
	Passività	1,3	-4,6	0,5	-0,7	-1,3	-1,4	-1,2	11,3
Turchia	Attività	-12,0	-2,8	-3,7	0,9	-1,5	-2,1	-0,1	36,1
	Passività	-2,1	0,0	-2,1	1,6	-1,9	-0,2	0,5	19,6
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>6,3</i>	<i>10,1</i>	<i>4,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,9</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>	<i>91,4</i>
	<i>Passività</i>	<i>9,9</i>	<i>-6,4</i>	<i>4,8</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>-1,3</i>	<i>-5,4</i>	<i>61,8</i>
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-13,7</i>	<i>-10,1</i>	<i>1,1</i>	<i>3,4</i>	<i>-0,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-8,5</i>	<i>125,2</i>
	<i>Passività</i>	<i>-2,9</i>	<i>-8,0</i>	<i>-8,8</i>	<i>-4,9</i>	<i>-3,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>249,4</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

linee di credito non utilizzate a favore del paese hanno continuato a diminuire, per il sesto trimestre consecutivo, scendendo a \$2 miliardi.

Nonostante il migliorato clima di fiducia degli investitori nei confronti del Brasile durante il periodo in esame, l'attività interbancaria è stata all'origine del più forte deflusso di fondi degli ultimi cinque trimestri. La contrazione delle posizioni verso il paese si è accelerata a un tasso annuo del 12%, quasi doppio rispetto a quello del trimestre precedente. Il credito al settore non bancario è rimasto invariato, ma quello a favore delle banche è diminuito di \$6,1 miliardi, la riduzione più forte dal secondo trimestre 2001, poiché gli istituti nei centri

... e alle banche in Brasile

offshore, nei Paesi Bassi e negli Stati Uniti hanno ridimensionato la propria esposizione. Anche se il Brasile rimane di gran lunga il paese dell'area emergente verso cui le banche dichiaranti sono maggiormente esposte, le attività nei suoi confronti sono scese al 32% del totale verso la regione, contro il 34% dei tre trimestri precedenti. Inoltre, le sottoscrizioni di nuovi prestiti consorziali hanno totalizzato \$0,6 miliardi nel quarto trimestre, rispetto ai \$2,4 miliardi di un anno prima. Tuttavia, forse di riflesso al più pacato atteggiamento degli investitori nel periodo in esame, le linee di credito non utilizzate a favore del Brasile sono aumentate, dopo un calo protrattosi per quattro trimestri.

Analogamente ad Argentina e Brasile, anche il Messico ha registrato un deflusso netto di fondi, per il secondo trimestre consecutivo, originato questa volta da un aumento dei depositi presso banche nell'area dichiarante. Le posizioni creditorie totali nei confronti del paese sono rimaste invariate rispetto al trimestre precedente, mentre le passività sono cresciute di \$1,7 miliardi, dato che le banche in Messico hanno depositato fondi presso quelle statunitensi.

Brusca contrazione delle attività verso l'area Asia-Pacifico a causa del calo dei prestiti delle banche USA

Le contrazioni dei prestiti bancari USA all'origine dei deflussi dall'Asia ...

Dopo l'afflusso record del trimestre precedente, nel periodo in esame i fondi sono defluiti dalla regione Asia-Pacifico. I movimenti relativamente ampi registrati in alcuni paesi hanno causato una diminuzione delle attività per \$29 miliardi, la più ampia dal primo trimestre 1998. Gran parte della flessione è dovuta al calo delle operazioni PcT fra banche negli Stati Uniti e soggetti non bancari di Corea, Cina continentale e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan). Di conseguenza, l'incidenza delle posizioni creditorie nei confronti della regione sul totale delle attività verso i mercati emergenti si è riportata sulla media di lungo periodo del 30%, dal 32% del trimestre precedente. Inoltre, pare essersi arrestato lo spostamento verso attività a più breve termine in atto dal quarto trimestre 2000. Gli impieghi con scadenza uguale o inferiore a un anno sono diminuiti al 49% delle attività internazionali consolidate verso la regione, contro il 52% del trimestre precedente.

La contrazione degli impieghi è stata in parte compensata dall'ulteriore rimpatrio di depositi da parte di banche nella regione (per \$11 miliardi nel periodo in esame). Dopo tre trimestri di prelievi relativamente ingenti, la quota delle passività delle banche dichiaranti verso l'area è scesa dal 34% del primo trimestre al 32% delle passività totali verso i mercati emergenti.

Oltre la metà dei deflussi netti dalla regione è attribuibile alle operazioni con la Cina. Il credito al paese è diminuito di \$10 miliardi, di cui oltre il 50% rappresenta una riduzione dei prestiti concessi da banche negli Stati Uniti al settore non bancario cinese. Tale andamento è in gran parte dovuto alla liquidazione di operazioni PcT. Inoltre, le istituzioni creditizie situate nel Regno Unito e nei centri offshore hanno ridotto le proprie esposizioni verso il settore bancario cinese rispettivamente di \$3 e 1,9 miliardi. Le attività verso la Cina sono costantemente diminuite in percentuale del totale verso la regione Asia-Pacifico, passando dal 21% di fine 2000 al 17% nel quarto trimestre 2002.

Nel periodo in esame anche Taiwan ha registrato deflussi netti. Come per la Cina, ciò è dovuto a una contrazione per \$5 miliardi dei crediti delle banche USA al settore non bancario di Taiwan. Annullando gli acquisti relativamente ingenti effettuati nei primi tre trimestri 2002, le banche USA hanno ceduto \$3,1 miliardi di titoli di debito pubblico del paese. Anche se le banche USA restano le principali creditrici di Taiwan, il totale delle loro attività internazionali consolidate nei confronti del paese asiatico è sceso del 51%, riportando le posizioni verso il settore pubblico maggiormente in linea con la media storica. Se si escludono le banche negli Stati Uniti, le attività verso Taiwan sono lievemente aumentate, in quanto le istituzioni creditizie di Francia e Paesi Bassi hanno erogato nuovo credito al settore bancario taiwanese.

... e in particolare da Cina, Corea e Taiwan

Anche nei confronti della Corea l'attività è stata caratterizzata da una riduzione dei prestiti concessi dalle banche USA. I deflussi netti per \$1,6 miliardi nel quarto trimestre sono il risultato di una contrazione di \$6,3 miliardi del credito accordato al settore non bancario coreano da banche negli Stati Uniti, anche in questo caso per effetto della liquidazione di operazioni PcT. Le istituzioni creditizie in Corea hanno inoltre rimpatriato \$5 miliardi depositati all'estero, compensando in parte la forte contrazione del credito.

Continuano gli afflussi netti verso i paesi candidati all'ingresso nella UE

Le economie emergenti dell'Europa centrale e orientale (ECO) hanno registrato il più ingente afflusso netto di fondi dal primo trimestre 1998, grazie sia a un aumento delle attività sia al rientro di fondi depositati all'estero. Le attività verso la regione sono cresciute di \$7,2 miliardi, poiché le banche nell'area dichiarante hanno erogato nuovo credito ai settori bancario e non bancario della ECO. Circa la metà dell'aumento va ascritta agli accresciuti prestiti concessi ai paesi impegnati nei negoziati per l'adesione alla UE, mentre la parte restante deriva per lo più da un incremento delle attività verso la Russia. Nel contempo, le banche della regione hanno rimpatriato depositi per \$2,8 miliardi, contribuendo ad afflussi netti per \$9,7 miliardi.

Le economie emergenti europee registrano il più ingente afflusso di fondi dal 1998 ...

La composizione delle attività nei confronti della ECO ha continuato a spostarsi verso le scadenze più lunghe. Nel trimestre in esame i crediti a più lungo termine hanno rappresentato il 50% del totale delle posizioni creditorie internazionali verso la regione, rispetto al 48% di un anno prima. Su base consolidata (che compensa le posizioni intragruppo), le banche austriache hanno concesso prestiti al settore bancario della ECO, mentre quelle tedesche hanno aumentato la propria esposizione verso tutti i settori. Queste ultime sono tuttora le maggiori creditrici della regione, pur avendo concorso solo per il 30% alle attività internazionali consolidate nel quarto trimestre, contro il 34% di un anno prima.

Sebbene le posizioni creditorie nei confronti della maggior parte dei paesi candidati alla UE siano rimaste stabili, l'Ungheria ha fatto registrare la più forte espansione dall'inizio del periodo di segnalazione alla BRI: le attività sono cresciute di \$1,6 miliardi, in seguito agli investimenti in titoli di debito emessi dal settore non bancario ungherese da parte di banche nell'area dell'euro. Quanto agli altri paesi di questo gruppo, i depositi rimpatriati dall'estero hanno

... in seguito ai rimpatri di depositi da parte delle banche in Polonia e Repubblica ceca

prodotto in diversi casi afflussi netti di fondi. Le attività verso la Polonia sono leggermente diminuite per la prima volta in cinque trimestri, ma il calo è stato compensato da un volume relativamente ingente di depositi rimpatriati dalle banche del paese. Di conseguenza, la Polonia ha registrato per la quinta volta consecutiva afflussi netti, che nel trimestre considerato sono ammontati a \$2,1 miliardi. Anche gli afflussi netti di fondi verso la Repubblica ceca hanno raggiunto il livello più alto (\$3 miliardi) dall'inizio del periodo di rilevazione della BRI, grazie al rientro di depositi presso banche situate nell'Unione europea, principalmente nel Regno Unito.

Un terzo dell'incremento dell'attività verso le economie emergenti europee va ascritto alla Russia. Le attività sono aumentate di \$2,4 miliardi, principalmente di riflesso agli accresciuti prestiti in dollari USA erogati al settore non bancario del paese, sebbene questi siano stati in gran parte compensati dal rimpatrio di fondi da parte di banche in Russia. Ciò ha prodotto un afflusso di fondi modesto, ma positivo, dopo i deflussi netti relativamente ampi in due dei tre trimestri precedenti. Le attività complessive verso la Russia si sono ragguagliate a \$35 miliardi, pari al 20% del totale delle posizioni creditorie verso i paesi emergenti europei (ma in calo rispetto al 23% di un anno prima), portando la Russia al secondo posto, dopo la Turchia, nella classifica dei paesi debitori delle banche dichiaranti alla BRI. Inoltre, i prestiti consorziali a favore della Russia sono rimaste sostenuti nel trimestre in esame, totalizzando \$1,2 miliardi, di cui oltre la metà destinati al settore petrolifero.

Dopo due trimestri di forti contrazioni, nel periodo in esame le attività nei confronti della Turchia si sono stabilizzate. Il calo sui dodici mesi, pari in media al 18% nei quattro trimestri precedenti, è sceso all'8% in seguito a una lieve riduzione delle posizioni creditorie verso entrambi i settori bancario e non bancario. Anche se la Turchia rimane il principale mutuatario della regione, le attività verso il paese sono diminuite al 20% del totale delle posizioni creditorie nei confronti delle economie emergenti europee, contro il 23% di un anno prima e il 29% del quarto trimestre 2000.

I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2003

Blaise Gadanecz

Le sottoscrizioni di prestiti consorziali internazionali sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo. Sebbene il credito sia in genere debole nel primo trimestre, la contrazione su base annua è stata pur sempre del 7%, portando il totale a \$216 miliardi. Mentre i rifinanziamenti sono rimasti stabili al 39% delle sottoscrizioni totali, l'attività connessa con prestiti a breve termine e linee creditizie in appoggio all'emissione di CP è scesa ai minimi storici in termini sia assoluti che relativi. Alcune imprese hanno tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni di finanziamento per emettere ingenti importi di obbligazioni a lungo termine (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito" a pagina 25). In linea con la tendenza media di lungo periodo, i mutuatari statunitensi hanno allestito prestiti per un valore quasi doppio di quello delle loro controparti europee.

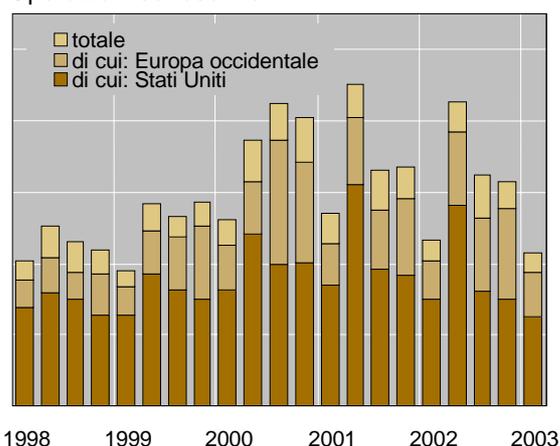
Negli Stati Uniti le più attive sono state le società operanti nei settori sanitario, energetico e al dettaglio. Vi è stato un certo ampliamento degli spread, e il differenziale medio ponderato rispetto al Libor sui prestiti denominati in dollari USA è aumentato di 40 punti base dal quarto trimestre 2002. Oltre un terzo dei prestiti accordati a mutuatari statunitensi presentava spread più alti di quelli richiesti per precedenti finanziamenti sottoscritti dagli stessi prenditori, specie nel caso di imprese energetiche, elettroniche e di telecomunicazioni. Questa ridefinizione delle condizioni di prezzo per alcune società USA è avvenuta nel momento in cui un'indagine di Standard & Poor's rilevava una riduzione dei declassamenti del merito di credito di società USA rispetto agli innalzamenti del primo trimestre.

In Europa l'attività è stata dominata dalle imprese elettriche, di beni al consumo e di telecomunicazioni, nonché da conglomerati dell'informazione. I maggiori prenditori sono stati Électricité de France, che ha raccolto €6 miliardi per il rifinanziamento di capitale circolante e a sostegno dell'emissione di CP, e Cadbury Schweppes, che ha mutuato \$6,1 miliardi per finanziare un'acquisizione. Inoltre, France Télécom ha rifinanziato un credito rotativo di €5 miliardi. Dopo la fiacca attività nel 2002, i dati preliminari indicano che nel 2003³ vi sarà una nuova ondata di rifinanziamenti internazionali a favore delle imprese telecom, poiché giungeranno a scadenza linee di credito accordate alle società europee di questo settore per oltre \$50 miliardi.

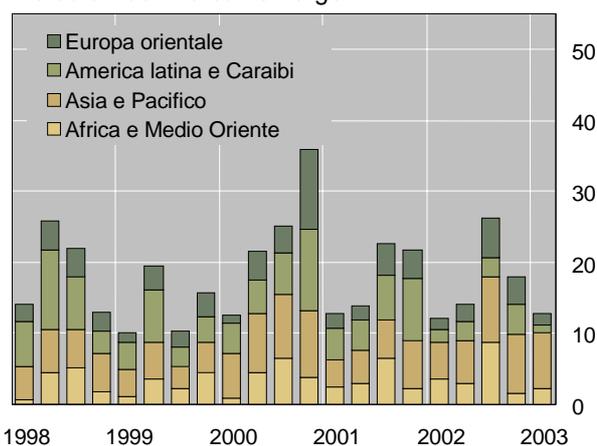
La raccolta dei mercati emergenti è stata in linea con l'attività registrata nei primi trimestri degli scorsi anni. Su un totale di \$13 miliardi di prestiti concessi alle economie emergenti, i mutuatari cinesi hanno ottenuto gli importi maggiori, tra cui un prestito di CNY 25 miliardi (circa \$3 miliardi) per un progetto idroelettrico – un punto di riferimento per i contratti internazionali, essendo stato denominato in renminbi, nonché allestito e finanziato interamente da banche cinesi e taiwanesi². Il credito all'America latina è sceso a un minimo storico di \$1,1 miliardi. Le maggiori prenditrici della regione sono state le imprese petrolifere, di ingegneria e di trasporti del Messico. Le società petrolchimiche e di telecomunicazioni dell'Arabia Saudita, dopo l'assenza nel trimestre precedente, hanno raccolto \$0,9 miliardi. I mutuatari russi, principalmente società petrolifere, aziende erogatrici di gas e imprese minerarie, hanno concordato prestiti per \$1,1 miliardi. Le banche turche, che avevano mutuato \$1 miliardo nel trimestre precedente, sono state assenti dal mercato.

Mercato internazionale dei prestiti consorziali in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

¹ Nel primo trimestre 2003 Telecom Italia ha lanciato un'operazione per €15,5 miliardi volta a finanziare la sua fusione con Olivetti. Tuttavia, la facilitazione non è ancora inclusa nei dati compilati dalla BRI, non essendo stata sottoscritta entro la fine di marzo 2003. ² In "Integrazione finanziaria dell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002, McCauley et al. mostrano che la denominazione di prestiti nella moneta locale del mutuatario attira una maggiore partecipazione delle banche locali.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

L'attività di raccolta delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro sul mercato internazionale è decisamente aumentata nel primo trimestre 2003. Di conseguenza, le emissioni nette aggregate di titoli di debito internazionali

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2001	2002	2002				2003	Stock a fine marzo 2003
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 347,6	1 016,0	308,4	342,3	181,6	183,7	351,8	9 698,7
Strumenti del mercato monetario ¹	-78,9	2,3	-7,8	8,3	11,8	-10,0	54,7	500,5
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,7	5,5	1,8	19,3	-3,0	46,7	344,2
Obbligazioni e notes ¹	1 426,5	1 013,7	316,2	334,0	169,8	193,7	297,1	9 198,1
<i>A tasso variabile</i>	391,4	201,1	59,7	74,1	27,5	39,8	-41,9	2 191,5
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	996,0	801,0	253,3	246,4	145,4	155,9	338,7	6 690,2
<i>Collegate ad azioni</i>	39,1	11,6	3,2	13,5	-3,1	-2,0	0,3	316,4
Paesi sviluppati	1 260,6	950,4	284,4	325,9	166,7	173,3	327,1	8 571,7
<i>Stati Uniti</i>	597,0	337,2	137,3	115,7	35,7	48,5	59,7	2 813,8
<i>Area dell'euro</i>	551,0	473,0	128,4	153,6	91,4	99,6	212,2	3 904,4
<i>Giappone</i>	-10,1	-21,4	-10,2	3,2	-4,2	-10,2	-4,0	255,8
Centri offshore	28,2	8,3	4,4	0,3	-1,1	4,7	2,3	113,8
Paesi in via di sviluppo	42,6	36,5	11,6	9,3	6,8	8,7	13,2	561,6
Istituzioni finanziarie	1 038,3	837,8	236,0	278,9	153,9	169,0	269,8	6 991,3
<i>Private</i>	956,6	717,4	215,8	242,3	118,1	141,3	199,7	5 956,6
<i>Pubbliche</i>	81,7	120,5	20,2	36,6	35,8	27,8	70,1	1 034,7
Imprese	207,6	58,1	13,0	40,9	1,0	3,2	16,3	1 301,3
<i>Private</i>	171,2	56,2	19,2	40,7	-1,5	-2,2	10,6	1 074,1
<i>Pubbliche</i>	36,4	2,0	-6,2	0,3	2,5	5,4	5,7	227,2
Governi	85,5	99,2	51,4	15,7	17,6	14,5	56,5	954,5
Organizzazioni internazionali	16,3	20,9	8,0	6,8	9,1	-3,0	9,2	451,6
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-142,5	-105,6	-69,6	-69,6	6,8	26,8	-23,8	1 880,3
<i>di cui: USA</i>	-161,2	-98,0	-63,3	-57,0	0,2	22,1	-16,6	1 326,3

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il primo trimestre 2003, dati parzialmente stimati.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2002				2003
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	2 306,1	2 104,6	606,2	570,2	437,4	490,8	774,3
Obbligazioni	1 349,5	1 169,2	375,1	314,9	212,6	266,6	452,9
Notes	956,5	935,4	231,1	255,3	224,8	224,3	321,4
A tasso variabile	643,4	605,4	142,0	160,2	146,3	157,0	130,1
Ordinarie a tasso fisso	1 590,4	1 455,4	454,8	389,0	286,1	325,6	627,2
Collegate ad azioni ¹	72,2	43,8	9,5	21,0	5,0	8,2	17,0
Dollaro USA	1 131,6	987,1	310,2	257,5	200,6	218,9	335,0
Euro	841,6	807,1	228,8	229,3	164,1	185,0	342,5
Yen	125,3	90,4	16,3	25,9	23,7	24,6	23,6
Altre valute	207,5	219,9	50,9	57,5	49,1	62,4	73,2
Istituzioni finanziarie	1 708,9	1 635,3	447,9	430,3	355,1	401,9	592,6
<i>Private</i>	1 472,8	1 378,7	390,9	362,9	295,7	329,1	469,8
<i>Pubbliche</i>	236,1	256,6	57,0	67,4	59,4	72,8	122,8
Imprese	348,2	212,1	63,7	74,5	34,0	39,9	55,0
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,8	12,0	16,1	7,8	10,0	23,0
<i>Private</i>	287,1	187,5	57,1	70,9	28,4	31,1	39,6
<i>Pubbliche</i>	61,1	24,6	6,6	3,6	5,6	8,7	15,4
Governi	174,2	173,0	68,6	44,9	28,3	31,2	87,0
Organizzazioni internazionali	74,8	84,3	26,0	20,5	20,0	17,9	39,8
Emissioni perfezionate	2 305,8	2 105,5	587,9	577,8	443,8	496,0	713,4
<i>Per memoria: rimborsi</i>	879,3	1 091,8	271,7	243,8	274,0	302,3	416,3

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

hanno raggiunto un importo di \$352 miliardi (tabella 3.1), quasi il doppio di quello del trimestre precedente. I collocamenti lordi, saliti del 58%, hanno toccato il massimo storico di \$774 miliardi, accrescendo i volumi su base netta nonostante un ammontare record di rimborsi (tabella 3.2). La raccolta delle imprese al di fuori degli Stati Uniti si è leggermente ripresa da livelli molto bassi.

Il recupero dell'attività netta di emissione nel periodo in esame si è accompagnato a un calo dei rendimenti pubblici a lungo termine in gennaio e febbraio. Come rilevato nel Quadro generale degli sviluppi, il declino dei tassi privi di rischio ha stimolato l'interesse degli investitori internazionali per attività a più alto rendimento, spingendo verso il basso gli spread creditizi e sovrani. La maggiore domanda di strumenti di credito ha generato un aumento dell'offerta. I collocamenti netti di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso sono fortemente cresciuti, in quanto le istituzioni finanziarie e le imprese hanno cercato di assicurarsi i bassi costi di provvista, anche nel timore che questi potessero aumentare allo scoppio della guerra in Iraq. I mutuatari dei mercati emergenti hanno ugualmente approfittato dei minori costi di finanziamento, cui

La domanda genera offerta

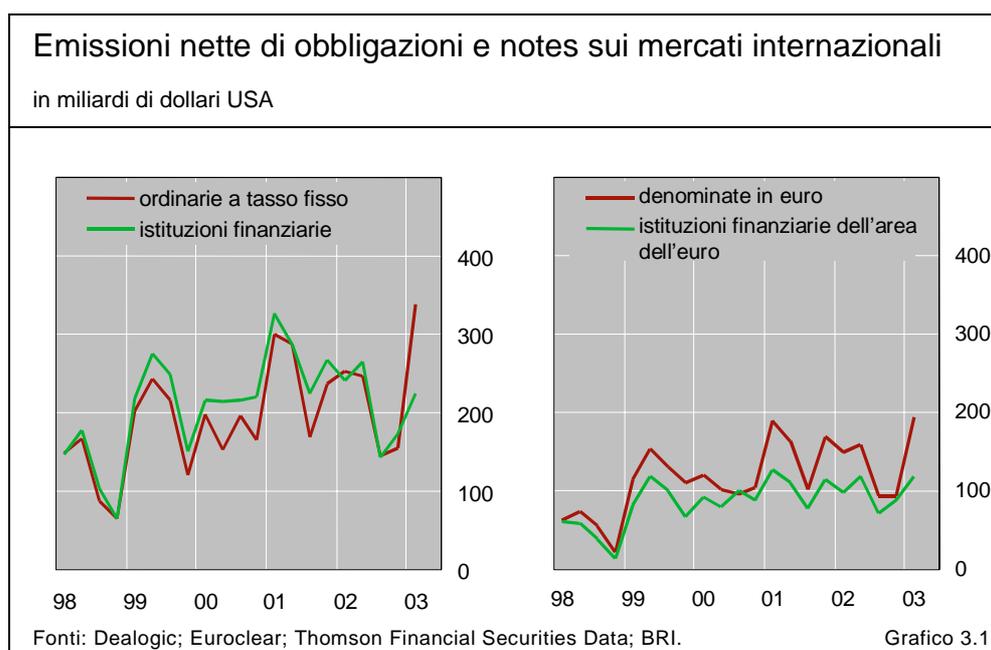
ha inoltre contribuito l'accresciuta domanda di attività più remunerative, incrementando le emissioni nette per il secondo trimestre consecutivo.

Forte aumento delle emissioni ordinarie a tasso fisso, alimentato dalla raccolta delle istituzioni finanziarie

La vigorosa crescita dei finanziamenti netti raccolti sul mercato internazionale dei titoli di debito tra il quarto trimestre 2002 e il primo trimestre 2003 è principalmente riconducibile all'attività delle istituzioni finanziarie. Al netto dei rimborsi, le emissioni di questi prenditori sono aumentate del 60%, a \$270 miliardi. Particolarmente cospicuo è stato l'incremento della raccolta delle istituzioni finanziarie nell'area dell'euro, che ha contribuito a sospingere al massimo storico le emissioni denominate in euro.

La maggiore attività delle istituzioni finanziarie si è altresì accompagnata a un'impennata delle emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso. Dal momento che tali strumenti rappresentano una quota elevata della raccolta di questa categoria di prenditori, l'aumento non dovrebbe destare stupore. Tuttavia, la sua entità è stata maggiore di quanto ci si sarebbe potuto attendere (grafico 3.1). Le emissioni sono infatti più che raddoppiate nei due trimestri a cavallo tra il 2002 e il 2003, raggiungendo l'importo record di \$339 miliardi, mentre l'elasticità stimata di 0,88 faceva prevedere un aumento del solo 25%. Evidentemente, le istituzioni finanziarie hanno cercato di assicurarsi bassi costi di raccolta, emettendo un volume di titoli ordinari a tasso fisso relativamente maggiore di quello suggerito dai precedenti storici. All'aumento di questo tipo di emissioni hanno concorso anche i collocamenti netti di imprese non finanziarie (si veda oltre). Nello stesso periodo i riscatti anticipati da parte delle istituzioni finanziarie sono saliti da \$7 a 17 miliardi, e

Impennata delle emissioni ordinarie a tasso fisso ...



ciò potrebbe indicare che almeno una parte dei nuovi fondi è stata impiegata per liquidare passività in essere, presumibilmente più onerose. I rimborsi totali effettuati da questi prenditori sono balzati da \$232 a 323 miliardi, contribuendo a portare il totale dei rimborsi di obbligazioni e notes al livello record di \$416 miliardi.

L'attività netta di emissione delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro è stata particolarmente esuberante. Tra il quarto trimestre 2002 e il primo trimestre di quest'anno essa è cresciuta del 66%, a \$145 miliardi, mentre quella delle omologhe istituzioni nordamericane è aumentata del 27% soltanto, a \$60 miliardi. Per l'area dell'euro nel suo insieme l'espansione è stata determinata da una crescita dell'indebitamento netto delle istituzioni finanziarie sia pubbliche che private. Nel caso di queste ultime esso è aumentato del 63%, a \$109 miliardi. Ad incrementare maggiormente la raccolta netta sono state le istituzioni finanziarie private in Germania (di \$20 miliardi circa). Tra i più ingenti collocamenti effettuati nel primo trimestre 2003 da prenditori di questa categoria figurava un'obbligazione per €4 miliardi della banca tedesca DEPFA ACS. Sempre in Germania si è concentrato l'incremento dell'attività netta delle istituzioni finanziarie pubbliche. Sia le Landesbanken che il Kreditanstalt für Wiederaufbau hanno fatto registrare livelli record di raccolta sul mercato obbligazionario internazionale. La crescita dell'indebitamento netto delle istituzioni finanziarie è stato in parte il risultato di un'accelerazione dei collocamenti internazionali di Pfandbriefe. Nel primo trimestre dell'anno gli spread su questi strumenti sono scesi, provocando un aumento delle emissioni a €27 miliardi, dai €10 miliardi del periodo precedente. Tra i maggiori emittenti figuravano Eurohypo AG e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, con prestiti per €3 miliardi ciascuno.

L'accresciuta attività delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro ha contribuito a portare i collocamenti netti denominati nella moneta unica al livello record di \$226 miliardi, più del doppio di quello del trimestre precedente (tabella 3.3). Ciò ha in parte rispecchiato la tendenza di queste istituzioni a emettere passività nella propria valuta (grafico 3.1), anche se l'ampiezza dell'aumento è superiore ai parametri storici. Al netto dei rimborsi, i collocamenti di obbligazioni e notes in euro sono più che raddoppiati, a \$194 miliardi, mentre l'elasticità tra emissioni nette in euro e raccolta netta delle istituzioni finanziarie dell'area, stimata in 1,18, avrebbe giustificato un aumento inferiore, pari al 43%. Un contributo è provenuto anche dalle emissioni in euro di residenti nordamericani, aumentate da -\$0,4 a 15,9 miliardi tra l'ultimo trimestre 2002 e quello in esame. I due maggiori prestiti di questo tipo sono state le notes lanciate da Freddie Mac (per €4 miliardi) e General Electric Capital Corporation (per €1,75 miliardi).

L'attività di emissione delle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro ha altresì contribuito a un aumento dei collocamenti netti di commercial paper (CP) sul mercato internazionale, saliti al volume record di \$47 miliardi nel primo trimestre di quest'anno. Tuttavia, tale espansione non ha interessato il mercato interno della CP, molto più ampio; in termini di stock esso ha fatto

... e dei collocamenti di istituzioni finanziarie dell'area dell'euro

Più che raddoppiate le emissioni nette denominate in euro

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

in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		2001	2002	2002				2003
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Nord America	Dollaro USA	524,9	304,0	125,6	93,5	35,7	49,3	39,7
	Euro	65,1	40,0	18,3	14,7	7,3	-0,4	15,9
	Yen	19,1	-7,2	-4,1	1,0	-1,5	-2,5	0,0
	Altre valute	7,2	12,5	3,5	6,0	-0,8	3,8	2,5
Europa	Dollaro USA	56,3	73,7	6,6	43,6	4,8	18,8	39,1
	Euro	520,1	468,9	137,4	134,1	101,5	96,0	206,2
	Yen	-2,9	-26,1	-12,6	-4,0	-7,0	-2,5	-3,9
	Altre valute	72,4	89,0	17,0	31,3	23,9	16,8	26,5
Altre aree	Dollaro USA	70,6	44,0	23,0	11,5	4,6	5,0	16,8
	Euro	12,0	14,4	3,1	7,1	5,5	-1,2	4,3
	Yen	0,5	-8,3	-12,5	6,0	2,1	-3,9	-2,2
	Altre valute	2,2	11,0	3,2	-2,3	5,5	4,6	6,9
Totale	Dollaro USA	651,9	421,8	155,1	148,5	45,1	73,0	95,6
	Euro	597,3	523,4	158,8	155,9	114,3	94,4	226,3
	Yen	16,7	-41,6	-29,3	3,0	-6,4	-8,9	-6,0
	Altre valute	81,8	112,5	23,7	35,0	28,6	25,2	35,9

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

registrare una contrazione di \$24 miliardi che, sebbene ingente, è decisamente inferiore a quella osservata nei primi sei mesi del 2002.

Si intensifica la raccolta delle imprese con l'aumento delle emissioni collegate ad azioni

Nel primo trimestre di quest'anno la raccolta delle imprese non finanziarie sul mercato internazionale dei titoli di debito ha segnato una certa ripresa rispetto a livelli alquanto esigui. Dopo due trimestri di totale ristagno, le emissioni nette di questi mutuatari sono cresciute a \$16 miliardi. L'aumento va quasi interamente ascritto ai prenditori privati, la cui raccolta – dopo i saldi negativi dei due precedenti trimestri – è tornata su valori positivi (\$11 miliardi). In questo periodo sono cresciuti anche i collocamenti su base lorda (a \$55 miliardi, dai \$40 del trimestre precedente), principalmente grazie all'attività di mutuatari europei, mentre le emissioni di società USA sono rimaste sostanzialmente stabili. Secondo alcune indicazioni, i prenditori societari si sarebbero avvantaggiati dei minori costi di finanziamento. Parte dei nuovi fondi è stata impiegata per rimborsare obbligazioni in essere a tasso variabile, dato che le emissioni nette di questi strumenti da parte di società non finanziarie sono rimaste negative per il sesto trimestre consecutivo. Per contro, le imprese non finanziarie hanno accresciuto da \$10 a 20 miliardi i collocamenti netti di obbligazioni e notes a tasso fisso.

Le imprese europee si assicurano bassi rendimenti ...

I bassi costi di finanziamento avrebbero spinto i prenditori societari anche ad allungare la scadenza del debito. La durata media delle emissioni di società non finanziarie si è estesa da 9,9 a 11,3 anni, il livello medio più alto dal primo trimestre 1999. In effetti, alcuni tra i maggiori nuovi prestiti recavano scadenze molto lunghe. France Télécom, ad esempio, ha raccolto complessivi €1,5 miliardi con due emissioni trentennali, ed Électricité de France €850 milioni con scadenza analoga.

... e scadenze più lunghe

Nel primo trimestre 2003 le emissioni lorde annunciate di strumenti collegati ad azioni sono salite a \$17 miliardi, dai livelli relativamente modesti della seconda metà del 2002. Nella quasi totalità dei casi, si è trattato di obbligazioni convertibili. Per la prima volta dal terzo trimestre 1999, i collocamenti lordi di tali strumenti hanno superato quelli di azioni internazionali, anche se questi ultimi sono stati particolarmente modesti. Inoltre, l'aumento delle emissioni collegate ad azioni non è stato sufficiente a riportare i collocamenti complessivi di strumenti azionari e collegati ad azioni ai livelli registrati nel 2000 e nel 2001.

Sostanziale aumento dei collocamenti di obbligazioni convertibili ...

Il valore intrinseco delle obbligazioni convertibili dipende congiuntamente dai rischi di credito, di interesse e azionario, poiché gli investitori hanno la facoltà di convertire l'obbligazione in un dato numero di titoli azionari. Nelle condizioni di mercato attuali, tale facoltà potrebbe rendere questi strumenti particolarmente appetibili per alcuni investitori. L'aumento della volatilità sui mercati azionari nel periodo in esame ha infatti accresciuto il valore dell'opzione implicita. Inoltre, le obbligazioni convertibili consentono agli operatori che desiderino disinvestire da mercati azionari depressi di acquistare un'attività che presenta a un tempo il rischio di credito di uno strumento a tasso fisso e il potenziale di crescita delle azioni. Per gli emittenti l'attrattiva consiste nel corrispondere rendimenti generalmente inferiori a quelli degli strumenti ordinari a tasso fisso, data la compensazione offerta dalla facoltà opzionale incorporata. Infine, l'elevata domanda di strumenti convertibili – per lo più da parte di fondi speculativi (hedge fund) – ha spinto al ribasso gli spread, favorendo un aumento delle emissioni. Nel trimestre sotto rassegna l'ammontare totale delle attività detenute da hedge fund che adottano strategie di arbitraggio basate sull'uso di obbligazioni convertibili ha toccato un livello senza precedenti.

Una quota relativamente ampia delle attuali emissioni di strumenti convertibili è costituita da titoli con obbligo di conversione ("mandatory convertible"). Questi titoli sono convertiti automaticamente in azioni alla data di scadenza specificata, eliminando la componente opzionale per l'acquirente. Il trasferimento del rischio in capo al compratore è di norma compensato da un maggiore rendimento. Le società possono essere interessate a emettere "mandatory convertible" per evitare l'esperienza del 1999 e 2000, quando numerose imprese di telecomunicazioni emisero obbligazioni convertibili confidando nel fatto che al momento del rimborso sarebbe stata esercitata la facoltà di conversione. Tuttavia, nella maggior parte dei casi ciò non avvenne a causa del forte calo dei corsi azionari, e le società dovettero far fronte a rapporti di indebitamento molto più alti del previsto. Un altro aspetto

... per lo più di riflesso all'aumento dei titoli "mandatory convertible"

interessante per gli emittenti di titoli con obbligo di conversione risiede nel fatto che questi non sono in genere considerati dalle agenzie di rating alla stregua di vero e proprio debito. Nel primo trimestre 2003 i maggiori collocamenti di "mandatory convertible" sono stati effettuati da Deutsche Telekom e da Sumitomo Mitsui Financial Group, rispettivamente per €2,3 miliardi e ¥345 miliardi (o \$2,9 miliardi).

Ulteriore recupero dell'attività di raccolta dei paesi in via di sviluppo

Nel primo trimestre di quest'anno i mutuatari dei paesi in via di sviluppo (PVS) hanno incrementato la raccolta sul mercato obbligazionario internazionale, traendo vantaggio da un ulteriore restringimento dei differenziali sovrani (cfr. Quadro generale degli sviluppi). Dopo un aumento del 28% tra il terzo e il quarto trimestre 2002, nel periodo sotto rassegna le emissioni nette di questo gruppo di paesi sono cresciute di un ulteriore 52%, a \$13,2 miliardi (tabella 3.1). Esse continuano tuttavia a situarsi al di sotto della media trimestrale di \$17 miliardi su base netta registrata nei tre anni precedenti la crisi finanziaria asiatica del 1997. Il collocamento internazionale più ingente effettuato da un prestatore di quest'area nel primo trimestre 2003 è stato il prestito obbligazionario decennale a tasso fisso per \$2 miliardi lanciato dagli Stati Uniti del Messico e quotato con uno spread di 246 punti base sul rendimento del Treasury USA di pari scadenza.

I nuovi finanziamenti netti dei PVS sono stati caratterizzati da un elevato grado di concentrazione. Infatti, quasi i due terzi della loro crescita sono il risultato dell'aumento dei collocamenti del solo Brasile. I prestatori di questo paese hanno approfittato della minore avversione al rischio degli investitori mondiali e di un'attenuazione delle incertezze politiche interne nel periodo sotto rassegna per attingere cospicui fondi. Le loro emissioni nette sono salite a \$1,5 miliardi, da -\$1,3 miliardi nel trimestre precedente. I finanziamenti si sono per lo più situati nel segmento a breve della curva dei rendimenti. Al netto dei rimborsi, le emissioni di strumenti del mercato monetario sono cresciute su base trimestrale da \$0,6 a 2,3 miliardi, mentre quelle di obbligazioni e notes, pari a -\$0,9 miliardi, sono rimaste negative per il secondo trimestre consecutivo.

Sebbene gli spread sui titoli turchi siano fortemente aumentati a metà marzo alla notizia del drastico ridimensionamento del programma di sostegno finanziario statunitense per svariati miliardi di dollari, un generale allentamento delle incertezze politiche ha consentito agli emittenti della Turchia di fare ritorno al mercato internazionale dei titoli di debito. I fondi raccolti sono ammontati a \$0,2 miliardi, dopo tre trimestri di emissioni nette negative.

Uno sviluppo significativo concernente la raccolta delle economie emergenti è stato l'inserimento di clausole di azione collettiva ("collective action clauses", CAC) in quattro obbligazioni sovrane. Tali clausole consentono di avviare una ristrutturazione del debito con l'approvazione di una maggioranza qualificata di creditori, anziché la loro unanimità. Questa disposizione è considerata come un'alternativa ai procedimenti fallimentari

Migliora l'accesso ai mercati dei capitali per i PVS

Un importante sviluppo riguarda le obbligazioni con clausole di azione collettiva

internazionali per la risoluzione di eventuali insolvenze sovrane. L'adozione di tali clausole è stata preceduta da un lungo dibattito sulle possibilità di migliorare le procedure di ristrutturazione del debito sovrano. Gli emittenti avevano inizialmente ritenuto che l'inserimento di CAC avrebbe potuto aumentare gli spread loro applicati¹. Allo stesso tempo, alcuni investitori temevano che la loro inclusione fosse indicativa di una certa probabilità attribuita dall'emittente a un'eventuale insolvenza.

Clausole di azione collettiva sono state incorporate nel primo trimestre 2003 in un'emissione obbligazionaria messicana, e agli inizi del trimestre successivo in due emissioni messicane e in una brasiliana. In alcune giurisdizioni, come quella inglese, questa è prassi corrente. Nel caso del Messico, si è trattato delle prime obbligazioni con CAC collocate sul mercato internazionale da un importante creditore di un paese emergente in base alla legislazione dello Stato di New York. L'obbligazione brasiliana è stata la prima di qualità non bancaria emessa da un importante mutuatario a prevedere tali clausole. Nelle quattro fattispecie, l'inclusione di CAC non sembra aver richiesto un premio addizionale.

Messico e Brasile sono i precursori

Con l'emissione di obbligazioni corredate da CAC il Messico ha cercato di istituire un nuovo benchmark, ma sussistono numerose differenze nella documentazione legale tra le obbligazioni emesse dal Messico e dal Brasile e quelle recentemente annunciate dall'Uruguay. Oggetto di ampia discussione è stata, ad esempio, la soglia effettiva necessaria per una modifica delle condizioni di pagamento. Il Messico aveva fissato la soglia minima di consenso al 75% degli obbligazionisti, mentre alcuni investitori avevano proposto una percentuale più elevata. L'Uruguay ha annunciato di voler impiegare la stessa soglia per i nuovi prestiti da emettere a fronte della ristrutturazione del debito sovrano. Tuttavia, una percentuale più alta (85%) è stata adottata nel caso del Brasile.

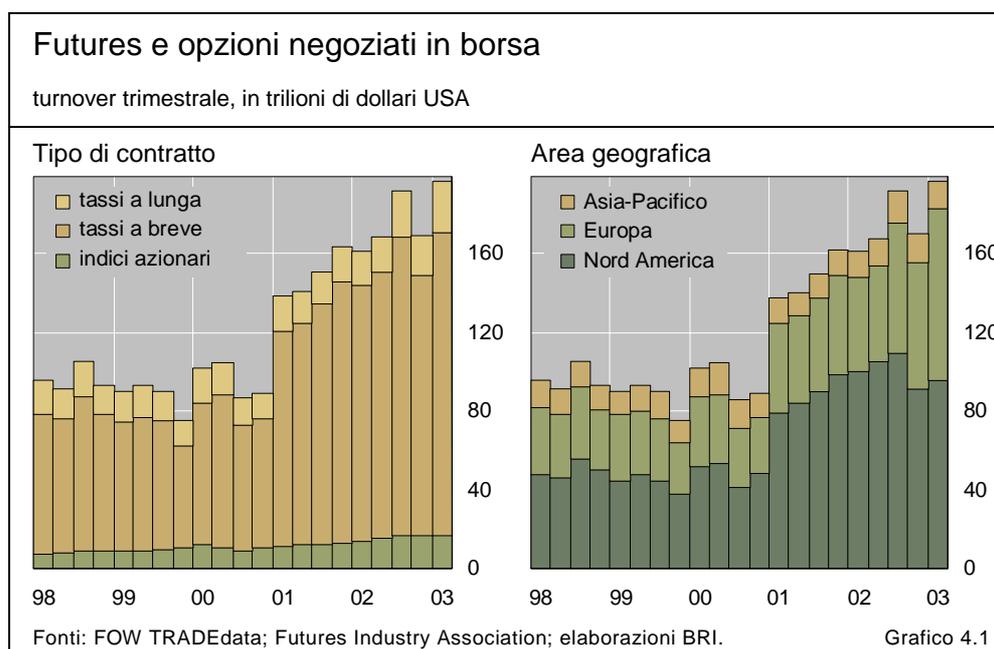
Non vi è ancora armonizzazione sulle CAC

¹ Tsatsaronis (1999) ha riscontrato la presenza di un effetto di questo tipo, che però non è sistematico (cfr. K. Tsatsaronis "L'effetto delle clausole di azione collettiva (CAC) sugli spreads delle obbligazioni di emittenti sovrani", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre 1999, pagg. 23-25).

4. I mercati degli strumenti derivati

Il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI ha segnato un recupero nel primo trimestre 2003. Il valore complessivo degli scambi di contratti su tassi d'interesse, indici di borsa e valute è aumentato del 16%, a \$197 trilioni (grafico 4.1). L'attività è stata diseguale fra le principali categorie di rischio: mentre le negoziazioni di contratti sul reddito fisso sono sensibilmente cresciute, quelle di strumenti su indici azionari hanno subito un calo marginale. Straordinariamente dinamici sono stati gli scambi di derivati su obbligazioni europee. Le borse valori hanno continuato a introdurre nuovi strumenti, tra cui futures sui tassi EONIA ("euro overnight index average", cfr. riquadro a pag. 36).

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano una forte espansione dei valori lordi di mercato nella seconda metà del 2002 (grafico 4.5 e tabella 4.1). Questi sono saliti del 43%, situandosi a \$6,4 trilioni a fine anno. Gli swap di tasso d'interesse hanno concorso a gran parte dell'aumento, verificatosi evidentemente per effetto del brusco calo dei rendimenti swap nel periodo in esame (cfr. Quadro generale degli sviluppi). Gli acquirenti di questi contratti sarebbero incorsi in perdite e ciò avrebbe



probabilmente indotto alcuni di loro a liquidare le proprie posizioni tramite la sottoscrizione di nuovi swap. Tale interpretazione è del resto suffragata dalla contestuale rapida crescita di questi strumenti in termini di ammontari nozionali. Nel complesso dei mercati OTC, l'ammontare nozionale dei contratti è salito dell'11%, a \$142 trilioni.

Gli ultimi dati mostrano inoltre che, contrariamente al 2001, lo scorso anno l'attività fuori borsa è accelerata rispetto a quella sui mercati organizzati. I progressi compiuti nell'elaborazione di misure per la riduzione del rischio di controparte potrebbero aver contribuito a preservare la competitività dei mercati OTC.

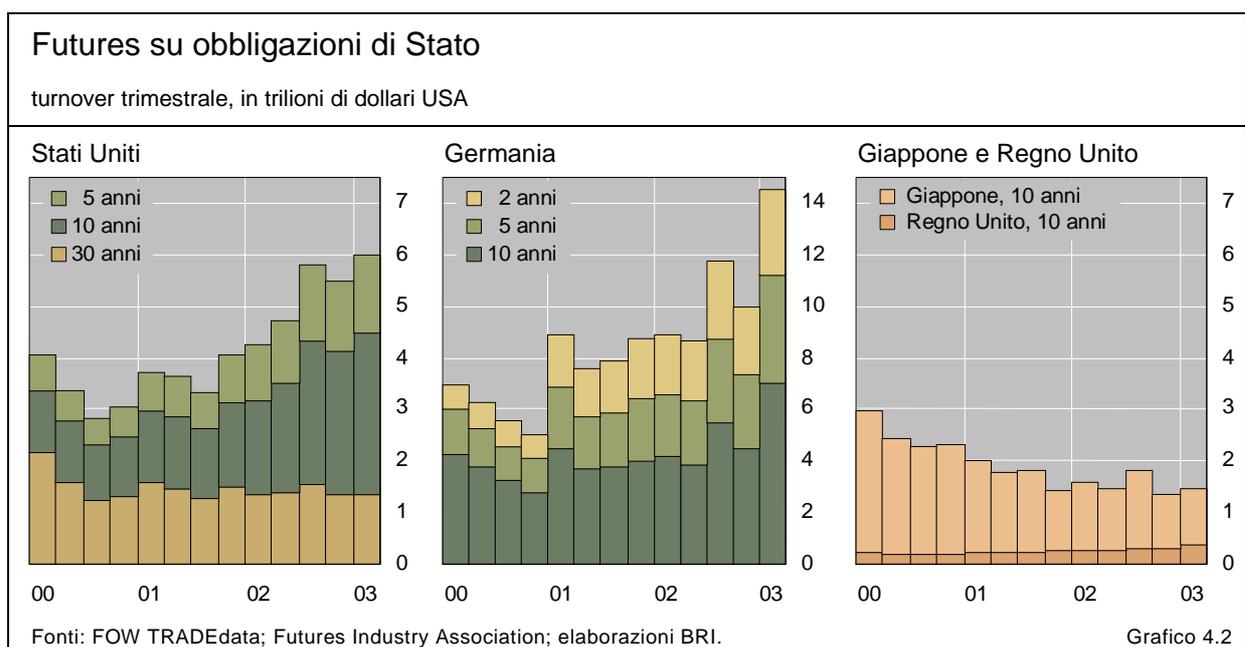
Forte aumento dei contratti di borsa su tassi d'interesse

Nel primo trimestre 2003 le contrattazioni di borsa in strumenti di tasso d'interesse – la più ampia fra le categorie di rischio – hanno registrato un forte recupero in termini aggregati. Dopo aver subito un calo del 13% nel trimestre precedente, gli scambi sono cresciuti del 18%, a \$179,8 trilioni. In termini assoluti, gran parte di questo aumento è riconducibile ai contratti su tassi a breve, inclusi quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen, il cui turnover è salito del 17%, a \$153,8 trilioni. Nondimeno, i prodotti su obbligazioni governative, comprese quelle decennali di Stati Uniti, Germania e Giappone, sono cresciuti a un ritmo più rapido (29%), raggiungendo quota \$26 trilioni (grafico 4.2).

L'aspetto di maggior rilievo dell'attività su tassi d'interesse è stata l'espansione sorprendentemente pronunciata degli scambi in Europa, cresciuti del 37%, a \$83,7 trilioni. Le contrattazioni in strumenti del mercato monetario (in particolare sull'Euribor) sono salite del 35%, a \$67,1 trilioni, mentre quelle in derivati su titoli di Stato (principalmente tedeschi) hanno segnato un aumento del 46%, a \$16,6 trilioni. Le opzioni sulle varie tipologie di futures sul reddito fisso si sono accresciute di quasi il 60%.

Alla ripresa concorrono principalmente i contratti del mercato monetario ...

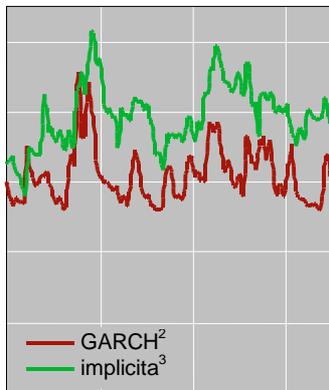
... che registrano un aumento sorprendentemente forte in Europa



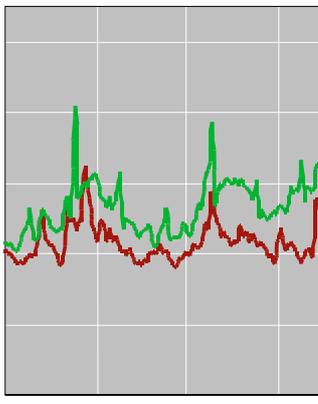
Volatilità sui principali mercati dei titoli di Stato¹

medie mobili di cinque giorni

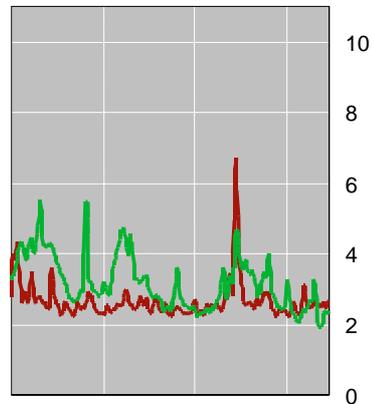
Stati Uniti



Germania



Giappone



lug. 01 gen. 02 lug. 02 gen. 03

lug. 01 gen. 02 lug. 02 gen. 03

lug. 01 gen. 02 lug. 02 gen. 03

¹ Riferita alle obbligazioni decennali. ² Varianza condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere dei rendimenti obbligazionari in base a un modello GARCH(1,1). ³ Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call alla pari.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.3

Le negoziazioni di contratti su tassi d'interesse europei hanno seguito un andamento irregolare nel corso del trimestre. In gennaio esse si sono nettamente riprese dal consueto rallentamento stagionale di dicembre, per poi registrare un modesto aumento in febbraio e raggiungere nuovi record mensili in marzo.

Robusta crescita
dei contratti su
obbligazioni
europee

Vari fattori potrebbero spiegare la crescita particolarmente sostenuta degli strumenti su titoli di Stato tedeschi nel periodo sotto rassegna. In primo luogo, i mercati azionari europei sono stati più volatili di quelli statunitensi (cfr. Quadro generale degli sviluppi). Di fronte ai ripetuti episodi di pressioni al ribasso sui corsi azionari, risulta che gli investitori nell'area dell'euro abbiano spostato parte dei loro fondi dalle borse ai mercati delle obbligazioni governative. I flussi di investimento in titoli di Stato potrebbero essere stati accompagnati da un maggiore ricorso ai futures su obbligazioni governative tedesche per la gestione del rischio di mercato dei titoli di nuova acquisizione. Tali strumenti potrebbero essere stati altresì impiegati per fissare il prezzo di futuri acquisti di titoli governativi. In secondo luogo, come evidenziato dall'apprezzamento dell'euro, nel corso del trimestre è considerevolmente migliorato l'atteggiamento del mercato verso le attività finanziarie dell'area dell'euro. L'aspettativa di ulteriori riduzioni dei tassi ufficiali da parte della BCE, data la debolezza delle economie dell'area, potrebbe avere spronato gli investitori ad acquisire posizioni lunghe aggiuntive in futures su titoli di Stato tedeschi, in previsione di una loro migliore performance rispetto a strumenti analoghi sugli altri principali mercati. Inoltre, alcune banche di investimento hanno raccomandato l'assunzione di posizioni lunghe in opzioni call su tali futures per beneficiare della loro migliore prestazione, in ragione della minore volatilità implicita osservata sui mercati obbligazionari tedeschi rispetto a quelli statunitensi (grafico 4.3). Ciò potrebbe aver concorso all'espansione particolarmente forte delle opzioni su tassi d'interesse osservata nel trimestre in esame. Infine, a

cavallo tra febbraio e marzo gli operatori potrebbero aver approfittato dei rendimenti eccezionalmente bassi sul mercato a pronti per assumere posizioni corte in futures su titoli di Stato tedeschi. Queste transazioni avrebbero consentito di realizzare cospicui profitti dal netto aumento dei tassi obbligazionari verificatosi nella seconda e nella terza settimana di marzo.

Al confronto, l'aumento degli scambi aggregati di prodotti su tassi d'interesse nelle borse valori nordamericane è stato modesto. Il turnover è salito del 5%, a \$86,8 trilioni; i contratti del mercato monetario sono cresciuti del 5%, a 79,1 trilioni, e quelli su titoli di Stato dell'8%, a \$7,7 trilioni. Il rifinanziamento di prestiti ipotecari USA ha raggiunto un nuovo record alla fine del primo trimestre, incentivando presumibilmente le transazioni per la copertura del relativo rischio di rimborso anticipato.

Espansione modesta dei contratti su tassi in Nord America

Nella regione Asia-Pacifico le contrattazioni di prodotti su tassi d'interesse si sono incrementate del 7%, a \$8,7 trilioni. A Singapore, il più ampio mercato asiatico per questo tipo di strumenti, l'attività è aumentata del 6%, a \$4,8 trilioni, mentre in Australia essa è balzata a \$2 trilioni, con un rialzo del 43%. Gli scambi in Giappone sono diminuiti per il secondo trimestre consecutivo (del 12%, a \$1,7 trilioni), principalmente a causa del minore turnover di strumenti del mercato monetario.

Le borse introducono nuovi contratti sui tassi EONIA

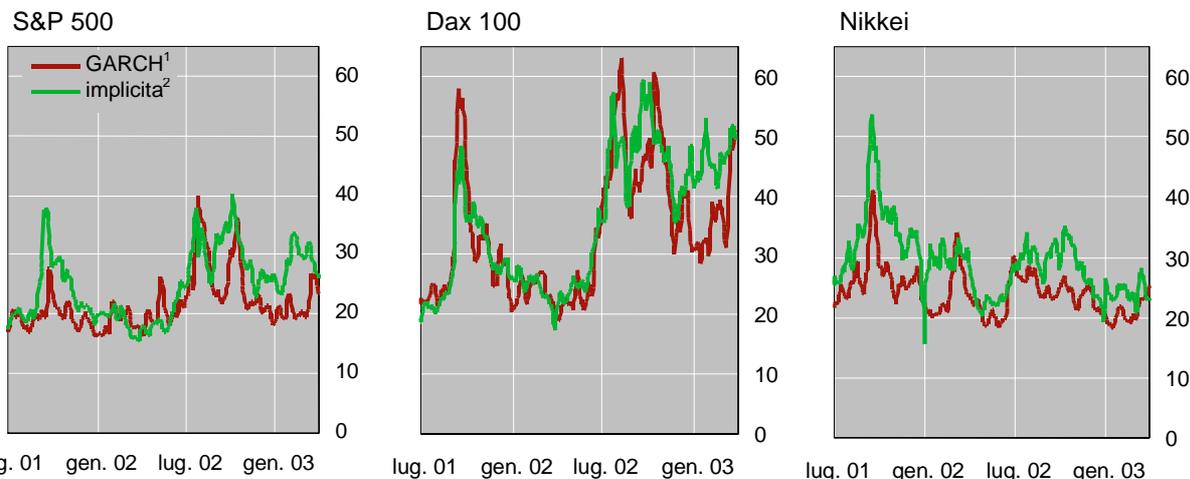
Nel primo trimestre di quest'anno la BRI ha avviato il monitoraggio di 117 nuovi contratti, di cui 68 su indici azionari e su singole azioni, 30 su merci, 10 su valute e 9 su tassi d'interesse.

L'introduzione di futures su EONIA da parte di Eurex a fine gennaio e di Euronext.liffe a inizio febbraio ha richiamato l'attenzione del mercato. I nuovi contratti si basano sulla media mensile del tasso di riferimento calcolato giornalmente dalla BCE per un campione di banche che effettuano operazioni overnight nel mercato interbancario in euro¹. Entrambi i futures sono negoziati per importi unitari di €3 milioni e con un movimento minimo di prezzo di 0,005 punti percentuali. Le scadenze sono mensili e i mesi di consegna sono nove per Euronext.liffe e dodici per Eurex. Questi contratti sono destinati a istituzioni finanziarie che desiderino effettuare una copertura più accurata dei loro rischi di tasso a brevissimo termine. I tassi overnight sono strettamente correlati alle aspettative sulla politica monetaria nell'area dell'euro. Essi sono altresì influenzati dalle pressioni di fine mese sulla liquidità, comprese quelle generate dall'esigenza per le banche di adempiere all'obbligo di riserva il giorno 23 di ciascun mese. Dalla loro introduzione agli inizi del gennaio 1999, i tassi EONIA hanno conquistato lo status di benchmark nei mercati monetario e degli swap di tasso d'interesse dell'area dell'euro. Gli swap su indici overnight ("overnight index swap", OIS), che prevedono lo scambio di un tasso fisso contro un tasso variabile collegato ai tassi EONIA giornalieri, hanno incontrato particolare successo come strumenti di copertura e per l'assunzione di posizioni². Di fatto, il mercato swap a breve dell'area dell'euro si basa ormai quasi esclusivamente sull'EONIA come tasso di riferimento.

¹ Per la precisione, il tasso EONIA corrisponde a una media ponderata dei tassi d'interesse applicati ai prestiti overnight non garantiti sul mercato interbancario dell'area dell'euro. ² Per una trattazione più approfondita dello sviluppo del mercato degli swap in euro, cfr. E.M. Remolona e P.D. Wooldridge, "Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 47-58.

Volatilità sui principali mercati azionari

medie mobili di cinque giorni



¹ Varianza condizionale annualizzata dei rendimenti giornalieri in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call alla pari.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.4

Le incertezze connesse con la guerra frenano le operazioni su indici azionari

L'attività in contratti su indici azionari è leggermente calata nel primo trimestre 2003. La riduzione del 3% nel turnover (sceso a \$16,7 trilioni) è risultata da andamenti contrastanti fra le varie regioni: Nord America e Asia-Pacifico hanno fatto segnare cali (del 5 e 9% rispettivamente), mentre in Europa si è registrata un'espansione del (13%).

In gennaio e febbraio, allorché i mercati azionari globali erano soggetti a pressioni al ribasso, le contrattazioni di prodotti su indici di borsa non sono aumentate in misura apprezzabile. Ciò può aver rispecchiato un ridimensionamento dell'assunzione di rischio, dal momento che le crescenti tensioni geopolitiche avevano accentuato la volatilità dei mercati (grafico 4.4), facendo passare in secondo piano gli annunci di dati macroeconomici e reddituali¹. Tale disimpegno sarebbe coerente con la debole attività osservata in alcuni dei sottostanti mercati a pronti, dove gli investitori si sono mostrati restii a impegnare fondi prima di una risoluzione delle vicende in Medio Oriente. Tuttavia, il forte recupero delle borse a partire dalla seconda settimana di marzo ha provocato un'impennata dell'attività in tutte le principali regioni. Le inversioni di rotta del mercato si accompagnano spesso a un maggiore ricorso a futures su indici azionari, giacché le nuove informazioni o le mutate aspettative spingono gli operatori ad aggiustare le proprie posizioni.

¹ Un'accresciuta volatilità di mercato non provoca necessariamente un aumento dell'attività di negoziazione nei mercati derivati. Livelli sufficientemente elevati di volatilità potrebbero infatti indurre un ridimensionamento delle transazioni "basate su informazioni", che andrebbe a controbilanciare parte dell'aumento meccanico delle transazioni a fini di copertura. Cfr. S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

Le tensioni geopolitiche provocano un ridimensionamento dell'attività

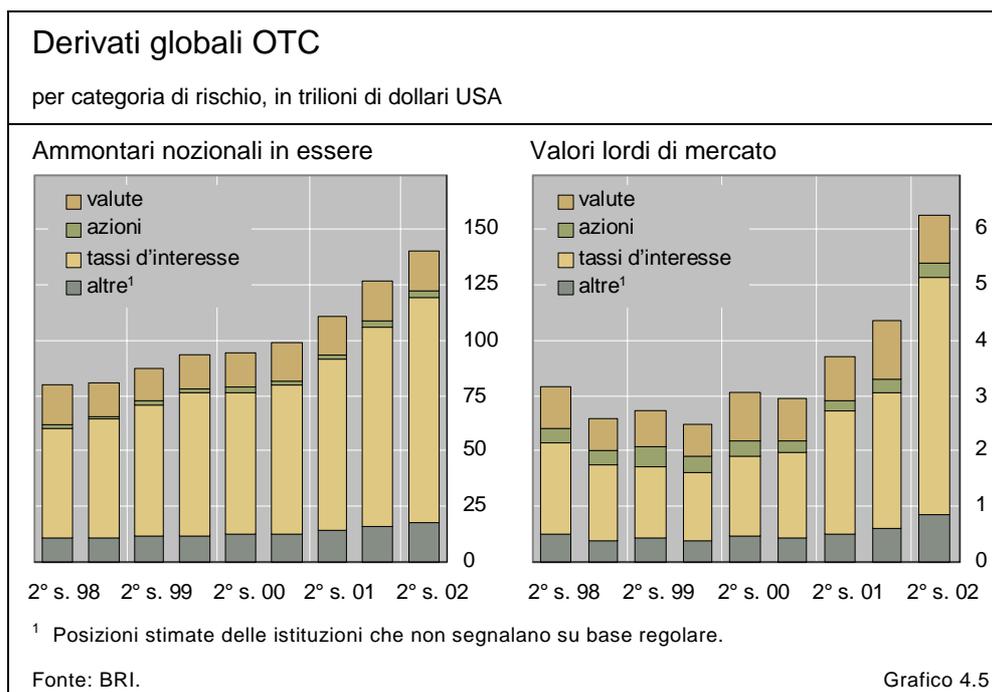
La crescita dei valori lordi alimenta l'attività sui mercati OTC

Le statistiche dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei contratti derivati OTC a fine dicembre 2002 evidenziano un eccezionale balzo dei valori lordi di mercato, saliti del 43%, a \$6,4 trilioni (grafico 4.5). In conseguenza di ciò, il rapporto complessivo fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale ha raggiunto quota 4,5%, il livello più elevato dall'inizio delle rilevazioni BRI. Il balzo è in parte da ascrivere alla crescita degli importi nozionali (si veda oltre); esso è stato nondimeno più ampio di quanto prevedibile unicamente in base all'andamento di quest'ultimo aggregato. Poiché vi hanno ampiamente concorso i prodotti di tasso d'interesse, e in particolare gli swap, è probabile che questo andamento rifletta una forte espansione dei mercati swap tra luglio e gli inizi di ottobre.

I valori lordi di mercato misurano il costo di sostituzione complessivo di tutti i contratti in essere nell'ipotesi che questi siano regolati l'ultimo giorno di un dato periodo di segnalazione (31 dicembre 2002 nel caso dell'indagine più recente). Rispetto agli ammontari nozionali, essi costituiscono pertanto un indicatore più accurato del rischio di credito di controparte. Il valore lordo di mercato dei contratti a termine, come gli swap, è generalmente pari a zero all'inizio del contratto. Tuttavia, le successive variazioni dei prezzi delle attività sottostanti fanno emergere, sulla base del "marking-to-market", guadagni e perdite simmetriche per le controparti. Di conseguenza, i valori lordi di mercato tendono a rispecchiare i movimenti dei prezzi delle attività finanziarie. È probabile che la tendenza al ribasso dei rendimenti swap nel periodo in esame abbia ingenerato perdite di valore per le posizioni degli acquirenti di tali strumenti, dal momento che minori tassi di mercato avrebbero comportato una riduzione del tasso fisso corrisposto sugli swap di nuova sottoscrizione rispetto a quelli stipulati in periodi precedenti. Al fine di ridurre le perdite potenziali

Eccezionale aumento dei valori lordi di mercato

Gli operatori confrontati a perdite sul mercato swap ...



... cercano di liquidare le esposizioni

future, alcuni operatori potrebbero aver invertito le posizioni aperte in swap attraverso la sottoscrizione di nuovi contratti, facendo così aumentare lo stock in essere. L'aumento dei valori lordi di mercato avrebbe così prodotto un feedback positivo sulle dimensioni del mercato OTC.

I mercati derivati OTC hanno difatti continuato a crescere rapidamente nella seconda metà del 2002: l'ammontare nozionale totale stimato dei contratti in essere è salito a quasi \$142 trilioni, l'11% in più rispetto a fine giugno. Nel precedente semestre l'aumento era stato del 15%. Questa vigorosa espansione è in linea con i dati segnalati da altre fonti di mercato².

Mercato globale dei derivati over-the-counter (OTC)¹

posizioni in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine giugno 2001	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2001	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002
Totale generale	99 755	111 178	127 564	141 737	3 045	3 788	4 450	6 361
A. Contratti su valute	16 910	16 748	18 075	18 469	773	779	1 052	881
A termine secco e riporti	10 582	10 336	10 427	10 723	395	374	615	468
Swap	3 832	3 942	4 220	4 509	314	335	340	337
Opzioni	2 496	2 470	3 427	3 238	63	70	97	76
B. Contratti su tassi d'interesse ²	67 465	77 568	89 995	101 699	1 573	2 210	2 468	4 267
FRA	6 537	7 737	9 146	8 792	15	19	19	22
Swap	51 407	58 897	68 274	79 161	1 404	1 969	2 214	3 864
Opzioni	9 521	10 933	12 575	13 746	154	222	235	381
C. Contratti su azioni	1 884	1 881	2 214	2 309	199	205	243	255
A termine e swap	329	320	386	364	49	58	62	61
Opzioni	1 556	1 561	1 828	1 944	150	147	181	194
D. Contratti su merci ³	590	598	777	923	83	75	78	85
Oro	203	231	279	315	21	20	28	28
Altri	387	367	498	608	62	55	51	57
A termine e swap	229	217	290	402	...	...	...	...
Opzioni	158	150	208	206	...	...	...	...
E. Altri contratti ⁴	12 906	14 384	16 503	18 337	417	519	609	871
Esposizione creditoria lorda ⁵	.	.	.	.	1 019	1 171	1 316	1 511

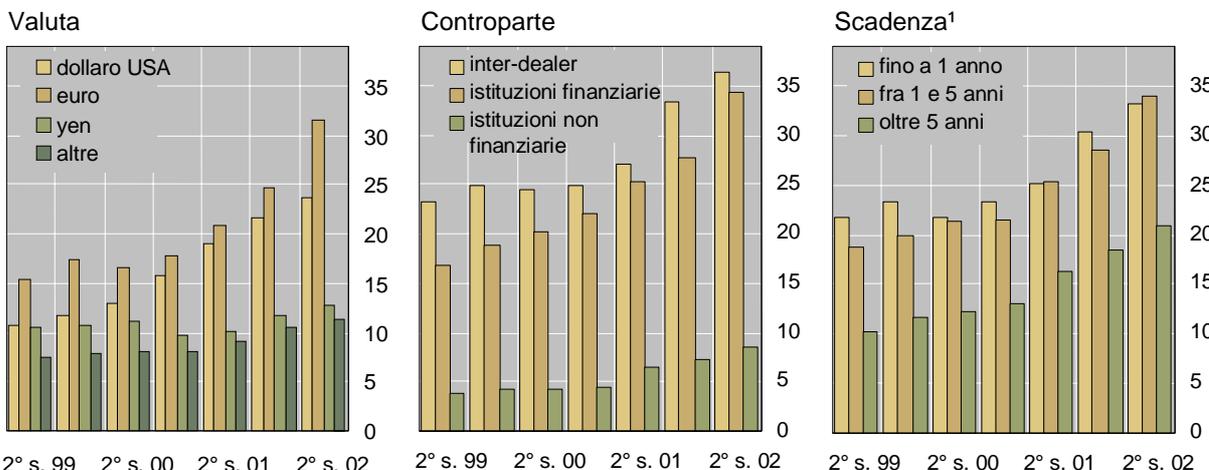
¹ Le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli importi nozionali sono stati corretti dimezzando le posizioni verso altri operatori dichiaranti. I valori lordi di mercato sono calcolati sommando l'importo dei contratti con valore lordo positivo all'importo assoluto dei contratti con valore lordo negativo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

Tabella 4.1

² I dati pubblicati nelle rispettive indagini di mercato di altre fonti, quali l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) e l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) USA, hanno confermato la rapida espansione del mercato OTC. L'ISDA rilevava per la seconda metà del 2002 un aumento del 21% nello stock globale di contratti negoziati fuori borsa, mentre l'OCC segnalava una crescita del 12% nelle disponibilità bancarie in derivati (per lo più di tipo OTC). Ulteriori informazioni sono reperibili sui siti internet www.isda.org e www.occ.treas.gov.

Swap su tassi d'interesse

ammontare nozionale in essere, in trilioni di dollari USA



¹ Compresi i forward rate agreement (FRA), che a fine dicembre 2002 rappresentavano circa il 6% del totale nozionale in essere.

Fonte: BRI.

Grafico 4.6

I contratti su tassi d'interesse trainano i mercati derivati OTC

L'espansione dei mercati OTC ha continuato a essere trainata dal segmento dei tassi d'interesse, la più ampia tra le categorie di rischio (grafico 4.5 e tabella 4.1), che ha fatto segnare un aumento del 13% nei contratti in essere. Per contro, l'attività in prodotti valutari – la seconda delle categorie di rischio in ordine di grandezza – è stata modesta, avendo registrato un aumento del 2% in termini di stock, così come quella in strumenti collegati ad azioni, salita del 4%. Infine, è rimasta sostenuta l'attività nei contratti su merci, la minore delle categorie, i cui importi in essere si sono accresciuti di quasi il 20%³.

L'aumento del 13% dei contratti su tassi d'interesse ha portato il loro ammontare in essere a \$101,7 trilioni. All'interno della categoria, gli swap sono cresciuti del 16%, a \$79,2 trilioni, e le opzioni del 9%, a \$13,7 trilioni. I forward rate agreement (FRA) sono calati del 4%, a \$8,8 trilioni, dopo un'espansione particolarmente pronunciata nel semestre precedente.

Il mercato degli swap di tasso d'interesse denominati in euro è cresciuto in modo particolarmente rapido: il valore dei contratti aperti è salito del 28%, a \$31,5 trilioni (grafico 4.6), rispetto al 18% osservato nel semestre precedente. Sebbene ciò abbia in parte rispecchiato un contestuale apprezzamento di quasi l'8% dell'euro nei confronti del dollaro USA (valuta di riferimento per l'indagine semestrale della BRI), la crescita sottostante rettificata per gli effetti di cambio è stata comunque elevata (20%).

Negli ultimi anni il mercato degli swap in euro si è sviluppato a un ritmo discontinuo; l'espansione è stata rapida all'indomani dell'introduzione della

Rapida crescita degli swap denominati in euro ...

³ L'indagine semestrale della BRI sull'attività nei mercati derivati OTC non copre il segmento dei derivati creditizi che, secondo fonti di mercato, sarebbe cresciuto rapidamente negli ultimi tempi.

... dopo l'andamento discontinuo degli ultimi anni

moneta unica europea, dal momento che questi strumenti hanno assunto il ruolo di benchmark sui mercati europei del reddito fisso; tra la seconda metà del 1999 e la prima metà del 2001, alla conclusione del processo di aggiustamento degli stock nel nuovo mercato integrato, la crescita ha segnato una pausa, per poi riacquistare vigore a partire dalla seconda metà del 2001. Quest'ultima fase ascendente sembra essere collegata a due fattori principali. Primo, il forte aumento delle emissioni obbligazionarie in euro ha impresso uno slancio all'attività di arbitraggio e copertura di emittenti e intermediari. Secondo, il manifestarsi di fenomeni di "squeeze" sui mercati dei titoli di Stato tedeschi e dei relativi derivati di borsa ha indotto gli operatori a spostarsi verso strumenti più affidabili per la copertura e l'assunzione di posizioni su passività diverse da quelle del settore pubblico⁴

Attività meno esuberante negli altri mercati swap

L'attività negli altri principali mercati degli swap su tassi d'interesse è stata meno esuberante di quella sul segmento dell'euro. L'ammontare nozionale dei contratti in dollari USA è salito del 10%, a \$23,7 trilioni, con un calo rispetto al 14% del semestre precedente. L'impennata dei rifinanziamenti ipotecari USA agli inizi di ottobre ha continuato a favorire il ricorso agli swap per la copertura del rischio di rimborso anticipato. Tuttavia, all'aumento delle operazioni di questo tipo ha probabilmente fatto seguito una certa moderazione dell'attività di posizionamento dopo il taglio eccezionalmente ampio apportato ai tassi ufficiali dalla Riserva federale agli inizi di novembre. In conseguenza di tale provvedimento, le aspettative degli operatori si sono orientate verso una stabilità dei mercati del reddito fisso nei mesi successivi.

Nello stesso periodo, il valore espresso in dollari USA degli swap denominati in yen è salito del 9%, a \$12,8 trilioni, per lo più grazie all'aumento delle posizioni non detenute da intermediari.

L'attività OTC accelera rispetto a quella di borsa

I dati più recenti mostrano inoltre che l'attività fuori borsa è ancora cresciuta rispetto a quella sui mercati organizzati. Nella seconda metà dello scorso anno, i contratti OTC in essere hanno segnato un aumento dell'11%, mentre sui mercati organizzati le posizioni aperte sono calate dell'1%. Questo andamento contrasta con quello osservato nel 2001, quando l'attività di borsa aveva superato quella OTC. All'epoca gli analisti avevano attribuito tale preferenza ai potenziali timori per il rischio di controparte sul mercato OTC, alimentati dal declassamento di alcuni importanti operatori e dall'accresciuta concentrazione del comparto inter-dealer. Tali preoccupazioni avrebbero spinto gli investitori a trasferire parte delle transazioni verso le borse, per beneficiare della garanzia offerta dalla stanza di compensazione. Tuttavia, i partecipanti ai mercati OTC hanno adottato varie misure per migliorare la gestione delle esposizioni al rischio di credito, tra cui un sempre maggiore impiego di garanzie e accordi

Iniziative per preservare la competitività dei mercati OTC

⁴ I fattori alla base dell'espansione del mercato degli swap di tasso d'interesse in euro sono analizzati da Remolona e Wooldridge (cfr. il riferimento alla nota 2 del riquadro a pag. 36). La questione degli "squeeze" nel mercato dei futures su titoli di Stato tedeschi è trattata nel riquadro alle pagg. 34-35 dell'edizione del giugno 2002 della *Rassegna trimestrale BRI*.

bilaterali di netting⁵. Queste iniziative potrebbero aver contribuito a preservare la competitività dei mercati non organizzati.

Va inoltre rilevato che, a partire dalla prima metà del 1998 (anno in cui la BRI ha avviato l'indagine sui derivati OTC), entrambi i mercati sono cresciuti a un ritmo alquanto simile, ma l'espansione di quelli fuori borsa è stata meno discontinua. In parte, ciò rispecchia il fatto che su questi mercati le operazioni di copertura e di negoziazione comportano la sottoscrizione di nuovi contratti, che accresce gradualmente gli ammontari nozionali in essere. Sui mercati organizzati gli operatori preferiscono evitare la consegna dello strumento sottostante mediante la costituzione di una posizione di segno opposto prima della scadenza. Queste operazioni determinano una diminuzione delle posizioni aperte, a causa della compensazione dei contratti operata dalla borsa.

La crescita dei mercati OTC è più stabile

⁵ L'ISDA ha pubblicato i risultati di un'indagine condotta nel 2003, da cui emerge che l'ammontare delle garanzie impiegate nelle transazioni in derivati negoziate privatamente era aumentato del 70% rispetto all'analoga indagine del 2002. Le garanzie coprivano il 55% delle operazioni sul reddito fisso e il 51% delle esposizioni al rischio di controparte. L'OCC ha inoltre segnalato che l'ammontare di esposizioni lorde bancarie USA in derivati compensate tramite netting bilaterale era cresciuto di addirittura l'81% nel quarto trimestre 2002. Maggiori informazioni sono disponibili sui siti internet www.isda.org e www.occ.treas.gov.

Flussi di capitali nell'Est asiatico dalla crisi del 1997¹

Da quando la crisi ha colpito l'Est asiatico sei anni orsono i flussi di capitali tra la regione e il resto del mondo sono cambiati in maniera significativa. Questi mutamenti sono stati la conseguenza di un'alterazione delle condizioni economiche all'interno e all'esterno della regione. Tuttavia, alcuni aspetti della nuova configurazione di tali flussi sollevano importanti quesiti attinenti alla sfera delle politiche.

In primo luogo, l'Est asiatico è un esportatore netto di capitali nel resto del mondo per importi assai considerevoli. La domanda estera che ha determinato un surplus nelle esportazioni ha indubbiamente agevolato la ripresa dalla crisi asiatica. Inoltre, anche gli Stati Uniti hanno beneficiato dei corrispondenti afflussi di fondi per finanziare il deficit di parte corrente. Nondimeno, è difficile credere che nel lungo periodo la regione possa continuare a esportare risparmi di tale entità, o che il disavanzo USA possa essere sostenuto indefinitamente.

In secondo luogo, l'Est asiatico è impegnato in uno scambio internazionale di rischio che, oltre a riequilibrare e consolidare sia i conti pubblici sia i bilanci societari nella regione, sta accrescendo la resilienza delle economie dell'area. Tale scambio si estrinseca nell'esportazione di fondi relativamente sicuri e nella contemporanea importazione di capitali a rischio. In altri termini, l'Asia orientale acquista titoli di alta qualità emessi da governi e agenzie parastatali di Stati Uniti, Europa e Giappone, vendendo al tempo stesso attività reali, azioni e obbligazioni con rating medio-basso. Alcuni osservatori hanno criticato questa strategia, sostenendo che essa avrebbe impedito lo sviluppo dei mercati del reddito fisso nell'Asia orientale.

Il presente saggio passa anzitutto in rassegna i flussi *netti* di capitali dall'Est asiatico al resto del mondo. Vengono quindi analizzati i flussi *lordi*, ponendo in evidenza quelle particolari importazioni ed esportazioni di fondi cui si è accennato poc'anzi. Una terza sezione esamina le critiche mosse a tale strategia, ponendo l'accento sul ruolo svolto dai flussi lordi di capitale in alcuni dei recenti rapidi incrementi delle riserve valutarie ufficiali. Sono infine trattate le possibili linee di azione con cui far fronte a eventuali carenze nell'attuale profilo dei flussi di capitale. Fra queste linee di azione figurano la messa a punto della ristrutturazione dei settori bancario e societario della regione, lo

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

sviluppo di mercati obbligazionari e istituzioni di investimento a lungo termine, nonché il minore assegnamento sulle esportazioni per sospingere la crescita economica. Una risposta costruttiva a tali sfide consentirebbe all'economia mondiale di promuovere una maggiore sostenibilità degli avanzi/disavanzi di parte corrente e dei connessi flussi di capitali.

Tendenze dei flussi netti di capitali

A posteriori, la crisi dell'Est asiatico può essere vista come il risultato di un repentino prelievo di fondi da parte dei paesi esterni all'area, innescato dai crescenti segnali di un calo nei prezzi delle attività e di tensioni finanziarie nei settori bancario e societario. Ciò ha posto fine ai disavanzi correnti, dando l'avvio al rimborso dello stock di debito da parte della regione. Nel 1995–96, prima della crisi, l'Est asiatico esclusi Cina e Giappone registrava complessivamente un deficit del conto corrente pari a \$28,5 miliardi, che comprendeva gli ampi saldi negativi di Malaysia e Thailandia, quelli più modesti di Corea, Filippine, Hong Kong SAR e Indonesia, fino alle eccedenze di Singapore e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan). Nel biennio 1999–2000 la bilancia corrente era passata a un surplus di \$88 miliardi, assestatosi su un livello analogo anche nel 2001–02. Aggiungendo a questa cifra gli avanzi di Cina e Giappone, l'area registra oggi un surplus di parte corrente di oltre \$200 miliardi (tabella 1). Nel 2002 il saldo corrente di alcuni paesi dell'Est asiatico è rimasto piuttosto elevato rispetto al prodotto interno (grafico 1). In conseguenza del cumulo degli avanzi correnti, talune economie della regione sono divenute ora creditrici nette nei confronti del resto del mondo. La rapidità di questo passaggio sottolinea la sostanziale assenza nell'area di un eccessivo debito esterno nel periodo precedente la crisi.

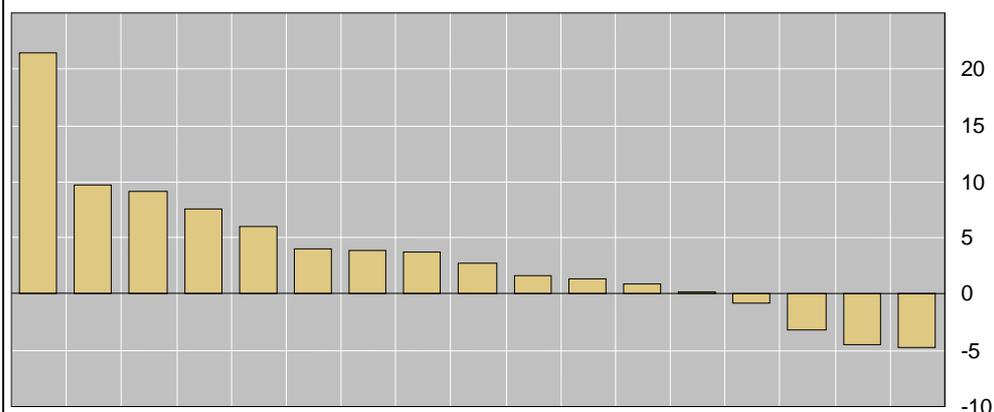
L'avanzo corrente dell'Est asiatico si aggira intorno ai \$100 miliardi ...

Saldi dei conti correnti			
	1995–96	1999–2000	2001–02
	in miliardi di dollari USA		
Giappone	87,7	117,4	100,6
Est asiatico (Giappone escluso)	-24,1	108,8	111,4
Area dell'euro	50,5	-52,4	21,3
Cina	4,4	20,8	26,4
Taiwan, Cina	8,3	8,6	21,8
Singapore	13,7	16,2	18,3
Hong Kong SAR	-4,1	8,2	12,1
Corea	-15,8	18,4	7,2
Malaysia	-6,6	10,5	7,3
Indonesia	-7,0	6,9	7,1
Thailandia	-14,1	10,9	6,9
Filippine	-3,0	8,2	4,4
India	-5,8	-3,7	2,5
Nuova Zelanda	-3,5	-3,1	-1,6
Australia	-17,5	-18,7	-13,2
Regno Unito	-13,9	-30,4	-18,0
Stati Uniti	-111,8	-351,6	-448,4

Fonti: © Consensus Economics; J.P. Morgan; statistiche nazionali. Tabella 1

Saldi dei conti correnti nel 2002

in percentuale del PIL



SG HK TW MY TH EA ID PH JP CN KR XM IN GB NZ AU US

AU = Australia; CN = Cina; EA = Est asiatico (Giappone escluso); GB = Regno Unito; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MY = Malaysia; NZ = Nuova Zelanda; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan, Cina; US = Stati Uniti; XM = area dell'euro.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 1

... mentre calano gli investimenti delle imprese

In generale, la transizione dell'Est asiatico da un saldo negativo a uno positivo nei confronti dell'estero è stata indotta dal taglio degli investimenti da parte delle imprese, in un contesto di alti tassi di risparmio delle famiglie. Nella gran parte dei casi, le variazioni nei conti pubblici sono servite solo a moderare queste oscillazioni. In un primo momento gli investimenti societari sono stati ridimensionati a causa del brusco calo nella disponibilità di fondi esteri che ha colpito le imprese della regione. Con l'andar del tempo, i persistenti avanzi finanziari del settore societario hanno tendenzialmente rispecchiato la debole domanda di investimenti causata dalla capacità in eccesso, nonché dagli sforzi delle imprese volti a ricostituire i bilanci.

Il peggioramento del disavanzo USA assorbe l'accumulo di avanzi correnti nell'Est asiatico ...

Al surplus del conto corrente della regione fa riscontro un deflusso netto di capitali dall'Asia orientale. Il principale destinatario di questi fondi sono stati gli Stati Uniti, che accusavano già un sostanziale disavanzo di parte corrente prima della crisi, come del resto gli stessi paesi dell'Est asiatico presi nel loro insieme. Tra il 1995-96 e il 1999-2000, tuttavia, il deficit corrente USA è cresciuto di \$240 miliardi, assorbendo un aumento di \$116 miliardi nelle esportazioni nette dell'area, esclusi Cina e Giappone².

Dalla prospettiva asiatica, la crescita indotta dalle esportazioni che ha dilatato il surplus di parte corrente ha fornito un gradito incentivo, compensando in varia misura le difficoltà connesse con le ristrutturazioni finanziarie e societarie. Del pari, per gli Stati Uniti l'ampliamento del disavanzo corrente sul finire degli anni novanta non è stato nel complesso uno sviluppo indesiderato, giacché ha coinciso con una crescita interna in rapido aumento, che nell'ultima

² Alcuni analisti locali sostengono che la stessa Cina avrebbe concorso ad assorbire l'incremento delle esportazioni dall'Est asiatico; contrariamente a quanto indicato nelle statistiche ufficiali, infatti, pare che un ammontare non rilevato di importazioni abbia ridotto l'avanzo cinese di parte corrente.

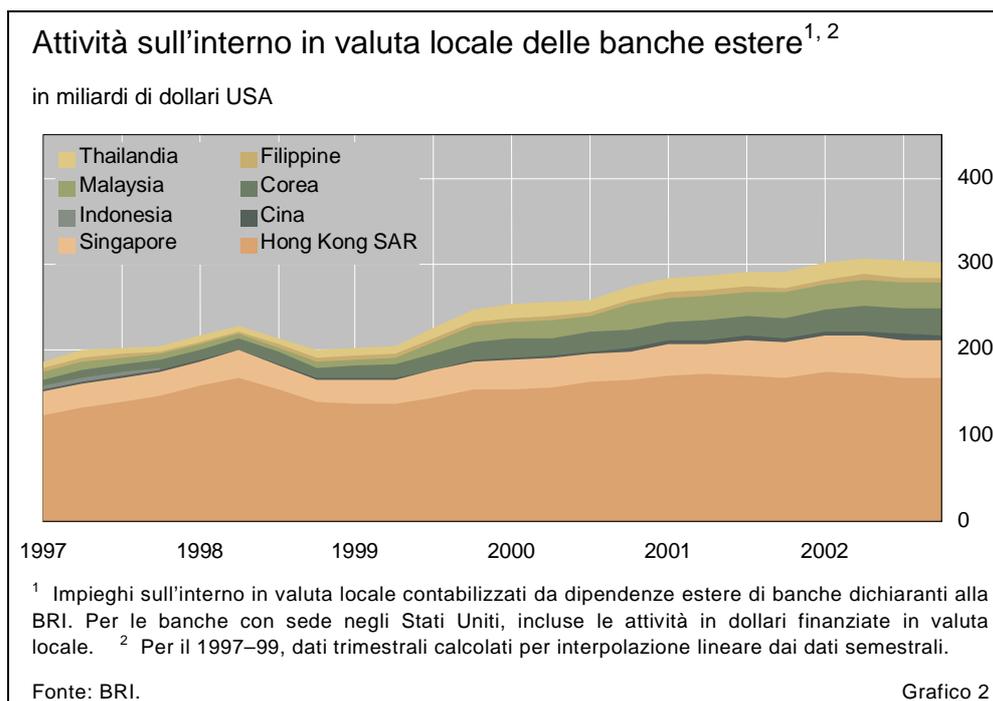
parte del 1996 andava esercitando pressioni sulla stabilità dei prezzi USA. Così, l'aumento delle importazioni nette dall'Est asiatico ha coinciso con una crescita sostenuta e incipienti pressioni sui prezzi negli Stati Uniti, limitando il grado di inasprimento monetario necessario per arginarle.

Allo stato attuale, l'economia USA si trova in una posizione alquanto diversa. Sebbene la recessione del 2001 non sia stata lunga né profonda, permangono interrogativi circa la sostenibilità della domanda delle famiglie e le condizioni per una ripresa degli investimenti fissi delle imprese. L'inflazione non costituisce più un problema. E forse meno significativa, anche se non da ignorare, è la dimensione stessa del disavanzo corrente USA, che sfiora attualmente il 5% del PIL, il 10% circa del risparmio lordo del resto del mondo. La posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti è cresciuta a quasi \$2 trilioni, più di un quinto del prodotto e poco meno del doppio dell'export a fine 2001. Anche se i rendimenti delle attività estere USA, sopravanzando quelli delle passività (cfr. infra), hanno finora limitato l'impatto sul servizio del debito, lo scorso anno l'economia statunitense ha cominciato a registrare assorbimenti di reddito indotti dagli oneri debitori. In queste circostanze, i policymaker dell'Est asiatico non sono in grado di presupporre con certezza che gli sviluppi commerciali così graditi agli Stati Uniti verso la fine dello scorso decennio possano proseguire a tempo indeterminato.

... lasciando l'economia USA con un ampio squilibrio esterno

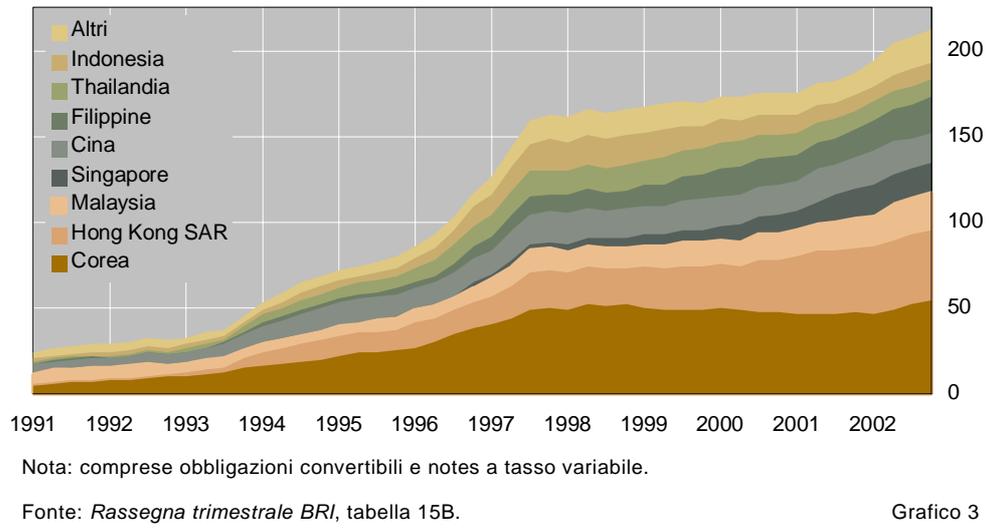
Tendenze dei flussi lordi di capitali

Le esportazioni nette di fondi dall'Asia orientale sono state originate da uno scambio di rischio a livello internazionale attraverso sostanziali afflussi e deflussi di capitali. In particolare, la regione ha importato fondi più rischiosi esportandone al tempo stesso di più sicuri. In tal modo, le economie dell'Est asiatico sono andate nel complesso consolidando i loro bilanci. In particolare,



Obbligazioni internazionali emesse da mutuatari asiatici

consistenze in essere, in miliardi di dollari USA



aprendo la strada ad afflussi di azioni e debito subordinato, al tempo stesso rimborsando passività pregresse e accumulando attività liquide, la regione si è avvalsa dei mercati finanziari globali per abbassare il grado di leva e rafforzare la liquidità.

Gli afflussi di capitale di rischio aiutano a ricapitalizzare le banche insolventi ...

Gli investimenti diretti esteri verso l'Asia orientale hanno costituito i più ingenti afflussi di capitale di rischio. Quantunque si sia molto dibattuto se gli investimenti diretti in Cina abbiano o meno penalizzato altre economie, la Corea ha fatto registrare un netto aumento di fondi dopo la crisi asiatica. Gli afflussi di "private equity" hanno sostenuto la ricapitalizzazione di banche insolventi e, talvolta, l'acquisizione di prestiti in sofferenza. Una iniezione di capitale di rischio che viene spesso trascurata è riconducibile al sostanziale incremento dell'intermediazione bancaria in valuta locale da parte di istituti esteri (grafico 2). Anche se la quantificazione del contributo agli investimenti diretti esteri può dipendere dalla forma giuridica – filiazione o affiliata – con cui ha luogo tale intermediazione, in realtà le banche estere hanno comunque fatto affluire fondi per sostenere l'aumento dei prestiti in valuta locale (McCauley, Ruud e Wooldridge, 2002).

... e ad accrescere i flussi azionari di portafoglio ...

Anche flussi azionari di portafoglio, un'altra forma di capitale di rischio, sono complessivamente affluiti alla regione dopo la crisi, benché essi siano andati aumentando e diminuendo parallelamente alla dinamica altalenante dei principali mercati azionari mondiali. Nonostante le fluttuazioni, la tendenza di medio periodo potrebbe senz'altro essere al rialzo. A partire dalla crisi, la correlazione fra i mercati azionari locali (esclusa la Cina) e le più importanti piazze internazionali è andata generalmente aumentando. Ciò è stato ascritto al fatto che le esportazioni regionali, la produzione industriale locale e la crescita economica complessiva dell'Est asiatico dipendono più strettamente dai principali mercati.

... nonché quelli di titoli debitori

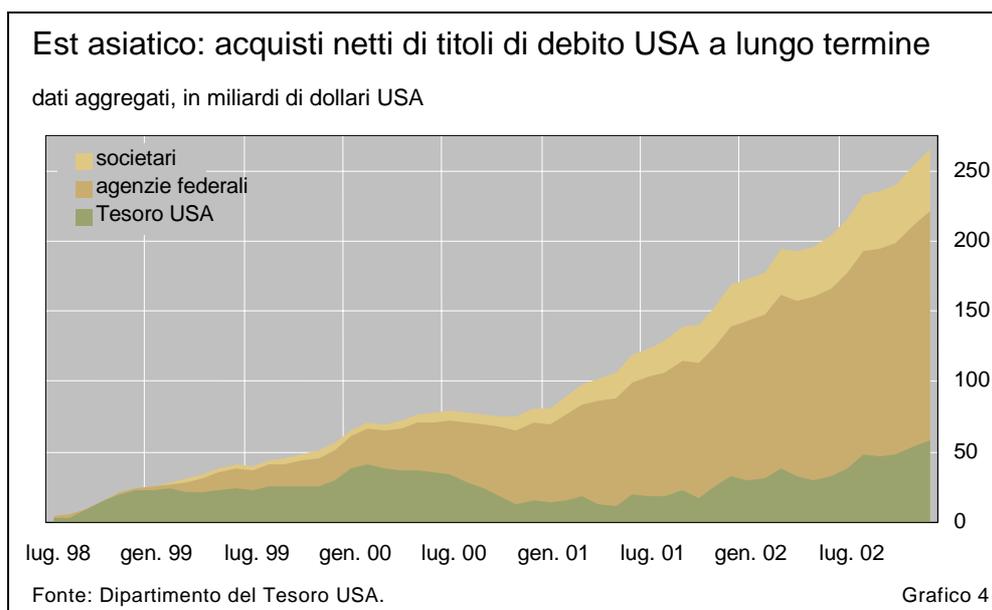
Altre forme di capitale di rischio sono parimenti affluite all'Asia orientale dopo la crisi finanziaria del 1997. Le banche della regione hanno ceduto debiti subordinati a investitori di New York, mentre obbligazioni di qualità bancaria o

inferiore, emesse da mutuatari sovrani e societari, sono state negoziate sui mercati internazionali (grafico 3).

Nella direzione opposta, i capitali sono defluiti dall'Est asiatico verso investimenti mobiliari a basso rischio e per il tramite dei canali interbancari. Le acquisizioni mobiliari hanno interessato principalmente obbligazioni del Tesoro e di agenzie federali USA, di emittenti sovrani europei e del governo giapponese. A giudicare dalla composizione degli acquisti netti di titoli USA da parte dei paesi dell'Est asiatico, lo spread medio sui Treasuries non sembra aver superato di molto i 20 punti base (grafico 4). Le banche centrali e commerciali hanno inoltre incrementato i propri depositi presso i principali istituti internazionali. I massicci rimborsi di debito in dollari effettuati da società locali hanno dato origine a flussi finanziari che combinano capitali azionari con fondi a basso rischio. In altri termini, i \$300 miliardi circa di debito rimborsati a partire dal 1997 hanno liberato capitale bancario per quasi un decimo di quell'importo, mentre i rimborsi effettivi sono affluiti ai mercati bancari globali sotto forma di strumenti interbancari a basso rischio (grafico 5). In questo senso, l'Asia orientale è andata fornendo capitali sicuri al resto del mondo.

Gli afflussi e i deflussi di fondi dell'Est asiatico differiscono non solo nel profilo di rischio, ma anche per il tipo di controparte. Gli afflussi verso la regione originano in genere da un privato che acquista attività private (o talvolta privatizzate). Per converso, i deflussi promanano dall'investimento del ricavato di interventi del settore pubblico sul mercato dei cambi in strumenti ufficiali o assimilabili, quali titoli di agenzie federali USA³. Anche se nel triennio 1999–2001 il sistema bancario cinese ha esportato più fondi di quanto non abbiano fatto i gestori delle riserve ufficiali, la scelta sembra essere caduta su strumenti abbastanza simili (Ma e McCauley, 2002).

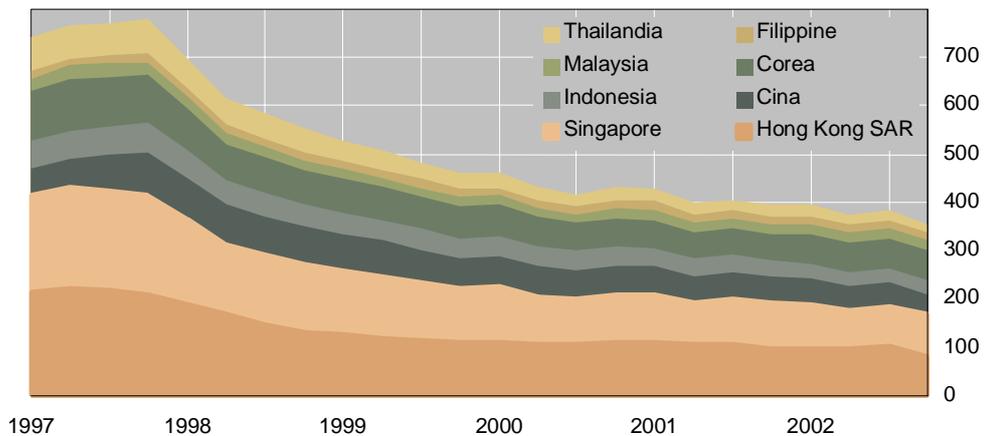
I deflussi di capitali privilegiano gli strumenti a basso rischio



³ Naturalmente, questa generalizzazione non è valida per tutti i paesi e i periodi. In Thailandia, ad esempio, il rimborso di debiti in dollari da parte di società (transazioni fra privati) ha in genere superato gli investimenti di nuove riserve ufficiali effettuati dalla banca centrale.

Attività bancarie internazionali consolidate^{1, 2}

in miliardi di dollari USA



¹ Attività sull'estero delle banche dichiaranti in tutte le valute, più attività locali in valuta delle loro affiliate estere. Per le banche con sede negli USA, escluse le attività in dollari finanziate in moneta locale. ² Per il 1997-99, dati trimestrali calcolati per interpolazione lineare dai dati semestrali.

Fonte: BRI.

Grafico 5

L'Est asiatico paga un premio di rischio ...

Gli effetti benefici di questi flussi lordi di capitale sul consolidamento delle strutture finanziarie della regione non sono stati esenti da costi. Questi ultimi potrebbero consistere in uno spread creditizio o in un qualche premio di rischio azionario. Ad esempio, le obbligazioni subordinate in dollari emesse da banche indonesiane o coreane fruttavano all'emissione rendimenti di 3-4 punti percentuali superiori a quelli, più sicuri, derivanti dall'investimento delle riserve. Su 234 obbligazioni in dollari o in euro collocate da mutuatari est-asiatici tra il 1997 e il 2002 (per un totale di \$84 miliardi), lo spread medio corrisposto rispetto al rendimento dei Treasuries o di altri titoli pubblici di riferimento è ammontato a 233 punti base (grafico 6).

... che potrebbe essere comprensibile alla luce dei rischi cui è esposta la regione

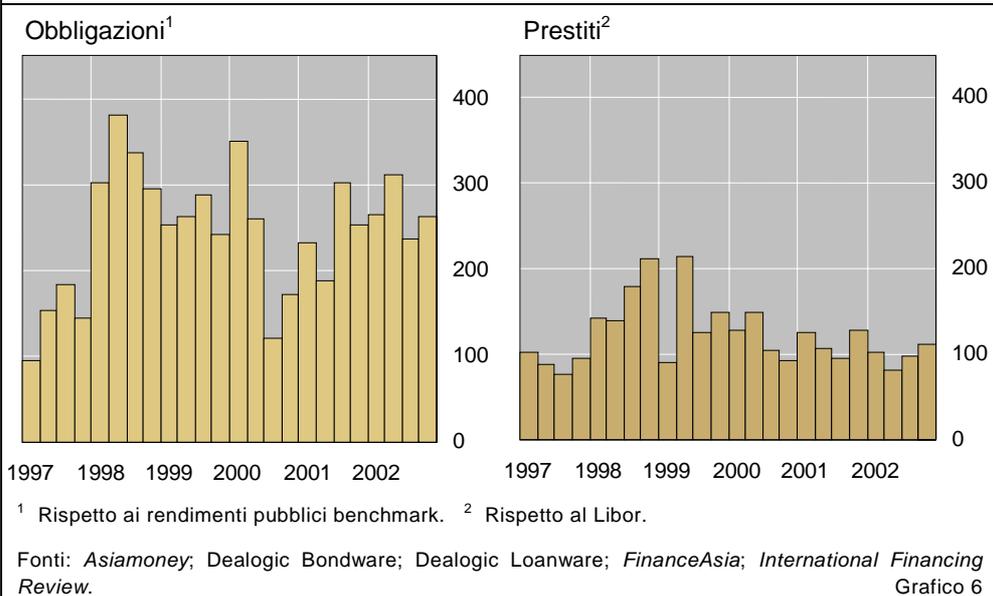
Quanto ciò sia conveniente per l'Est asiatico è difficile dire. L'asimmetria nello scambio di rischio tra l'area e il resto del mondo contraddice l'opinione prevalente secondo cui gli investitori dovrebbero ricorrere ai mercati globali dei capitali per diversificare i loro portafogli di attività a rischio. Per converso, le economie dell'Asia orientale vanno sistematicamente aggiustando i loro bilanci per trasferire rischi al resto del mondo e accumulare liquidità. Ciò potrebbe essere in certa misura opportuno ove esse siano orientate strettamente alla domanda globale (economie "ad alto coefficiente beta"), in parte a causa della massiccia esposizione alla produzione tecnologica. Non solo i benefici della diversificazione potrebbero essere limitati (così come evidenziano le correlazioni relativamente forti del mercato azionario), ma potrebbe altresì rendersi necessario detenere un ampio margine di liquidità a fronte di bruschi movimenti al ribasso nel settore tecnologico.

Gli USA beneficiano dell'assorbimento di rischio e di liquidità dell'Est asiatico

Dal punto di vista degli Stati Uniti, la fornitura di capitali di rischio all'Est asiatico alimenta i flussi lordi necessari a finanziare il deficit di parte corrente. Naturalmente, nel corso del tempo tale intermediazione nei confronti dell'Asia orientale e di altre regioni fornisce reddito all'economia statunitense (ed è

Spread creditizi su obbligazioni e prestiti di emittenti dell'Est-asiatico

in punti base



questa l'altra faccia della medaglia del premio di rischio azionario), che si manifesta come eccedenza del tasso medio di rendimento a lungo termine delle attività rispetto al corrispondente tasso di remunerazione delle passività⁴.

In tal modo, finanziando attività a rischio dell'Est asiatico con passività più sicure, l'economia USA ha svolto per quest'area la funzione di intermediario bancario o finanziario internazionale. Nel lungo periodo, tuttavia, una banca non può espandersi in presenza di un restringimento della base patrimoniale. Nel caso di un paese che effettua assorbimento di rischio e trasformazione di scadenze a livello internazionale, la base di capitale può essere vista come la posizione patrimoniale netta sull'estero⁵. Per ciò che concerne gli Stati Uniti, un calo di questa posizione implica una riduzione del valore netto internazionale disponibile per far fronte a eventuali perdite su attività più rischiose e meno liquide, senza inconvenienti per le passività liquide a basso rischio. Più di trent'anni fa, nel 1969, quando le partite correnti degli Stati Uniti erano ancora in equilibrio, il problema analogo sollevato da Robert Triffin era opinabile; oggi, tuttavia, il disavanzo cronico del conto corrente USA rende il dibattito quanto mai attuale. Assistiamo anzi a un conflitto latente, anche se al momento tutt'altro che pressante, fra una posizione debitoria netta sull'estero in fase di deterioramento e il ruolo svolto dal paese nell'intermediare il rischio su scala internazionale.

Un'intermediazione globale di questo tipo richiede solidi conti pubblici

⁴ Per contro, lo scambio di capitali di rischio fra Stati Uniti e area dell'euro verso la fine degli anni novanta aveva visto quest'ultima in veste di prenditore di rischio, mediante l'emissione di passività relativamente a breve termine e poco rischiose per finanziare l'acquisto di titoli azionari rischiosi e l'acquisizione in blocco di società.

⁵ Un'accezione più ampia, e più favorevole, di base patrimoniale è lo stock di capitale di un intero sistema economico, sebbene questa interpretazione presupponga una elevatissima capacità di trasformare la produzione "non tradabile" in beni e servizi "tradabile".

Critiche al profilo dei flussi di capitali

È opportuno che una regione in rapida crescita esporti capitali verso una economia matura?

Al profilo dei flussi di capitali ora delineato sono state mosse due critiche. In primo luogo, taluni osservatori hanno messo in questione – adducendo ragioni di welfare, se non addirittura di ordine morale – i flussi di capitale *dalla* regione est-asiatica *agli* Stati Uniti. Dopotutto, ciò significa che i fondi vengono fatti affluire *da* economie relativamente povere che cercano di recuperare in termini di produttività, con popolazioni comparativamente giovani e potenziale di crescita nell'ordine del 5–10%, *verso* un'economia matura, ancorché con una crescita della produttività in recente aumento. Da un'ottica differente, gli stessi avanzi di parte corrente sono sotto accusa, poiché implicano una deleteria dipendenza delle economie della regione dalla domanda estera. Non mancano inoltre perplessità in merito al fatto che quanto più a lungo si protrae il disavanzo USA, tanto maggiore sarà la probabilità di un successivo disordinato aggiustamento dei tassi di cambio.

È opportuno che l'Est asiatico dipenda dal resto del mondo per l'intermediazione del rischio?

Vi è poi una seconda obiezione: i flussi lordi che dall'Asia raggiungono i principali centri finanziari per poi fare ritorno ai paesi dell'Est asiatico potrebbero costituire un'occasione mancata per potenziare l'intermediazione finanziaria all'interno del continente. In altre parole, si ritiene che tali deflussi servano solo a ispessire il mercato obbligazionario USA più che a sostenere la crescita dei mercati omologhi nell'Asia orientale. In entrambe le critiche vi è un fondo di verità, ma anche il rischio di un'enfasi eccessiva. Passiamo ad esaminarle una per una.

Flussi netti

Le riserve ufficiali in valuta sono aumentate fortemente ...

Le critiche mosse ai flussi netti di capitali dall'Asia orientale al resto del mondo si concentrano spesso sull'accumulo di riserve ufficiali in valuta nella regione, che è stato invero notevole, avendo sospinto la quota delle riserve est-asiatiche sul totale mondiale a oltre il 50% (tabella 2). Nel 2002 incrementi di rilievo sono stati osservati in Cina, Corea, Giappone, India e Taiwan (grafico 7)⁶. Come già rilevato, tali critiche muovono da due diverse

Riserve ufficiali in valuta				
	1998		2002	
	in miliardi di dollari USA	in percentuale	in miliardi di dollari USA	in percentuale
Asia dell'Est, escl. Giappone ¹	562,9	34,6	908,8	40,0
Giappone	203,2	12,5	443,1	19,5
Pacifico ²	17,2	1,1	19,9	0,9
Totale mondiale	1 627,8	100,0	2 274,2	100,0

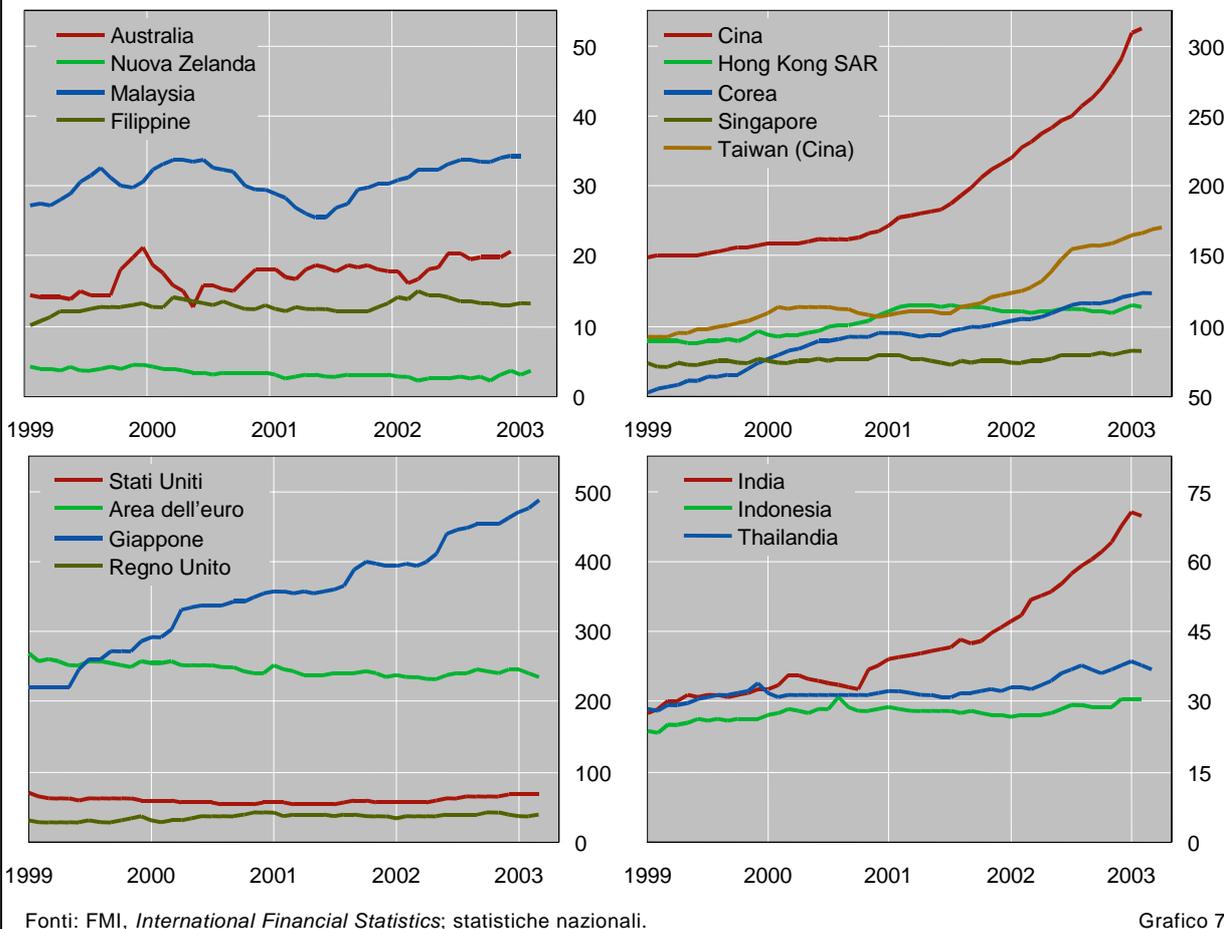
¹ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ² Australia e Nuova Zelanda.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche nazionali. Tabella 2

⁶ Grazie all'abbondanza di riserve in questi paesi, è stato più facile per le rispettive banche centrali accordarsi fra loro per rendersi reciprocamente disponibile una parte di tali fondi nell'ambito dell'iniziativa Chiang Mai. Cfr. Park e Wang (2003).

Riserve ufficiali in valuta

in miliardi di dollari USA



prospettive. Secondo la prima, che postula la piena occupazione costante, gli avanzi correnti vengono gestiti al fine di accumulare riserve, e ciò rappresenta un dispendio di risorse reali. Da un punto di vista più prettamente keynesiano, il surplus di parte corrente costituisce un mezzo con cui sorreggere la domanda, che viene in effetti redistribuita dal resto del mondo.

Dalla prima prospettiva, dunque, le autorità cercano di accrescere le riserve ufficiali in valuta e intervengono sul mercato per assorbire e mantenere l'avanzo del conto corrente. Si ritiene che il costo, e il potenziale dispendio, di questa strategia origini dal divario fra i benefici connessi con il mantenimento di risorse, e in particolare la produttività marginale del capitale nell'economia, e il rendimento delle riserve, vale a dire il tasso internazionale privo di rischio. In altri termini, si stigmatizza il fatto che le risorse reali vengano assorbite, tramite la bilancia dei pagamenti, per acquisire da economie mature all'estero attività finanziarie che fruttano meno di investimenti alternativi sull'interno. Ciò fa eco alle critiche avanzate ai regimi di "currency board" coloniali, che obbligavano le colonie a registrare avanzi correnti per sostenere la loro valuta. Secondo questa interpretazione, la crescita delle riserve non è del tutto razionale. Taluni detrattori si spingono fino a considerare l'accumulo di riserve come un'attività

... il che solleva critiche da due diverse prospettive

La prima considera l'accumulo di riserve un dispendio di risorse reali ...

... sebbene il nesso fra riserve valutarie e conti correnti sia debole

competitiva, meno pericolosa ma non meno onerosa di una corsa agli armamenti, in cui l'impiego delle risorse reali passa in secondo piano pur di surclassare il paese vicino.

Buona parte della variazione delle riserve valutarie nella regione va tuttavia ascritta ai flussi di capitale più che ai conti correnti. In realtà, negli anni successivi alla crisi la relazione fra crescita delle riserve e avanzi di parte corrente nell'area è divenuta più blanda. È pur vero che, in termini aggregati, essa appare ben fondata: le economie asiatiche, eccettuato il Giappone, presentavano nel 1999–2002 surplus correnti per \$440 miliardi (tabella 1), a fronte di una crescita delle riserve di \$346 miliardi (tabella 2). Nondimeno, mentre per Taiwan, Corea e Hong Kong SAR le due grandezze sono aumentate in misura pressoché equivalente nel biennio 1999–2000, in Cina le riserve sono aumentate solo della metà del conto corrente, mentre a Singapore sono rimaste praticamente invariate (grafico 8)⁷. Nel 2001–02, tuttavia, per effetto del calo dei rendimenti in dollari USA rispetto a quelli in valuta locale, la crescita delle riserve ha sopravanzato quella degli avanzi correnti in Corea, Taiwan e Cina⁸. Per quest'ultimo paese, in particolare, vi è una netta differenza tra i \$72 miliardi di aumento delle riserve valutarie nel 2002 e i \$35 miliardi di avanzo di parte corrente. Analogamente, i \$40 miliardi di aumento delle riserve in valuta registrati dall'India negli ultimi quattro anni poco devono a un saldo della bilancia corrente divenuto positivo solamente verso la fine del 2001. In sintesi, la regola che appare valida in termini aggregati non sembra applicabile in modo uniforme a paesi e periodi diversi.

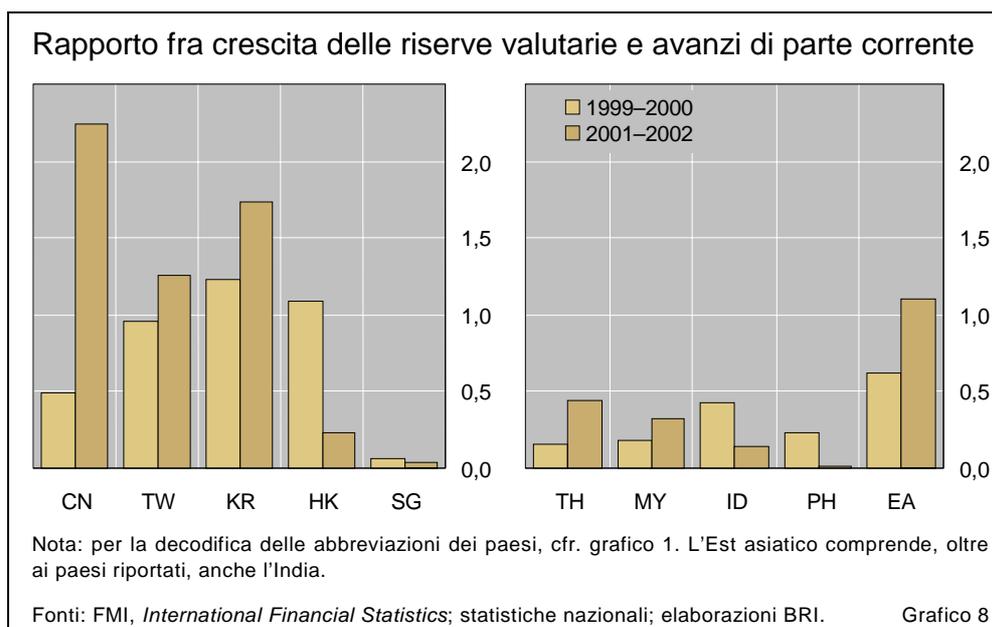
L'annosa critica agli schemi di "currency board" coloniali cui si è accennato poc'anzi è parziale in quanto omette di includere l'indebitamento sull'estero – o, più in generale, i flussi di capitale – tra le fonti di attività estere necessarie a sostenere la valuta⁹. Di conseguenza, la stessa correlazione fra crescita delle riserve valutarie e avanzi correnti nell'Est asiatico risulta quantomeno parziale.

Questa critica presenta limiti che vanno al di là di quelli meramente fattuali. Essa trascura ad esempio l'esistenza, in certa misura, di esternalità locali connesse con la detenzione di riserve, tramite l'impatto sull'affidabilità creditizia assegnata al paese in questione. Se le riserve riducono la probabilità di una crisi che potrebbe costare il 5% del PIL, allora i costi operativi connessi

⁷ In Cina la corsa ai depositi in dollari innescata dai maggiori rendimenti della valuta USA ha dato origine a deflussi di capitali privati e limitato la crescita delle riserve. Cfr. Ma e McCauley (2003).

⁸ A Hong Kong SAR, per contro, le riserve ufficiali in valuta sono servite a finanziare i deficit di bilancio, sicché gli avanzi del conto corrente non si sono accompagnati a ingenti aumenti delle riserve. Il deprezzamento dell'euro sul dollaro nel periodo iniziale ha mantenuto bassa la crescita delle riserve in termini di dollari, mentre il suo apprezzamento in quello finale la ha sospinta. Tuttavia, l'ampiezza di questo effetto non giustifica la differenza fra i due bienni.

⁹ La possibilità che sia l'indebitamento sull'estero a lungo termine, piuttosto che l'avanzo corrente, a fornire attività estere con cui sostenere un "currency board" non spiega peraltro il differenziale fra il tasso passivo corrisposto sul debito e quello attivo ottenuto sul collocamento delle attività estere presso centri finanziari internazionali. Cfr. De Cecco (1974).



con la loro gestione potrebbero essere giustificati. Né si può facilmente ipotizzare che una minore accumulazione di riserve sarebbe stata compensata da maggiori investimenti sull'interno con tassi di remunerazione relativamente elevati.

Da questa prospettiva, più spiccatamente keynesiana, la crescita delle riserve viene considerata come una conseguenza degli interventi sui mercati valutari volti a prevenire un apprezzamento della moneta e la conseguente perdita di domanda estera. Lo scopo è quello di sorreggere la domanda complessiva, non ammassare riserve. In questo senso, gli avanzi di parte corrente e l'accumulo di riserve valutarie nell'Est asiatico sottolineano non tanto la forza, quanto una certa fragilità dell'economia nazionale. In particolare, una debole domanda interna potrebbe rispecchiare sia una situazione di sovrainvestimento sia l'impiego di cash flow per il rimborso del debito da parte delle imprese. Al tempo stesso, qualora i sistemi bancari siano gravati dalle sofferenze, le società interne operanti su mercati locali potrebbero incontrare difficoltà nel reperire finanziamenti. Nel caso in cui la spesa privata interna – per consumi o investimenti – dovesse aumentare, le autorità nazionali potrebbero ridimensionare gli interventi, accettando un parziale apprezzamento della valuta e la riduzione degli avanzi correnti. Alcune delle possibili strategie descritte di seguito, incluso il rafforzamento della capacità delle banche di erogare credito, potrebbero parimenti innalzare il livello degli investimenti rispetto a quello del risparmio.

Questa prospettiva risente anch'essa del parallelismo fra crescita delle riserve valutarie e avanzi del conto corrente. Ma anche coloro che ammettono il flusso di capitali nei due sensi fra la regione e il resto del mondo non hanno risparmiato critiche.

La crescita delle riserve viene criticata anche per l'eccessivo affidamento sulla domanda estera

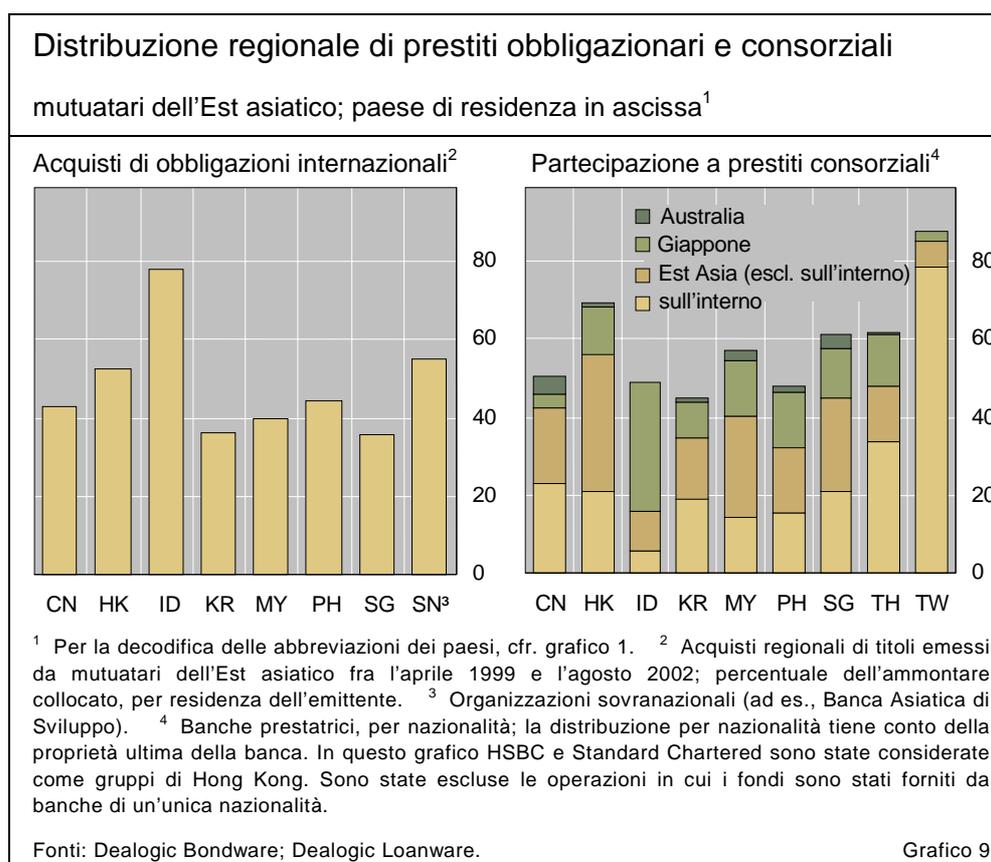
Flussi lordi

I flussi lordi potrebbero essere impiegati altrimenti ...

... sebbene i mercati del credito in dollari mostrino già una notevole integrazione regionale

La configurazione dei flussi lordi fra Asia orientale e resto del mondo è stata oggetto di critiche in quanto rappresenterebbe un'opportunità mancata per promuovere l'integrazione finanziaria all'interno dell'area. Vestendo i panni dei policymaker, i banchieri centrali dell'Est asiatico hanno dibattuto sul modo in cui sviluppare i mercati obbligazionari nella regione (APEC, 1999). In qualità di gestori di riserve, essi hanno di fatto contribuito alla crescita del mercato dei titoli delle agenzie federali USA (McCauley e Fung, 2003).

Sui mercati dei prestiti obbligazionari e consorziali internazionali allestiti per conto di mutuatari della regione Asia-Pacifico, e denominati per lo più in dollari, l'integrazione all'interno dell'Est asiatico è maggiore di quanto comunemente ritenuto¹⁰. Da un esame dei principali sottoscrittori di collocamenti obbligazionari (i cosiddetti "bookrunner"), si può facilmente concludere che vi è una scarsa integrazione. Per le obbligazioni internazionali lanciate da mutuatari est-asiatici tra l'aprile 1999 e l'agosto 2002, la quota dei "bookrunner" con sede in Nord America ed Europa era pari rispettivamente al 54 e al 29%, mentre quella delle istituzioni asiatiche era del 17%¹¹. Tuttavia, se si guarda ai fornitori iniziali dei fondi – acquirenti sul mercato primario, ovvero membri del sindacato che occupano posizioni inferiori – il quadro appare



¹⁰ Cfr. McCauley, Fung e Gadanecz (2002).

¹¹ Queste percentuali considerano HSBC e Standard Chartered come banche di Hong Kong. Fra il 1999 e il 2002, a questi due soli "bookrunner" faceva capo il 10% delle obbligazioni emesse.

diverso. Se è vero che gli spread di sottoscrizione a fermo non rappresentano che una quota esigua del ricavato complessivo di un prestito obbligazionario o consorziale internazionale, i fornitori di fondi costituiscono una misura più eloquente del grado di integrazione. Quasi la metà delle obbligazioni internazionali emesse da prenditori dell'Est asiatico viene acquistata da investitori della regione, i quali assorbono una porzione persino maggiore di prestiti a più breve scadenza che potrebbero essere destinati a banche centrali e commerciali (grafico 9). Le negoziazioni successive riportano con tutta probabilità una ulteriore parte delle emissioni internazionali nei portafogli di operatori dell'area. Sul mercato primario dei prestiti, ivi inclusa una quota significativa denominata in valute locali, le banche dell'Est asiatico rappresentano una percentuale considerevole nelle operazioni allestite a favore di mutuatari residenti nell'area.

I mercati interni del reddito fisso non presentano però il grado di integrazione che caratterizza i mercati dei prestiti obbligazionari e sindacati internazionali. Secondo fonti di mercato, gli investitori di un paese est-asiatico acquistano in scarsa misura titoli emessi da mutuatari di altre economie della regione. Anzi, a differenza delle borse azionarie, i mercati interni delle obbligazioni tendono a rimanere isolati, ad esclusione di poche transazioni internazionali effettuate occasionalmente a fini speculativi.

L'Est asiatico trarrebbe indubbi benefici da una maggiore integrazione finanziaria e, in particolare, dal potenziamento dei mercati interni del reddito fisso. La regione avrebbe pertanto interesse a rivedere in parte il profilo dei flussi lordi di capitale cui si è ora accennato. La situazione finanziaria dei paesi dell'Asia orientale potrebbe migliorare significativamente qualora i mutuatari residenti fossero in grado di emettere titoli in valuta locale anziché in dollari o in euro, al fine di allungare la durata finanziaria delle loro passività o sfruttare la propensione al rischio di potenziali acquirenti. Del pari, gli investitori istituzionali con passività a lunga durata finanziaria potrebbero avvantaggiarsi acquistando titoli denominati nelle rispettive monete nazionali con duration corrispondente. Per citare un esempio, le banche australiane – che in passato dipendevano da fondi pensione e compagnie di assicurazione USA per gli strumenti ibridi di capitale (il cosiddetto patrimonio di classe 1 superiore) – collocano ora titoli di questo tipo denominati in dollari australiani presso investitori locali, inclusi clienti al dettaglio desiderosi di spuntare rendimenti più alti in un contesto di bassa inflazione. Anche le banche di Singapore hanno di recente proposto alla clientela interna strumenti di capitale in valuta locale. In generale, visti i vantaggi per mutuatari e prestatori, nonché i buoni precedenti dell'Asia in materia di stabilità dei prezzi, sussiste un notevole potenziale per lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni.

Le banche centrali hanno parimenti interesse a che i mercati del reddito fisso si accrescano in termini di ampiezza, spessore e liquidità, e ciò non solo per ragioni di ordine operativo. Sempre più spesso vengono riconosciute le opportunità offerte da una gestione al tempo stesso prudente e strategica delle riserve valutarie al fine di promuovere lo sviluppo dei mercati obbligazionari regionali. Ai gestori di riserve dell'Est asiatico non sfuggono le potenzialità

Margini di sviluppo per i mercati dei titoli debitori ad alto rischio in valuta locale

connesse con l'investimento in titoli emessi da mutuatari dell'area¹². Si comincerà forse con i prestiti denominati nelle valute più importanti ma, nel più lungo periodo, non sono da escludere veicoli di investimento che comprendono strumenti in valuta nazionale.

Sfide di politica economica

Tre obiettivi di politica economica potrebbero integrarsi a vicenda per riequilibrare in maniera migliore sia i flussi di capitali sia le strutture economiche dell'Est asiatico. 1) Fare minore affidamento sulle esportazioni come settore guida dello sviluppo economico, riducendo in tal modo l'esposizione ai cicli dell'export. Ciò dovrebbe condurre a una maggiore solidità delle finanze pubbliche, oltre che attenuare i rischi di oscillazioni del cambio. 2) Consolidare i sistemi bancari per contribuire a sostenere la domanda interna in caso di un eventuale indebolimento delle esportazioni. Potrebbe rendersi necessario integrare tale consolidamento con ristrutturazioni delle imprese sovraindebitate o in perdita. 3) Sviluppare i mercati per le obbligazioni in valuta locale e le istituzioni di investimento a lungo termine. Questa misura potenzierebbe la capacità di indebitamento delle imprese che producono per il mercato interno, senza esporle a vulnerabilità finanziarie dovute a disallineamenti di valuta.

Ci si può "disintossicare" dalle esportazioni ...

La recente esperienza della Corea dà un'idea del possibile impatto di questa strategia. I provvedimenti volti a ricapitalizzare le banche coreane, riorientarle al profitto e migliorare la loro governance sono stati rilevanti. Certo, in gran parte del sistema bancario lo Stato continua ad essere un importante azionista, e quindi il processo deve ancora essere completato. La riforma del governo aziendale in Corea è tuttora in corso. Da parte sua, il mercato obbligazionario del paese è riuscito, pur non senza interruzioni, ad affrancarsi dalla dipendenza dalle garanzie bancarie. Questi progressi sul piano finanziario hanno concorso a due sviluppi macroeconomici significativi e correlati. Primo, nonostante un netto calo delle esportazioni, nel 2001 la robustezza della domanda interna ha permesso all'economia della Corea di crescere a un ritmo ben superiore a quello di altre economie con analoghe esposizioni al ciclo tecnologico. Secondo, dall'inizio della crisi il tasso di risparmio delle famiglie e l'avanzo di parte corrente del paese si sono entrambi ridotti sostanzialmente.

Si perviene alla stessa conclusione osservando sviluppi di rilievo intervenuti in altri paesi. Quanto robusta sarebbe stata la domanda interna in Cina se negli ultimi anni il sistema bancario del paese non avesse promosso la rapida espansione del credito ipotecario e dei prestiti personali? E quale profonda recessione avrebbe conosciuto la Malaysia se le banche non si fossero lanciate in un'accanita competizione sul mercato dei mutui residenziali?

¹² Naturalmente, nella misura in cui le banche centrali investono in pool di attività a loro volta reinvestite in titoli dei rispettivi emittenti sovrani, una quota di tali portafogli non verrebbe segnalata fra le riserve ufficiali.

Naturalmente, non andrebbe sottovalutato il rischio di un più ampio accesso al credito indotto dalle ristrutturazioni finanziarie. Le autorità della Corea hanno assunto rigide misure per monitorare la crescita dell'indebitamento delle famiglie e i rincari dei prezzi delle attività. Altrove, nell'area industriale come fra le economie emergenti, si è corso il pericolo che la correzione dei livelli del debito delle famiglie sfuggisse di mano. È perciò importante che i responsabili delle politiche continuino a vigilare affinché le ristrutturazioni bancarie non provochino un'eccessiva dilatazione del credito. Ciò nonostante, è indubbio che la riforma del sistema finanziario può facilitare il più ambizioso obiettivo di riequilibrare in maniera migliore tanto i flussi internazionali dei capitali quanto la crescita economica interna.

... ma permangono rischi connessi con un più ampio accesso al credito

Bibliografia

APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999): *Compendium of sound practices: guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies*, settembre.

De Cecco, M. (1974): *Money and empire*, Blackwell, Londra.

Kindleberger, C.P. (1965): "Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity", in *Essays in international finance*, Princeton, maggio.

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 19–20.

——— (2003): "Opening China's capital account amid ample dollar liquidity", in *Capital account liberalisation in China: international perspectives*, *BIS Papers*, n. 15, aprile, pagg. 25–34.

McCauley, R.N. e B.S.C. Fung (2003): "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39–46.

McCauley, R.N., S.-S. Fung e B. Gadanecz (2002): "Integrazione finanziaria dell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 89–102.

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

Park, Y.C. e Y. Wang (2003): "Chiang Mai and beyond", saggio presentato alla conferenza "China's role in fostering financial stability and growth in the Asian region and the world economy", organizzata dal Forum on Debt and Development, dal Korea Institute for International Economic Policy e dalla Graduate School of International Studies presso la Seoul National University, 26–27 marzo.

Triffin, R. (1969): *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, New Haven.

Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni¹

Gli osservatori di mercato citano spesso le variazioni nell'atteggiamento degli investitori nei riguardi del rischio tra i possibili fattori esplicativi delle oscillazioni nei prezzi delle attività. Anzi, agli episodi di turbolenza finanziaria fanno riscontro, sul piano empirico, bruschi mutamenti nel clima di mercato, laddove la tolleranza nei confronti del rischio cede il passo all'avversione. Sebbene in linea teorica questi spostamenti possano essere determinati da mutamenti nella disposizione di fondo dei singoli investitori verso il rischio, essi riflettono più probabilmente l'*effettiva propensione al rischio* espressa dal comportamento degli operatori attivi sul mercato in quel momento. Più specificamente, un comportamento analogo a quello indotto dalle variazioni nelle preferenze di fondo degli investitori in termini di rischio e rendimento può anche rispecchiare cambiamenti nella composizione degli operatori attivi o nei profili delle strategie operative, indotti dall'interazione tra condizioni di mercato prevalenti e aspetti istituzionali. Grazie agli strumenti che individuano le dinamiche della propensione al rischio degli investitori, è possibile pervenire a una maggiore comprensione del funzionamento dei mercati finanziari. In particolare, tali strumenti possono concorrere non soltanto a una più efficace gestione del rischio da parte delle singole istituzioni, ma anche a un migliore monitoraggio delle condizioni di mercato da parte dei policymaker.

Nel presente studio costruiamo un indicatore dell'effettiva avversione al rischio degli investitori. Esso è ottenuto dal raffronto tra la verosimiglianza statistica dei rendimenti futuri delle attività – stimata in base all'andamento storico dei prezzi spot – e una valutazione della stessa verosimiglianza filtrata attraverso le preferenze effettive di rischio degli operatori, desunte dai prezzi delle opzioni. In particolare, affermiamo che la dimensione *relativa* del rischio al ribasso (“downside risk”), determinata dai punti di vantaggio statistici e ponderati per le preferenze, si muova insieme all'atteggiamento effettivo prevalente degli operatori nei confronti del rischio. Riscontriamo inoltre un aspetto degno di nota, ossia che gli indicatori della propensione al rischio riferiti a mercati azionari differenti presentano una significativa componente

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI. Si desidera ringraziare Marian Micu per l'eccellente contributo in materia di programmazione informatica.

comune, a indicare che l'atteggiamento degli investitori trascende i confini nazionali.

Nelle prossime due sezioni cominceremo col descrivere la metodologia impiegata e i motivi che ci hanno indotto ad adottarla, per poi esaminare gli andamenti temporali che presenta l'indicatore dell'effettiva avversione al rischio per tre indici azionari. Nell'ultima sezione analizzeremo da un punto di vista statistico il comportamento dei prezzi delle attività, a seconda che l'indicatore segnali un'avversione al rischio bassa o alta. Gli andamenti osservati sono coerenti con la tesi secondo cui periodi di maggiore avversione al rischio si caratterizzano anche per una più alta volatilità dei corsi azionari e per un debole comovimento tra mercati delle obbligazioni e delle azioni.

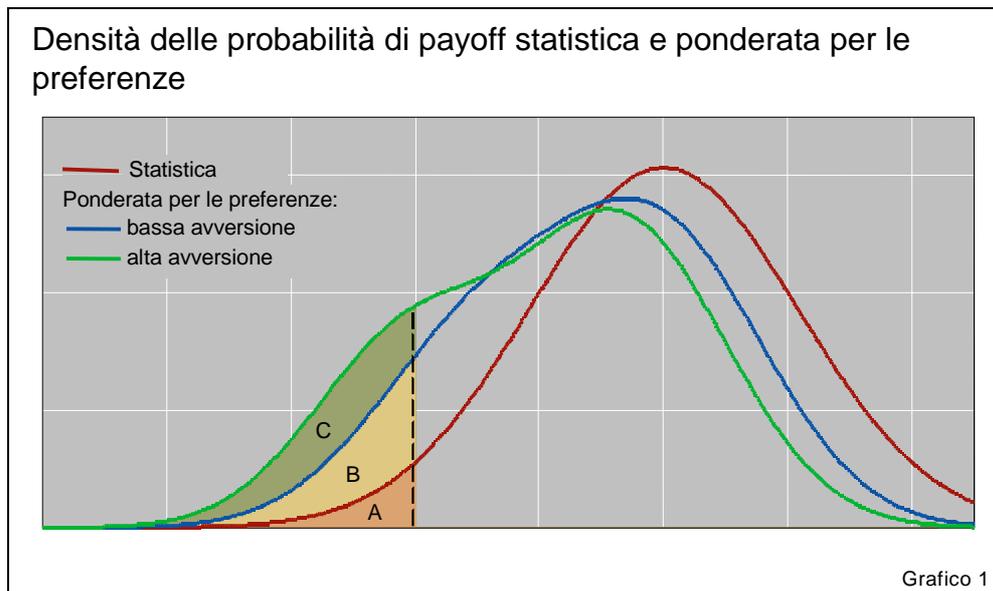
Un indicatore dell'avversione al rischio degli investitori

Il prezzo di un'attività rispecchia le preferenze degli investitori riguardo a eventuali flussi futuri di pagamento (payoff), nonché le loro valutazioni circa la probabilità di tali flussi. Per un investitore il valore incrementale di un pagamento futuro decresce all'aumentare del suo livello di ricchezza. Così, a parità di altri fattori, viene assegnata una valutazione più elevata alle attività che tendono a produrre flussi maggiori di pagamento in situazioni in cui la ricchezza è inferiore. A partire da questa premessa, la moderna teoria della finanza costruisce i prezzi delle attività sulle aspettative di payoff futuri, calcolati non in base alla loro probabilità *statistica* oggettiva, ma piuttosto a una misura della verosimiglianza *ponderata per le preferenze* che filtra le probabilità statistiche per le preferenze degli investitori in materia di rischio.

Nel grafico 1 è illustrata la differenza tra le due misure di probabilità, prendendo ad esempio un investitore la cui unica fonte di ricchezza è rappresentata da un singolo titolo. La curva di colore rosso indica la probabilità statistica del possibile payoff futuro del titolo, mentre quella blu denota la valutazione del payoff dal punto di vista dell'investitore, e pondera le

Un indicatore che raffronta ...

... la probabilità statistica di payoff ...



... con una
probabilità filtrata
dalle preferenze ...

probabilità statistiche in base alle sue preferenze di rischio. Tale distribuzione della probabilità, filtrata per le preferenze soggettive dell'investitore, attribuisce un peso più importante ai pagamenti inferiori che coincidono con un basso livello di ricchezza. Secondo la teoria, il valore del titolo per l'ipotetico investitore equivale al flusso medio calcolato impiegando la distribuzione della probabilità ponderata per le preferenze.

Il rapporto di "downside risk" misurato con le due distribuzioni di probabilità è collegato all'avversione al rischio dell'investitore. Con riferimento alle aree contrassegnate nel grafico 1, tale rapporto è dato da $(A + B)/A$. Nel caso in cui l'ipotetico investitore sia meno disposto a sopportare rischio o, in altri termini, attribuisca un minor valore alla possibilità di ricevere pagamenti elevati rispetto a quella di evitare pagamenti bassi, allora la sua valutazione si baserà su una distribuzione come quella delineata in verde. Chiaramente, per un investitore di questo tipo il valore del titolo è inferiore e l'indicatore di avversione al rischio $(A + B + C)/A$ risulta più elevato.

... desunta dalle
opzioni

La derivazione da noi effettuata dell'indicatore di avversione al rischio segue rigorosamente la logica sopra descritta (per maggiori dettagli sul metodo utilizzato, cfr. riquadro seguente). Impieghiamo i prezzi delle opzioni per stimare la valutazione delle probabilità di payoff futuri ponderata per le preferenze degli operatori². I prezzi delle opzioni forniscono inestimabili elementi cognitivi circa le valutazioni dei rendimenti futuri operate dagli investitori. Ciò si deve al fatto che, per ciascuna data di contrattazione, viene negoziata simultaneamente una gamma di contratti di opzione che presentano prezzi di esercizio (strike) differenti su una medesima attività sottostante. Da tale gamma è possibile stimare la probabilità soggettiva attribuita dagli investitori ai payoff futuri, espressa dai prezzi strike delle opzioni.

L'avversione al
rischio effettiva
potrebbe
rispecchiare le
preferenze ...

Vi sono ragioni di credere che l'indicatore dell'avversione al rischio possa variare nel tempo. Ad esempio, esiste la possibilità che periodi diversi siano caratterizzati da una diversa disposizione collettiva degli investitori nei confronti dell'assunzione di rischio. È plausibile che la componente del nostro indicatore basata su tali determinanti di fondo dell'avversione si modifichi solo gradualmente, o non si modifichi affatto.

... l'identità degli
operatori attivi ...

Alternativamente, si potrebbe sostenere che l'indicatore misuri l'avversione al rischio *effettiva* di quegli investitori che partecipano attivamente al mercato. A tale riguardo, una possibile fonte di variazione nel tempo potrebbero essere le modifiche nella composizione dell'insieme degli investitori attivi. Le nostre stime si basano sui prezzi registrati nei mercati a contante e in quelli degli strumenti derivati e, in quanto tali, riflettono le opinioni collettive degli investitori attivi al momento dell'osservazione. Per varie ragioni di ordine istituzionale e regolamentare, tipologie diverse di operatori presentano una diversa tolleranza al rischio. Ad esempio, i fondi pensione e le fondazioni sono investitori tipicamente più prudenti, che assegnano alta priorità alla conservazione del capitale. Per contro, gli hedge fund perseguono strategie più

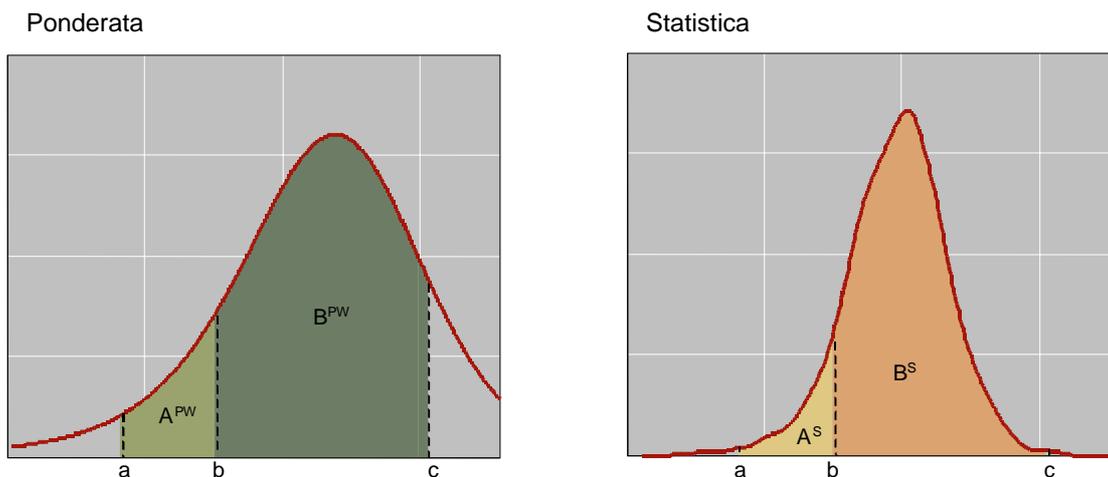
² Hayes e Shin (2002) elaborano un indicatore simile dell'avversione al rischio.

Dettaglio dei calcoli

In questo riquadro viene descritta la metodologia impiegata per calcolare un indicatore numerico dell'avversione al rischio di andamenti sfavorevoli ("downside risk"). Tale indicatore è dato dal rapporto di due misure del rischio: una fondata sulla funzione di densità ("probability density function" – PDF) ponderata per le preferenze, desunta dai contratti di opzione su un dato titolo, e una basata sulla PDF statistica, calcolata in base al comportamento storico dei rendimenti dell'attività sottostante i contratti di opzione. Nella letteratura finanziaria la PDF ponderata per le preferenze è spesso designata come PDF neutrale al rischio ("risk-neutral").

La stima della PDF *ponderata per le preferenze* si basa sulla condizione di non arbitraggio formulata da Breeden e Litzenberger (1978), i quali mostrano che tale PDF equivale alla derivata seconda del prezzo di un'opzione rispetto al suo prezzo strike. I contratti di opzione sono tuttavia negoziati soltanto per un insieme di prezzi strike in forma discreta dell'attività sottostante. Al fine di superare questa difficoltà, ci rifacciamo a Shimko (1993), stimando innanzitutto una funzione di volatilità implicita, continua e con caratteristiche di "smoothness", che è coerente con i prezzi dell'opzione corrispondenti a una gamma di strike osservati. Più specificamente, stimiamo una funzione quadratica del "volatility smile" minimizzando la somma delle differenze quadratiche ponderate tra questa volatilità e quella implicita nei prezzi osservati per la gamma di contratti negoziati. Utilizziamo i prezzi delle opzioni con vita residua pari a 45 giorni. Ricaviamo quindi la corrispondente funzione continua di prezzo dell'opzione basata su questa funzione di volatilità implicita e calcoliamo numericamente la derivata seconda.

PDF ponderata e PDF statistica



La stima della distribuzione *statistica* si basa su un modello GARCH asimmetrico suggerito per la prima volta da Glosten et al. (1993). Esso incorpora due caratteristiche comprovate dei rendimenti delle attività: la persistenza della volatilità e la sua tendenza ad aumentare al diminuire dei rendimenti. Il modello viene stimato ciascun mese alla data di rilevazione dei prezzi delle opzioni, utilizzando le informazioni disponibili fino a quel giorno. Procediamo quindi a simulare 5 000 volte il modello stimato, generando una distribuzione dei rendimenti dell'attività nei 45 giorni futuri, affinché coincida con la data di scadenza dei contratti di opzione.

Il grafico precedente mostra le due distribuzioni per un giorno tipico del nostro campione. La distribuzione ponderata (diagramma di sinistra) è troncata tra i punti b e c, rispecchiando la gamma degli strike per i quali osserviamo i prezzi delle opzioni in quel giorno. Poiché il nostro indicatore dell'avversione al rischio è sensibile alla massa di probabilità nella coda sinistra della distribuzione, non effettuiamo estrapolazioni oltre i limiti dei prezzi di esercizio osservati. Pertanto, l'indicatore è espresso come il rapporto fra (i) la probabilità condizionale ponderata per le preferenze di un calo di almeno il 10% nell'attività sottostante e (ii) la corrispondente probabilità statistica. Con riferimento alle aree contrassegnate nel grafico, l'indicatore equivale a:

$$\left(\frac{A^{PW}}{A^{PW} + B^{PW}} \right) \Bigg/ \left(\frac{A^S}{A^S + B^S} \right)$$

Questa formula si approssima a quella presentata nel grafico 1 nella misura concessa dalle limitazioni oggettive dei dati^①. Va notato che la metodologia qui impiegata è qualitativamente simile alla stima dei premi al rischio calcolata come differenza tra i prezzi futures, che tengono conto delle preferenze di rischio degli investitori, e le aspettative statistiche di rendimento della corrispondente attività sottostante.

^① È plausibile che le delimitazioni del troncamento della PDF ponderata cambino nel tempo per ragioni non collegate alla nostra analisi e che possano, in linea di principio, influenzare il valore dell'indicatore. Esaminando il movimento di tali delimitazioni, tuttavia, si evince che esso non può essere all'origine delle regolarità empiriche riscontrate nel presente studio.

aggressive per l'ottenimento di rendimenti elevati. Anche nel caso in cui le varie categorie di investitori non modifichino il loro atteggiamento nei confronti del rischio e del rendimento, le scelte effettive tra queste due componenti – rispecchiate dai prezzi a contante e dai prezzi delle opzioni – dipenderanno dall'identità degli operatori attivi in un dato momento.

... o la risposta a modifiche nelle condizioni di mercato

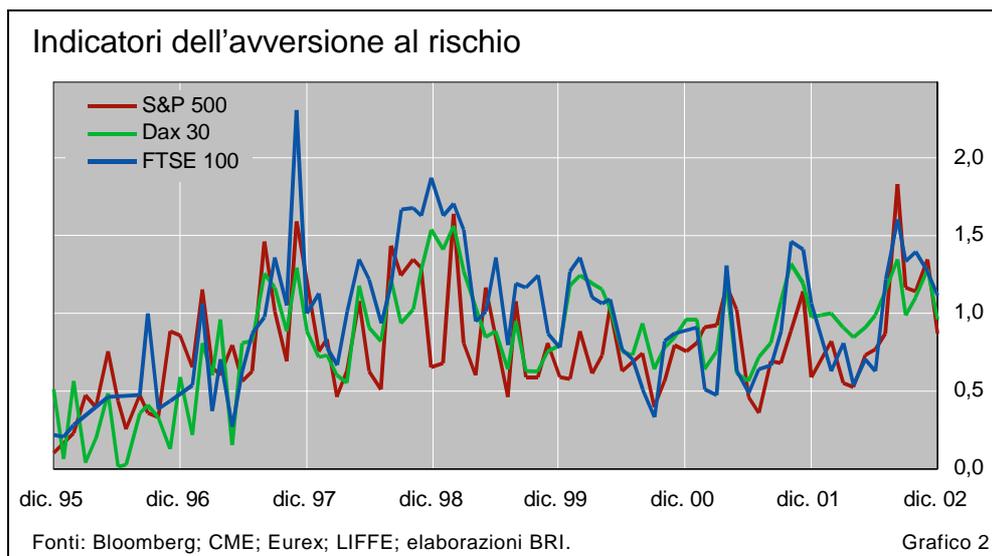
Infine, si potrebbe anche considerare che il nostro indicatore dell'avversione al rischio rifletta il valore di assicurazione di un'opzione, anch'esso variabile nel tempo. I sistemi di gestione del rischio potrebbero talvolta imporre strategie meccaniche di negoziazione, che sono di fatto simili a quelle indotte da un'accresciuta avversione al rischio³. Per esempio, al raggiungimento del valore minimo stabilito per un portafoglio, o al superamento del limite massimo di rischio per un'operazione, tali sistemi prescrivono la vendita di attività rischiose. In queste circostanze, il valore di un'opzione con payoff sufficientemente elevato offrirebbe pertanto agli investitori una preziosa protezione contro il raggiungimento dei limiti di rischio e, di conseguenza, contro l'eventualità di essere costretti a liquidare posizioni in momenti di stress. L'indicatore di avversione al rischio sarà più elevato nelle situazioni in cui ci si attende che considerazioni di questo tipo guidino il comportamento degli operatori.

Analisi degli indicatori di avversione al rischio

Indicatori per tre mercati azionari ...

Applichiamo l'idea di base descritta nella sezione precedente (e dettagliata nel riquadro) al fine di calcolare gli indicatori mensili dell'atteggiamento effettivo degli operatori nei riguardi del rischio sulla base di informazioni provenienti dai prezzi delle opzioni e dai rendimenti a contante per gli indici azionari S&P 500, FTSE 100 e Dax 30. I dati coprono il periodo dal dicembre 1995 al dicembre 2002. Calcoliamo per gli indici prescelti la probabilità di rendimento, ponderata per le preferenze, derivata dai prezzi delle opzioni osservati 45 giorni prima della data di scadenza di ciascun contratto. In media, vi sono 37 prezzi strike per le opzioni sull'S&P 500, 25 per quelle sull'FTSE e 29 per quelle sul Dax.

³ Danielsson et al. (2002) forniscono una trattazione teorica di tale argomento.



Il grafico 2 illustra gli indicatori ottenuti per i tre mercati azionari. Valori più elevati si associano a una minore tolleranza al rischio da parte degli investitori. I tre indicatori mostrano un certo grado di variabilità nel tempo. Si può osservare un'impennata intorno alla seconda metà del 1997, periodo in cui il Sud-est asiatico era incorso in crisi valutarie di ampia portata. Questa accresciuta sensibilità al rischio non è rientrata completamente negli anni seguenti. Difatti, durante le turbolenze di mercato dell'autunno 1998 la serie di indicatori fa registrare il più lungo aumento sostenuto dell'avversione al rischio. Per contro, gli avvenimenti dell'11 settembre 2001 si caratterizzano solo per un balzo di breve durata⁴.

Un aspetto sorprendente del grafico è il grado di comovimento fra i tre indicatori. A conferma dell'impressione visiva, i coefficienti di correlazione bilaterale assumono valori che vanno dal 62 al 78%. Reputiamo che ciò sia indicativo del fatto che mercati finanziari integrati tendono a essere guidati dall'azione di investitori che presentano percezioni e obiettivi simili. Inoltre, dal momento che stimiamo i tre indicatori separatamente per ciascun indice, tale comovimento fornisce un segnale rassicurante della validità della nostra metodologia.

... mostrano un grado elevato di comovimento

L'elevata correlazione tra gli indicatori fa ritenere che vi sia un forte fattore comune alla base delle loro dinamiche. Nel prosieguo del presente studio baseremo l'analisi su questo fattore comune, che definiamo statisticamente come la prima componente principale dei tre indicatori. La nuova serie spiega l'80% della variabilità complessiva delle singole serie che la compongono.

Avversione al rischio e dinamiche dei mercati finanziari

In questa sezione cerchiamo di capire se il comportamento dei prezzi delle attività varia sistematicamente con il livello di avversione effettiva al rischio degli investitori. A questo scopo, consideriamo i tre indici azionari utilizzati per

⁴ Questi andamenti sono molto simili a quelli osservati per l'indicatore di avversione al rischio elaborato da Hayes e Shin (2002), che si basa sugli stessi principi.

stimare l'indicatore e gli indici dei prezzi delle obbligazioni governative di Stati Uniti, Regno Unito e Germania con scadenza da sette a dieci anni. Ciascun mese del campione è stato classificato come caratterizzato da "alta" o "bassa" avversione effettiva al rischio in base al valore assunto dall'indicatore⁵. Le tabelle 1 e 2 contengono, rispettivamente, le statistiche descrittive univariate e bivariate dei rendimenti giornalieri annualizzati delle sei attività considerate. Le statistiche sono calcolate sull'intero periodo e su ciascuno dei due sottocampioni caratterizzati da livelli diversi di avversione al rischio.

Un'elevata avversione al rischio coincide con ...

Verifichiamo innanzitutto se le distribuzioni dei rendimenti delle attività sono simili nei due sottocampioni contraddistinti da un'avversione al rischio "alta" o "bassa". I risultati di un test di uguaglianza delle funzioni di distribuzione sono riportati nella riga inferiore di ciascun riquadro della tabella 1. Da questi emerge che, da un punto di vista statistico, i rendimenti di gran parte delle attività hanno comportamenti diversi nei periodi caratterizzati

Distribuzioni dei rendimenti e avversione al rischio												
dicembre 1995–dicembre 2002												
	Azioni ¹											
	S&P 500				FTSE 100				Dax 30			
	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²
Media	0,081	-0,041	0,206	**	0,080	-0,014	0,177	*	0,109	-0,064	0,287	**
Dev.stand.	0,195	0,228	0,153	***	0,191	0,234	0,132	***	0,265	0,331	0,173	***
Skewness	-0,168	-0,197	0,159	.	-0,237	-0,197	-0,026	.	-0,280	-0,171	-0,308	.
Curtosi	5,868	5,245	4,385	.	5,347	4,196	4,359	.	5,785	4,414	3,913	.
Test K-S ³	0,000***				0,000***				0,000***			
	Reddito fisso ¹											
	Treasuries USA				Gilt britannici				Bund tedeschi			
	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²	Intero periodo	Alta avver.	Bassa avver.	Test ²
Media	0,043	0,074	0,012	*	0,024	0,055	-0,007	*	0,000	0,020	-0,020	.
Dev.stand.	0,066	0,069	0,063	**	0,063	0,065	0,062	.	0,057	0,057	0,057	.
Skewness	-1,032	-0,946	-1,160	.	-0,753	-0,947	-0,532	.	-2,177	-2,045	-2,324	.
Curtosi	7,431	7,151	7,725	**	8,964	8,666	9,382	.	14,941	13,414	16,620	.
Test K-S ³	0,021**				0,025**				0,429			
¹ Un test di normalità rifiuta l'ipotesi che i rendimenti siano ricavati da distribuzioni normali. ² Risultato del test volto a determinare se la differenza tra le stime dei momenti nei due sottocampioni è maggiore di zero. I simboli *, ** e *** indicano che l'ipotesi nulla è respinta ai livelli di significatività del 10, 5 e 1% rispettivamente. ³ Test di Kolmogorov-Smirnov volto a determinare se i rendimenti sono identicamente distribuiti nei due sottocampioni; i valori indicano il livello di significatività al quale si respinge l'ipotesi nulla secondo cui la distribuzione dei rendimenti è insensibile alla misura dell'avversione al rischio.												
Fonti: Bloomberg; Datastream; BRI.											Tabella 1	

⁵ Al fine di identificare i sottocampioni con avversione al rischio alta e bassa impieghiamo come discriminante il valore mediano sull'intero periodo dell'indicatore composito. Come discriminante abbiamo altresì provato a utilizzare un trend variabile, che non ha avuto un impatto sostanziale sui risultati.

Correlazioni incrociate dei rendimenti delle attività ¹						
dicembre 1995–dicembre 2002						
	S&P 500	FTSE 100	Dax 30	Treasuries USA	Gilt britannici	Bund tedeschi
S&P 500	...	0,448	0,493	-0,229	-0,071	-0,022
FTSE 100	0,420	...	0,741***	-0,197	-0,150	-0,133
Dax 30	0,437	0,587	...	-0,269	-0,178	-0,077
Treasuries USA	0,126***	0,085***	-0,036***	...	0,389	0,183
Gilt britannici	0,142***	0,149***	0,095***	0,362	...	0,335**
Bund tedeschi	0,026	0,045***	0,176***	0,116	0,233	...

¹ Le cifre sopra (sotto) la diagonale principale corrispondono alle correlazioni nei periodi di "alta" ("bassa") avversione al rischio. I simboli *, ** e *** indicano che l'ipotesi di uguaglianza delle correlazioni tra rendimenti delle attività nei periodi di "alta" e "bassa" avversione al rischio è respinta ai livelli di significatività del 10, 5 e 1%, rispettivamente.

Fonti: Bloomberg; Datastream; BRI. Tabella 2

da livelli diversi di avversione al rischio. L'unica eccezione al riguardo si osserva sul mercato dei gilt britannici, dove non è da escludere l'ipotesi che i rendimenti abbiano la stessa distribuzione.

Al fine di appurare quali siano i fattori che determinano i risultati del test di distribuzione, esaminiamo separatamente i primi quattro momenti dei rendimenti. Più in particolare, calcoliamo per l'intero periodo e per ciascuno dei sottocampioni il rendimento medio giornaliero annualizzato, la volatilità annualizzata dei rendimenti giornalieri, l'asimmetria ("skewness") e la curtosi della distribuzione dei rendimenti. I test di uguaglianza di queste misure per i due sottocampioni attribuiscono le differenze nella distribuzione dei rendimenti, rilevate dal test complessivo, a differenze nei primi due momenti. I rendimenti medi degli indici azionari sono inferiori nei periodi contraddistinti da una maggiore avversione effettiva al rischio, mentre si verifica il contrario per i titoli a reddito fisso. Ciò è coerente con la nozione intuitiva per cui gli investitori tenderebbero a ritirarsi dalle classi di attività più rischiose al diminuire della loro propensione al rischio. Per contro, nei periodi di maggiore tolleranza al rischio, la domanda di queste attività tenderebbe a sostenerne un aumento del prezzo, a scapito di quello delle obbligazioni.

... performance azionarie inferiori alla norma ...

Un altro andamento generale che emerge dalla tabella 1 è che una maggiore avversione al rischio si associa a un'accresciuta volatilità dei prezzi delle attività. Tale risultato è valido per entrambe le classi di attività, ma è più pronunciato nel caso delle azioni. Una possibile interpretazione di tale andamento è coerente con una delle motivazioni sopra addotte per spiegare la variabilità nel tempo dell'avversione effettiva al rischio. Un aumento della volatilità equivale di fatto a un aumento del rischio di mercato, e coinciderà probabilmente con periodi in cui la base di capitale degli operatori è sfruttata al massimo. A sua volta ciò accresce il valore di assicurazione delle opzioni. Con riferimento al grafico 1, aumentano sia l'area sottostante la coda sinistra della funzione di probabilità ponderata, sia l'indicatore dell'avversione al rischio.

... una maggiore volatilità ...

Un'interpretazione alternativa invertirebbe il rapporto di causa-effetto. Quando gli operatori sono più restii ad esporsi al rischio, essi esercitano particolare cautela nella gestione dei portafogli, e tendono a reagire più

vigorosamente ai nuovi annunci. Inoltre, laddove l'iperreazione coinvolgesse l'intero mercato, risulterebbe più arduo trovare controparti per operazioni di investimento. Ampie oscillazioni dei prezzi emergerebbero pertanto come una naturale conseguenza.

Le correlazioni dei rendimenti fra mercati azionari diversi sembrano aumentare nei periodi in cui gli investitori sono più apprensivi nei confronti del rischio (tabella 2)⁶. La direzione del rapporto causa-effetto è ambigua. Da un lato, un comovimento più pronunciato dei mercati azionari restringe le possibilità di diversificazione dei portafogli, aumentando così la correlazione tra rendimenti di mercato e ricchezza degli investitori. Come spiegato in precedenza, ciò tenderebbe a innalzare l'effettiva avversione al rischio degli operatori. Dall'altro lato, è possibile che l'accresciuta volatilità (o, del pari, il rischio di mercato stimato) determini sia le più alte correlazioni sia i maggiori valori assunti dall'indicatore dell'effettiva avversione al rischio. Loretan ed English (2000) mostrano come nei periodi di maggiore volatilità ci si debba attendere una più forte correlazione tra i prezzi delle attività. Poiché in questi periodi i sistemi di gestione del rischio registrano tipicamente un aumento del rischio di mercato, ci si attenderebbe che gli investitori adottino un comportamento assimilabile a una minore tolleranza al rischio; le analogie nelle strategie di investimento potrebbero condurre a una più stretta relazione tra i mercati azionari. Nonostante il fatto che le differenze nelle correlazioni dei due sottocampioni appaiano economicamente significative, test formali non stabiliscono alcuna significatività statistica, eccetto per la correlazione tra i mercati azionari tedesco e britannico.

... e una dinamica divergente tra rendimenti obbligazionari e azionari

Il confronto tra i gradi di correlazione dei rendimenti obbligazionari e azionari mostra un andamento più chiaro. Il comovimento tra le due classi di attività è uniformemente più elevato nei periodi di minore avversione al rischio. Le differenze non sono soltanto economicamente significative (tra i 10 e i 20 punti percentuali), ma superano anche il test statistico di uguaglianza. Tale risultato è coerente con quelli ottenuti dal confronto delle statistiche univariate presentate in precedenza. In base alla tabella 1, i mercati dei titoli di Stato sono meno sensibili ai mutamenti di umore nei riguardi del rischio rispetto ai mercati azionari, dove i rendimenti risentono in genere della ridotta partecipazione degli investitori nei periodi di accresciuta avversione al rischio. Così, in questi periodi i prezzi delle due classi di attività tendono a muoversi in direzioni opposte, riducendo la correlazione.

Conclusioni

Il presente saggio monografico confronta i dati desumibili dai mercati a contante e delle opzioni al fine di costruire serie temporali di indicatori dell'avversione al rischio. Un aspetto incoraggiante dei risultati delle stime è l'evidenza di uno stretto comovimento degli indicatori di questo tipo per diversi segmenti di mercato.

⁶ Ciò è osservabile comparando i dati della tabella posizionati simmetricamente rispetto alla diagonale principale.

Si è inoltre riscontrato che le dinamiche dei mercati finanziari tendono a variare sistematicamente con il grado di effettiva avversione al rischio. In particolare, un'accresciuta avversione al rischio si accompagna a rendimenti inferiori e a un aumento della volatilità, specie nei mercati azionari, nonché a un più debole comovimento delle classi di attività. I risultati ottenuti rilevano pertanto ai fini dell'interpretazione dei segnali trasmessi dai mercati finanziari. Incorporando in questa interpretazione i mutamenti nell'atteggiamento verso il rischio si ricavano informazioni utili per comprendere il funzionamento di tali mercati.

Riferimenti bibliografici

Breeden, D. e R. Litzenberger (1978): "Prices of state-contingent claims implicit in option prices", *Journal of Business*, vol. 51, pagg. 621–651.

Danielsson, J., H.S. Shin e J.-P. Zigrand (2002): "The impact of risk regulation on price dynamics", working paper della London School of Economics.

Glosten, L.R., R. Jagannathan e D.E. Runkle (1993): "On the relation between the expected value and the volatility of the nominal excess return on stocks", *Journal of Finance*, vol. 48, n. 5, pagg. 1779–1801.

Hayes, S. e H.S. Shin (2002): "Liquidity and risk appetite: evidence from equity index option prices", working paper della Bank of England.

Loretan, M. e W.B. English (2000): "Valutazione dei cambiamenti nelle correlazioni in periodi di elevata volatilità dei mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Shimko, D.C. (1993): "Bounds of probability", *Risk*, vol. 6, pagg. 33–37.

Determinanti dell'avversione al rischio degli investitori: riscontri giornalieri dal mercato azionario tedesco¹

I prezzi azionari oscillano al variare non solo delle prospettive di profitto delle imprese, ma anche dell'avversione al rischio degli investitori. Questa origina il premio di rischio, ossia la remunerazione aggiuntiva attesa che gli investitori richiedono a compensazione del rischio connesso con la detenzione di titoli azionari. I prezzi delle opzioni rappresentano una preziosa fonte di informazione per la stima dei premi di rischio. Il modo in cui i prezzi base dei contratti di opzione distinguono i risultati relativamente favorevoli agli investitori da quelli relativamente sfavorevoli consente di stimare l'avversione al rischio in base alla dinamica dei prezzi delle opzioni osservata. La stima viene effettuata raffrontando ciò che è implicito in tali prezzi con le probabilità dei vari risultati da un punto di vista puramente statistico.

Scopo di questo saggio monografico è quello di spiegare i movimenti giornalieri nell'avversione al rischio sul mercato azionario tedesco desumibili dai prezzi delle opzioni². Abbiamo incentrato l'analisi sul principale indice della borsa di Francoforte, il Dax, che raggruppa le quotazioni dei titoli azionari di 30 importanti società tedesche, prendendo in esame i dati giornalieri dei prezzi delle opzioni su tale indice fra il dicembre 1995 e il maggio 2002. Per interpretare le variazioni della nostra misura dell'avversione al rischio abbiamo considerato indicatori delle aspettative su crescita economica, volatilità di mercato, premi al rischio di credito e annunci negativi. Dallo studio emerge che gli investitori sul mercato azionario tedesco paiono essere divenuti sempre più avversi al rischio a partire dal 1998. Inoltre, abbiamo rilevato che i movimenti nei prezzi azionari USA producono un forte impatto su questa avversione al rischio.

Il nostro saggio si prefigge di integrare quello di Tarashev et al. (pubblicato in questa edizione della *Rassegna trimestrale*) sotto tre aspetti. Primo, la

¹ Questo studio, redatto in gran parte durante la permanenza dell'autore presso la BRI, esprime opinioni dell'autore stesso, che non rispecchiano necessariamente quelle della BRI o della Oesterreichische Nationalbank. Si desidera ringraziare Ernst Glatzer per l'eccellente supporto analitico.

² Anche Beber e Brandt (2003), Rosenberg ed Engle (2002), Ait-Sahalia et al. (2001) nonché Jackwerth (2000) hanno analizzato misure dell'avversione al rischio.

nostra analisi dell'avversione al rischio si basa su dati ad alta frequenza (giornaliera, rispetto a quella mensile usata da Tarashev et al.). Secondo, è leggermente diverso il modo in cui viene misurata l'avversione – in particolare per ciò che attiene alla stima delle probabilità statistiche –, il che consente di comparare due misure diverse e, potenzialmente, di avvalorare la fondatezza di quelle basate sulle opzioni. Terzo, il nostro studio allarga in certa misura il campo di azione, cercando di individuare i fattori che potrebbero spiegare i mutamenti dell'avversione al rischio che si verificano da un giorno all'altro.

Stime di due distribuzioni

Misure dell'avversione al rischio

Procediamo a misurare l'avversione al rischio raffrontando due stime della funzione di densità ("probability density function" – PDF) per i corsi azionari futuri. Una stima viene desunta dai prezzi delle opzioni, l'altra dai movimenti effettivi dei prezzi delle azioni. L'avversione al rischio può essere considerata come la differenza fra queste due stime. Le componenti della nostra metodologia sono illustrate nel grafico 1, dove la linea verde rappresenta la distribuzione ricavata dai prezzi delle opzioni, mentre quella rossa è la distribuzione stimata dalle variazioni effettive delle quotazioni azionarie. Nel riquadro seguente vengono illustrati in dettaglio i metodi di stima.

Quando i trader stabiliscono i prezzi delle opzioni, essi applicano in effetti delle probabilità, ponderate con pesi costruiti in base alle loro preferenze, ai diversi possibili prezzi delle attività fino alla data di scadenza dello strumento derivato. In altri termini, il prezzo dell'opzione osservato incorpora la percezione del trader circa i futuri movimenti di prezzo dell'attività sottostante, unitamente al suo grado di avversione al rischio, che può variare nel corso del tempo³. Dalle serie storiche dei rendimenti effettivi stimiamo invece la PDF statistica, rappresentata dalla linea rossa del grafico 1. Si tratta di una stima puramente statistica, che non contiene pertanto informazioni sull'avversione al rischio. Nel raffrontare le due PDF ci concentriamo sulla probabilità di cali nei prezzi azionari. Da entrambe le stime delle PDF ricaviamo la probabilità di un ribasso del Dax di almeno il 10% rispetto al valore a termine dell'indice nell'arco di 49 giorni. Queste probabilità corrispondono alle due aree ombreggiate nella parte sinistra del grafico.

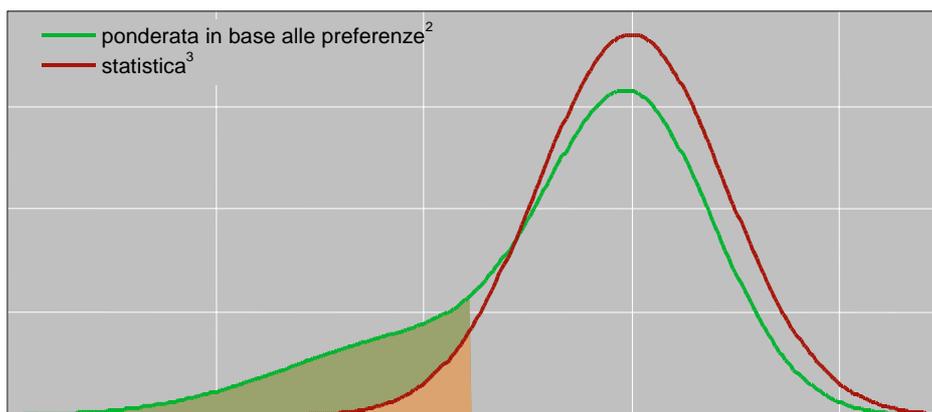
Se i trader prestano una maggiore attenzione agli eventi che possono ripercuotersi negativamente sulla loro ricchezza, la probabilità di cali futuri ponderata in base alle preferenze differisce dalla probabilità statistica per una misura che rispecchia l'avversione al rischio. In ipotesi di neutralità al rischio, invece, i trader non applicano alcun premio e le due probabilità sono identiche. In realtà, si osserva che gli operatori tendono ad assegnare pesi più alti agli indicatori economici in periodi di bassa ricchezza, come durante le fasi recessive. Questo comportamento da parte degli investitori è definito

L'avversione al rischio genera una differenza fra le probabilità statistiche ...

... e quelle che rispecchiano le preferenze degli investitori

³ Jackwerth (1999) effettua un'indagine sulla stima della PDF dai prezzi delle opzioni.

Due funzioni di densità della probabilità¹



¹ Le ombreggiature verde e rossa rappresentano rispettivamente la probabilità ponderata in base alle preferenze e la probabilità statistica di un calo dell'indice Dax pari ad almeno il 10%. ² Questa funzione incorpora l'avversione al rischio da parte degli investitori, ed è perciò definita "densità in ipotesi di neutralità al rischio". ³ Questa funzione rispecchia la distribuzione dei rendimenti effettivi.

Fonte: elaborazioni BRI.

Grafico 1

"avversione al rischio", e comporta l'applicazione di premi significativi proprio per compensare l'assunzione di quest'onere. Di conseguenza, è presumibile che i trader agiscano come se la probabilità di un futuro calo dei prezzi azionari fosse più elevata di quanto i dati storici farebbero ritenere necessario. Questa probabilità aggiuntiva, che tentiamo di cogliere in modo empirico e che è illustrata dalla differenza fra le aree ombreggiate delle due PDF ipotetiche nel grafico 1, coincide esattamente con lo scarto fra la PDF ponderata per le preferenze e la PDF statistica.

Nella letteratura accademica, il concetto di PDF ponderata in base alle preferenze è equivalente a quello di PDF con rischio neutro. In ipotesi di neutralità al rischio le probabilità ponderate incorporano l'avversione al rischio in modo tale per cui quelle fra di loro che sono assegnate a risultati indesiderabili superano le corrispondenti probabilità statistiche. La probabilità ponderata in base alle preferenze è costruita così che se viene utilizzata per desumere i valori attesi, si ottiene il prezzo di mercato effettivo dell'attività in questione.

Risultati delle stime

Per l'ultima data considerata nella nostra analisi, nel maggio dello scorso anno, il raffronto tra le due stime della PDF fornisce un'indicazione dell'avversione al rischio. La probabilità di un calo del Dax di almeno il 10% rispetto alla media ammonta al 10,7% secondo la distribuzione ponderata e al 7,7% secondo quella statistica. Questa differenza del 3% fra le due probabilità è dovuta principalmente alla maggiore lunghezza della coda della PDF dedotta dalle opzioni. Gli operatori del mercato opzionario hanno perciò agito come se la probabilità di forti cali futuri dell'indice Dax fosse più alta di quanto suggerito dall'esperienza storica. Ad esempio, la probabilità di una flessione da 4 800 a

L'avversione al rischio spiega una differenza del 3% fra le due probabilità

3 500 punti dell'indice Dax è prossima allo zero secondo la distribuzione statistica, mentre essa risulta significativa secondo la distribuzione ponderata in base alle preferenze.

Metodologia utilizzata per le stime

Specificazione della PDF ponderata in base alle preferenze

La stima della PDF ponderata con pesi costruiti in base alle preferenze si fonda sui prezzi giornalieri di futures e opzioni put e call sull'indice Dax dal dicembre 1995 al maggio 2002^①. Le opzioni vengono negoziate presso l'Eurex tramite un sistema elettronico. Le scadenze originarie delle opzioni considerate nel nostro esempio sono di uno e due mesi.

Al fine di eliminare dalle nostre stime gli effetti della durata residua alla scadenza, dobbiamo calcolare la PDF ponderata riferita a un orizzonte costante. Se non tenessimo conto dell'effetto connesso con il calo tendenziale della durata delle opzioni, i parametri potrebbero variare solo in virtù dell'approssimarsi della data di scadenza. In particolare, la volatilità diminuisce a ogni incremento temporale mentre si riduce l'incertezza circa il prezzo che avrà l'attività il giorno della scadenza del contratto. Per costruire PDF ponderate che non incorporino questi effetti spuri, ricorriamo a un'interpolazione sulla volatilità implicita^②, e in particolare fra i contratti con scadenza a un mese e a due mesi, così da ottenere un orizzonte costante di 49 giorni di calendario^③. La proxy utilizzata per il tasso a rischio nullo è la serie dei tassi interbancari.

La nostra parametrizzazione della PDF dedotta dalle opzioni è una combinazione di modelli lognormali^④. Questa specificazione flessibile può dar luogo a una varietà di profili nelle curve della PDF ponderata in base alle preferenze. La combinazione di due distribuzioni lognormali si fonda su due regimi. In ciascuno di essi, il prezzo dell'azione si dispone secondo una distribuzione lognormale con media e varianza diverse. La stima dei parametri viene ottenuta usando stimatori dei minimi quadrati non lineari^⑤.

Specificazione della PDF statistica

Definiamo la PDF statistica dei rendimenti come un modello GARCH asimmetrico con media costante e distribuzione normale condizionata. Si tratta di una specificazione che viene applicata di frequente in letteratura. La scelta del modello GARCH è motivata dal semplice fatto che la volatilità dei rendimenti azionari si muove in maniera prevedibile nel corso del tempo. Nel nostro modello, la volatilità condizionata al giorno (t) dipende dalla volatilità al giorno (t-1), da un termine che rappresenta la relazione asimmetrica fra volatilità e rendimenti azionari, nonché dal quadrato dei rendimenti al giorno (t-1).

Il nostro database per la PDF statistica è formato dai valori giornalieri di chiusura dell'indice Dax nel periodo dicembre 1993–maggio 2002. La letteratura fornisce due metodi per costruire il campione, vale a dire un arco temporale dei rendimenti azionari di tipo incrementale o di tipo mobile. Mentre Tarashev et al. (cfr. questa edizione della *Rassegna trimestrale*) utilizzano il primo, noi abbiamo preferito stime GARCH mobili su 500 osservazioni. Dopo ogni stima calcoliamo le previsioni di volatilità per i 49 giorni successivi. Spostiamo quindi il campione di una osservazione, effettuiamo una nuova stima e una nuova previsione. Dato che consideriamo un orizzonte piuttosto lungo, nella fattispecie quasi due mesi, ipotizziamo che la distribuzione su 49 giorni possa essere approssimata da una PDF normale condizionata. Perciò, la stima della PDF statistica richiede la previsione della volatilità unicamente come input. Una volta ottenuta la distribuzione condizionata su 49 giorni, procediamo a calcolare la probabilità di un calo del Dax di almeno il 10% nell'arco delle sette settimane rispetto al valore a termine dell'indice dalla coda della PDF statistica.

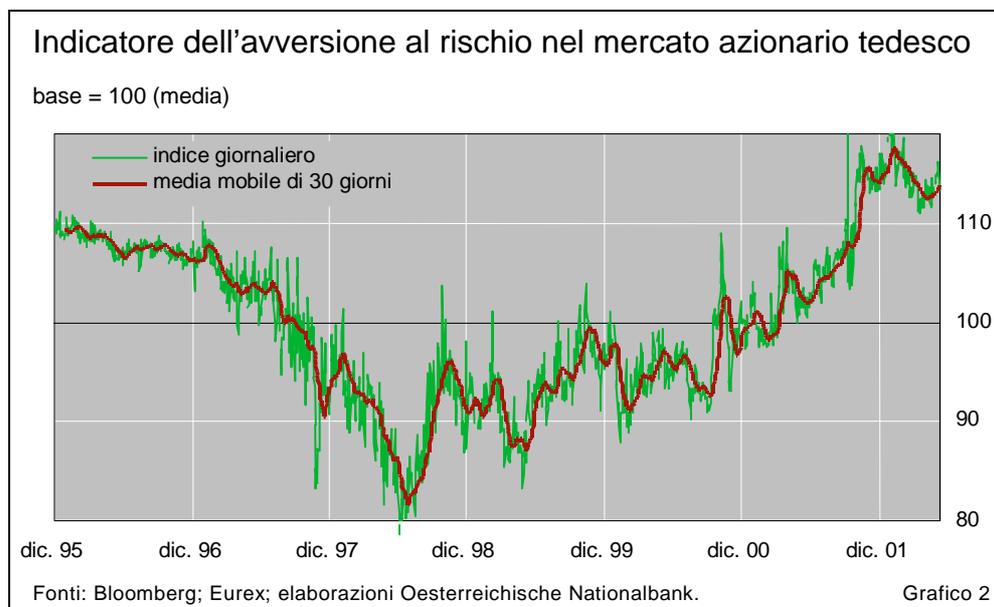
^① Le opzioni Dax sono specificate come opzioni europee, e quindi non è necessario considerare l'eventualità dell'esercizio anticipato del diritto di opzione. ^② Per maggiori dettagli sulle stime e le procedure di filtraggio utilizzate, cfr. Glatzer e Scheicher (2003). ^③ A titolo di raffronto, abbiamo stimato anche PDF con orizzonti di 42 e 56 giorni. I risultati restano invariati. ^④ Questa specificazione della PDF implicita nelle opzioni è stata introdotta da Melick e Thomas (1997). ^⑤ In Engle (2001) è contenuta una sintetica introduzione ai modelli GARCH.

L'avversione al rischio è aumentata dall'estate 1998

Le serie storiche della nostra misura dell'avversione al rischio nel grafico 2 mostrano una tendenza crescente dall'estate 1998. Da un esame del grafico si evince inoltre che il movimento al ribasso del mercato azionario tedesco dalla prima metà del 2000 ha coinciso con un incremento dell'avversione al rischio da noi stimata. Va rilevato che vi è una differenza fra la nostra misura e quella di Tarashev et al., specie verso la fine del 1997, quando i loro dati mettono in luce un brusco aumento dell'avversione al rischio. La differenza indica che la stima delle misure per l'avversione al rischio è sensibile alla scelta della procedura empirica. In particolare, è il modo in cui viene costruito il campione per la stima della PDF statistica a influenzare l'avversione al rischio che ne risulta⁴.

La variabilità della misura è indicativa di sostanziali cambiamenti nella dinamica giornaliera dell'avversione al rischio. In sintesi, la curva parte nel gennaio 1996 a un livello superiore alla media, tocca il minimo nel giugno 1998 per poi risalire sino alla fine del periodo campione. La nostra misura dell'avversione al rischio è chiaramente collegata al movimento generale dell'indice azionario. Rapportando i bruschi rialzi del grafico 2 a date specifiche, si riscontra una stretta corrispondenza fra l'andamento del mercato e la nostra misura dell'avversione al rischio. Il primo picco importante si registra il 30 settembre 1998, giorno in cui la crisi finanziaria russa e il quasi dissesto di LTCM provocarono diffuse turbolenze sui mercati mondiali dei capitali. L'ultimo balzo notevole interviene in seguito agli eventi dell'11 settembre 2001.

Un'importante precisazione attinente alla nostra analisi è che la differenza fra la PDF ponderata in base alle preferenze e la PDF statistica è influenzata non solo dall'avversione al rischio, ma anche da divergenze strutturali fra i



⁴ Nel presente studio utilizziamo un campione mobile di 500 osservazioni, mentre Tarashev et al. ricorrono a un campione incrementale, con inizio nel gennaio 1988 e aggiungendo ogni giorno un'osservazione.

mercati azionari e quelli opzionari. La seguente trattazione delle determinanti dell'avversione al rischio si basa quindi sui mutamenti nel comportamento degli investitori avversi al rischio. La presenza di una costante distorsione fra le due PDF non riconducibile all'avversione al rischio lascia inalterati i risultati della nostra analisi.

Determinanti dei mutamenti nell'avversione al rischio

Quali sono i fattori alla base dei mutamenti nell'avversione al rischio?

Le determinanti dell'avversione al rischio degli investitori individuate nella letteratura in materia di pricing delle attività sono le prospettive di crescita dell'economia, le misure del rischio sui mercati delle azioni e del credito, le oscillazioni del cambio e annunci negativi su altri mercati azionari⁵. Un deterioramento delle previsioni sulla crescita economica può accrescere l'avversione al rischio, poiché gli investitori reagiscono alla più alta probabilità di una diminuzione di ricchezza riducendo la disponibilità ad assumere rischi. L'inclinazione della struttura per scadenze rispecchia il pessimismo sul clima di mercato, visto il nesso che la lega alle decisioni di portafoglio degli operatori. In presenza di un atteso miglioramento del clima di fiducia, gli investitori sposteranno parte delle loro attività dal segmento a breve a quello a lungo termine. Tale spostamento farà aumentare il tasso a breve rispetto a quello a lunga, inducendo un appiattimento nella composizione per scadenze. Un'accresciuta rischiosità sui mercati delle azioni e del credito renderà probabile una futura diminuzione di ricchezza, e quindi un aumento dell'avversione al rischio. Le nostre misure del rischio su questi mercati sono date dalla volatilità implicita delle azioni USA e dagli spread creditizi sui mercati dei capitali statunitensi⁶.

Sull'avversione al rischio potrebbero influire il clima di mercato ...

Anche i cali nei principali mercati azionari possono spiegare i movimenti nell'avversione al rischio. In particolare, il mercato azionario USA rappresenta un'importante fonte di notizie negative per gli investitori azionari tedeschi: Tarashev et al. rilevano infatti che gli indicatori dell'avversione al rischio sulle borse valori di Stati Uniti, Germania e Regno Unito tendono nel tempo a muoversi in stretta sintonia. La nostra misura degli annunci negativi provenienti dal mercato azionario USA si avvale di una variabile dummy interattiva, posta pari a 1 per i rendimenti negativi dell'S&P 500.

... le dinamiche dei prezzi sui mercati del credito e delle azioni ...

Le oscillazioni del cambio possono ridurre i flussi di reddito delle imprese che operano a livello internazionale. Per molte società presenti nell'indice Dax una quota sostanziale del cash flow proviene dall'estero, ed è per questo motivo che i movimenti dei tassi di cambio influiscono parimenti sul loro risultato economico. Il deprezzamento del dollaro USA rispetto all'euro, o al

... o le oscillazioni dei tassi di cambio

⁵ Cfr., ad esempio, De Santis e Gerard (1997).

⁶ L'inclinazione della struttura per scadenze è definita dalla differenza fra il rendimento benchmark dei titoli di Stato decennali tedeschi e il tasso a tre mesi del mercato monetario. Per misurare il rischio sui mercati del credito e delle azioni sono state impiegate le serie VIX della volatilità implicita dell'indice S&P 100 e lo spread di rendimento fra titoli industriali USA con rating BBB- e AAA-.

marco⁷, induce una contrazione nella competitività relativa delle esportazioni tedesche e, di conseguenza, potrebbe incidere sull'avversione al rischio degli operatori aumentando l'incertezza a riguardo dei profitti futuri. Anche in questo caso, per rappresentare gli annunci negativi è stato fatto ricorso a una variabile dummy interattiva, posta pari a 1 per le oscillazioni negative del cambio.

Per valutare gli effetti di questi cinque fattori stimiamo un modello di regressione standard⁸. Come già accennato, analizziamo le differenze prime dell'avversione al rischio. Così, nel nostro modello di regressione stimiamo il modo in cui un cambiamento, ad esempio, nell'inclinazione della struttura a termine modifica l'indicatore dell'avversione al rischio. La stima delle differenze prime contribuisce ad attenuare eventuali distorsioni causate da divergenze sistematiche fra la PDF statistica e quella ponderata non collegate all'avversione al rischio.

Risultati empirici

Nello stimare contemporaneamente le cinque variabili esplicative, tre fattori sono risultati significativi⁹. I risultati della regressione riportati nella tabella 1 dimostrano che l'avversione al rischio è fortemente collegata alle oscillazioni nella volatilità USA e ad annunci negativi riguardo al tasso di cambio. È stato osservato un nesso più debole con l'inclinazione della struttura per scadenze, mentre non è stata riscontrata alcuna correlazione con il rallentamento dell'indice S&P 500 o l'indicatore del rischio creditizio. Tramite le cinque variabili otteniamo un valore esplicativo del 9% per la variabilità giornaliera dell'avversione al rischio.

L'avversione al rischio in Germania è di fatto sensibile alle oscillazioni del cambio ...

Stime degli effetti dei fattori sui mutamenti dell'avversione al rischio		
periodo campione: dicembre 1995–maggio 2002		
Variabile	Coefficiente	Valori di t
Curva dei rendimenti – Germania	-0,0204	-1,9897
Rendimenti azionari negativi – USA	-0,0257	-0,2470
Volatilità – USA	0,0027	6,6364
Deprezzamento del dollaro – USA	-0,4665	-3,2695
Spread creditizi	-0,0063	-0,6492

Nota: tutte le variabili entrano in regressione come differenze prime. I coefficienti significativi al livello di confidenza del 5% sono evidenziati in neretto. R² corretto = 0,09.

Fonti: Datastream; elaborazioni Oesterreichische Nationalbank. Tabella 1

⁷ È stato utilizzato il tasso giornaliero dollaro USA-euro perché il tasso di cambio (effettivo) ponderato per l'interscambio è disponibile solo con frequenza mensile.

⁸ È stato impiegato l'approccio dei minimi quadrati ordinari con errori standard corretti secondo White.

⁹ Per valutare la robustezza del metodo abbiamo ripetuto le regressioni con la differenza PDF per la probabilità di un calo pari ad almeno il 20% nei 49 giorni. I risultati rimangono invariati.

I segni dei tre fattori significativi sono in linea con le argomentazioni sopra delineate. Il significativo segno positivo della volatilità USA indica come gli sviluppi nel mercato azionario statunitense si trasmettono effettivamente sull'avversione al rischio. Nel mercato azionario tedesco questa aumenta a causa della maggiore volatilità USA e non per effetto di rendimenti negativi dell'S&P 500. La correlazione negativa con il tasso di cambio conferma la nostra interpretazione nel quadro del nesso fra esportazioni e tassi di cambio. La rilevanza del commercio estero per le società tedesche implica un deterioramento delle loro prospettive reddituali a fronte di un apprezzamento dell'euro o, prima del 1999, del marco. I timori di una più bassa redditività sembrano di fatto innalzare la misura dell'avversione al rischio. L'inclinazione della struttura per scadenze in Germania produce un impatto negativo sull'avversione al rischio nel mercato azionario tedesco. I nostri risultati mostrano che un deterioramento delle prospettive a riguardo del clima generale di mercato aumenta l'avversione al rischio dei detentori di azioni tedesche. Ne discende che gli investitori rispondono a un peggioramento delle prospettive di crescita aumentando il peso degli indicatori in presenza di bassi flussi di pagamento.

Nel complesso, osserviamo che la determinante principale dell'avversione al rischio è l'incertezza degli operatori sui mercati azionari USA, così come rappresentata dalla volatilità implicita dei corsi azionari statunitensi. Ordinando le cinque variabili esplicative per rilevanza, la volatilità delle borse USA risulta significativamente superiore alle altre quattro variabili¹⁰.

... e in particolare alla volatilità dei mercati azionari USA

Conclusioni

In questo studio monografico abbiamo esaminato una misura giornaliera dell'avversione al rischio per gli investitori del mercato azionario tedesco, analizzandone altresì i nessi con l'evoluzione della borsa valori USA, la struttura per scadenze dei tassi d'interesse in Germania e il tasso di cambio con il dollaro USA. La prima conclusione cui siamo pervenuti è che l'avversione al rischio sembra essere cresciuta dall'estate 1998. Inoltre, abbiamo riscontrato che la volatilità del mercato azionario USA si è trasmessa all'avversione al rischio in quello tedesco. In questo contesto, va ricordato che la nostra stima della volatilità USA è una misura implicita nelle opzioni. Di conseguenza, il nesso fra avversione al rischio in Germania e volatilità negli USA può rispecchiare in parte un collegamento fra le avversioni al rischio nei due paesi. Le nostre risultanze sono quindi in linea con quelle di Tarashev et al.: vi sono sì alcune differenze nei risultati stimati dovute al modo in cui sono stati costruiti i campioni ma, nonostante ciò, entrambe le analisi rilevano l'influsso che gli annunci economici internazionali producono sulle variazioni dell'avversione al rischio.

Nessi fra l'avversione al rischio in Germania e negli Stati Uniti

¹⁰ Nella regressione bivariata il mutamento delle serie VIX origina un R² dell'8%, mentre i valori delle altre quattro variabili sono al disotto dell'1%.

Bibliografia

Aït-Sahalia, Y., Y. Wang e F. Yared (2001): "Do option markets correctly price the probabilities of movement of the underlying asset?", *Journal of Econometrics*, vol. 102, pagg. 67–110.

Beber, A. e M. Brandt (2003): "The effect of macroeconomic news on beliefs and aversion; evidence from the options market", manoscritto inedito.

De Santis, G. e B. Gerard (1997): "International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk", *Journal of Finance*, vol. 52, pagg. 1881–1912.

Engle, R. (2001): "GARCH101: the use of ARCH/GARCH models in applied econometrics", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, pagg. 157–168.

Glatzer, E. e M. Scheicher (2003): "Modelling the implied probability of stock market movements", *ECB Working Paper*, n. 212.

Jackwerth, J. (1999): "Option-implied risk neutral distributions and implied binomial trees: a literature review", *Journal of Derivatives*, vol. 7, n. 2, pagg. 66–92.

——— (2000): "Recovering risk aversion from option prices and realized returns", *Review of Financial Studies*, vol. 13, pagg. 433–451.

Melick, W.R. e C.P. Thomas (1997): "Recovering an asset's implied PDF from option prices: an application to crude oil during the Gulf crisis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, marzo, pagg. 91–115.

Rosenberg, J.V. e R.F. Engle (2002): "Empirical pricing kernels", *Journal of Financial Economics*, vol. 64, pagg. 341–372.

Tarashev, N., K. Tsatsaronis e D. Karampatos (2003): "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

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

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB pubblica raccomandazioni in materia di società bancarie di comodo ...

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato in gennaio un'analisi sulla gestione dell'operatività globale delle banche¹. Il documento individua una serie di strutture problematiche ai fini di un'efficace vigilanza bancaria. In particolare, esso fa notare che, in conformità dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, le autorità di vigilanza non dovrebbero più approvare l'istituzione di società bancarie di comodo, né consentire che tali entità continuino a operare². Laddove queste già esistano, le autorità di vigilanza dovrebbero fissare un termine ravvicinato entro il quale le banche di questo tipo situate nella loro giurisdizione siano tenute a stabilire una presenza e un management significativi, e oltre il quale, in caso di mancato rispetto dell'obbligo, le loro licenze siano ritirate. Il dislocamento di presenza e management dovrebbe essere effettivo e non soltanto apparente, e dovrebbe permettere all'autorità di applicare l'intera gamma di strumenti di vigilanza, coerentemente con i *Principi fondamentali*.

... emana principi per la gestione del rischio operativo ...

In febbraio il CBVB ha pubblicato un documento che delinea i principi per un'efficace gestione e vigilanza del rischio operativo delle banche³. Il Comitato riconosce che il metodo specifico di gestione a livello di singola istituzione dipenderà da una serie di fattori, tra cui dimensione, grado di sofisticatezza, nonché natura e complessità delle attività della banca. Nonostante queste specificità, fra gli elementi essenziali di un efficace schema di gestione del rischio operativo destinato a banche di ogni dimensione e ambito di attività rientrano una chiara strategia e supervisione da parte del consiglio di amministrazione e dell'alta direzione, una solida cultura di gestione del rischio

¹ Cfr. *Shell banks and booking offices*, CBVB, gennaio 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

² Cfr. *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, CBVB, aprile 1997, disponibile sul sito www.bis.org.

³ Cfr. *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, CBVB, febbraio 2003. Si tratta della versione definitiva del documento distribuito nel luglio del 2002 per un secondo periodo di consultazione.

e di controllo interno, appropriate strutture interne di segnalazione e piani di emergenza.

Il Comitato ha pubblicato in marzo un documento che sintetizza i risultati della rilevazione statistica del giugno 2002 condotta nel quadro dell'Operational Risk Loss Data Collection Exercise (LDCE)⁴. Ai partecipanti all'LDCE 2002 era stato chiesto di fornire informazioni sulle singole perdite operative subite nel 2001, sull'allocazione interna del capitale a fronte del rischio operativo, sulle perdite operative attese e su vari indicatori di esposizione collegati a specifiche linee di attività. Il documento descrive i risultati dell'LDCE 2002 e li raffronta con quelli di precedenti rilevazioni. In base alle informazioni fornite dai partecipanti su vari eventi di perdita, esso analizza la gamma dei singoli importi lordi e la distribuzione di tali perdite su una serie di linee operative e tipologie di evento standardizzate. Il rapporto valuta inoltre i dati forniti dalle banche sulle assicurazioni e altri recuperi associati ai singoli eventi di perdita. Infine, esso esamina brevemente i dati raccolti dalle banche partecipanti sulla quota di capitale economico allocato al rischio operativo, nonché sull'uso che queste hanno fatto delle informazioni sulle perdite operative attese ai fini della determinazione di prezzi, riserve e spese.

... ed esamina i risultati di un'indagine sulle perdite a fronte del rischio operativo

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

In marzo il Comitato sui Sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha pubblicato un rapporto sulle questioni di pertinenza delle banche centrali in materia di pagamenti al dettaglio⁵. Il documento individua le attuali tendenze nei mercati dei pagamenti commerciali di basso importo e a fronte di consumi, esaminando le connesse problematiche nell'ottica delle banche centrali. Esso formula quattro obiettivi d'interesse pubblico per mantenere e promuovere l'efficienza e la sicurezza in questi mercati, con riferimento a: (i) quadro giuridico e regolamentare; (ii) struttura di mercato e performance; (iii) standard e infrastrutture; (iv) servizi delle banche centrali. Nel documento viene altresì considerato il contributo che le banche centrali possono fornire per il conseguimento di tali obiettivi, precisando una gamma di possibili interventi. Le azioni minime raccomandate pongono l'accento sull'importanza del monitoraggio dei mercati e del ruolo cooperativo e di consulenza delle banche centrali nei confronti del settore sia privato che pubblico. Le autorità monetarie concordano sul fatto che i meccanismi di mercato dovrebbero rappresentare il motore principale per conseguire e mantenere l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti al dettaglio. Tuttavia, esse riconoscono che il mercato può incontrare ostacoli persistenti che impediscono in alcuni casi di ottenere livelli appropriati di efficienza e di sicurezza.

Il CSPR pubblica un rapporto sulle questioni di policy relative ai sistemi di pagamento al dettaglio

⁴ Cfr. *The 2002 loss data collection exercise for operational risk: summary of the data collected*, CBVB, marzo 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

⁵ Cfr. *Policy issues for central banks in retail payments*, CSPR, marzo 2003, disponibile sul sito www.bis.org. Una precedente versione del rapporto era stata pubblicata a fini di consultazione nel settembre dello scorso anno.

Comitato sul sistema finanziario globale

Il CSFG pubblica un rapporto sul trasferimento del rischio di credito ...

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha pubblicato in gennaio un rapporto sui meccanismi di trasferimento del rischio di credito ("credit risk transfer", CRT), quali le garanzie finanziarie e l'assicurazione del credito⁶. Il documento passa in rassegna gli sviluppi recenti nei mercati CRT, descrivendo le caratteristiche degli strumenti impiegati, la natura dei partecipanti al mercato e le ragioni del loro coinvolgimento. Esso esamina altresì alcuni degli aspetti principali dei mercati stessi, concentrandosi su questioni di trasparenza e disponibilità dei dati, sulla determinazione del prezzo di strumenti CRT di vario tipo e sulla misura in cui l'esistenza di mercati CRT ha influenzato il processo di "price discovery". Il rapporto si conclude con un'analisi delle possibili implicazioni dell'evoluzione di questi mercati per il funzionamento complessivo del sistema finanziario, esaminando al tempo stesso alcune delle riserve espresse in merito all'impatto dei CRT sulla stabilità finanziaria. Tali riserve riguardano, tra l'altro, la trasparenza dell'informativa sulle attività CRT, la concentrazione di mercato, la solidità della documentazione, l'adeguatezza della gestione del rischio e le possibilità di arbitraggi basati su disparità regolamentari.

... nonché un documento sul settore dell'asset management istituzionale

In marzo il CSFG ha diffuso un rapporto sulle tendenze nel settore della gestione istituzionale dei patrimoni⁷. Esso si basa sulle informazioni raccolte dal Comitato sull'evoluzione strutturale dell'asset management e sulle potenziali implicazioni per i mercati finanziari delle tendenze in atto nel settore. La raccolta delle informazioni prevedeva due tornate di interviste con oltre 100 operatori provenienti da 14 paesi. Poiché la gestione patrimoniale implica una delega di responsabilità, sono essenziali appropriate strutture di incentivazione per allineare gli incentivi dei titolari dei fondi con quelli dei gestori istituzionali. In un settore in forte crescita, è probabile che le trasformazioni strutturali influiscano sui risultati di mercato. Il rapporto contiene varie raccomandazioni specifiche in materia di gestione del rischio e trasparenza, conflitti di interessi, barriere esplicite e implicite poste all'entrata nel mercato e trade-off prudenziali.

Forum per la stabilità finanziaria

L'FSF tratta delle vulnerabilità nei sistemi finanziari ...

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) si è riunito in marzo a Berlino per discutere di due ampie tematiche: le potenziali fragilità nel sistema finanziario internazionale e i progressi compiuti nell'affrontare i punti di debolezza nelle fondamenta del mercato.

I partecipanti hanno passato in rassegna vari elementi sottostanti di forza e di debolezza economica e finanziaria. Un aspetto importante sono stati gli sviluppi intervenuti nei bilanci di imprese e famiglie e la reattività di questi ultimi alle variazioni nei tassi d'interesse e di cambio. I membri dell'FSF hanno

⁶ Cfr. *Credit risk transfer*, CSFG, gennaio 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

⁷ Cfr. *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, CSFG, marzo 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

esaminato una serie di fattori finanziari che potrebbe avere rilevanza per le prospettive economiche, tra cui la volatilità sui mercati azionari, le differenti tensioni che interessano alcuni comparti dei settori bancario e assicurativo e l'attività di trasferimento del rischio di credito. I partecipanti hanno discusso del processo di continuo aggiustamento nelle economie emergenti e del loro migliorato accesso ai mercati internazionali dei capitali. È stato osservato che la maggior parte di questi paesi persegue politiche macroeconomiche generalmente solide ed è stata in grado di organizzare il suo finanziamento in modo appropriato, secondo le esigenze. Nondimeno, sono state individuate alcune fonti potenziali di preoccupazione nel caso in cui l'economia mondiale restasse debole o non fossero perseguite politiche corrette.

L'FSF ha passato in rassegna le azioni intraprese a livello nazionale e internazionale per affrontare le debolezze nelle fondamenta del mercato. A tutt'oggi sono stati compiuti progressi incoraggianti. Nel complesso, le iniziative nazionali di riforma hanno perseguito obiettivi analoghi nei vari paesi, e le consultazioni internazionali sono state intense, ponendo le basi per fondamenta di mercato più solide e uniformi sul piano mondiale. Occorrerà tuttavia un ulteriore impegno per introdurre e applicare le riforme in corso di progettazione. Per sostenere l'attuale dinamismo, sono stati ritenuti auspicabili interventi in varie aree, tra cui corporate governance, indipendenza e sorveglianza dei revisori, standard per le pratiche di auditing e per l'attività contabile.

L'FSF ha nuovamente sottolineato l'importanza che i centri finanziari offshore ("offshore financial centre" – OFC) adeguino agli standard internazionali le proprie prassi in materia di vigilanza, regolamentazione, condivisione delle informazioni e cooperazione. L'FSF ha espresso apprezzamento per i significativi progressi compiuti dal programma di valutazione dell'FMI e ha ribadito di attendersi che vengano concluse entro la fine del 2003 le valutazioni patrocinate dal Fondo su tutte le giurisdizioni rilevanti che figurano nell'elenco dei gruppi FSF del maggio 2000. Nel riconoscere che la limitatezza delle risorse può costituire un vincolo all'applicazione degli standard, l'FSF sollecita i propri membri a intensificare l'offerta di assistenza tecnica al fine di agevolare ulteriori progressi da parte degli OFC. Una valutazione dell'efficacia complessiva dell'iniziativa OFC sarà compiuta dal Forum nel settembre 2003.

Altre iniziative

In febbraio le banche centrali partecipanti alle statistiche consolidate della BRI sull'attività bancaria internazionale hanno annunciato di voler raccogliere a partire da fine 2004 dati più esaurienti e dettagliati sulle esposizioni bancarie al rischio paese. La BRI è del parere che tali modifiche contribuiranno ad accrescere l'importanza delle statistiche consolidate quale fonte informativa essenziale per il monitoraggio e l'analisi degli sviluppi sui mercati finanziari internazionali. Nelle statistiche ampliate sulle attività finanziarie delle banche

... esamina i progressi compiuti nell'affrontare le debolezze nelle fondamenta del mercato ...

... e ribadisce l'auspicio che i centri offshore adottino gli standard internazionali

La BRI annuncia l'intenzione di raccogliere statistiche bancarie più esaurienti

verso prenditori esteri figureranno, in base al criterio del rischio ultimo⁸, le seguenti informazioni aggiuntive: scomposizioni separate per paese delle attività in valuta sull'estero e sull'interno di dipendenze estere iscritte nel bilancio delle banche; una scomposizione settoriale delle attività totali in bilancio; dati per paese sulle esposizioni in strumenti derivati; scomposizioni separate per paese delle garanzie e degli impegni di firma. Il nuovo accordo tra le banche centrali partecipanti origina da un rapporto del settembre 2000 elaborato dal gruppo di lavoro istituito dal CSFG per le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale⁹.

Le autorità bancarie del G10 confermano i piani di aggiornamento dell'Accordo sul capitale

In marzo i Governatori delle banche centrali e i responsabili della vigilanza bancaria dei paesi del G10 si sono riuniti a Basilea per discutere dei lavori del CBVB. I partecipanti alla riunione hanno ribadito l'importanza dell'attività svolta dal Comitato, in particolare l'istituzione di parametri di riferimento mondiali per la regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale. Queste iniziative forniscono una base fondamentale per la cooperazione internazionale finalizzata alla stabilità del sistema bancario globale. Gli intervenuti hanno ribadito il loro energico sostegno all'aggiornamento dell'attuale Accordo sui requisiti patrimoniali, esprimendo apprezzamento per i progressi compiuti dal CBVB con questo importante progetto. Sulla base di una rassegna del lavoro del Comitato, essi hanno manifestato il proprio consenso alla pubblicazione di un terzo pacchetto di documenti a fini di consultazione, agli inizi di maggio, nella convinzione che questa ulteriore opportunità di intervento costituirà la base per il buon esito degli sforzi del CBVB dedicati alla messa a punto, nei tempi annunciati, di un Accordo sul capitale più strettamente in linea con i rischi del sistema bancario.

I Ministri e i Governatori del G10 pubblicano un rapporto sulle clausole di azione collettiva

Nello stesso mese, i Ministri e i Governatori del G10 hanno approvato la pubblicazione di un rapporto sulle clausole di azione collettiva. Il problema dell'azione collettiva, che sorge allorché gli incentivi dei singoli creditori differiscono da quelli dei creditori in quanto gruppo, rappresenta un importante fattore di ostacolo alla risoluzione rapida e ordinata delle crisi debitorie di mutuatari sovrani. Tale problema è stato acuito dal fatto che le emissioni obbligazionarie concorrono a una quota crescente dell'indebitamento sovrano; è quindi aumentato l'interesse per meccanismi in grado di agevolare una ristrutturazione più rapida e ordinata del debito. In questo contesto, il rapporto presenta gli aspetti chiave delle clausole di azione collettiva per i titoli sovrani che, secondo i Ministri e i Governatori del G10, agevolerebbero – se adottate su vasta scala – la risoluzione delle crisi debitorie. Esso contiene altresì un allegato che illustra esempi di clausole conformi agli aspetti chiave individuati dal gruppo di lavoro.

⁸ Ciò significa che le attività assistite da garanzia personale o reale saranno allocate al paese del fornitore della garanzia, e non a quello di appartenenza della controparte contrattuale diretta.

⁹ Cfr. *Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics*, CSFG, settembre 2000, disponibile sul sito www.bis.org.