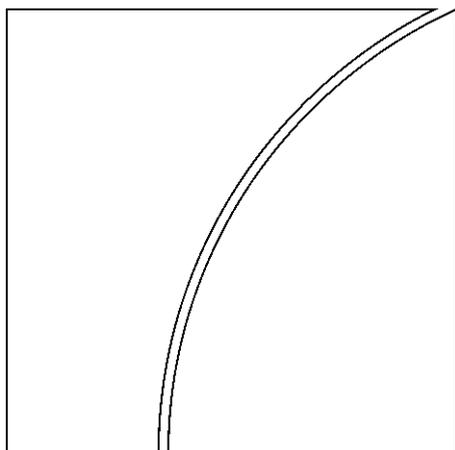


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2003

Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
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

Settembre 2003

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali	1
<i>Dinamiche insolite all'origine dell'ascesa dei rendimenti</i>	1
<i>Le coperture dei portafogli ipotecari turbano il mercato degli swap</i>	6
Riquadro: <i>L'impatto sui mercati finanziari USA dell'attività di copertura dei portafogli ipotecari</i>	7
<i>Rallenta la corsa ai rendimenti</i>	10
<i>Le azioni bancarie seguono l'andamento dei mercati azionari</i>	12
2. Il mercato bancario internazionale	15
<i>Le attività verso il settore non bancario rispecchiano operazioni pronte contro termine e finanziamenti a governi</i>	16
<i>Gli afflussi netti di fondi ai mercati emergenti celano differenze a livello regionale</i>	18
<i>Le minori esposizioni verso l'area emergente riducono il rischio paese</i>	22
Riquadro: <i>Rating medi sui prestiti sovrani</i>	25
Riquadro: <i>I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2003</i>	27
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	29
<i>L'attenuarsi dei rischi geopolitici e la corsa ai rendimenti spingono i mutuatari verso il segmento a più lungo termine</i>	30
<i>La forte domanda degli investitori avvantaggia i mutuatari dei PVS</i>	32
<i>Buona accoglienza dei mercati alle emissioni a più basso rating</i>	34
<i>Massimo storico per le emissioni denominate in euro</i>	35
<i>Finanziato con titoli di debito internazionali il deficit pensionistico</i>	36
4. I mercati degli strumenti derivati	37
<i>L'attività di hedging stimola gli scambi di strumenti su reddito fisso</i>	38
<i>Tornano a crescere i contratti su indici azionari</i>	42
Riquadro: <i>Tornano in auge i mercati borsistici</i>	43
<i>Timida ripresa dei contratti valutari</i>	45
Riquadro: <i>Le borse si concentrano sull'andamento dei contratti collegati ad azioni</i>	45
<i>Calo marginale dell'attività mondiale in luglio</i>	46

Sezioni monografiche

Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti	47
<i>Philip D. Wooldridge, Dietrich Domanski e Anna Cobau</i>	
<i>Flussi di capitali e integrazione dei mercati</i>	47
<i>Diversificazione della base di investitori</i>	49
<i>I mutamenti nella natura dell'attività bancaria</i>	50
<i>Residenti dell'area emergente sulla scena internazionale</i>	52
<i>Nuovi nessi, nuove sfide</i>	54

Differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera	59
<i>Frank Packer</i>	
<i>Evoluzione dei rating in moneta locale e in valuta estera</i>	59
<i>Scarto tra rating in moneta nazionale e in valuta</i>	61
<i>Distribuzione degli scarti per categoria di rating</i>	62
<i>Episodi di insolvenza su passività sovrane con rating</i>	63
<i>Differenze fra le agenzie di rating</i>	64
<i>Conclusioni e implicazioni</i>	66
Ricerca del rendimento: alcune alternative a disposizione dei gestori di riserve ...	69
<i>Eli M. Remolona e Martijn A. Schrijvers</i>	
<i>Il calo dei rendimenti ha modificato il trade-off fra duration e volatilità?</i> .	70
<i>Rischio creditizio e skewness: la sfida della diversificazione</i>	72
<i>Strumenti denominati in altre valute: più alti rendimenti nominali</i> <i>generano maggiori rendimenti effettivi?</i>	74
<i>Conclusioni</i>	76
Gestione istituzionale di portafogli: tendenze, incentivi e implicazioni per l'efficienza di mercato	79
<i>Ingo Fender</i>	
<i>Evoluzione strutturale del settore</i>	80
<i>Tendenze nella struttura degli incentivi</i>	85
<i>Investitori istituzionali ed efficienza dei mercati finanziari</i>	87
<i>Riquadro: Misurazione della performance, tracking error</i> <i>e scelte di investimento</i>	89
 Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	 91
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	91
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	93
<i>Altre iniziative</i>	93
 Allegato statistico	 A1
 Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI	 B1
 Elenco 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: ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali

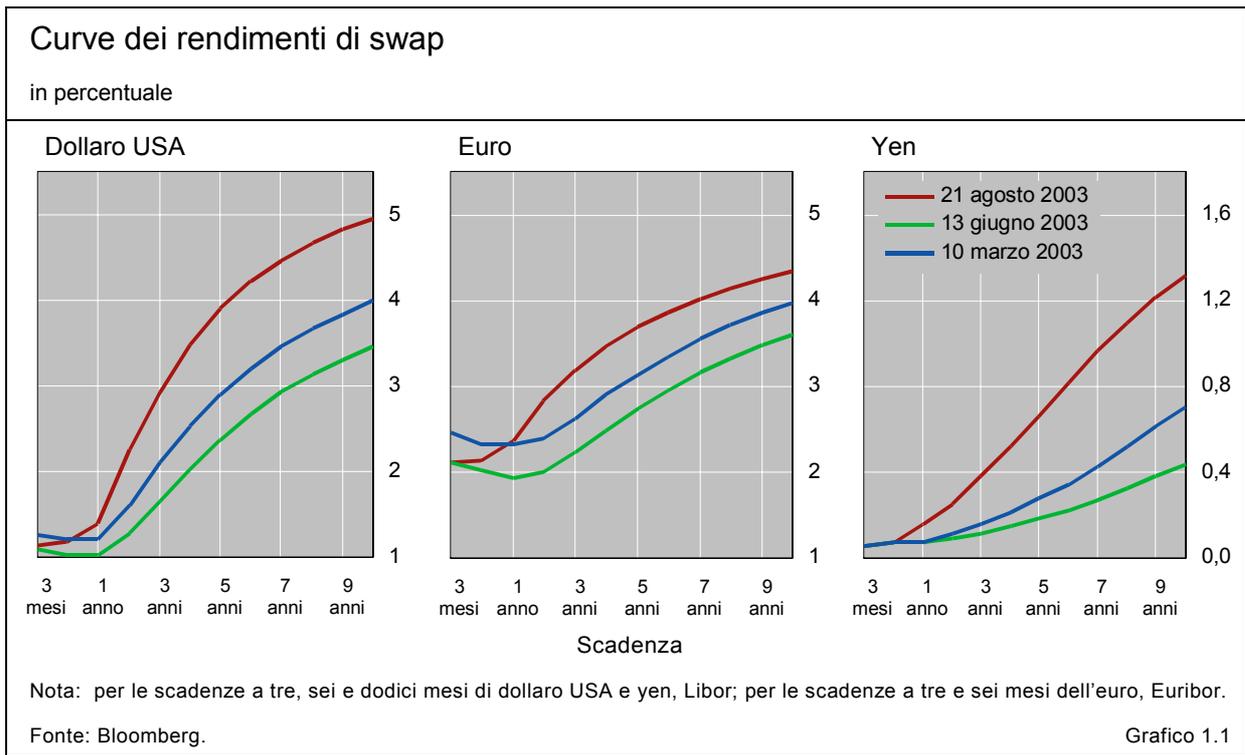
A fine giugno e in luglio i mercati obbligazionari globali sono incorsi nella maggiore ondata di vendite dal 1994. I rendimenti in dollari USA, yen ed euro hanno tutti segnato forti impennate – ben 140 punti base nel caso del dollaro –, rispecchiando in parte le correzioni al rialzo nelle aspettative degli operatori sulle prospettive della crescita mondiale. All'origine di tale incremento potrebbero inoltre esservi state le nuove valutazioni degli investitori obbligazionari circa la probabilità che la Riserva federale statunitense ricorra a misure non convenzionali di politica monetaria.

Sul mercato del dollaro USA il rialzo dei rendimenti è stato accentuato dalle operazioni di copertura messe in atto da detentori di titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). All'aumentare dei rendimenti i flussi di rifinanziamento ipotecario hanno cominciato a prosciugarsi, allungando la durata media finanziaria dei portafogli di MBS al di là degli obiettivi degli investitori. Al fine di ripristinare la duration desiderata, molti di essi si sono rivolti al mercato degli swap su tassi d'interesse, dove la forte domanda in acquisto ha concorso a far raddoppiare gli spread.

La propagazione di questi andamenti ai mercati creditizi e azionari è stata per lo più limitata. Sebbene i differenziali nei comparti "high-yield" ed emergente si siano ampliati man mano che rallentava la corsa ai rendimenti, la volatilità sui mercati dei titoli di Stato e degli swap non ha innescato cessioni generalizzate su quelli del credito. Sui mercati azionari la situazione si è evoluta in modo analogo. Anzi, la crescita dei rendimenti obbligazionari non ha impedito alla borsa di Tokyo di segnare forti rialzi. Le valutazioni delle banche e di quasi tutte le altre istituzioni finanziarie hanno seguito l'andamento degli indici ampi di mercato, a riprova del fatto che gli investitori azionari non nutrivano preoccupazioni circa l'impatto dei più elevati rendimenti sui bilanci di tali imprese.

Dinamiche insolite all'origine dell'ascesa dei rendimenti

Se è vero che l'accresciuto ottimismo degli investitori riguardo alla crescita dell'economia globale ha svolto un ruolo importante nei recenti rialzi dei rendimenti, a questi hanno altresì contribuito alcuni fattori insoliti, tra cui i



risultati delle aste, i meccanismi di gestione del rischio, la copertura delle esposizioni ipotecarie e le opinioni in merito alle “misure non convenzionali” di politica monetaria. Di conseguenza, i rendimenti sui titoli del Tesoro USA a dieci anni sono balzati dall’esiguo 3,11% del 13 giugno a oltre il 4,40% a fine luglio. Nello stesso periodo i rendimenti sui titoli di Stato giapponesi (JGB) e tedeschi di pari scadenza sono saliti di 50 e 70 punti base, rispettivamente allo 0,93 e al 4,19%. L’aumento è stato particolarmente pronunciato sulle scadenze a più lungo termine, provocando una brusca accentuazione delle curve dei rendimenti (grafico 1.1).

Un aumento così ingente e repentino delle curve a lungo termine non si verificava dal 1994, quando – nel giro di otto settimane a partire dagli inizi di febbraio – i rendimenti decennali sui Treasuries erano balzati di circa 130 punti base, quelli sui Bund di 80 punti e quelli sui titoli di Stato nipponici di 35. Tale movimento era stato accelerato da una svolta nell’orientamento di politica monetaria da parte della Riserva federale, che dopo un lungo periodo di tassi bassi o calanti aveva innalzato il tasso obiettivo di 25 punti base. Benché all’epoca il sistema finanziario globale avesse reagito all’ascesa dei rendimenti in maniera tutto sommato ordinata, emersero nondimeno alcune tensioni. Orange County, un fondo comune con investimenti in titoli di enti locali per \$7 miliardi, fallì nel dicembre 1994 e la crisi messicana scoppiò poco dopo nel corso dello stesso mese. Contrariamente a quanto avvenuto allora, l’ultimo incremento non è intervenuto a seguito di un inasprimento della politica monetaria, giacché le banche centrali di tutte le principali economie hanno continuato a perseguire indirizzi accomodanti.

Il recente aumento dei rendimenti si è prodotto in almeno quattro fasi distinte. Durante la prima fase, dal 13 al 24 giugno, è stato il Giappone ad

L'ondata di vendite sul mercato obbligazionario ...

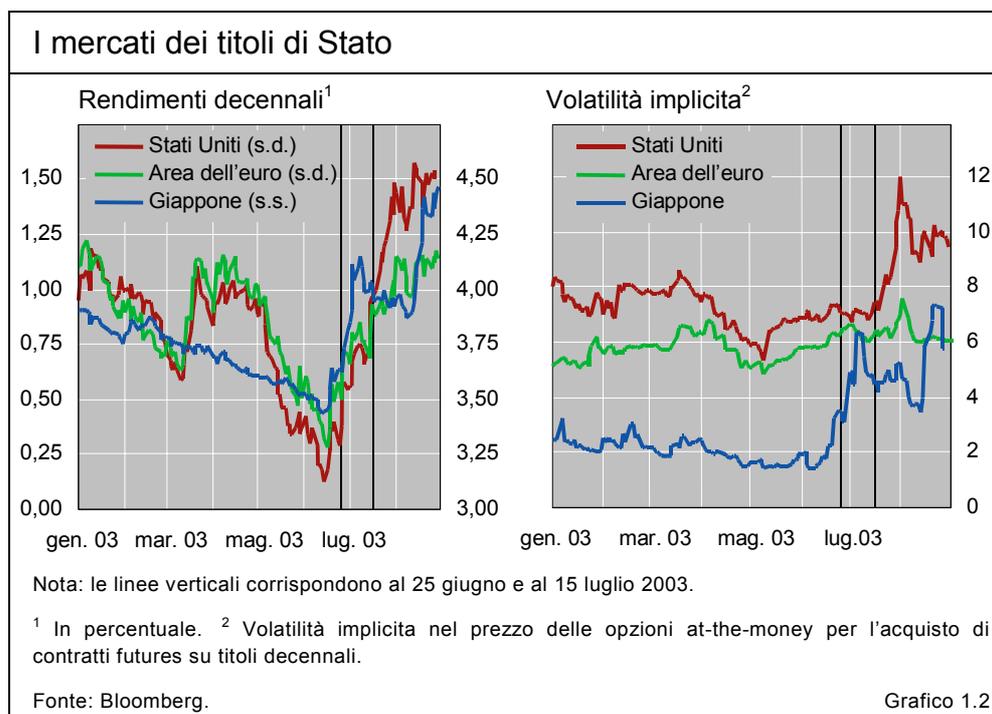
... non è stata causata da un inasprimento della politica monetaria

I rendimenti in yen sono i primi a toccare il punto di svolta

accusare la più intensa ondata di vendite, mentre nella seconda (dal 25 giugno al 14 luglio) il fenomeno si è esteso a tutte le piazze principali. Se durante la terza fase, tra il 15 luglio e gli inizi del mese successivo, i rendimenti in dollari hanno seguitato a salire, nell'ultima – conclusasi alla fine di agosto – sono stati quelli giapponesi a muoversi nuovamente al rialzo.

Nel corso della prima fase, a innescare un notevole incremento dei rendimenti in yen a partire dalla metà di giugno è stata una combinazione di fattori tecnici e notizie macroeconomiche. La mediocre accoglienza riservata all'asta di titoli ventennali lanciata dal governo nipponico il 17 di quel mese avrebbe spinto le banche del paese a realizzare le plusvalenze e gli hedge fund a disinvestire. L'ondata di cessioni durante questa prima fase è culminata con un aumento di 16 punti base dei rendimenti pubblici giapponesi a dieci anni, che il 19 giugno hanno toccato lo 0,69% (grafico 1.2). A causa dell'accresciuta volatilità che ne è conseguita, gli investitori che fanno ampio ricorso alle tecniche quantitative di gestione del rischio (come i modelli value-at-risk) sono incorsi in un superamento dei limiti, che li ha costretti a liquidare le proprie posizioni. Ciò ha esacerbato la dinamica dei prezzi sul mercato dei titoli pubblici nipponici, destinata a rimanere instabile secondo le aspettative degli operatori: la volatilità implicita nei futures su JGB è aumentata della metà in questo periodo, mentre sui mercati dell'euro e del dollaro essa è cresciuta molto più lentamente.

È interessante notare come in questa fase la dinamica dei rendimenti sui JGB paia essere stata influenzata più dalle notizie macroeconomiche estere che non da quelle interne. Tra i fattori che avrebbero contribuito all'aumento sono stati infatti menzionati i dati migliori del previsto sull'economia USA pubblicati nella settimana tra il 16 e il 20 giugno, e in particolare l'Empire State



Manufacturing Survey e il rapporto sull'inflazione al consumo. Peraltro, in quel periodo i dati statunitensi non hanno mancato di spingere al rialzo gli stessi rendimenti in dollari.

Durante la seconda fase un'ulteriore ascesa dei rendimenti è stata innescata dalla decisione adottata il 25 giugno dalla Riserva federale di ridurre il tasso obiettivo di 25 punti base, anziché di 50 come previsto. Nelle opinioni degli operatori tale provvedimento stava a indicare che la Fed non sarebbe probabilmente ricorsa a misure non convenzionali di politica monetaria nell'immediato. In particolare, esso ha modificato le attese circa possibili acquisti di titoli del Tesoro da parte della banca centrale USA allo scopo di mantenere bassi i tassi a lungo termine, eventualità, questa, che aveva alimentato gli scambi sul mercato dei Treasuries all'indomani della riunione ufficiale di maggio. Nei due giorni successivi alla riduzione del tasso i rendimenti pubblici decennali in dollari sono cresciuti di 30 punti base, seguiti a pochi giorni di distanza da quelli in euro e in yen.

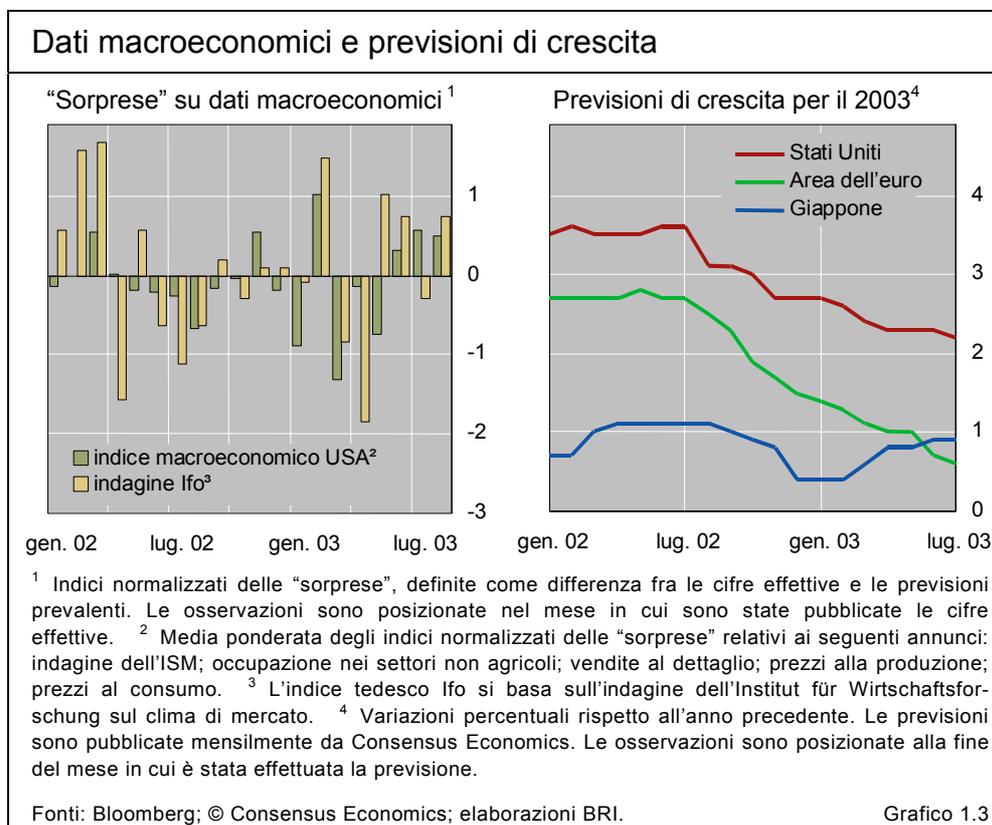
La reazione degli operatori alla decisione della Fed è stata amplificata dagli sviluppi in Giappone. In luglio le vendite di Treasuries e di altri titoli esteri da parte delle banche nipponiche hanno superato gli acquisti per l'ammontare eccezionale di \$25 miliardi. È inoltre probabile che l'ampiezza e la rapidità del balzo di rendimenti e volatilità sul mercato dello yen abbiano predisposto gli investitori all'eventualità di movimenti analoghi in altri importanti mercati.

Sebbene una crescita dell'economia superiore al previsto sia stata spesso citata fra le cause del rialzo dei rendimenti globali, gli annunci macroeconomici non sono stati inequivocabilmente positivi per Stati Uniti ed Europa, tanto è

Appare meno probabile il ricorso a "misure non convenzionali"

Il mercato dello yen amplifica le reazioni alla manovra della Fed

I dati economici non sono fonte di grande sorpresa ...



vero che in giugno e luglio le previsioni degli economisti sulla crescita per il 2003 non sono state riviste verso l'alto (grafico 1.3). Stando ai contrastanti dati sull'economia, i mercati statunitensi del reddito fisso avrebbero risposto in maniera asimmetrica alle notizie macroeconomiche USA, minimizzando quelle sfavorevoli. Ad esempio, il 29 luglio i rendimenti sono saliti nonostante che le cifre sulla fiducia dei consumatori fossero molto più basse del previsto. In ogni caso, gli indicatori economici sono parsi esercitare sui rendimenti un influsso minore rispetto ai timori circa le manovre della Fed e la copertura dei portafogli ipotecari (si veda oltre).

... tranne che in Giappone

Soltanto in Giappone gli indici economici hanno chiaramente indotto movimenti al rialzo. I rendimenti in yen hanno accelerato notevolmente la loro crescita dopo la pubblicazione il 1° luglio dei risultati dell'indagine *Tankan*, più favorevoli di quanto ci si attendesse. Essi si sono impennati nuovamente anche il giorno 3, dopo i deludenti risultati dell'asta sulle obbligazioni decennali. La volatilità infragiornaliera sul mercato dei titoli di Stato nipponici ha toccato il massimo il 4 luglio, allorché il rendimento decennale ha toccato l'1,4% per poi chiudere intorno all'1,05%.

Temporanea stabilizzazione del mercato dello yen

Le manovre correttive messe in atto dalle autorità giapponesi sembrano aver svolto un ruolo importante nel ripristinare la stabilità sul mercato dello yen durante la seconda fase. Nei giorni successivi al 4 luglio il Ministero delle Finanze ha annunciato una serie di misure intese a ridurre la volatilità sul mercato dei titoli di Stato, tra cui la possibilità di effettuare contrattazioni prima dell'offerta in asta e di riacquistare obbligazioni quinquennali. Gli osservatori hanno inoltre sottolineato l'importanza della decisione assunta nel maggio precedente dalla Banca del Giappone di adottare il metodo del costo ammortizzato in luogo del "marking to market" per contabilizzare il debito pubblico nel proprio portafoglio; tale modifica è stata vista come un segnale della disponibilità della banca centrale di accelerare, se del caso, gli acquisti definitivi di titoli di Stato. Ciò ha contribuito alla stabilizzazione del mercato dello yen, e la correlazione fra le variazioni percentuali giornaliere dei rendimenti sui JGB e quelle su Bund e Treasuries si è ridotta considerevolmente dopo il 15 luglio.

Riprendono le vendite di Treasuries a metà luglio ...

La terza fase ha preso avvio il 15 luglio, con il rapporto semestrale sulla politica monetaria USA presentato al Congresso dal Presidente della Riserva federale. Il rapporto e la successiva audizione sono stati interpretati dagli operatori come la conferma di una minore probabilità rispetto al passato che la Fed ricorresse a misure non convenzionali. Nel rilevare come non si profilassero all'orizzonte situazioni tali da richiedere l'adozione di siffatte misure, infatti, il rapporto faceva notare da un lato che, ove necessario, la politica monetaria avrebbe potuto essere allentata ulteriormente con il ricorso al tradizionale strumentario e, dall'altro, che stavano emergendo segni di ripresa. Subito dopo la pubblicazione del rapporto i rendimenti in dollari hanno registrato un aumento: la note decennale ha guadagnato 20 punti base il 15 luglio e ulteriori 55 punti nella seconda parte del mese, quando anche la volatilità implicita nei futures su titoli del Tesoro ha fatto segnare un balzo. Fattori specifici del mercato statunitense, in particolare l'attività di copertura dei portafogli ipotecari, hanno contribuito in maniera rilevante a questa tornata di vendite (si veda oltre).

Sebbene in misura minore rispetto alla seconda fase, durante la terza la dinamica dei rendimenti in euro ha continuato a ricalcare quella statunitense. I rendimenti del Bund sono cresciuti di 30 punti nelle ultime due settimane di luglio, al 3,97%. La volatilità implicita nei futures su questa obbligazione è parimenti aumentata, anche se molto meno rispetto a quella sulla Treasury note.

In Giappone il mercato dello yen non è parso risentire degli andamenti di quello del dollaro durante la terza fase. Tuttavia, in agosto è ripresa l'ondata di vendite, aprendo così la quarta fase: nelle ultime tre settimane del mese i rendimenti dei JGB hanno guadagnato oltre 55 punti, salendo all'1,47%. Ciò è intervenuto sulla scia di dati economici migliori del previsto, tra cui in particolare un sostenuto ritmo di crescita del PIL per il secondo trimestre e gli ingenti ordinativi di macchinari. Un altro fattore all'origine delle forti vendite è stato il diffuso ritorno di hedge fund e altri investitori esteri agli investimenti azionari nipponici, a scapito di quelli in obbligazioni, grazie ai nuovi rialzi delle quotazioni. Le autorità avrebbero acconsentito all'aumento dei tassi indotto dalle migliorate prospettive dell'economia.

... e balzano i rendimenti sui JGB a metà agosto

Le coperture dei portafogli ipotecari turbano il mercato degli swap

I mercati USA del reddito fisso si distinguono dai loro omologhi mondiali per la dimensione e la struttura del comparto delle obbligazioni ipotecarie. Anche se la volatilità sul mercato obbligazionario statunitense è rimasta pressoché stabile in seguito al primo rialzo dei rendimenti, dopo l'impennata del 15 luglio le operazioni di copertura dei portafogli ipotecari hanno contribuito a modificare la dinamica del mercato. Il forte aumento dei rendimenti a lunga ha bruscamente accresciuto la durata media finanziaria degli MBS statunitensi, spingendo in tal modo i detentori di tali titoli a intensificare gli sforzi per adeguare le relative coperture dal rischio di tasso (cfr. il riquadro a pag. 7). La duration dell'indice ipotecario Lehman, pari a 0,5 anni a metà giugno, è balzata a 1,8 anni a metà luglio e a oltre 3 anni agli inizi di agosto, salendo di 0,4 anni nella sola giornata del 15 luglio. Le manovre volte a coprire questo allungamento sembrano avere avuto sui mercati finanziari USA effetti di retroazione più ampi e profondi di quanto avvenuto in passati episodi di incremento dei rendimenti. Ciò è probabilmente da ascrivere alla crescita dimensionale del mercato degli MBS, in termini sia assoluti che relativi.

Gli effetti di retroazione delle coperture ipotecarie ...

Per effetto di questa attività di copertura sono aumentati tanto gli spread quanto la volatilità. Il rendimento sulla Treasury note decennale è balzato dal 3,72 al 4,41% fra la metà e la fine di luglio, anche a causa delle vendite allo scoperto di titoli pubblici effettuate dai detentori di MBS nell'intento di ridurre la duration dei loro portafogli. Nella seconda metà di quel mese operazioni analoghe hanno fatto raddoppiare a 65 punti i differenziali sugli swap in dollari (grafico 1.4). I mercati degli swap sono anzi sembrati entrare in un circolo vizioso: gli ordini di vendita hanno compresso i prezzi, e i minori prezzi hanno a loro volta sospinto le vendite. Sempre in luglio tali pressioni hanno inoltre provocato un aumento di 30 punti base degli spread sugli MBS, saliti il 4 agosto a un picco di 74 punti.

... contribuiscono a un aumento degli spread sugli swap in dollari

L'impatto sui mercati finanziari USA dell'attività di copertura dei portafogli ipotecari

Una delle caratteristiche degli odierni mercati finanziari risiede nel fatto che i sistemi di gestione del rischio volti a ridurre la volatilità degli utili o del capitale delle singole istituzioni possono talvolta accrescere la volatilità complessiva dei mercati finanziari. Un esempio particolarmente evidente durante la recente ondata di vendite sui mercati obbligazionari è costituito dalle operazioni di copertura relative ai titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Sebbene queste operazioni figurassero anche tra le cause dell'ondata di cessioni del 1994¹, nel 2003 esse sembrano aver avuto un impatto più ampio e profondo che nei passati periodi di volatilità.

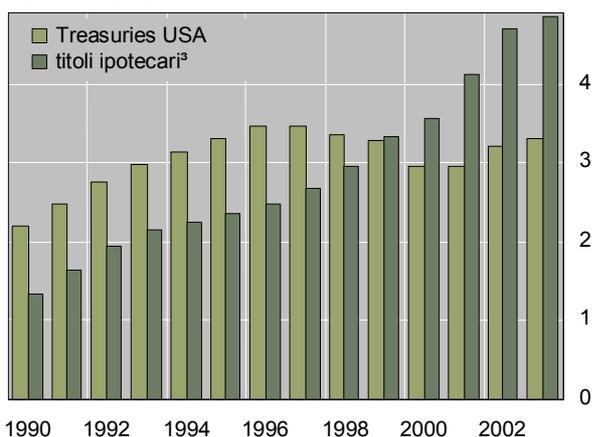
In quale modo il segmento delle ipoteche cartolarizzate può accrescere la volatilità di mercato? A causa del rischio di rimborso anticipato incorporato negli MBS stipulati negli USA – ovvero il rischio che i proprietari di case rifinanzino le ipoteche prima della scadenza stabilita –, i movimenti dei tassi d'interesse provocano spesso cambiamenti significativi nella durata media degli MBS o, più precisamente, nella duration calcolata tenendo conto dell'opzione di rimborso. Ad esempio, quando i tassi d'interesse aumentano i debitori saranno meno propensi a rifinanziare le ipoteche, il che tende ad allungare la duration degli MBS. Gli investitori in questi strumenti gestiscono in genere le esposizioni ai movimenti di tasso coprendo i loro portafogli con titoli di Stato, swap o derivati collegati. Nell'esempio citato, essi potrebbero tutelarsi da un aumento dei tassi vendendo titoli del Tesoro allo scoperto sul mercato a pronti o futures su Treasuries, ovvero acquistando uno swap o un'opzione che garantisca loro la facoltà di pagare la contropartita a tasso fisso in uno swap. Le variazioni nella duration degli MBS possono pertanto accentuare i movimenti dei prezzi su altri mercati.

Negli ultimi anni il potenziale impatto dell'attività di copertura dei detentori di MBS su altri segmenti dei mercati obbligazionari è cresciuto a causa dei mutamenti nella struttura del mercato ipotecario e di quelli ad esso collegati. Anzitutto, la dimensione stessa del comparto ipotecario costituisce attualmente fonte di vulnerabilità. Negli USA il settore degli MBS è raddoppiato dal 1995, ed è oggi il più grande mercato del reddito fisso al mondo: a fine marzo 2003 lo stock di questi strumenti era pari a \$4,9 trilioni, contro i \$3,3 trilioni dei Treasuries (cfr. grafico). Una repentina ricomposizione dei portafogli di MBS potrebbe ripercuotersi sulla capacità di market-making degli intermediari.

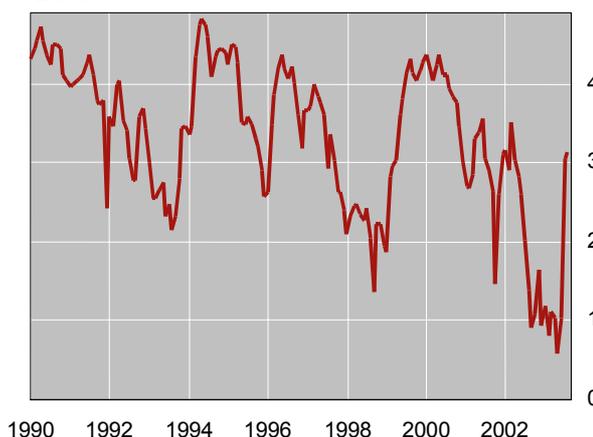
In secondo luogo, l'elevato numero di rifinanziamenti effettuati a partire dal 2000 ha prodotto una concentrazione dei portafogli verso MBS che offrono remunerazioni simili: ad esempio, il 70% dei titoli inseriti da Lehman Brothers nell'indice MBS USA a tasso fisso corrisponde una cedola compresa tra il 5,5 e il 6,5%. Tale concentrazione ha fatto sì che la reattività di questi titoli ai cambiamenti nei tassi di mercato sia stata analoga per molti portafogli di MBS, il che accresce la probabilità di un'improvvisa e generalizzata ricomposizione in caso di mutamento dei tassi d'interesse.

Infine, su alcuni mercati accessori, come quello degli swap, la concentrazione dell'attività di copertura OTC presso un ristretto numero di dealer sembra aver reso tali mercati più vulnerabili a perdite di liquidità. In periodi di elevata volatilità è sufficiente che uno di questi dealer superi i limiti di rischio e ridimensioni la propria attività di market-making perché l'intero mercato subisca un prosciugamento di liquidità. Ed è proprio quello che sarebbe accaduto il 1° agosto, quando la carenza di liquidità ha provocato un'impennata dei differenziali sugli swap in dollari.

Ammontari in essere¹



Duration²



¹ In trilioni di dollari USA. ² Duration modificata aggiustata dell'indice Lehman Brothers dei titoli USA a reddito fisso garantiti da ipoteca; dati di fine mese. ³ MBS emessi da agenzie e privati, più obbligazioni ipotecarie assistite da garanzia.

Fonti: Bond Market Association; Lehman Brothers.

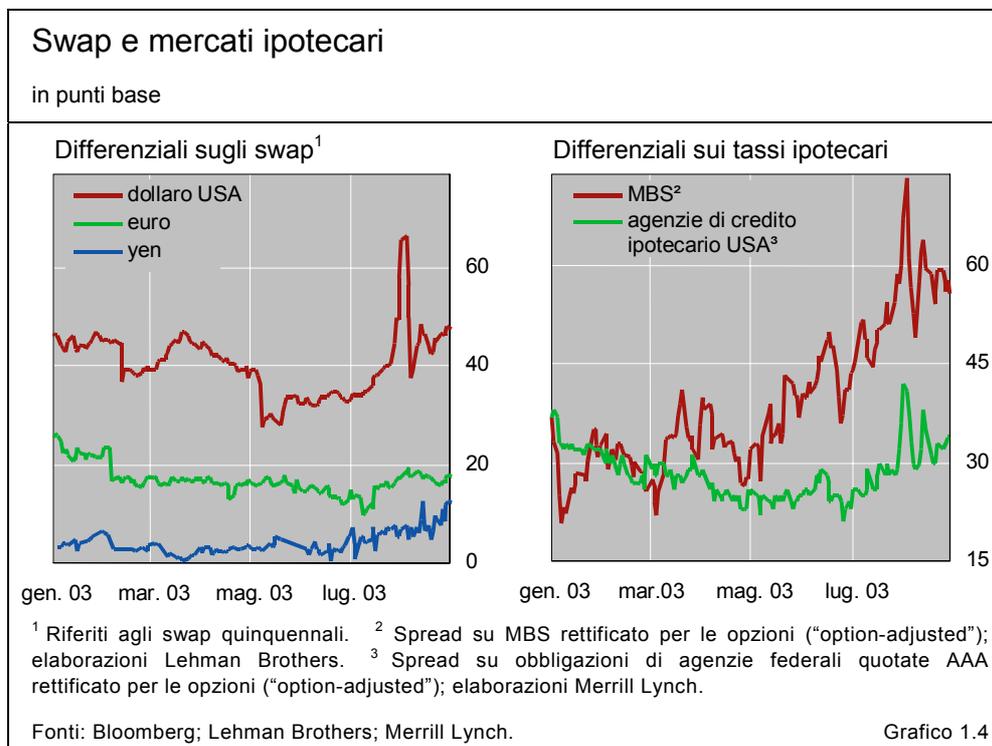
¹ Cfr., ad esempio, J. Fernald, F. Keane e P. Mosser, "Mortgage security hedging and the yield curve", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, estate-autunno 1994.

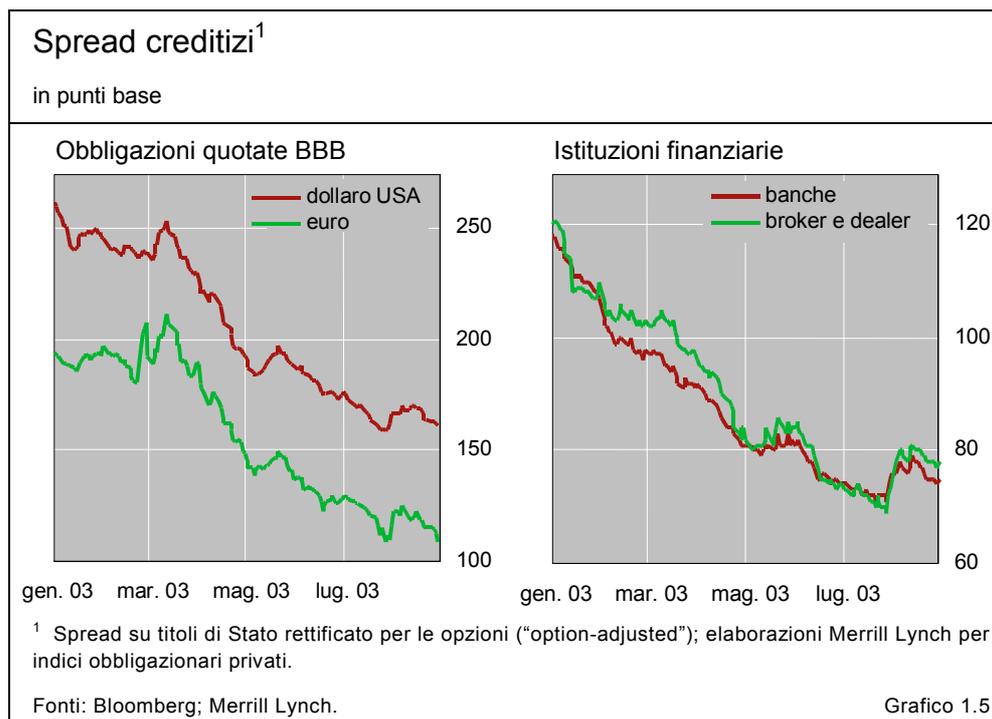
I mercati collegati al comparto ipotecario sono stati particolarmente volatili nei giorni a cavallo fra luglio e agosto. L'ampliamento dei differenziali su swap ha portato diversi dealer a oltrepassare i limiti di rischio e, di conseguenza, a ridimensionare la propria attività. Data la forte concentrazione del mercato degli swap nelle mani di pochi grandi operatori, ciò ha causato un rapido deterioramento delle condizioni di liquidità, che ha a sua volta reso più difficoltosa la copertura degli MBS, costringendo i detentori a vendere titoli. Il risultato è stato un ulteriore aumento degli spread su tali strumenti.

Fatto insolito, anche le aste dei titoli del Tesoro USA hanno contribuito ad accentuare la volatilità agli inizi di agosto. In genere, gli annunci dei risultati delle aste non influiscono in modo particolare sui rendimenti nel mercato dei Treasuries. Nondimeno, il 5 agosto i rendimenti sulla note decennale hanno guadagnato 10 punti base alla notizia dello scarso successo dell'asta del bond triennale. Le offerte successive hanno incontrato migliore accoglienza, riportando i rendimenti su livelli più bassi.

Un altro sviluppo di rilievo è stato il fatto che gli spread creditizi sono stati influenzati in misura solo modesta dagli andamenti sui mercati degli swap e dei crediti ipotecari. In alcuni passati episodi di estrema volatilità del mercato, in particolare durante la crisi di LTCM nel 1998, i differenziali creditizi sui titoli del Tesoro USA avevano avuto la tendenza ad ampliarsi almeno quanto quelli sugli swap. Gli scarti di rendimento fra titoli privati e pubblici sono effettivamente aumentati a fine luglio, a riprova del fatto che gli spread societari si sono in certa misura adeguati ai differenziali di swap, ma tale aggiustamento è stato limitato (grafico 1.5). Se misurati rispetto agli swap, gli spread creditizi risultano anzi diminuiti. I credit default swap sono rimasti più o meno invariati.

Modesto impatto
sugli spread
creditizi





Gli spread sui titoli di qualità bancaria sono stati favoriti dai segni di un miglioramento nella qualità creditizia. Nel secondo trimestre 2003 i profitti societari hanno continuato a recuperare, le insolvenze sono diminuite e l'incidenza degli avanzamenti di rating sui declassamenti ha toccato il massimo dal 1999. Di conseguenza, la lunga fase ascendente dei mercati creditizi iniziata nell'ottobre 2002 è proseguita sino a fine luglio. Dopo il calo di 110 punti fra metà ottobre e inizio maggio, gli spread fra titoli societari USA con tripla B e Treasuries hanno perso altri 25 punti base fra i primi di maggio e fine luglio, scendendo a 160 punti.

La relativa immobilità dei mercati creditizi sembra confermare la natura tecnica dell'aumento dei differenziali su swap a fine luglio. Gli investitori in titoli societari avrebbero riconosciuto che il fenomeno era stato ampiamente causato dalle coperture ipotecarie e non rispecchiava un aumento nel rischio di credito complessivo. Mentre i passati episodi di incremento di tali spread, come durante la richiamata crisi di LTCM, si sono accompagnati a un mutamento nella percezione del rischio, in questa occasione i differenziali sui default swap delle grandi istituzioni finanziarie sono rimasti praticamente invariati.

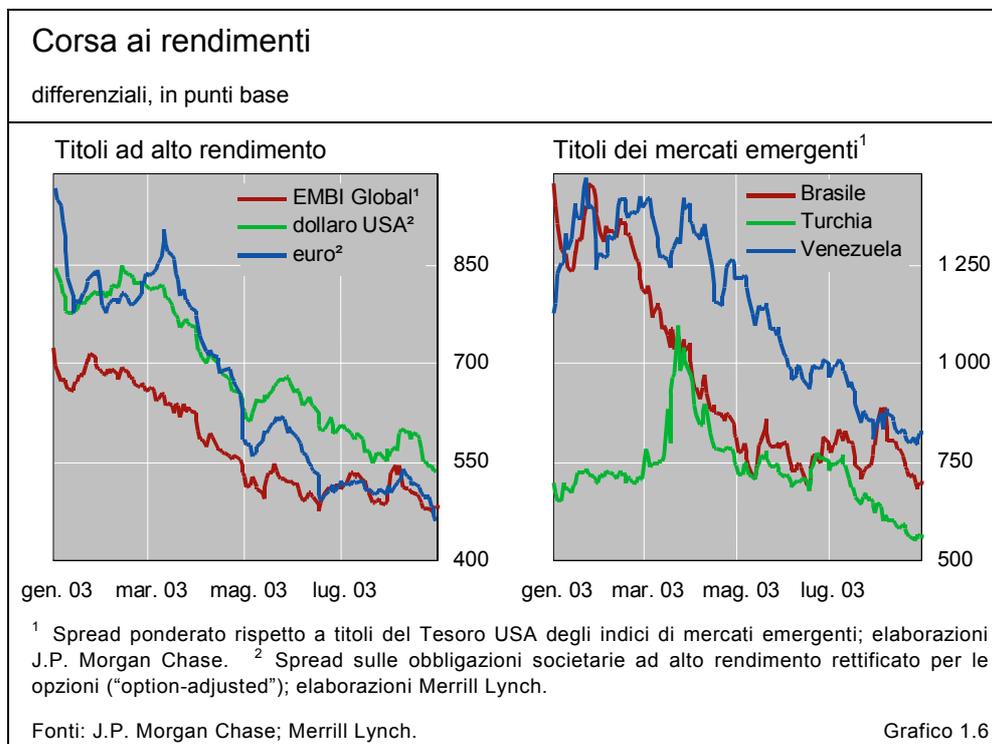
Hanno fatto eccezione le agenzie USA di credito ipotecario Fannie Mae e Freddie Mac, gli operatori di gran lunga più attivi sul mercato statunitense dei prestiti immobiliari, che fra giugno e luglio hanno visto accrescersi nettamente i costi del finanziamento. Le rivelazioni di irregolarità contabili e le presunte debolezze nel governo societario di Freddie Mac avevano già messo sull'avviso investitori e dealer circa possibili carenze nella gestione del rischio attuata dalle due agenzie. La rapidità e l'ampiezza dell'allungamento della duration hanno acuito tali preoccupazioni. A fine luglio i differenziali fra i titoli dei due enti federali quotati AAA e le obbligazioni governative sono cresciuti di 10 punti base, a 40 punti.

La relativa calma sui mercati del credito ha contribuito a stabilizzare quelli degli swap e dei prestiti ipotecari ai primi di agosto. Gli operatori in derivati creditizi, in particolare, hanno approfittato delle opportunità di arbitraggio offerte dall'ampliamento degli spread sugli swap di tasso d'interesse. Una strategia diffusa sul mercato dei derivati su crediti è quella di acquistare un'obbligazione e la relativa protezione a fronte dello stesso emittente, speculando sulla differenza fra lo spread sul titolo e quello sul default swap, che è spesso inferiore. Taluni operatori si coprono dal rischio di tasso connesso con l'acquisto del titolo sottoscrivendo un contratto swap. Quando lo scarto fra titoli societari e swap su tassi d'interesse è diminuito a fine luglio, gli operatori che avevano adottato questa strategia hanno realizzato guadagni vendendo le obbligazioni e liquidando gli swap. Ciò ha contribuito a riequilibrare la domanda e l'offerta sul mercato degli swap di tasso. Agli inizi di agosto gli spread su swap, MBS e titoli delle agenzie ipotecarie sono tutti scesi dai loro massimi, benché a livelli ancora superiori a quelli di un mese prima. È diminuita anche la volatilità implicita dei titoli del Tesoro.

Stabilizzazione dei mercati di swap e prestiti ipotecari in agosto

Rallenta la corsa ai rendimenti

Sebbene sui mercati del credito non vi siano state vendite generalizzate, è nondimeno rallentata la corsa ai rendimenti. Dopo nove mesi di afflussi, a cavallo fra luglio e agosto gli operatori hanno disinvestito dai fondi comuni USA ad alto rendimento. Anzi, secondo le statistiche di AMG Data Services, nella prima settimana di agosto si è concentrato il maggior deflusso di fondi mai registrato nei confronti di tali società d'investimento.



Aumentano gli spread sul debito ad alto rendimento ...

Allo stesso tempo, un'impennata nelle emissioni ha contribuito a frenare le aspettative di un abbassamento del grado di leva nel settore societario, che avevano favorito la riduzione degli spread nei mesi precedenti. Sono in particolare aumentati i collocamenti delle società a più basso rating, che hanno cercato di avvantaggiarsi dei bassi costi della raccolta. Ne è conseguita una spinta al rialzo degli spread sul debito ad alto rendimento (grafico 1.6). In aggiunta a ciò, durante il periodo in esame sono parimenti cresciute in modo marcato le emissioni annunciate di obbligazioni di qualità bancaria. Un importante esempio in tal senso è stato il cospicuo pacchetto di prestiti lanciato a fine giugno da General Motors e dalle sue affiliate finanziarie, destinato – a quanto sembra – a colmare un insufficiente finanziamento dello schema pensionistico (cfr. “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

... e quelli sui prestiti dei mercati emergenti ...

Gli investitori hanno preso le distanze anche dal debito dei mercati emergenti. In effetti, le condizioni di raccolta dei mutuatari di quest'area hanno cominciato a deteriorarsi intorno a metà giugno, con oltre un mese di anticipo rispetto a quelle del mercato dei titoli societari ad alto rendimento. L'indice EMBI Global ha toccato un minimo record di 476 punti base il 17 giugno, cui sono seguite ulteriori vendite, sospinte anche dai maggiori rendimenti sui Treasuries. Il Brasile è stato il paese più colpito: lo spread sui prestiti pubblici è aumentato di circa 200 punti base fra la metà di giugno e gli inizi di agosto, e il real ha perso il 6% nei confronti del dollaro USA, scendendo a 3,07. Persino mercati emergenti di qualità bancaria come Messico e Sudafrica hanno subito un ampliamento dei differenziali.

Notizie positive sui versanti economico e politico hanno concorso a un certo rientro degli spread sui titoli emergenti nei primi giorni di agosto. A fine luglio Standard & Poor's ha innalzato il rating di Turchia e Venezuela di un grado, rispettivamente a B e B-. Agli inizi del mese successivo il governo brasiliano ha ottenuto dal Parlamento l'approvazione delle riforme sul sistema pensionistico del pubblico impiego. Nelle Filippine i differenziali sul debito erano balzati di 50 punti verso la fine di luglio in seguito a una rivolta di alcuni membri delle forze armate; la pronta azione del governo per mantenere l'ordine, tuttavia, ha determinato anche in questo paese una flessione degli spread.

... ma sembrano da escludersi serie difficoltà di raccolta

L'aumento dei costi della raccolta – dovuto sia ai più ampi spread sia ai maggiori rendimenti – non dovrebbe comunque creare serie difficoltà ai mercati emergenti. Agli inizi di quest'anno molti prenditori avevano provveduto a finanziarsi in vista di un rialzo dei rendimenti. Le emissioni nette di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari emergenti nei primi sei mesi del 2003 hanno superato di quasi il 30% quelle del corrispondente periodo dell'anno precedente (cfr. “I mercati internazionali dei titoli di debito”). Va inoltre notato che tali emittenti si rivolgono sempre più spesso ai mercati obbligazionari locali per far fronte al loro fabbisogno di finanziamento (cfr. lo studio monografico “Evoluzione dei nesi fra mercati maturi ed emergenti”).

In realtà, il rallentare della corsa ai rendimenti potrebbe avere risvolti non necessariamente negativi per alcune economie emergenti. Gli afflussi di capitali a breve termine avevano esercitato pressioni al rialzo su talune valute dell'area, pressioni che avevano a loro volta minacciato di indebolire la crescita

dell'export. Di conseguenza, taluni paesi hanno provveduto a estendere i controlli ai capitali in entrata, o a rimuoverli su quelli in uscita. In particolare, l'Argentina ha introdotto controlli sull'ingresso di fondi a breve in maggio, mentre la Cina ha allentato in giugno le restrizioni sulle esportazioni di capitali, seguita il mese successivo dalla Thailandia.

Le azioni bancarie seguono l'andamento dei mercati azionari

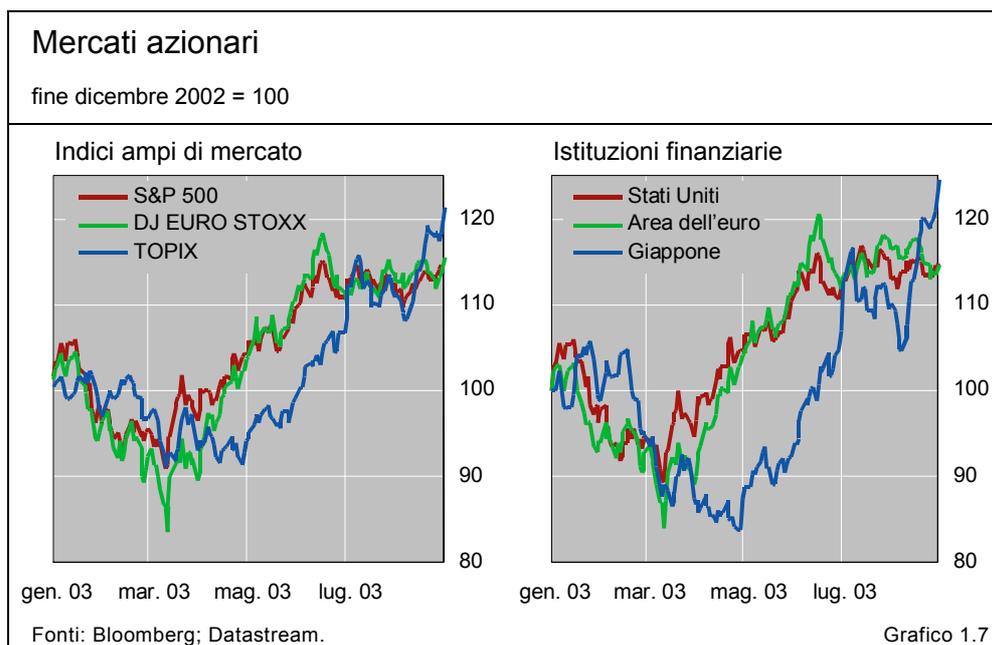
Le ingenti vendite sui mercati del reddito fisso non hanno avuto grosse ripercussioni dirette su quelli azionari. Le borse valori di Stati Uniti ed Europa avevano registrato forti rialzi in aprile e maggio, sospinte dalle aspettative di una ripresa della crescita economica. Nella misura in cui l'ascesa dei rendimenti ha rispecchiato attese analoghe, gli investitori obbligazionari non avrebbero fatto altro che allinearsi all'ottimismo dei loro omologhi azionari.

Va rilevato come il settore finanziario abbia seguito da vicino l'andamento generale del mercato azionario nonostante l'inversione di tendenza dei tassi a lungo termine. Le quotazioni di Fannie Mae e Freddie Mac avevano subito un calo ai primi di giugno dopo le rivelazioni di irregolarità a livello di governo societario, e di nuovo nella seconda metà di luglio, a causa della volatilità dei mercati ipotecari. Tuttavia, i prezzi azionari della maggior parte delle altre istituzioni finanziarie statunitensi ed europee sono rimasti sostanzialmente invariati, a conferma del fatto che gli operatori non nutrivano particolari preoccupazioni circa la vulnerabilità dei bilanci di tali istituti.

I rialzi dei mercati azionari di Stati Uniti ed Europa hanno segnato il passo in luglio, nonostante che le stime dell'avversione effettiva al rischio degli investitori continuassero a declinare (grafico 1.7). L'avversione al rischio è sembrata seguire, piuttosto che precedere, gli andamenti rilevanti del mercato. Persino i risultati economici generalmente superiori alle attese non sono riusciti a sostenere la fase rialzista. Gli investitori sono parsi sempre più scontare le

I mercati azionari preservano i guadagni precedenti

Le quotazioni finanziarie ignorano l'inversione dei tassi



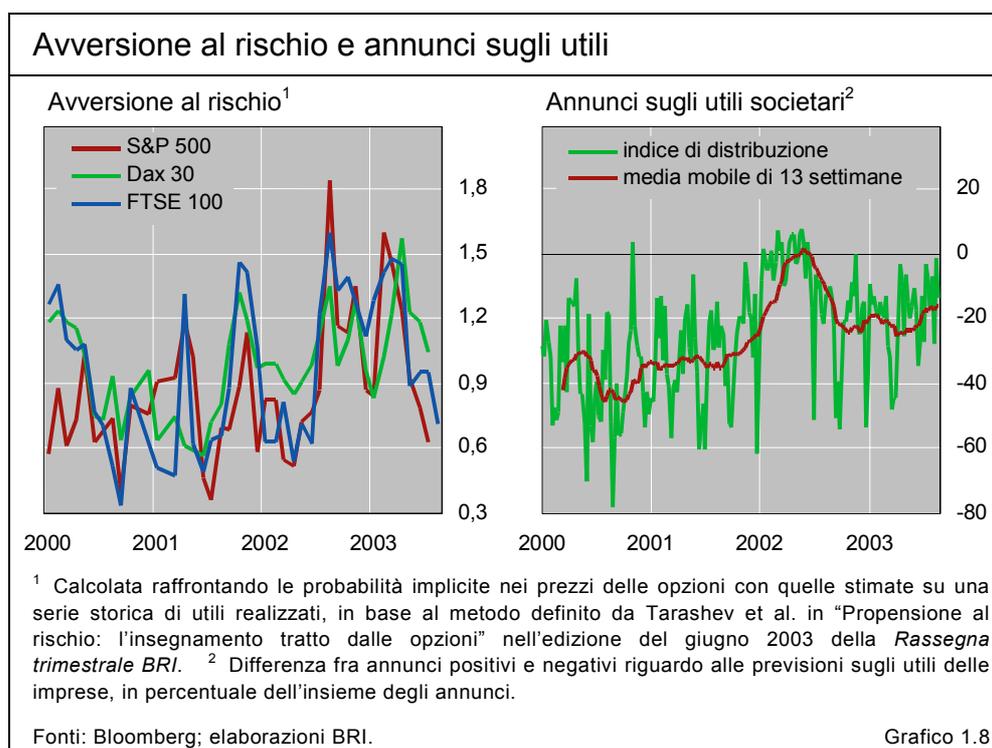
previsioni degli analisti di un'ulteriore accelerazione della crescita degli utili nell'ultima parte dell'anno, e confidare negli annunci sui profitti futuri delle imprese (grafico 1.8). Un esempio al riguardo è fornito dall'annuncio il 5 agosto del previsto calo negli utili di Costco, una società USA di distribuzione al dettaglio, cui ha fatto seguito una contrazione del listino di borsa.

Risultati migliori per i mercati asiatici ...

Fra maggio e agosto i mercati asiatici hanno fatto per lo più registrare risultati migliori di quelli statunitensi ed europei. In Giappone, notizie economiche sorprendentemente positive hanno contribuito a un incremento di quasi il 20% del TOPIX tra la fine di maggio e la fine di agosto. Ampi movimenti al rialzo hanno accolto la diffusione dell'indagine *Tankan* il 4 luglio e quella dei dati sul PIL per il secondo trimestre il 12 agosto. Gli investimenti sul mercato azionario nipponico sono stati visti come una manovra globale in funzione reflazionistica, e come tali hanno attratto cospicui capitali dall'estero. Si è osservata la tendenza ad associare i mercati ribassi degli indici giapponesi durante il periodo ai deludenti annunci sugli utili del settore tecnologico USA, e ciò suffraga l'ipotesi secondo cui il mercato nipponico continua in ultima analisi a dipendere dalle prospettive di ripresa degli Stati Uniti.

... e per le banche giapponesi

Le banche giapponesi hanno messo a segno una performance persino migliore di quella degli indici generali. Il mercato avrebbe dato per scontato che le eventuali perdite sui titoli obbligazionari nei bilanci bancari dovute all'inversione dei rendimenti sarebbero state più che compensate dai guadagni sui loro portafogli azionari e dal calo delle insolvenze su crediti. Anche alcune imprese in difficoltà hanno superato le quotazioni medie di borsa. La ricapitalizzazione pubblica di Resona, il quinto gruppo bancario nipponico, annunciata in maggio a condizioni relativamente benevole per gli azionisti esistenti, è stata interpretata come il segnale che i debitori in posizione più



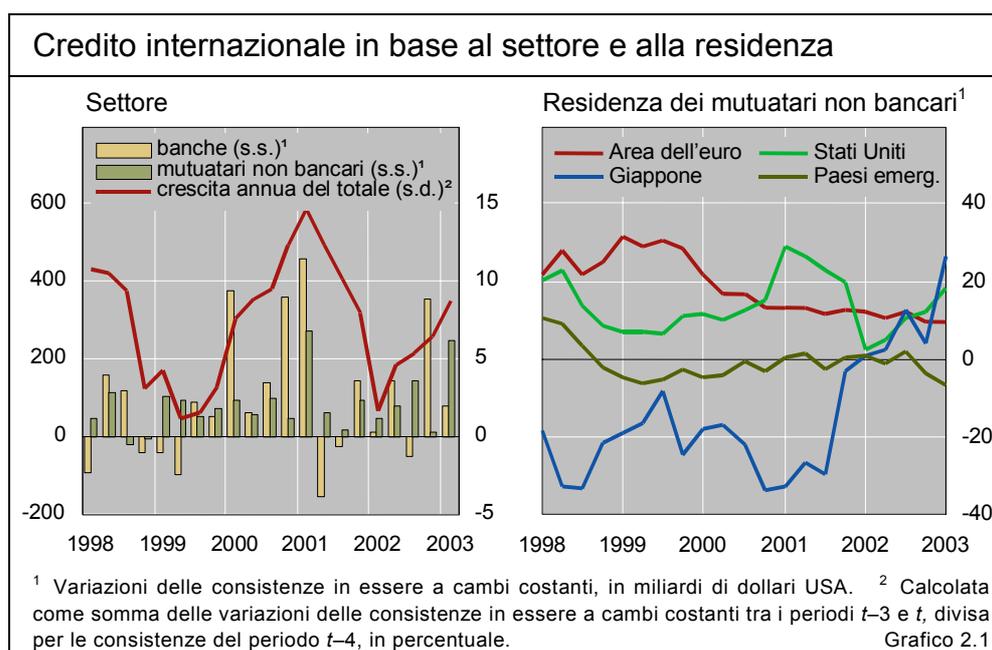
debole sarebbero stati tutelati dal rischio di fallimento grazie al sostegno fornito dal governo al sistema bancario.

Altri mercati asiatici che nei primi mesi dell'anno avevano registrato guadagni notevolmente inferiori a quelli di USA ed Europa hanno recuperato terreno a partire da maggio. Nei quattro mesi fino ad agosto le borse di Thailandia, India e Taiwan hanno segnato rialzi di oltre il 30% in termini di valuta locale. I timori sulla SARS, che avevano pesantemente intaccato il clima di mercato agli inizi di quest'anno, si sono affievoliti al diminuire delle cifre sul contagio. A sostegno dei mercati è intervenuto anche il perdurante vigore delle esportazioni dalla regione.

2. Il mercato bancario internazionale

Il credito a mutuatari non bancari – per lo più sotto forma di operazioni pronti contro termine, prestiti intragruppo e finanziamenti a governi – ha sospinto i flussi bancari internazionali nel primo trimestre 2003. Confermando una tendenza osservabile già dalla metà del 2002, e di riflesso alla fiacca crescita dell'economia, le banche di molti paesi sviluppati hanno operato una ricomposizione dei portafogli prestiti a livello consolidato a scapito del settore privato non bancario. Inoltre, in numerosi sistemi bancari è proseguita la riduzione degli impieghi nei confronti di prenditori di paesi in via di sviluppo a più basso merito di credito, come mostra il graduale miglioramento del rating medio delle loro esposizioni consolidate verso l'area emergente.

I mercati emergenti hanno beneficiato di afflussi di capitale diretti in buona parte al settore bancario, anche se permangono differenze tra le varie regioni. L'America latina ha continuato a registrare deflussi netti, per effetto dei trasferimenti di depositi e della contrazione dei crediti verso soggetti non bancari di Messico, Brasile e Argentina. Ciò è stato più che compensato dagli afflussi netti di fondi a favore della regione Asia-Pacifico, dovuti principalmente agli accresciuti impieghi nei confronti di banche cinesi. I paesi dell'Europa



emergente, specie quelli impegnati nei negoziati di adesione alla UE, sono stati ancora una volta destinatari di nuovi prestiti bancari.

Le attività verso il settore non bancario rispecchiano operazioni pronti contro termine e finanziamenti a governi

Nel primo trimestre 2003 i flussi sono stati trainati dal credito a mutuatari non bancari, che ha contribuito per i due terzi alla crescita delle attività delle banche dichiaranti alla BRI. Tale andamento è in gran parte riconducibile a incrementi delle operazioni pronti contro termine e dei crediti al settore pubblico. Su base non stagionalizzata le consistenze in essere delle posizioni creditorie internazionali sono aumentate complessivamente di \$341,4 miliardi, a \$14 trilioni (tabella 2.1), sospingendo la crescita su base annua al 9%, dal 6% dell'ultimo trimestre 2002 (grafico 2.1).

Dopo la forte espansione del credito interbancario registrata in tale periodo, nel trimestre in esame sono aumentati gli impieghi verso altri settori: per ogni 100 dollari transitati sull'interbancario nel quarto trimestre 2002, 66 sono affluiti a soggetti non bancari. Analoghi profili di crescita alterna hanno caratterizzato la distribuzione settoriale dei flussi creditizi per tutto il periodo di rilevazione delle statistiche BRI. Alle occasionali dilatazioni del mercato interbancario fanno spesso seguito in periodi successivi incrementi del credito verso imprese e altri mutuatari. Una siffatta dinamica è stata osservabile su base trimestrale per tutto il 2002, come dimostra la tabella 2.1.

Anche se un aumento dei finanziamenti al settore non bancario può essere indicativo di un maggior credito alle imprese, la crescita del primo trimestre 2003 va principalmente ascritta a un incremento delle operazioni PcT – con cui le banche hanno fornito liquidità a società d'intermediazione mobiliare – e delle attività verso mutuatari sovrani. La crescita totale delle posizioni creditorie nei confronti di imprese e altri soggetti non bancari è riconducibile per il 43% a banche nel Regno Unito, i cui impieghi verso tale settore sono aumentati di \$99 miliardi, facendo registrare l'incremento più marcato nel periodo di segnalazione. Il 60% di tali fondi, ossia \$59 miliardi, è affluito a mutuatari negli Stati Uniti, soprattutto per effetto dell'espansione dei prestiti a intermediari mobiliari affiliati e del realizzo di posizioni corte. Altri \$18 miliardi rappresentano invece attività intragruppo con controparti in Giappone e acquisti di titoli di Stato nipponici.

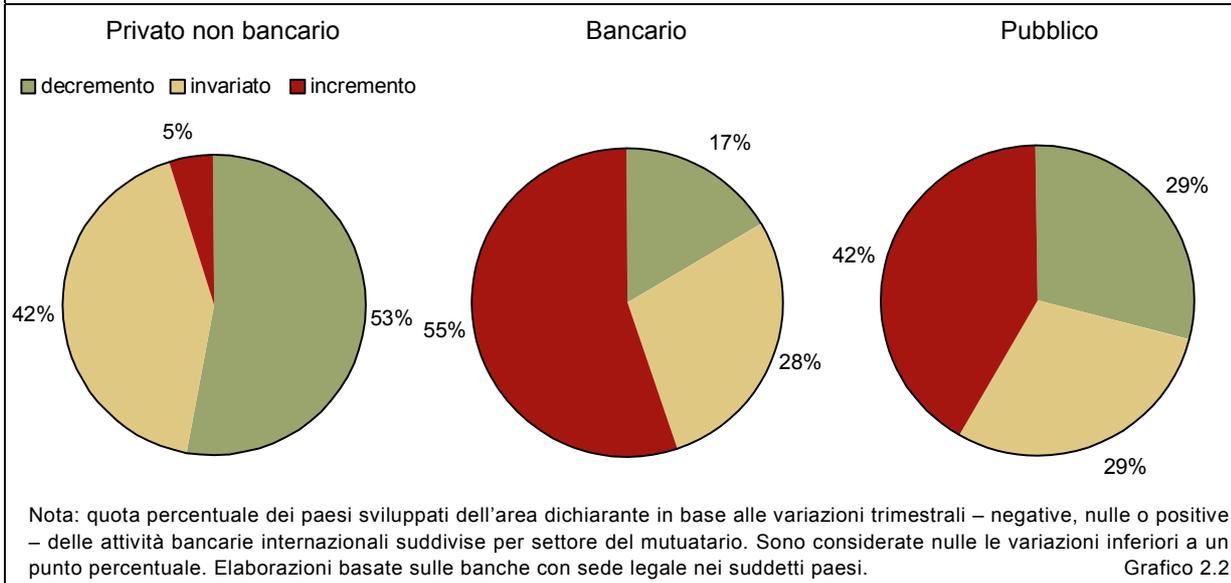
Anche le banche negli Stati Uniti sono state attive nel primo trimestre 2003. Complessivamente, le loro posizioni creditorie sono cresciute di \$65,6 miliardi, la maggiore espansione dal quarto trimestre 2001. L'aumento è stato sospinto dalla crescita degli impieghi verso il settore privato non bancario, a sua volta ampiamente riconducibile all'incremento delle operazioni PcT con broker e dealer di centri offshore e nel Regno Unito. Al netto di queste attività, i finanziamenti a imprese e altri soggetti non bancari da parte di banche situate negli Stati Uniti sono di fatto diminuiti per il secondo trimestre consecutivo (-\$14,3 miliardi), in parte a causa di una riduzione di \$5 miliardi del credito a mutuatari nell'area dell'euro, in particolare Germania e Spagna.

Defluiscono i fondi temporaneamente depositati nel mercato interbancario ...

... di riflesso a un aumento delle operazioni PcT e intragruppo

Variazioni nelle attività internazionali consolidate delle banche dichiaranti alla BRI

per settore del mutuatario



La flessione del credito al settore societario sembra aver rispecchiato le depresse condizioni economiche mondiali e i rialzi dei mercati obbligazionari nel primo trimestre 2003¹. Escludendo gli impieghi delle banche negli Stati Uniti e nel Regno Unito, i prestiti a mutuatari non bancari sono aumentati di soli \$7,2 miliardi, rispetto ai \$25 e 46 miliardi del terzo e quarto trimestre 2002. Dalle statistiche su base consolidata della BRI, che compensano le posizioni intragruppo, emerge inoltre che le banche dichiaranti hanno operato una ricomposizione del portafoglio prestiti a scapito delle imprese. Le loro attività internazionali consolidate nei confronti del settore privato non bancario sono ammontate a \$3,8 trilioni, pari al 40% del totale. Dieci paesi sviluppati sui 19 dichiaranti hanno ridotto i finanziamenti a imprese e altri soggetti privati non bancari nel primo trimestre, mentre soltanto le banche italiane li hanno aumentati (grafico 2.2).

Le banche europee convogliano fondi verso i settori bancario e pubblico

A ridurre maggiormente i prestiti al settore societario sono state le banche europee, i cui crediti contrattuali verso le imprese non bancarie si sono ragguagliati a \$2,8 trilioni, pari al 47% del totale delle attività internazionali consolidate (in calo dal 48% del quarto trimestre 2002). Le banche belghe e portoghesi hanno ridimensionato i prestiti a mutuatari privati non bancari situati in paesi europei sviluppati, mentre quelle svedesi hanno tagliato il credito a società negli Stati Uniti. In altre realtà europee l'aumento delle attività verso le imprese è stato modesto se raffrontato a quello dei fondi erogati ai settori bancario e pubblico; per le banche austriache, danesi, finlandesi, britanniche e svizzere l'incidenza dei prestiti al settore privato non bancario è di fatto diminuita. L'esposizione degli istituti tedeschi verso tale settore è rimasta

¹ Si veda il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del giugno 2003 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA ¹								
	2001	2002	2002				2003	Stock a fine marzo 2003
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale attività	859,4	740,8	57,3	225,9	94,3	363,4	341,4	13 991,6
Per strumento								
Crediti e depositi	612,2	500,3	-0,6	83,6	3,0	414,3	259,0	10 505,2
Titoli ²	247,2	240,5	57,9	142,3	91,3	-50,9	82,4	3 486,4
Per valuta								
Dollaro USA	422,7	320,9	49,5	183,7	-114,4	201,9	93,5	5 771,7
Euro	439,6	463,0	44,3	98,5	201,1	119,1	231,7	4 867,2
Yen	-65,5	-40,0	-81,4	5,4	14,0	22,0	-16,7	720,7
Altre valute ³	62,5	-2,9	44,8	-61,7	-6,4	20,4	32,9	2 632,0
Per tipologia di mutuatario								
Banche	417,3	459,9	9,5	146,4	-49,3	353,4	108,2	9 108,9
Settore non bancario	442,1	280,9	47,8	79,5	143,6	10,0	233,3	4 882,6
Per residenza del mutuatario non bancario								
Economie avanzate	384,8	283,9	44,6	46,6	129,5	63,3	164,4	3 746,1
Area dell'euro	139,0	115,9	51,5	8,4	48,6	7,4	52,2	1 655,9
Giappone	-3,7	4,1	-2,3	6,3	-0,4	0,5	21,8	145,8
Stati Uniti	183,4	136,0	-17,3	40,1	55,5	57,6	32,2	1 307,6
Centri offshore	55,0	17,9	-7,7	36,9	16,8	-28,1	78,4	564,7
Economie emergenti	2,5	-17,4	9,3	-4,9	2,4	-24,3	-7,7	508,7
Non classificate ⁴	-0,1	-3,5	1,5	0,8	-5,0	-0,9	-2,3	63,1
<i>Per memoria: attività sull'interno⁵</i>	76,4	38,6	69,8	-40,3	-26,5	35,6	184,8	1 941,9

¹ Non depurate degli effetti stagionali. ² Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. ³ Comprese quelle non classificate. ⁴ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁵ Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

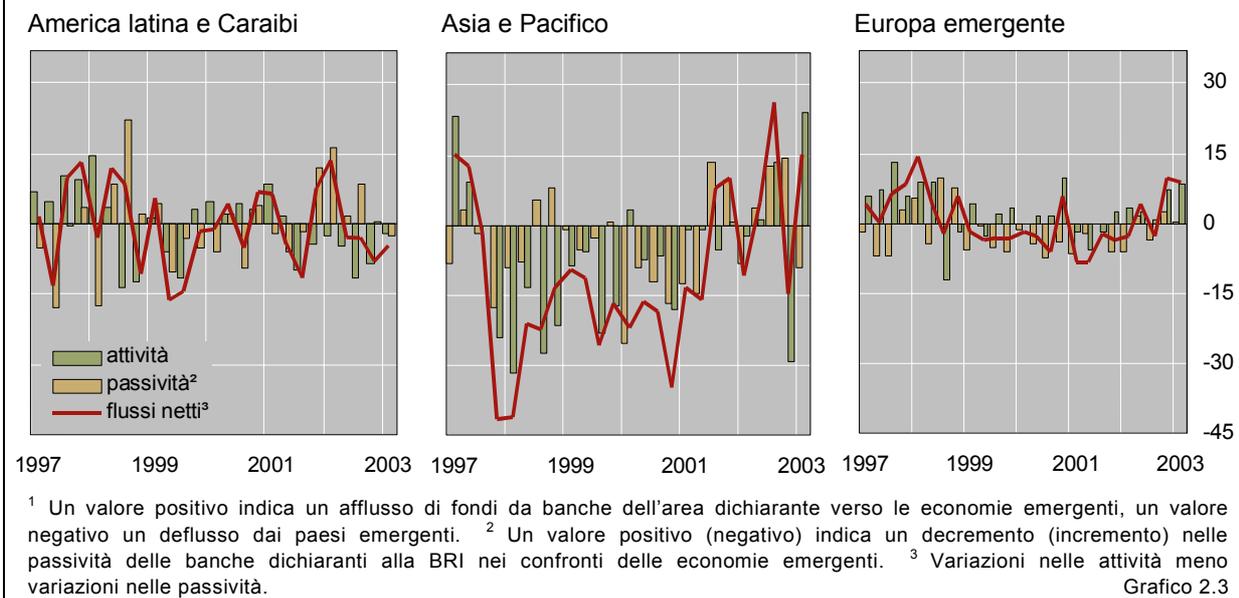
relativamente stabile, al 50% delle loro attività internazionali totali consolidate, mentre quella delle banche francesi è scesa al 54%, dal 56% di un anno prima.

Gli afflussi netti di fondi ai mercati emergenti celano differenze a livello regionale

Nel primo trimestre 2003 i flussi di capitale da banche dichiaranti alla BRI verso mercati emergenti hanno fatto registrare un saldo positivo, anche se si osservano differenze tra le varie regioni (grafico 2.3). I crediti complessivamente affluiti all'area emergente sono aumentati di \$29 miliardi, l'espansione più cospicua dal primo trimestre 1997, che rispecchia peraltro un incremento insolitamente elevato degli impieghi verso il settore bancario cinese. Le posizioni creditorie verso i paesi emergenti europei sono cresciute per il sesto trimestre consecutivo, mentre quelle nei confronti dell'America latina hanno continuato a calare. Come si vedrà nella prossima sezione, negli ultimi anni la rischiosità degli impieghi delle banche dichiaranti è diminuita

Flussi bancari netti alle economie emergenti¹

variazioni delle consistenze in essere a tassi di cambio costanti, in miliardi di dollari USA



grazie alla riduzione del credito ai mercati emergenti, la cui incidenza sul totale resta per il secondo trimestre consecutivo al disotto del 7%, contro l'8 e il 9% registrati in media nel 2001 e nel 2000.

Proseguono i deflussi dall'America latina

Si stabilizza il tasso di riduzione delle attività verso l'America latina ...

Nel primo trimestre 2003 il tasso di riduzione dei crediti verso l'America latina è sembrato stabilizzarsi, anche se per la prima volta dal 1999 gli impieghi verso la regione sono diminuiti al disotto del 30% del totale nei confronti dei mercati emergenti. Il credito complessivo è sceso a \$272 miliardi, lasciando invariata rispetto al periodo precedente la contrazione su base annua al 9,5%. Ciò ha contribuito a un deflusso netto di fondi per il quarto trimestre consecutivo, pari a \$4,6 miliardi. I prestiti concessi al settore bancario, dopo due trimestri di calo, sono cresciuti di \$1,9 miliardi, il più forte aumento registrato nei confronti di tale settore dal primo trimestre 2001. Tuttavia, il credito a imprese e altri soggetti non bancari è diminuito di \$3,9 miliardi, portando il tasso annuo di contrazione di questa tipologia di impieghi all'8%, dal 5% dei due trimestri precedenti. Inoltre, le sottoscrizioni di prestiti consorziali da parte di mutuatari in America latina sono scese al minimo storico di \$2,5 miliardi, corrispondente al 15% del totale dei contratti stipulati nei mercati emergenti (contro una media del 33% dal 1999).

... malgrado i deflussi netti da Messico, Brasile e Argentina

Il Messico ha registrato i maggiori deflussi netti della regione, pari a \$4 miliardi circa, a causa dell'aumento di depositi presso banche dell'area dichiarante. Le istituzioni creditizie messicane hanno collocato fondi per \$2,3 miliardi, principalmente nei centri offshore. Nel contempo, un calo di \$1,2 miliardi delle attività nei confronti del settore non bancario del paese è stato compensato solo in parte dall'espansione degli impieghi verso banche, sicché il credito totale verso mutuatari messicani è lievemente calato rispetto al trimestre precedente.

Anche i \$2,2 miliardi di deflussi netti dal Brasile sono dovuti a un incremento relativamente elevato dei depositi esteri: le banche del paese hanno trasferito \$3,6 miliardi di fondi presso istituzioni situate nell'area dichiarante, principalmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Dopo tre flessioni consecutive, le attività verso il Brasile sono aumentate di \$1,4 miliardi grazie ai nuovi crediti al settore bancario, che hanno più che compensato il calo di quelli a soggetti non bancari.

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	2002				2003	Stock a fine marzo 2003
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale ²	Attività	-27,0	-37,6	-0,8	1,1	-0,3	-37,6	28,7	930,9
	Passività	20,3	-46,4	-10,4	-6,4	-18,4	-11,2	8,6	1 122,6
Arabia Saudita	Attività	-2,4	-5,4	0,0	0,5	-1,8	-4,2	1,0	20,5
	Passività	-9,7	-2,1	-5,4	-0,1	1,4	2,0	5,8	57,2
Argentina	Attività	-5,8	-11,8	-4,3	-0,8	-4,5	-2,3	-1,9	29,6
	Passività	-16,7	-0,1	-1,0	0,5	0,3	0,2	0,5	25,9
Brasile	Attività	0,9	-11,3	1,0	-2,4	-3,5	-6,4	1,4	89,4
	Passività	0,4	-8,0	1,4	-3,8	-1,4	-4,2	3,6	44,6
Cile	Attività	0,2	0,5	-0,3	-0,5	-0,1	1,3	-0,1	19,9
	Passività	-1,0	-1,1	0,2	-0,8	-0,8	0,3	-1,2	15,2
Cina	Attività	-3,5	-12,4	-7,3	1,0	4,1	-10,2	15,9	60,4
	Passività	-6,5	-3,6	-7,1	6,4	-1,0	-1,9	1,2	94,5
Corea	Attività	-0,2	8,2	6,4	1,8	6,5	-6,4	2,1	76,6
	Passività	1,7	0,5	11,4	-5,6	-0,4	-4,8	-0,9	30,4
Indonesia	Attività	-5,4	-6,0	-1,3	-2,1	-1,3	-1,2	-1,1	30,4
	Passività	1,1	-2,4	-1,4	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	12,4
Messico	Attività	2,0	3,1	3,3	1,7	-1,9	-0,1	-0,6	64,2
	Passività	8,8	-11,4	-14,1	1,3	-0,3	1,7	3,4	58,1
Russia	Attività	1,3	3,6	1,4	0,8	-1,1	2,4	1,2	36,6
	Passività	5,2	9,6	3,6	0,0	4,0	2,0	5,7	45,1
Sudafrica	Attività	-0,4	-0,4	-1,5	0,2	-0,6	1,5	-0,3	18,3
	Passività	2,1	2,7	0,3	1,3	-0,4	1,4	0,6	21,7
Thailandia	Attività	-3,5	-5,0	-2,2	-0,5	-0,5	-1,8	-0,4	18,7
	Passività	1,3	-4,6	-0,7	-1,3	-1,4	-1,2	2,5	13,9
Turchia	Attività	-12,0	-2,8	0,9	-1,5	-2,1	-0,1	1,5	38,2
	Passività	-2,1	0,0	1,6	-1,9	-0,2	0,5	-4,0	15,9
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>6,3</i>	<i>10,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,9</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>	<i>5,3</i>	<i>98,8</i>
	<i>Passività</i>	<i>9,9</i>	<i>-6,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,5</i>	<i>-1,3</i>	<i>-5,4</i>	<i>-2,2</i>	<i>60,6</i>
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-13,7</i>	<i>-10,1</i>	<i>3,4</i>	<i>-0,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-8,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>126,2</i>
	<i>Passività</i>	<i>-2,9</i>	<i>-9,2</i>	<i>-6,2</i>	<i>-3,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,3</i>	<i>-5,1</i>	<i>245,3</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 dell'area emergente. 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 (esclusa la Turchia), ovvero Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

Tabella 2.2

A differenza di quanto osservato per Messico e Brasile, all'origine dei deflussi netti registrati per il quinto trimestre consecutivo dall'Argentina vi è stata una diminuzione del credito a mutuatari sia bancari che non bancari. Le attività verso questi settori sono calate rispettivamente di \$0,7 e 1,1 miliardi, portando il totale degli impieghi nei confronti del paese a \$29,6 miliardi, pari al 64% del livello toccato nel secondo trimestre 2001. In molti paesi dell'area dichiarante le banche hanno ridimensionato il credito a breve verso l'Argentina; ancora una volta, il taglio più consistente fa capo agli Stati Uniti.

Nel primo trimestre 2003, in piena fase di turbolenza economica, il Venezuela ha fatto registrare i maggiori afflussi netti di fondi dal terzo trimestre 2001. Le banche venezuelane hanno rimpatriato capitali, depositati principalmente negli Stati Uniti, concorrendo a un saldo positivo di \$2 miliardi. Il calo relativamente elevato (\$0,9 miliardi) dei crediti al settore non bancario del paese è stato in buona parte controbilanciato da un aumento di quelli verso banche. Nel complesso, i prestiti concessi a mutuatari venezuelani sono così ammontati a \$15 miliardi, pari al 6% delle attività totali verso l'America latina (rispetto al 5% di un anno prima).

Operazioni PcT con gli USA fanno affluire fondi netti alla regione Asia-Pacifico

I flussi verso la regione Asia-Pacifico sono tornati in positivo nel primo trimestre 2003, nonostante il calo delle attività nei confronti di imprese e altri mutuatari non bancari. L'aumento relativamente ingente dei crediti erogati ad alcuni paesi dell'area ha determinato afflussi netti per \$15 miliardi, il secondo importo più elevato dal primo trimestre 1997. Ciò è riconducibile essenzialmente agli impieghi verso le banche, specie quelle di Cina, Taiwan (Cina) e Corea, cresciuti di \$27 miliardi. Conseguentemente, nel primo trimestre 2003 l'incidenza della regione Asia-Pacifico sul totale delle attività affluite ai mercati emergenti è salita al 31%, non lontano dalla media del 32,5% registrata dagli inizi del 1999, scalzando così l'America latina dal primo posto nella graduatoria delle esposizioni di banche dichiaranti verso l'area emergente.

Gli afflussi netti alla regione sono ascrivibili principalmente alle attività nei confronti della Cina, aumentate di \$16 miliardi, di cui tre quarti diretti da banche negli Stati Uniti e nel Regno Unito verso il settore bancario del paese. L'incremento è dovuto per lo più al rilancio delle operazioni pronti contro termine con istituti domiciliati negli USA, dopo il rallentamento del quarto trimestre 2002. Tale recupero deriva in parte del fatto che nel periodo in esame le banche cinesi hanno finanziato i maggiori impieghi in valuta sul mercato PcT, piuttosto che tramite la raccolta sull'interbancario.

Nel trimestre sotto rassegna sono cresciute anche le attività verso il settore bancario di Taiwan, sebbene tale aumento sia stato in gran parte controbilanciato dal calo del credito ad altri comparti, fra cui quello societario, e dai maggiori depositi effettuati dai residenti presso banche dell'area dichiarante. Gli impieghi totali nei confronti delle banche taiwanesi sono saliti di \$6,5 miliardi, la crescita più elevata dacché sono disponibili le statistiche BRI sul paese. Se tale andamento è principalmente riconducibile a una ripresa dell'attività intragruppo e delle operazioni PcT da parte di istituti negli Stati Uniti, che si erano fortemente ridotte nel quarto trimestre 2002, ad esso ha

Le operazioni PcT con banche in Cina sospingono l'attività

però contribuito anche una diversa classificazione degli impieghi delle banche statunitensi, che ha a sua volta determinato un calo di \$1,9 miliardi del credito a soggetti non bancari.

Le istituzioni creditizie statunitensi sono state le principali artefici degli afflussi netti di fondi alle banche coreane. Le posizioni creditorie verso questo settore sono aumentate di \$5,6 miliardi, mentre quelle verso mutuatari non bancari hanno subito un calo di \$3,6 miliardi; entrambi i risultati rispecchiano in parte la menzionata riclassificazione degli impieghi di banche USA. Al netto delle attività di queste ultime, il credito a imprese e altri soggetti non bancari è rimasto invariato rispetto al trimestre precedente, mentre al settore bancario sono affluiti nuovi fondi per \$1,4 miliardi.

L'Europa emergente continua ad attrarre capitali su base netta

Per il secondo trimestre consecutivo le economie emergenti europee hanno registrato afflussi netti di fondi, per un importo pressoché analogo a quello del periodo precedente. Ciò va ascritto a un aumento degli impieghi, che per i due terzi sono affluiti a paesi impegnati nei negoziati di adesione alla UE; tuttavia, su tale dinamica ha influito anche la movimentazione di depositi da parte di alcuni paesi. Le attività verso la regione sono aumentate di \$8,4 miliardi, grazie a un'espansione dei crediti di banche dichiaranti sia al settore bancario (\$5,2 miliardi) che a quello non bancario (\$3,3 miliardi).

Con la sola eccezione della Lettonia, tutti i paesi candidati all'ingresso nella UE hanno beneficiato nel primo trimestre 2003 di maggiori afflussi di fondi, primi fra tutti Ungheria, Polonia e Cipro. Grazie all'incremento del credito bancario da Paesi Bassi, Austria e Germania, le posizioni creditorie verso l'Ungheria sono aumentate di \$1,4 miliardi; le banche ungheresi hanno inoltre rimpatriato fondi depositati presso istituti europei per \$1,3 miliardi, portando l'afflusso netto complessivo a \$2,7 miliardi, il massimo mai registrato dal paese nel periodo di rilevazione BRI.

La crescita dei depositi esteri in dollari USA ed euro ha determinato cospicui deflussi di capitali dalla Russia. Le istituzioni creditizie del paese hanno complessivamente depositato presso banche di Stati Uniti, Germania, Francia e altri paesi dell'area dell'euro \$5,5 miliardi, una cifra che non ha precedenti dall'introduzione delle statistiche BRI per la Russia. Seppure parzialmente compensato da \$1,7 miliardi di prestiti concessi da banche in Germania a mutuatari non bancari russi, ciò ha contribuito a deflussi netti di fondi dal paese per \$4,5 miliardi.

Le banche finanziarie quasi tutti i paesi candidati alla UE

Le minori esposizioni verso l'area emergente riducono il rischio paese

Coerentemente con la preferenza manifestata dagli investitori per attività più sicure, di cui si è discusso nelle recenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI*, in molti dei principali sistemi bancari sembra essere diminuito il rischio paese associato alle posizioni creditorie delle banche dichiaranti. Ciò è dipeso dalla minore esposizione verso sia l'area emergente nel suo complesso sia i paesi a più alto rischio *all'interno* dell'area stessa.

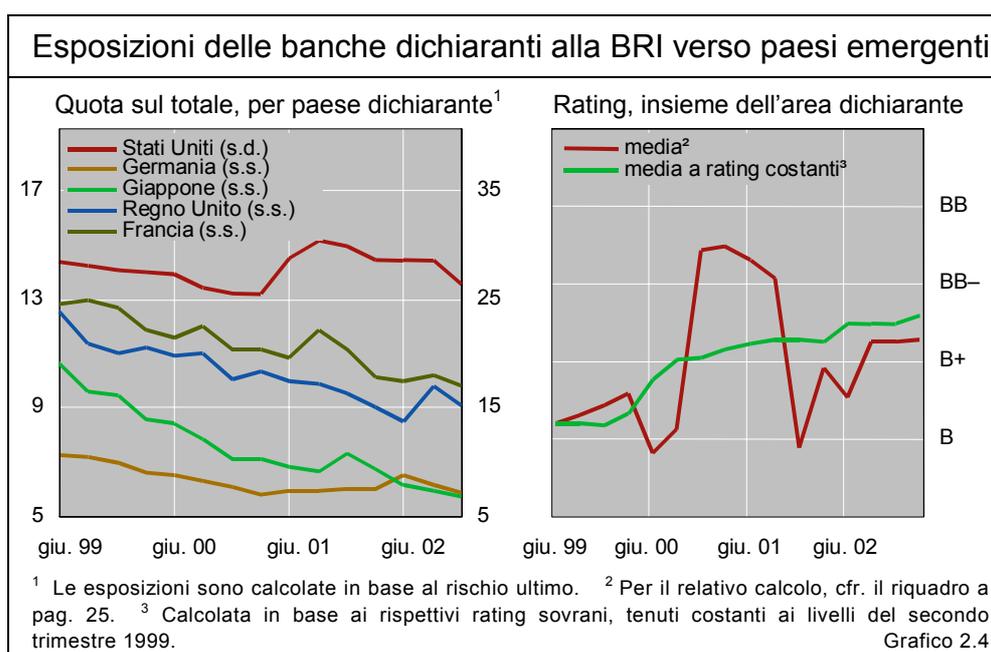
Ai fini della presente trattazione, il rischio paese è espresso in termini di rating sui prestiti sovrani, che misura la perdita potenziale sulle attività nei confronti di un paese estero, in genere emergente, dovuta a un deterioramento delle sue condizioni politiche o economiche. Poiché l'eventuale inadempienza di un governo di un paese emergente è spesso fonte di turbolenza sui mercati finanziari, la media ponderata dei rating obbligazionari sovrani di tutti i mutuatari emergenti figuranti nel portafoglio di un dato paese dichiarante costituisce un metro rappresentativo, ancorché grezzo, per stimare il rischio paese cui è esposto quel determinato sistema bancario (cfr. il riquadro a pagina 25).

Le banche riducono l'esposizione verso tutta l'area emergente ...

La ridotta esposizione verso l'area emergente abbassa il rischio paese

Il rischio paese sembra essere diminuito costantemente negli ultimi anni, grazie anche alla ridotta esposizione verso i mercati emergenti. La quota dell'esposizione ultima nei confronti dell'insieme dei paesi emergenti, cui è in genere associato un rischio paese maggiore rispetto a quelli sviluppati, è scesa dal 12% del secondo trimestre 1999 al 9% nei primi tre mesi di quest'anno. Tale quota è rimasta invariata per ciò che concerne i mercati emergenti europei, mentre è diminuita per tutte le altre regioni; nel caso dell'America latina, essa è aumentata dal 4% dell'esposizione ultima complessiva nel secondo trimestre 1999 al 5% per tutto il 2001, per poi ridursi al 3% nel primo trimestre 2003. Anche per la regione Asia-Pacifico si è osservata una riduzione dal 4% a meno del 3% nell'arco dello stesso periodo.

La ricomposizione delle attività bancarie a scapito dei mercati emergenti e il corrispondente miglioramento del rating medio dell'esposizione ultima complessiva hanno interessato in maniera relativamente diffusa tutti i principali sistemi bancari (grafico 2.4). Se a fine 2001 le banche USA avevano diretto verso l'area emergente il 30% dei loro impieghi calcolati in base al rischio



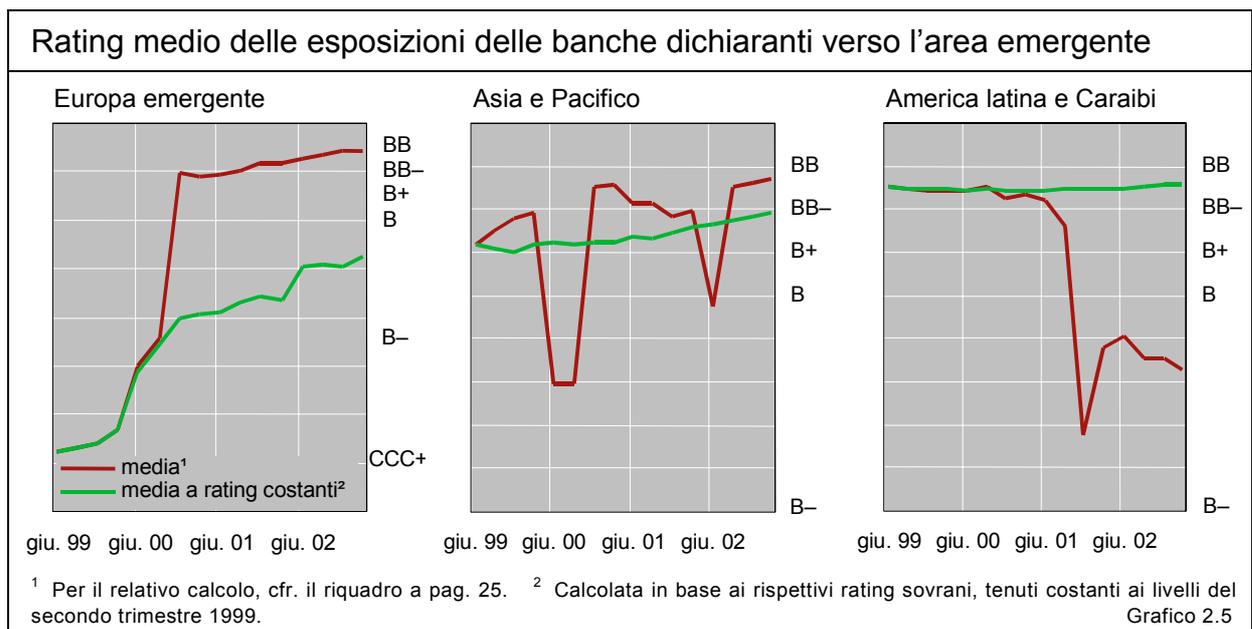
ultimo, nel primo trimestre 2003 tale percentuale è scesa al 26%; la flessione maggiore ha riguardato i mutuatari latino-americani. Negli ultimi cinque anni le banche giapponesi hanno dimezzato la propria esposizione verso i mercati emergenti, e l'incidenza misurata in base al rischio ultimo è scesa dal 12% del 1999 al 6% nel primo trimestre di quest'anno. Anche nel caso di Regno Unito, Germania e Francia, il calo delle posizioni bancarie verso prenditori dell'area ha contribuito a un aumento nei rating medi dei rispettivi portafogli.

... e verso i paesi a più alto rischio all'interno dell'area stessa

Oltre ad aver ridotto il credito all'area emergente nel suo complesso, le banche hanno inoltre indirizzato sempre più i propri impieghi verso i paesi meno rischiosi *all'interno* dell'area stessa, come dimostra l'aumento nel rating medio delle corrispondenti esposizioni. La dinamica trimestrale della media dei rating rispecchia in ampia misura le variazioni apportate al merito di credito di singoli mutuatari sovrani emergenti, piuttosto che rilevanti modifiche delle esposizioni verso l'area (grafico 2.4, diagramma di destra). Tuttavia, mantenendo costanti i rating dei singoli mutuatari ai livelli di metà 1999, tali modifiche inducono un miglioramento nel rating medio dei crediti totali delle banche dichiaranti verso i paesi emergenti, da poco meno di B nel secondo trimestre 1999 a oltre B+ nel primo trimestre 2003.

Benché il credito bancario sia defluito dai paesi a più alto rischio di tutta l'area emergente, sono state le esposizioni delle banche dichiaranti verso l'Europa centro-orientale a far registrare il miglioramento di rating più sorprendente (grafico 2.5). Tra metà 1999 e il primo trimestre 2003 l'esposizione ultima verso questa regione è cresciuta dal 17 al 23% degli impieghi totali verso i paesi emergenti. Nondimeno, nello stesso periodo la media dei rating (calcolata tenendo costanti i valori di metà 1999) è salita da CCC+ fino a sfiorare la B, rispecchiando principalmente un taglio dei

Cala il rischio paese relativo all'Europa emergente ...



Rating medi sui prestiti sovrani

Autorità di regolamentazione e policymaker vanno manifestando un crescente interesse per la valutazione della vulnerabilità del settore bancario di un paese agli andamenti macroeconomici sia interni che esterni. Tra i molti fattori che concorrono a determinare tale vulnerabilità riveste particolare importanza il rischio paese associato alle esposizioni sull'estero. In termini generali, il rischio paese misura la perdita potenziale sulle attività nei confronti di un paese straniero, in genere emergente, derivante da un deterioramento delle sue condizioni politiche o economiche. Una stima della qualità creditizia media dei paesi verso cui è esposto un paese dichiarante può rivelarsi utile, come prima approssimazione, per monitorare l'evoluzione del rischio paese in capo ai singoli sistemi bancari. Ai fini della presente trattazione sono stati utilizzati i rating sovrani assegnati dalle competenti agenzie quale misura del rischio paese associato ai singoli mutuatari.

Calcolo

La misura del rischio paese adottata per ciascun paese dichiarante, ovvero il "rating medio", è basata unicamente sulla sua esposizione verso i mercati emergenti, e consiste di una semplice media ponderata dei rating sovrani dei relativi mutuatari. Poiché la probabilità di insolvenza aumenta non linearmente al deteriorarsi del rating sovrano, sono stati utilizzati come pesi le probabilità di insolvenza associate a ciascuna classe di rating al fine di meglio cogliere le probabilità di incorrere in una perdita, che crescono in maniera esponenziale. Pertanto, con riferimento a un paese dichiarante i , il rating medio AR_i è la media ponderata delle probabilità di insolvenza associate ai rating obbligazionari sovrani in valuta di tutti i paesi emergenti di residenza dei mutuatari verso cui è esposto il paese dichiarante^①. In particolare, per un paese creditore i , il rating medio AR_i in un dato momento è espresso da:

$$AR_i = \sum_j \omega_{ij} * PD_j$$
$$\omega_{ij} = \frac{c_{ij}}{\sum_j c_{ij}}$$

dove j indica i mercati emergenti dei mutuatari verso cui è esposto il paese dichiarante i , ω_{ij} è l'incidenza delle attività verso i mercati j sul totale delle posizioni creditorie del paese dichiarante i , PD_j è la probabilità di insolvenza associata al rating sovrano dei mercati j , e c_{ij} è l'esposizione del paese dichiarante i nei confronti dei mercati j . Tale esposizione è misurata per ciascun paese dichiarante dalle sue attività internazionali consolidate, in base al rischio ultimo, a fronte di ciascun mercato considerato. Le attività internazionali includono le posizioni in moneta nazionale e in valuta, e sono corrette per i trasferimenti di rischio sull'interno e sull'estero in base al garante di ultima istanza dell'attività.

I rating sovrani utilizzati sono quelli assegnati da Standard & Poor's. Per ciascuna classe di rating, che può variare a seconda del paese e del momento, è stata assegnata una probabilità di insolvenza, posta costante nel tempo. Tale probabilità è basata sull'esperienza empirica relativa alle insolvenze di emittenti societari, tendenzialmente più frequenti di quelle di emittenti sovrani (cfr. F. Packer, "Differenze di rating sui prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*)^②. Nell'utilizzare queste probabilità ai fini della ponderazione è stato ipotizzato che le agenzie di rating valutino in modo omogeneo le diverse tipologie di mutuatari. Una volta calcolata la probabilità media di insolvenza, questa viene tradotta nel rating corrispondente più vicino.

^① La procedura di calcolo è liberamente ispirata a uno studio analogo presentato nell'edizione del giugno 2000 della *Financial Stability Review*. ^② La probabilità di insolvenza è posta pari a uno se il paese è in stato di insolvenza.

Utilizzo e insidie del rating medio

Il rating medio stimato con riferimento a un paese dichiarante trova il suo utilizzo più adeguato nella valutazione delle modifiche subite dal merito di credito nel tempo. L'interpretazione in un dato momento del rating medio stimato può essere complicata dalle differenze nella qualità creditizia delle attività verso i settori pubblico e privato, nella composizione del portafoglio e nel tasso complessivo di collateralizzazione delle esposizioni cross-border. Tuttavia, nella misura in cui tali differenze evolvono lentamente nel tempo, le *proprietà delle serie temporali* del rating medio stimato per ogni singolo paese dichiarante possono comunque fornire un utile strumento per monitorare le variazioni rilevanti del rischio associato all'esposizione sull'estero, su cui verte la trattazione in quest'ultima parte del capitolo.

La limitatezza dei dati rende necessario prevedere numerose ipotesi preliminari nel calcolo del rating medio. Ad esempio, solo il 13% dei crediti totali internazionali delle banche di proprietà di residenti nei paesi dichiaranti ha come contropartita il settore pubblico. Tuttavia, indici affidabili sullo stato di salute dei settori bancario e societario per molti paesi emergenti non sono prontamente disponibili. Mentre le differenze nel merito di credito tra i vari settori sono senza dubbio rilevanti, l'indice qui calcolato si basa unicamente sui rating sovrani, il che può dar luogo a una distorsione nel rating medio stimato.

Un'ulteriore complicazione del calcolo deriva dal fatto che le statistiche BRI su base consolidata non fanno emergere esposizioni bancarie potenzialmente rilevanti facenti capo ai paesi dell'area dichiarante. Le attività consolidate misurate in base al rischio ultimo prendono sì in considerazione il garante finale di ciascun credito, ma tale analisi è limitata alle esposizioni bancarie in bilancio. Le poste fuori bilancio, che costituiscono una quota rilevante dell'attivo delle banche, non vengono colte dalle statistiche BRI. Nella misura in cui tali poste compensano il rischio riconosciuto nelle esposizioni transfrontaliere, o vengono impiegate ai fini della sua copertura, ciò distorce ulteriormente il rating medio stimato.

Infine, è impossibile assegnare una probabilità di insolvenza a parte delle attività delle banche dichiaranti poiché non tutti i paesi dispongono di un rating sovrano, vuoi perché non hanno titoli di Stato in circolazione, vuoi perché le agenzie di rating non hanno attribuito loro una valutazione. Ciò detto, l'aumento nell'ultimo decennio dei paesi provvisti di rating implica che questo problema risulta meno grave rispetto al passato. In ogni trimestre a partire da metà 1999 solo il 4% in media di tutte le attività dell'insieme dell'area dichiarante era nei confronti di paesi cui Standard & Poor's non aveva assegnato un rating in valuta.

finanziamenti alla Russia e un aumento di quelli alla Polonia. L'incidenza sul totale regionale dell'esposizione ultima verso la Russia – la cui inadempienza nel 1998 aveva fatto sì che il suo rating medio fra metà 1999 e il primo trimestre 2003 si attestasse su CCC – è diminuita dal 26 all'11%. Nel contempo, la quota dei crediti alla Polonia, che presentava un rating medio prossimo a BBB+, è cresciuta dal 12 al 24%.

Anche il rating medio del portafoglio Asia-Pacifico delle banche dichiaranti ha registrato un miglioramento, seppur meno pronunciato. A rating sovrani costanti, la valutazione media si è infatti avvicinata a BB–, con un aumento di circa un grado. Ciò va ascritto principalmente al calo delle esposizioni verso l'Indonesia (il cui rating medio è stato pari a CCC tra metà 1999 e il primo trimestre 2003), nonché a un aumento di quelle nei confronti della Malaysia (quotata a oltre BBB).

L'inadempienza dell'Argentina nel 2001 ha abbassato il rating medio del portafoglio America latina delle banche dichiaranti. A rating costanti, esso è tuttavia variato di poco, oscillando intorno a BB–, e ciò poiché a metà 1999 i due maggiori mutuatari sovrani della regione, Argentina e Messico,

... e alla regione
Asia-Pacifico

I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2003

Blaise Gadanecz

Dopo essere calata per tre periodi consecutivi, l'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali è tornata a segnare un aumento nel secondo trimestre 2003; le sottoscrizioni sono ammontate a \$371 miliardi, contro i \$234 miliardi dei primi tre mesi dell'anno. Su base destagionalizzata, nondimeno, tale dato rappresenta una leggera flessione: fra il 1999 e il 2002, infatti, l'attività nel secondo trimestre è stata tradizionalmente vivace, toccando in media i \$384 miliardi di nuove sottoscrizioni.

Su base annua i prestiti a mutuatari statunitensi, specie quelli di qualità bancaria, hanno subito una flessione. Il rallentamento del 32% osservato per l'insieme delle classi di rating è dovuto sia alle favorevoli condizioni di finanziamento sui mercati delle obbligazioni private sia al minor numero di linee creditizie di sostegno accordate a fronte dell'emissione di commercial paper, diminuite rispetto a un anno fa. Degno di nota è stato il brusco calo nell'incidenza dei prestiti esplicitamente provvisti di garanzia collaterale che – in linea con la contrazione nei declassamenti del debito USA a lungo termine – è scesa all'8% del credito totale a mutuatari del paese, rispetto alla media trimestrale del 21% registrata a partire dal 1999 e al massimo del 36% toccato nel primo trimestre 2003.

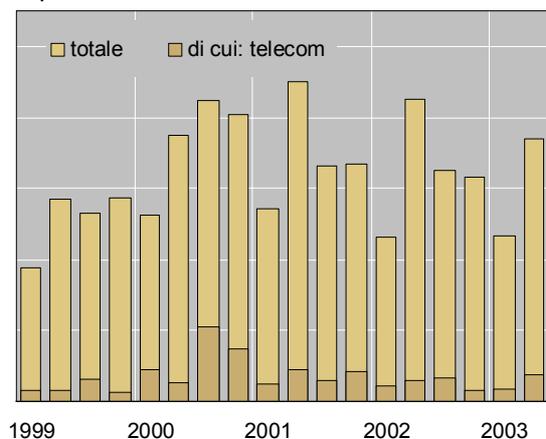
Per contro, i nuovi prestiti consorziali in favore di mutuatari europei sono aumentati su base annua. Dietro il balzo del 39% vi sono gli ingenti rifinanziamenti effettuati da case automobilistiche (DaimlerChrysler ha rinnovato prestiti per \$13 miliardi) e società di telecomunicazioni (quali Telecom Italia/Olivetti e Vodafone)[®], a indicazione di un ritorno di fiducia degli investitori verso quest'ultimo settore. Il volume mondiale delle sottoscrizioni delle telecom, che ha sfiorato i \$40 miliardi, è stato il più elevato dalla fine del 2001. Un impulso al settore è stato di recente fornito dall'accresciuta liquidità nel mercato secondario, dove gli scambi di questi strumenti si sono notevolmente diffusi, assumendo anzi – secondo quanto segnalato dagli operatori – un ruolo preponderante nell'attività complessiva.

I nuovi finanziamenti a mutuatari dei mercati emergenti sono lievemente cresciuti in ragione d'anno, totalizzando \$18 miliardi per l'insieme dell'area. Dopo essere scesi al minimo storico nel primo trimestre, i prestiti consorziali all'America latina hanno ripreso slancio, grazie ai \$2 miliardi accordati al governo messicano per finanziare un programma di riacquisto di titoli Brady[®]. In Asia i prenditori più attivi sono stati quelli di Corea e Taiwan (Cina), principalmente nei settori elettronico, bancario e petrolchimico, che hanno sottoscritto in ciascun paese prestiti per \$1,8 miliardi. La Reserve Bank del Sudafrica ha ottenuto un credito di \$1 miliardo per estinguere una precedente facilitazione.

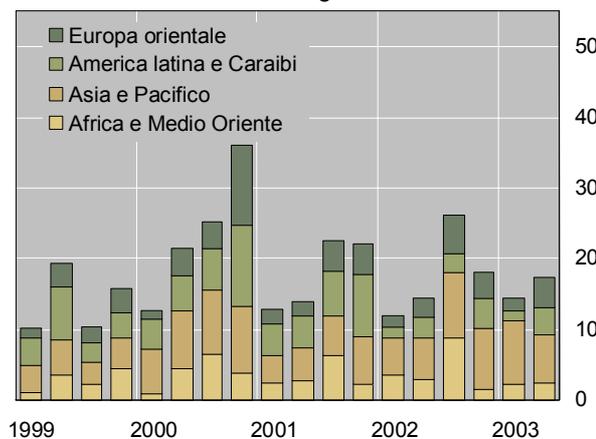
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

[®] Le facilitazioni di entrambe le società, in origine pari rispettivamente a €15,5 e \$10,4 miliardi, sono state poi ridotte durante il terzo trimestre. [®] Cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito".

presentavano una valutazione simile. La serie di declassamenti dell'Argentina iniziata nel marzo del 2001 ha deteriorato a metà dell'anno il rating medio di questo portafoglio. Il successivo recupero di posizioni osservato dal primo trimestre 2002 grazie al calo dei finanziamenti bancari verso tale paese è stato in parte compensato dal declassamento di un grado (a B+) subito dal Brasile nel luglio seguente. Tra metà 1999 e il primo trimestre 2003 la quota dell'esposizione ultima nei confronti dell'Argentina è calata dal 21 all'8% del totale verso la regione, mentre quella di pertinenza del Messico, il cui rating medio si collocava a BB+, è balzata dal 20 al 45%.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2003 la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha continuato ad essere sostenuta. Le emissioni nette aggregate sono ammontate a \$346 miliardi (tabella 3.1), rimanendo sostanzialmente invariate

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 giugno 2003
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 346,9	1 010,5	340,5	179,3	182,2	355,1	345,6	10 266,2
Strumenti del mercato monetario ¹	-78,9	2,3	8,3	11,8	-10,0	55,4	3,4	518,7
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,7	1,8	19,3	-3,0	46,8	13,1	367,9
Obbligazioni e notes ¹	1 425,8	1 008,2	332,2	167,5	192,2	299,8	342,2	9 747,5
<i>A tasso variabile</i>	390,8	198,9	74,1	25,3	39,6	-41,7	-27,6	2 215,3
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	995,8	799,2	245,6	145,2	155,2	341,1	369,3	7 210,6
<i>Collegate ad azioni</i>	39,1	10,1	12,5	-3,0	-2,6	0,3	0,5	321,6
Paesi sviluppati	1 259,9	946,3	325,6	164,4	171,8	330,4	314,4	9 091,0
<i>Stati Uniti</i>	596,7	337,2	115,7	35,6	48,5	61,3	30,6	2 865,1
<i>Area dell'euro</i>	550,9	471,1	153,5	91,0	98,1	212,8	206,5	4 256,7
<i>Giappone</i>	-10,1	-23,5	3,2	-6,2	-10,2	-4,0	-2,7	249,1
Centri offshore	28,2	8,3	0,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	119,1
Paesi in via di sviluppo	42,6	35,0	7,8	6,9	8,7	13,2	11,7	577,4
Istituzioni finanziarie	1 037,5	834,6	277,3	151,6	168,7	273,1	246,2	7 396,9
<i>Private</i>	955,1	714,2	240,7	115,8	141,0	203,2	176,7	6 262,5
<i>Pubbliche</i>	82,4	120,4	36,6	35,8	27,7	69,9	69,5	1 134,3
Imprese	207,6	55,8	40,7	0,9	2,1	16,4	31,2	1 358,1
<i>Private</i>	171,3	53,8	40,5	-1,6	-3,4	10,6	30,3	1 123,5
<i>Pubbliche</i>	36,3	2,0	0,3	2,5	5,5	5,8	0,9	234,6
Governi	85,5	99,2	15,7	17,6	14,5	56,5	52,9	1 032,5
Organizzazioni internazionali	16,3	20,9	6,8	9,1	-3,0	9,1	15,3	478,7
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-125,8	-104,8	-70,6	5,1	27,2	-0,6	-18,0	1 923,5
<i>di cui: USA</i>	-144,6	-91,4	-56,5	0,2	23,8	-15,7	-41,9	1 312,5

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

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

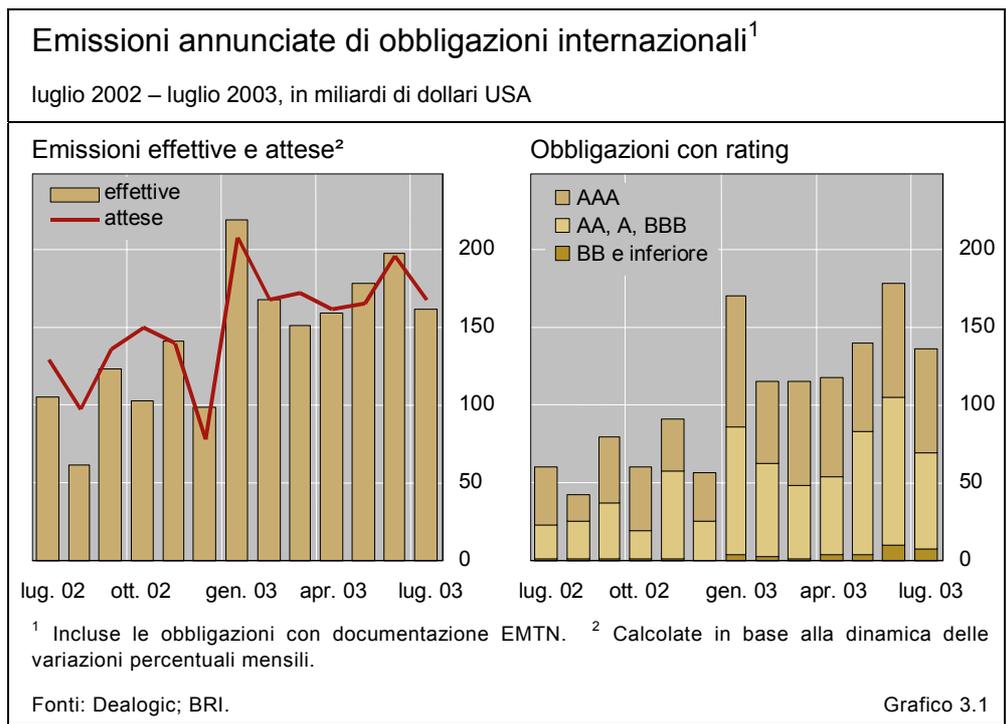
Tabella 3.1

rispetto al periodo precedente. Ciò ha portato i collocamenti netti della prima metà dell'anno a \$701 miliardi, con un incremento dell'8% sui primi sei mesi del 2002 e un aumento ancor più consistente rispetto al semestre successivo, caratterizzato da una debole attività. La ricerca di migliori rendimenti da parte degli investitori, proseguita per quasi tutto il periodo sotto rassegna, ha dilatato la domanda di prodotti creditizi. Questa ha potuto essere soddisfatta grazie all'ampia offerta di nuove emissioni di mutuatari dell'area dell'euro, che ha compensato il brusco calo dei collocamenti USA in termini netti. I prenditori hanno inoltre continuato ad approfittare dei livelli storicamente bassi dei tassi a lungo termine per allungare la scadenza del debito. La raccolta netta del trimestre sarebbe stata ancora più cospicua se i rimborsi non avessero raggiunto livelli record: inadempienze e rimborsi anticipati su obbligazioni riscattabili ("callable") e convertibili hanno infatti toccato i \$19 miliardi.

L'accresciuta domanda di prodotti creditizi ha creato un contesto favorevole per le emissioni a più basso rating. I mutuatari emergenti, in particolare, hanno continuato a beneficiare della buona accoglienza dei mercati internazionali dei capitali per gran parte del secondo trimestre. La loro attività di raccolta è rimasta piuttosto vivace, dato che gli spread sulle obbligazioni governative ad alto rendimento sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta. Il trimestre in rassegna è stato inoltre contraddistinto da una forte ripresa dei collocamenti di titoli speculativi da parte dei prenditori di paesi sviluppati.

L'attenuarsi dei rischi geopolitici e la corsa ai rendimenti spingono i mutuatari verso il segmento a più lungo termine

Il continuo acuirsi e diradarsi dei rischi geopolitici ha prodotto un impatto evidente sul mercato internazionale dei titoli di debito, il che non ha impedito



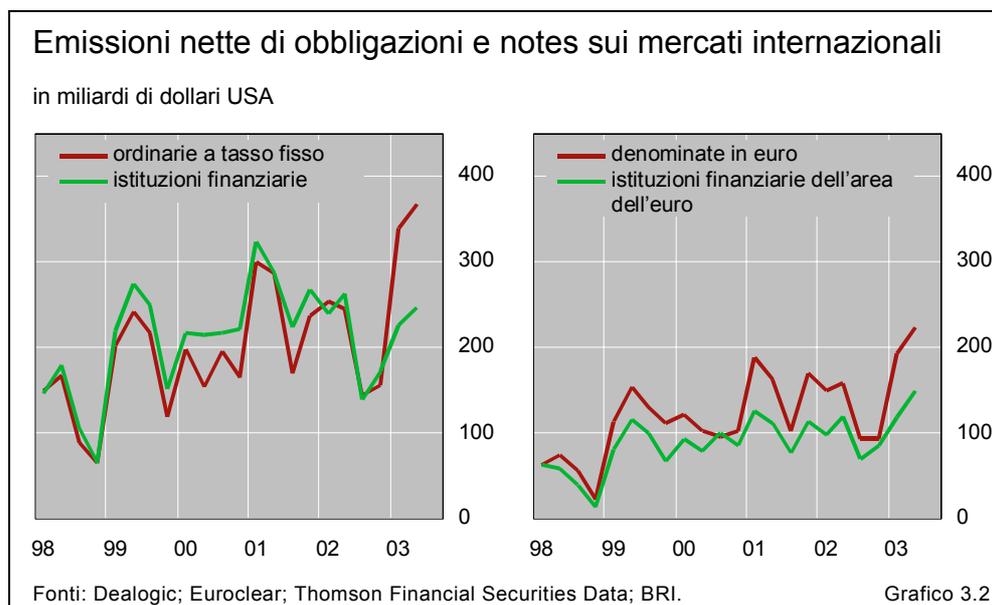
Emissioni lorde
al massimo
storico

alle emissioni lorde di crescere nel trimestre in esame a livelli senza precedenti. In concomitanza con lo scoppio della guerra in Iraq si è registrato un aumento inferiore al previsto dei collocamenti lordi sul mercato obbligazionario internazionale (grafico 3.1). Se tra febbraio e marzo l'attività lorda di emissione tende in genere ad aumentare lievemente, nel corrente anno essa è di fatto diminuita in questi mesi, anche se l'ammontare delle emissioni annunciate – pari a \$151 miliardi – è risultato inferiore di soli \$21 miliardi a quello implicito nella dinamica stagionale delle variazioni mensili. In aprile, tuttavia, la rapida risoluzione della campagna militare ha consentito di tornare prontamente ai ritmi attesi di emissione, e in maggio il precedente squilibrio era stato in parte colmato grazie a una raccolta superiore alle aspettative. Nell'insieme del secondo trimestre le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes sono ammontate a \$784 miliardi (tabella 3.2), segnando un ulteriore aumento rispetto al livello record toccato nei tre mesi precedenti.

Un fattore importante alla base di tali sviluppi è stata la continuazione della corsa ai rendimenti da parte degli investitori globali. I collocamenti netti di titoli di debito internazionali a breve hanno subito un forte calo, suffragando così l'opinione secondo cui i mutuatari avrebbero approfittato del livello storicamente basso dei tassi a lungo termine per allungare la scadenza del debito. Al netto dei rimborsi, le emissioni di strumenti del mercato monetario sono scese da \$55 a 3 miliardi. All'origine di questo andamento vi è stato il brusco crollo dei collocamenti netti di commercial paper (CP) sul mercato internazionale, che avevano raggiunto un livello eccezionalmente elevato nel primo trimestre. Anche sul mercato interno le emissioni di CP hanno fatto registrare una flessione in termini netti, passando da \$-1 a -18 miliardi, quantunque il pronunciato declino nella raccolta delle società USA sia stato in parte controbilanciato dall'aumento di quella delle imprese giapponesi.

Il calo nelle emissioni nette di strumenti del mercato monetario è stato parzialmente compensato dall'aumento di quelle di titoli a tasso fisso a più lungo termine. Nel secondo trimestre la raccolta netta di obbligazioni e notes

I mutuatari allun-
gano la scadenza
del debito



Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2002			2003	
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	2 305,3	2 100,6	569,1	434,9	490,4	757,6	784,2
Obbligazioni	1 348,8	1 165,2	313,9	210,2	266,2	435,0	454,5
Notes	956,5	935,5	255,3	224,8	224,3	322,6	329,7
A tasso variabile	642,9	603,2	160,2	144,1	157,0	123,1	140,4
Ordinarie a tasso fisso	1 590,2	1 454,7	388,9	285,9	325,2	616,5	627,4
Collegate ad azioni ¹	72,2	42,8	20,0	5,0	8,2	18,0	16,4
Dollaro USA	1 131,3	985,9	256,5	200,4	218,9	332,1	286,5
Euro	841,4	806,7	229,3	163,9	184,9	330,4	388,6
Yen	125,2	88,3	25,9	21,6	24,5	23,3	26,1
Altre valute	207,4	219,7	57,5	49,0	62,2	71,8	83,0
Istituzioni finanziarie	1 708,2	1 632,0	429,3	352,7	401,3	582,3	594,9
<i>Private</i>	1 471,3	1 375,9	361,9	293,4	329,0	464,7	464,2
<i>Pubbliche</i>	236,8	256,0	67,4	59,3	72,3	117,6	130,7
Imprese	348,2	211,5	74,5	34,0	40,2	55,0	78,6
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,9	16,1	7,8	10,1	23,0	6,6
<i>Private</i>	287,2	186,6	70,9	28,4	31,1	39,6	71,3
<i>Pubbliche</i>	61,0	24,9	3,6	5,6	9,0	15,5	7,3
Governi	174,2	172,9	44,9	28,3	31,1	81,6	80,1
Organizzazioni internazionali	74,8	84,3	20,5	20,0	17,9	38,7	30,7
Emissioni perfezionate	2 305,1	2 101,2	576,2	441,6	495,6	716,7	724,8
<i>Per memoria: rimborsi</i>	879,3	1 093,1	244,0	274,1	303,4	417,0	382,6

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

ordinarie a tasso fisso è salita di \$28 miliardi, a \$369 miliardi (grafico 3.2), segnando un massimo storico. Un siffatto ritmo di crescita appare decisamente superiore alle attese, ove si consideri la correlazione storica piuttosto stretta tra emissioni nette di titoli ordinari a tasso fisso e raccolta netta delle istituzioni finanziarie. Per il secondo trimestre consecutivo sono rimaste invece negative le emissioni su base netta di obbligazioni e notes a tasso variabile. Ciò si è verificato nonostante l'aumento dei prestiti annunciati, saliti del 14% a \$140 miliardi nel periodo in esame, poiché i rimborsi hanno superato ancora una volta i nuovi collocamenti.

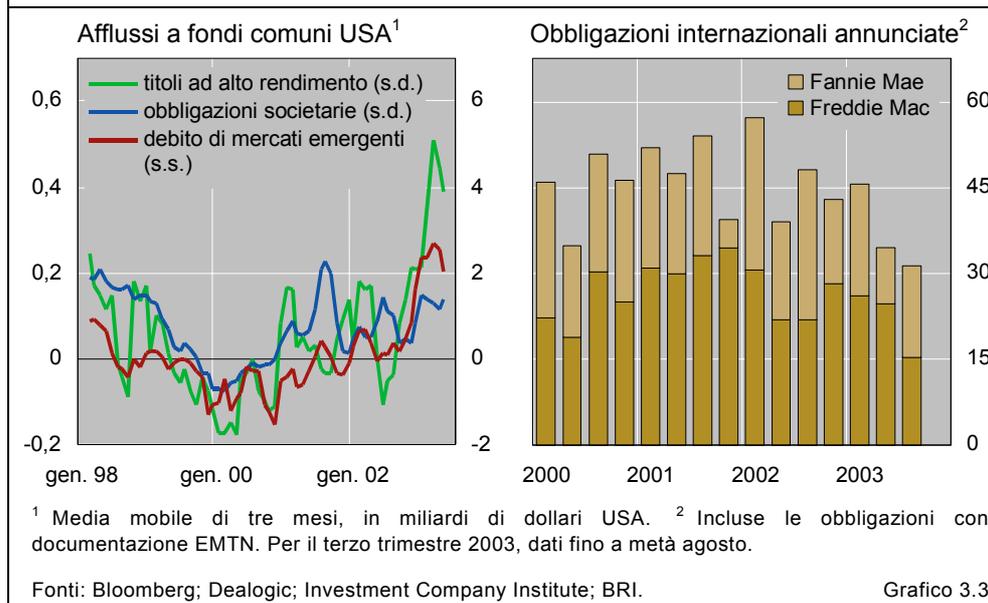
Emissioni a tasso fisso a livelli record

La forte domanda degli investitori avvantaggia i mutuatari dei PVS

I mercati emergenti sono stati tra i maggiori beneficiari della corsa globale ai rendimenti che ha contraddistinto la maggior parte del secondo trimestre 2003. Ai fondi comuni USA specializzati in titoli di debito di tali emittenti sono affluiti capitali per un cospicuo ammontare (grafico 3.3), e gli spread sul debito

La caccia al rendimento favorisce i mercati emergenti ...

Principali flussi finanziari



sovrano ad alto rendimento sono scesi a livelli non più osservati dalla fine degli anni novanta. I prenditori emergenti hanno risposto alle favorevoli condizioni di raccolta continuando a collocare nuovi prestiti sul mercato internazionale. Durante il periodo in esame le loro emissioni nette sono ammontate a \$12 miliardi, un valore che – pur non discostandosi da quello del trimestre precedente – supera nettamente i livelli del 2002. L'aumento di \$3 miliardi nella raccolta netta della regione Asia-Pacifico è stato più che compensato da un calo di \$6 miliardi in quella dell'Europa emergente. I collocamenti netti dei mutuatari latino-americani sono rimasti stabili a \$5 miliardi. I due maggiori prestiti lanciati da emittenti dell'area emergente nel secondo trimestre sono stati un'obbligazione decennale per €1,25 miliardi della Repubblica Sudafricana e un'emissione in dollari USA per \$1,5 miliardi collocata dal Messico.

In America Latina la flessione nell'indebitamento netto di mutuatari cileni e peruviani è stata più che controbilanciata da un incremento di \$3 miliardi nella raccolta netta di prenditori brasiliani. Anche il Messico ha fatto segnare un aumento: in virtù dei \$4,4 miliardi di nuove emissioni annunciate, le emissioni nette sono salite del 30%, a \$3 miliardi. Inoltre, in maggio e luglio il paese ha effettuato due operazioni di riscatto di obbligazioni Brady – una in dollari USA per \$3,8 miliardi e l'altra in euro per \$1,2 miliardi – utilizzando a tale scopo la liquidità accumulata in occasione di precedenti operazioni finanziarie del governo federale, nonché \$2 miliardi ottenuti dal collocamento di un prestito consorziale (cfr. "Prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2003", a pag. 27). Grazie a queste operazioni, il Messico è divenuto il primo prenditore sovrano a liquidare interamente le proprie consistenze in essere di obbligazioni Brady.

La maggior parte dell'aumento dei finanziamenti netti della regione Asia-Pacifico è riconducibile a mutuatari coreani e cinesi. Nel secondo trimestre 2003 le emissioni nette della Cina sono salite a \$0,6 miliardi, contro

\$-1,0 miliardi del periodo precedente, mentre quelle della Corea sono passate da \$0,8 a 1,9 miliardi. La raccolta netta dei residenti thailandesi è rimasta invece prossima allo zero per il terzo trimestre consecutivo. Nondimeno, un evento significativo ha interessato l'attività di emissione del paese nel periodo sotto rassegna: il Regno di Thailandia ha collocato obbligazioni in dollari USA per \$300 milioni, la prima emissione sovrana in dollari dall'aprile 1997.

Buona accoglienza dei mercati alle emissioni a più basso rating

Anche i mutuatari dell'area industriale con minor merito di credito hanno tratto profitto dalla caccia ai rendimenti e dal conseguente declino degli spread creditizi. Nel secondo trimestre le emissioni lorde di obbligazioni internazionali "speculative grade" da parte di paesi sviluppati sono cresciute di oltre il 150%, a \$8,8 miliardi, mentre quelle annunciate da mutuatari emergenti sono ammontate a \$9,6 miliardi. Ciò ha portato a un incremento della raccolta lorda aggregata in titoli speculativi a \$18,4 miliardi, dai \$7,8 miliardi del trimestre precedente. L'espansione ha avuto luogo nonostante il brusco calo nelle emissioni lorde del settore telecom, scese da \$23 a 7 miliardi. I collocamenti di obbligazioni di questa categoria hanno continuato ad aumentare per tutto il trimestre, toccando in giugno \$10,5 miliardi, il livello più alto dal marzo 2000.

... nonché altri
prenditori a più
basso rating

Nel trimestre in esame anche il comparto "investment grade" ha registrato una forte espansione. Dopo un periodo di sostanziale stabilità tra febbraio e aprile, gli annunci di obbligazioni con rating pari ad almeno BBB sono saliti di \$21 miliardi in maggio e di ulteriori \$32 miliardi in giugno. Tale crescita non è riconducibile a una più intensa attività di emissione da parte di Fannie Mae e Freddie Mac, le agenzie USA di credito ipotecario. Secondo quanto segnalato da Dealogic, le loro emissioni lorde complessive di titoli di debito internazionali sono diminuite del 24%, a quota \$35 miliardi. Tuttavia, dati provvisori indicherebbero un'inversione di tendenza per il terzo trimestre: le operazioni annunciate in luglio e nella prima metà di agosto ammontano già a \$31 miliardi. L'inatteso quanto drastico cambio al vertice di Freddie Mac reso noto il 9 giugno non sembra pertanto aver pregiudicato la capacità di raccolta di tali agenzie sui mercati internazionali; anche se dopo tale data i loro spread obbligazionari si sono temporaneamente ampliati sul mercato secondario, nel corso del mese essi sono tornati a calare. L'emissione più ingente lanciata da Freddie Mac dopo l'annuncio è stata una note decennale per \$2,5 miliardi, chiusa il 12 giugno con uno spread di 68 punti base rispetto al rendimento decennale dei Treasuries.

Aumentano i
collocamenti di
qualità bancaria

Nella seconda metà di giugno gli spread dei mercati emergenti hanno iniziato ad aumentare, segnalando un certo rallentamento nella corsa ai rendimenti (cfr. "Quadro generale degli sviluppi"). A ciò ha fatto seguito tra giugno e luglio un calo del 65% nelle emissioni di titoli speculativi da parte di mutuatari emergenti. In luglio il più attivo tra questi è stato il Brasile, con \$1,3 miliardi di collocamenti lordi di titoli di questa categoria. Nello stesso periodo sono per contro aumentate del 14% le obbligazioni speculative emesse da paesi sviluppati. Sempre in luglio, il principale prenditore di quest'area è stato Vivendi Universal, che ha raccolto su base lorda \$1,5 miliardi in due

Calano le emissioni
speculative in luglio

emissioni, la maggiore delle quali costituita da una note a cinque anni quotata con uno spread di 380 punti base. Benché inferiori ai livelli di giugno, gli annunci totali di emissioni speculative sono rimasti piuttosto sostenuti in luglio (\$7,2 miliardi). In questo stesso mese le emissioni totali annunciate di obbligazioni internazionali sono diminuite del 18%, a \$162 miliardi, un calo leggermente superiore a quanto prevedibile in base alla dinamica mensile osservata nel periodo.

Massimo storico per le emissioni denominate in euro

Continuano a crescere i collocamenti in euro

Le emissioni nette di obbligazioni e notes denominate in euro hanno raggiunto nel trimestre in esame un livello senza precedenti, pari a \$223 miliardi, con un aumento del 15%. In termini percentuali, tuttavia, l'espansione è stata decisamente inferiore a quella registrata tra il quarto trimestre 2002 e il primo di quest'anno, quando esse si erano più che raddoppiate. L'incremento ha rispecchiato un aumento della raccolta da parte di prenditori sia finanziari che non finanziari dell'area dell'euro. Il maggiore emittente del settore non finanziario è stato Volkswagen International, che ha raccolto €4 miliardi con il collocamento di due euronotes. Anche Siemens ha lanciato un'emissione di elevato ammontare, un'obbligazione convertibile "condizionata" ("contingent

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		2001	2002	2002			2003	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	524,8	303,9	93,3	35,7	49,3	40,4	28,5
	Euro	65,1	40,0	14,7	7,3	-0,4	15,9	4,9
	Yen	19,0	-7,2	1,0	-1,5	-2,5	0,0	-1,7
	Altre valute	7,2	12,5	6,0	-0,8	3,8	3,5	7,6
Europa	Dollaro USA	42,7	62,6	36,8	4,2	15,4	38,2	29,1
	Euro	521,5	463,7	133,0	101,5	93,8	203,9	213,3
	Yen	-2,5	-26,2	-4,7	-6,5	-2,7	-4,4	-3,2
	Altre valute	73,7	85,7	28,4	25,8	14,6	27,1	26,4
Altre aree	Dollaro USA	83,9	53,6	16,8	5,3	8,1	18,7	17,8
	Euro	10,5	18,2	8,1	5,4	-0,3	6,6	13,2
	Yen	0,1	-10,3	6,7	-0,5	-3,7	-1,8	1,8
	Altre valute	0,8	14,0	0,5	3,4	6,8	7,0	7,8
Totale	Dollaro USA	651,5	420,1	146,8	45,3	72,8	97,3	75,3
	Euro	597,1	521,9	155,8	114,2	93,1	226,4	231,4
	Yen	16,6	-43,7	3,0	-8,4	-8,9	-6,1	-3,0
	Altre valute	81,7	112,3	35,0	28,3	25,2	37,6	41,9

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

convertible bond”)¹ per €2,5 miliardi. Le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro hanno collocato importi ancor più significativi; ad esempio, Kreditanstalt für Wiederaufbau e DEPFA ACS Bank hanno mutuato rispettivamente €5 e 3,5 miliardi, in entrambi i casi per mezzo di una singola emissione.

L'aumento della raccolta netta di obbligazioni e notes denominate in euro ha contribuito a innalzare a un livello record – \$231 miliardi – le emissioni nette totali di titoli di debito internazionali in tale valuta (tabella 3.3). Il calo dell'attività netta di emissione in euro di mutuatari nordamericani è stato in parte compensato da un aumento di quella di mutuatari non appartenenti a Stati Uniti ed area dell'euro, le cui emissioni nette sono raddoppiate a \$13,2 miliardi. Tra di essi il principale prenditore è stata la Banca Europea degli Investimenti, che ha emesso un'obbligazione decennale per €5 miliardi, la più ingente collocata da un'organizzazione internazionale nel trimestre sotto rassegna.

Finanziato con titoli di debito internazionali il deficit pensionistico

Nel periodo in esame è stato degno di nota il formidabile collocamento, il 26 giugno, di un pacchetto obbligazionario da parte di General Motors Corporation (GMC). Sembra che la società intendesse utilizzare gran parte dei proventi per colmare l'ingente disavanzo del suo schema pensionistico, che aveva contribuito alla recente serie di declassamenti del rating di GMC. Il pacchetto comprendeva \$8,2 miliardi emessi dalla casa madre e altri \$5,5 miliardi raccolti su base lorda dalle affiliate finanziarie. L'operazione ha superato persino l'eccezionale emissione lanciata nel maggio 2001 da WorldCom, che in un solo giorno offrì obbligazioni per \$11,9 miliardi. Il bilancio di GMC ne risulterà rafforzato nella misura in cui il rendimento esentasse sulle attività pensionistiche coprirà il costo del nuovo debito al netto delle imposte. La maggiore emissione del pacchetto, un'obbligazione trentennale per \$3 miliardi, è stata quotata con uno spread di 400 punti base rispetto al Treasury bond di pari scadenza.

Il ricorso all'indebitamento per coprire i deficit pensionistici ...

Gli \$8,2 miliardi di titoli collocati dalla casa madre di GMC hanno concorso a innalzare le emissioni nette di società private non finanziarie USA a \$4,3 miliardi, da \$0,6 miliardi nel primo trimestre. Non si è tuttavia osservato un contestuale aumento nella raccolta delle istituzioni finanziarie del paese, le cui emissioni nette sono scese a \$26 miliardi (-58%), contribuendo così in misura determinante al calo della raccolta netta complessiva dei residenti. L'attività di emissione delle società non statunitensi è aumentata assai più di quella dei mutuatari USA nel loro insieme. Ad esempio, i collocamenti netti del settore societario privato dell'area dell'euro sono passati da \$6,5 a 24,3 miliardi, grazie soprattutto al maggiore ricorso all'indebitamento dei residenti francesi, le cui emissioni nette sono salite da \$-2,9 a 12,1 miliardi.

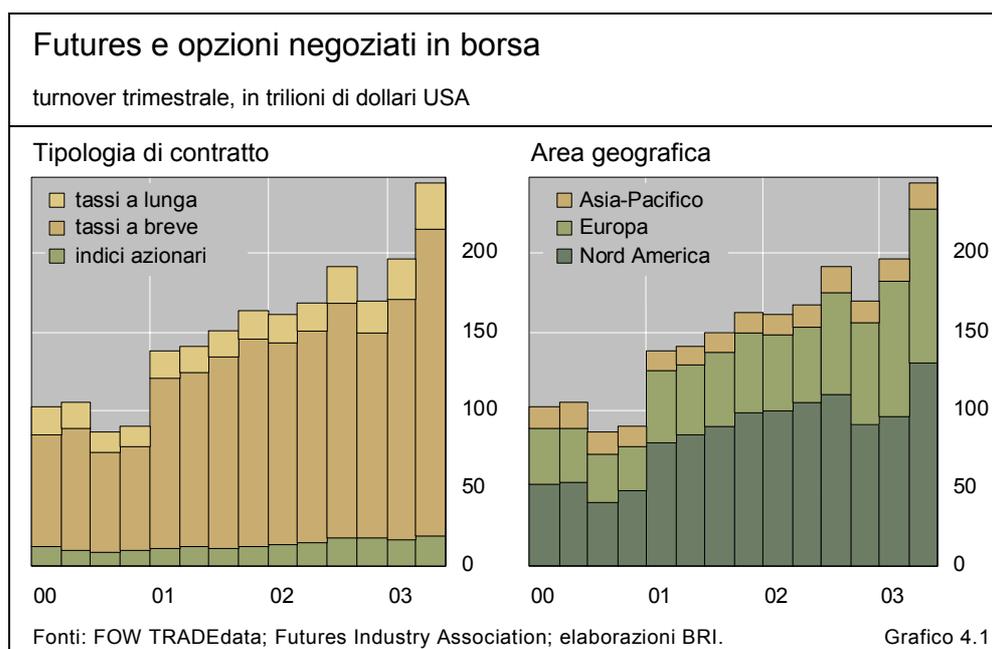
... favorisce le emissioni delle società non finanziarie USA

¹ Un'obbligazione convertibile "condizionata" si distingue da un'obbligazione convertibile tradizionale per il fatto che la facoltà di conversione scatta nel momento in cui il corso dell'azione di compendio raggiunge un livello prefissato, superiore al prezzo strike.

4. I mercati degli strumenti derivati

Nel secondo trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati rilevate dalla BRI è cresciuto nuovamente: il valore aggregato delle contrattazioni in prodotti su tassi d'interesse, indici azionari e valute è salito del 24%, raggiungendo \$246 trilioni (grafico 4.1). Gli scambi sono stati sostenuti per tutte le grandi categorie di rischio di mercato, ma in modo particolare per i contratti su tassi d'interesse.

L'incremento dell'attività a reddito fisso ha interessato soprattutto le borse statunitensi, e sembra derivare da operazioni di copertura effettuate in previsione di future manovre di politica monetaria, nonché da ulteriori aggiustamenti della durata media finanziaria dei portafogli di grandi intermediari attivi sul mercato USA dei prestiti ipotecari. L'inversione dei rendimenti sul mercato obbligazionario globale a partire dalla fine di giugno ha influito in misura solo limitata sull'attività complessiva in luglio, con un notevole aumento delle operazioni in contratti su titoli del Tesoro USA e un calo di quelle su strumenti a reddito fisso di altri paesi.



Gli scambi di contratti su indici azionari sono tornati a crescere nel secondo trimestre, dopo la lieve contrazione del periodo precedente. Al tempo stesso, il comparto relativamente esiguo dei derivati su valute ha mostrato segni di ripresa da una lunga fase discendente. Le borse valori hanno continuato a introdurre una serie di nuovi prodotti, soprattutto su indici azionari (cfr. il riquadro a pag. 45).

L'attività di hedging stimola gli scambi di strumenti su reddito fisso

Il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in prodotti su tassi d'interesse, la più importante fra le principali categorie di rischio di mercato, ha continuato a espandersi notevolmente nel secondo trimestre 2003: esso è cresciuto del 25%, a \$226,2 trilioni, rispetto al 18% del periodo precedente. Gran parte dell'aumento in termini assoluti è riconducibile ai contratti su tassi a breve (fra cui quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen), saliti del 28%, a \$197,8 trilioni. L'attività in prodotti a più lungo termine – che comprendono i titoli decennali dei governi statunitense, tedesco e giapponese – ha registrato una crescita inferiore, pari al 9% (a \$28,4 trilioni).

L'aspetto di maggiore rilievo del comparto a reddito fisso nel periodo in esame è stato il brusco aumento del turnover nelle borse nordamericane, cresciuto del 39% a \$121,5 trilioni, riconducibile sia agli strumenti su tassi a breve (+42%, a \$112,5 trilioni) che a quelli a più lungo termine (+17%, a \$9 trilioni). Le negoziazioni di derivati su tassi a breve hanno registrato un incremento senza precedenti presso il Chicago Board of Trade (CBOT) – del 148%, a \$22,3 trilioni – e un'espansione sostenuta al Chicago Mercantile Exchange (CME), pari al 28% (a \$88,2 trilioni).

L'aumento particolarmente sensibile delle contrattazioni su tassi a breve nelle borse valori USA ha rispecchiato due principali fattori di fondo. In primo luogo, gli operatori avrebbero erroneamente interpretato la scelta del Federal Open Market Committee (FOMC) il 6 maggio di esprimere in modo diverso la propria valutazione delle condizioni economiche. Mentre la decisione del FOMC di mantenere invariato il tasso obiettivo sui federal fund era ampiamente scontata, la pubblicazione di due separate valutazioni dei rischi in materia di crescita e di inflazione ha rappresentato uno scostamento significativo dalla prassi consueta, che prevedeva un'unica valutazione. Nel suo annuncio, il FOMC ha operato una distinzione fra un contesto economico in cui i rischi apparivano sostanzialmente bilanciati e una dinamica dei prezzi tale per cui la deflazione poneva un rischio maggiore dell'inflazione. Gli operatori di mercato sono sembrati insicuri circa l'interpretazione del nuovo schema di valutazione dei rischi, con riguardo soprattutto alle possibili implicazioni per le future mosse del FOMC, e nell'intento di tutelarsi contro questa nuova fonte di incertezza hanno intensificato il ricorso ai contratti su tassi d'interesse a breve.

Le preferenze degli operatori si sono rivolte principalmente verso i futures e le opzioni sul tasso dei federal fund USA a 30 giorni negoziati presso il CBOT. L'insolita rapidità dell'espansione ha determinato un significativo aumento nell'incidenza di tali contratti sul turnover totale del mercato statunitense degli strumenti a breve, salita al 20% nel secondo trimestre,

I contratti su tassi a breve alimentano la crescita degli scambi ...

... soprattutto in Nord America ...

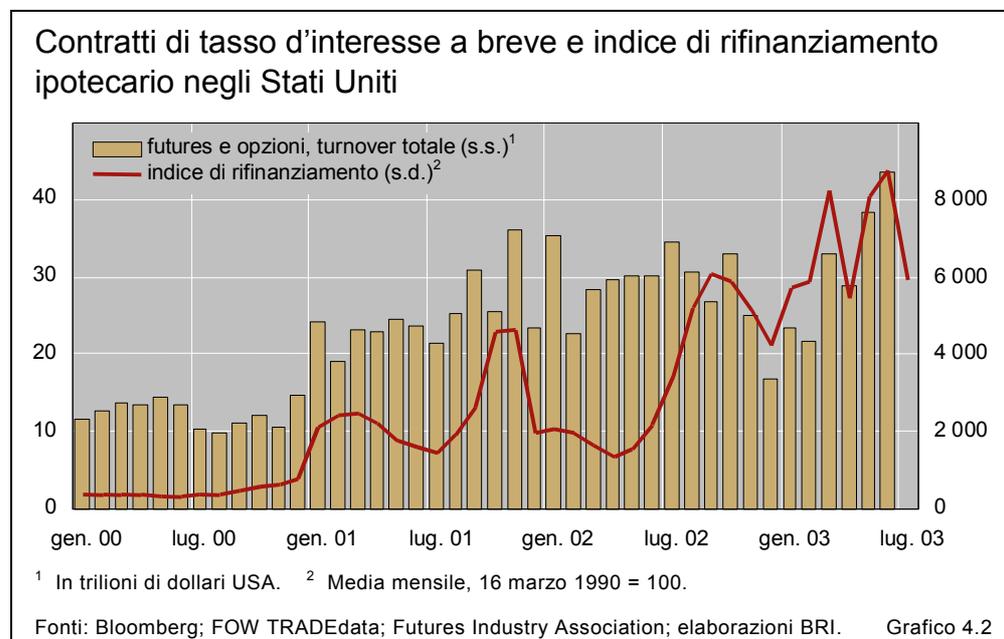
... dove i mercati reagiscono al mutamento nelle prassi del FOMC

I contratti sui federal fund guadagnano quote di mercato

contro il 12% del periodo precedente e una media del 9% per l'insieme del 2002. La forte crescita dei prodotti del mercato monetario costituisce una novità per il CBOT, dove tradizionalmente hanno avuto la tendenza a prevalere le negoziazioni di strumenti a più lungo termine, quali i contratti su titoli del Tesoro. Avviati alla fine del 1988, gli scambi di futures sui federal fund presso il CBOT hanno registrato una netta accelerazione a partire dagli inizi del 2001, allorché il FOMC aveva avviato una serie di consistenti riduzioni del tasso ufficiale. Lo sviluppo di un mercato liquido per tali futures ha indotto la borsa a introdurre nel primo scorcio di quest'anno contratti di opzione su questi strumenti, che hanno incontrato l'immediato favore degli investitori. Poiché i derivati sui federal fund sono direttamente collegati al tasso ufficiale USA, essi si confanno in modo particolare agli operatori che desiderino assumere posizioni sulle manovre future di politica monetaria negli Stati Uniti¹. Anche i ben consolidati contratti sull'eurodollaro negoziati al CME sono stati largamente impiegati in tali strategie di posizionamento. Tuttavia, la loro utilità come strumenti di negoziazione dipende dalla misura in cui il Libor – al quale sono agganciati – ricalca la dinamica del tasso sui federal fund. Il loro utilizzo nell'assunzione di posizioni su tassi ufficiali comporta pertanto un rischio di base più elevato di quello implicito nei futures sui federal fund.

A incrementare le transazioni in strumenti a reddito fisso ha concorso anche l'attività di copertura dei titoli garantiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). I rifinanziamenti ipotecari negli Stati Uniti hanno toccato un nuovo record alla fine del secondo trimestre, e numerosi MBS sono stati rimborsati in via anticipata, il che ha indotto un ulteriore accorciamento della

Anche la copertura di MBS alimenta gli scambi



¹ Cfr. R. S. Gürkaynak, B. Sack ed E. Swanson, "Market-based measures of monetary policy expectations", *FEDS paper* 2002-40, Federal Reserve Board, agosto 2002. Gli autori riscontrano che, nella previsione delle variazioni del tasso sui federal fund su orizzonti temporali di vari mesi, il tasso dei corrispondenti futures prevale su tutti gli altri tassi d'interesse di mercato.

durata media finanziaria dei relativi portafogli². Al fine di ridurre al minimo le asimmetrie di scadenza fra l'attivo e il passivo, i detentori di MBS avrebbero cercato di allungare la duration delle loro attività in vari modi, ad esempio acquistando obbligazioni del Tesoro e MBS di nuova emissione, assumendo posizioni lunghe in futures su titoli di Stato o assicurandosi l'incasso del tasso fisso dalla vendita di swap. Mentre l'assunzione di posizioni lunghe in titoli di Stato e relativi futures ha determinato un aumento diretto degli scambi sui mercati a pronti e borsistici, le sottoscrizioni di swap si sono ripercosse indirettamente sul volume delle contrattazioni in futures su tassi a breve. Questi ultimi – specie quelli sull'eurodollaro negoziati al CME – sono altamente liquidi e, pertanto, vengono comunemente utilizzati dagli intermediari nella copertura di swap, in quanto una serie di contratti futures distribuiti su diversi cicli di consegna può essere impiegata per creare un'esposizione simile a quella di uno swap di tasso. Tale interpretazione sembra essere suffragata dal grafico 4.2, che evidenzia una certa correlazione tra la dinamica dei rifinanziamenti ipotecari e l'attività in contratti su tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti.

Già aumentato nettamente in maggio, il volume aggregato delle contrattazioni in strumenti su tassi USA a breve ha registrato un'espansione ancor più sostenuta in giugno, e il 26 di quel mese l'attività in strumenti su federal fund ed eurodollaro ha toccato un massimo. Nella giornata precedente i mercati finanziari erano sembrati delusi dall'esigua entità del taglio dei tassi ufficiali e dalla conseguente minore probabilità che la Federal Reserve ricorresse a misure "non convenzionali" di politica monetaria (cfr. la trattazione nel "Quadro generale degli sviluppi").

Anche la ripresa segnata fino alla metà di giugno dai mercati a reddito fisso statunitensi ha generato un volume significativo di transazioni in strumenti su obbligazioni del Tesoro USA; l'attività è stata sostenuta lungo l'intera gamma di scadenze (grafico 4.3). Mentre i futures e le opzioni sulla note decennale – i contratti maggiormente scambiati all'interno di questo comparto – hanno registrato un aumento del 13% in termini di turnover, quelli sul titolo trentennale, per lungo tempo gli strumenti più prestigiosi del CBOT, sono cresciuti del 26%. Le negoziazioni in prodotti su titoli del Tesoro statunitense erano rimaste in larga parte stagnanti dopo che quest'ultimo aveva annunciato, nell'ottobre 2001, la cessazione delle vendite del titolo trentennale. La recente ripresa degli scambi potrebbe aver rispecchiato l'ampia disparità di vedute circa la futura evoluzione del livello dei prezzi negli Stati Uniti, che avrebbe effetti di particolare rilievo sulla quotazione delle attività a lungo termine. Possono inoltre avervi concorso le aspettative di una ripresa delle emissioni di titoli trentennali. Gli scambi di strumenti su obbligazioni del Tesoro USA sono

Crescente liquidità dei contratti di tasso sui federal fund USA

Scambi sostenuti di contratti su obbligazioni USA ...

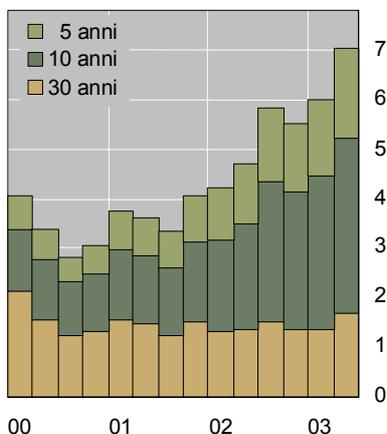
... soprattutto nel segmento a lunga

² Gli investitori in MBS incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti hanno la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più favorevoli allorché calano i tassi a lunga. Per una trattazione dell'impatto delle attività di copertura degli MBS sui mercati finanziari, cfr. il riquadro a pag. 7.

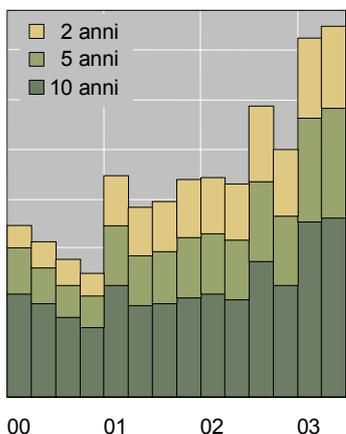
Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

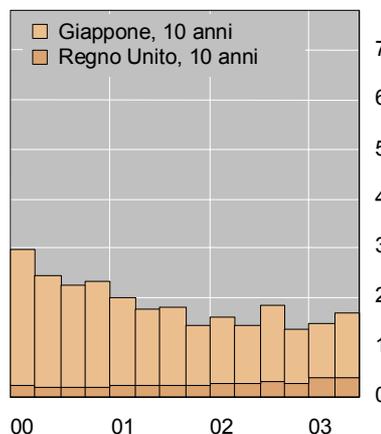
Stati Uniti



Germania



Giappone e Regno Unito



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

Grafico 4.3

stati particolarmente intensi in maggio, raggiungendo livelli estremamente elevati il 28 e 29 del mese, allorché l'annuncio di deludenti ordinativi di beni durevoli ha eclissato i precedenti rialzi dei mercati azionari e indotto gli operatori ad assumere posizioni sui mercati a reddito fisso.

Nella regione Asia-Pacifico le contrattazioni di prodotti su tassi d'interesse sono cresciute del 21%, a \$10,7 trilioni. A Singapore – il più ampio mercato asiatico per questo tipo di strumenti – l'attività è aumentata del 25%, a \$5,9 trilioni. L'aumento è in gran parte riconducibile al dinamismo dei contratti sull'eurodollaro. Sulle borse australiane è proseguita la tendenza ascendente osservata a partire dagli inizi del 2001, con un incremento delle negoziazioni pari al 22%, a \$2,5 trilioni. Questa netta espansione sarebbe da ascrivere all'attività di copertura delle nuove emissioni sul mercato delle obbligazioni private. Nei primi due trimestri dell'anno è stato registrato un incremento senza precedenti delle emissioni "offshore" di obbligazioni in dollari australiani sulla scia della sostenuta domanda estera. Ciò ha indotto molti non residenti a emettere titoli di debito in tale moneta per poi convertirne il ricavato nelle rispettive denominazioni valutarie mediante contratti di swap. Il conseguente andamento dei differenziali di swap ha reso assai appetibile per i mutuatari australiani, e in particolar modo le istituzioni finanziarie, emettere titoli di debito in valuta e stipulare quindi swap con contropartita in dollari australiani. L'aumento delle emissioni "swap-driven" ha determinato una contestuale espansione dell'attività di borsa, in quanto gli intermediari hanno coperto le loro esposizioni al rischio mediante futures su titoli di Stato e su tassi a breve³.

L'andamento degli scambi di derivati su tassi d'interesse presso le borse giapponesi è stato eterogeneo. Il volume aggregato delle transazioni è salito del 15% (a \$2 trilioni), con un'ulteriore flessione (a \$0,4 trilioni) nel segmento

Crescono i contratti sul reddito fisso a Singapore e in Australia

Eterogeneo andamento dell'attività in Giappone

³ Per una trattazione più approfondita, cfr. "Statement on monetary policy", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, maggio 2003, pagg. 37-46, all'indirizzo Internet www.rba.gov.au.

degli strumenti a breve e un balzo del 25%, a \$1,6 trilioni, in quello dei contratti su obbligazioni di Stato. L'attività in futures e opzioni su titoli governativi ha segnato un aumento particolarmente brusco nella seconda metà di giugno, in un contesto in cui gli operatori si affrettavano a coprire le proprie posizioni o a ridurre le esposizioni sul reddito fisso a lungo termine sulla spinta dei deludenti risultati dell'asta di titoli di Stato ventennali tenutasi il 17 giugno (per un'analisi degli andamenti in Giappone, cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

Rispetto al Nord America e alla regione Asia-Pacifico, le negoziazioni in strumenti di tasso d'interesse in Europa hanno registrato una crescita modesta. Il turnover è salito dell'11%, a \$93,3 trilioni; gli strumenti del mercato monetario sono aumentati del 13%, a \$76,2 trilioni, e quelli su titoli governativi del 3%, a \$17,1 trilioni⁴. Gli scambi di entrambi i tipi di contratti sono stati particolarmente intensi in giugno e hanno toccato un massimo il 5 del mese, in concomitanza con l'annuncio di politica monetaria della BCE. La riduzione di 50 punti base del tasso sulle operazioni di rifinanziamento della Banca centrale, unitamente alle dichiarazioni del suo Presidente, che lasciavano trasparire la probabilità di un ulteriore allentamento in caso di mancata accelerazione della crescita, avrebbero innescato un rialzo sui mercati a reddito fisso dell'area dell'euro e una frenetica attività nei relativi contratti.

Espansione relativamente modesta in Europa

Tornano a crescere i contratti su indici azionari

L'attività in futures e opzioni su indici azionari è tornata a crescere nel secondo trimestre 2003, dopo la lieve contrazione del periodo precedente. Il turnover aggregato è salito dell'11%, a \$18,6 trilioni. Come nel caso degli scambi di strumenti a reddito fisso, l'espansione è stata più accentuata nella regione Asia-Pacifico (+20%, a \$6,3 trilioni) e in Nord America (+9%, a \$8,3 trilioni) che non in Europa (+2% appena, a \$3,9 trilioni).

Aumenta l'attività su indici azionari in Corea e negli Stati Uniti

Ancora una volta, la maggiore attività in Asia è ampiamente riconducibile agli intensi scambi di opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, soprattutto in aprile. La rivelazione di irregolarità contabili presso uno dei principali conglomerati del paese ha scosso i mercati finanziari in marzo e aprile, determinando un'ondata di vendite di opzioni call sull'indice⁵. L'espansione dell'attività su indici azionari nel Nord America ha riguardato in gran parte il CME, che è riuscito a sfruttare la sostenuta domanda retail per i propri contratti "e-mini" di taglio ridotto e negoziati su una piattaforma elettronica. Di fatto, i futures "e-mini" sull'S&P 500 hanno superato per il quarto trimestre consecutivo gli affermati futures S&P 500, e sono ormai i contratti su

Espansione dei contratti di piccolo taglio

⁴ Va notato che questo aumento in termini di dollari deriva per circa la metà dall'apprezzamento dell'euro tra il primo e il secondo trimestre.

⁵ Cfr. il riquadro sui recenti andamenti del settore finanziario coreano a pag. 11 dell'edizione del giugno 2003 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Tornano in auge i mercati borsistici

Dopo una lunga fase di ristagno, i mercati borsistici hanno registrato una sensibile ripresa a partire dal 2001. Mentre nella seconda metà degli anni novanta il turnover medio delle negoziazioni di borsa in strumenti finanziari rilevate dalla BRI era stato pari a \$360 trilioni, nei primi due anni del nuovo millennio esso è salito di quasi l'80%, a \$644 trilioni. L'aumento è in gran parte riconducibile all'espansione senza precedenti negli scambi di contratti su tassi d'interesse a breve, ragguagliatisi in media a \$512 trilioni nel 2001 e 2002. Anche l'attività in strumenti su titoli governativi ha segnato un aumento sensibile, ancorché inferiore in termini assoluti.

La ripresa è ascrivibile a diversi fattori, alcuni apparentemente ciclici, altri di più lungo periodo. Mentre fra i primi sembra avere maggiore rilievo l'allentamento monetario attuato a partire dagli inizi del 2001, tra i secondi rientra un possibile allontanamento dal mercato OTC in ragione dei timori per il rischio di controparte, nonché le nuove regole per la contabilizzazione delle operazioni di copertura. Benché una quantificazione del contributo relativo dei vari fattori richieda studi più approfonditi, il presente riquadro offre una trattazione preliminare delle più probabili cause della recente crescita di tali mercati.

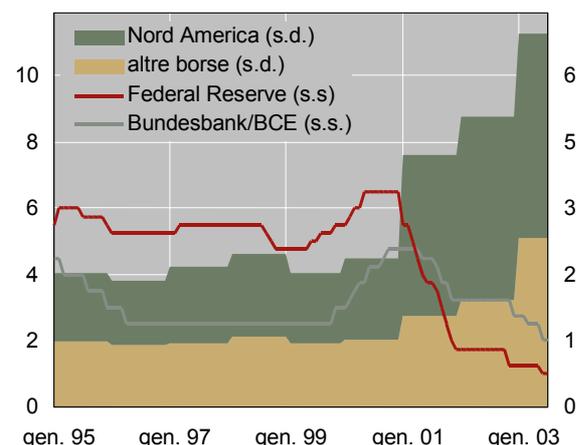
Impatto dei movimenti di mercato

Una serie di studi empirici ha riscontrato l'evidenza di un rapporto positivo tra volatilità giornaliera o infragiornaliera e turnover delle negoziazioni di borsa¹. Secondo studi recenti realizzati presso la BRI sulla base di dati mensili, l'aumento dell'attività in determinati contratti statunitensi si è in parte associato alla volatilità del mercato, anche se la correlazione è debole e non coerente nel corso del tempo². Tali risultati sembrerebbero applicabili anche alle contrattazioni su scala mondiale. Il grafico riportato di seguito mostra come l'evoluzione di lungo periodo del turnover globale in prodotti sul reddito fisso non appaia sistematicamente correlata con l'andamento degli indicatori della volatilità sui mercati finanziari. Una possibile spiegazione consiste nel fatto che le diverse motivazioni alla base degli scambi avrebbero frequentemente prodotto effetti compensativi sul turnover aggregato. Un volume più elevato di transazioni di copertura potrebbe infatti essere stato controbilanciato dalle minori transazioni di natura speculativa in

Strumenti derivati su tassi d'interesse e condizioni nei principali mercati a reddito fisso

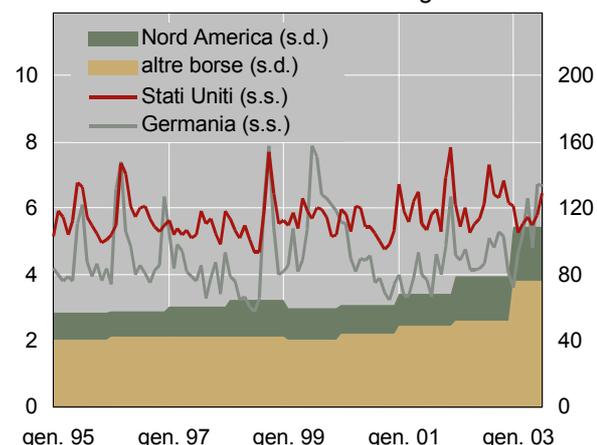
turnover per area geografica, in trilioni di dollari USA (s.d.) e in percentuale (s.s.)

Tassi ufficiali e turnover dei derivati su tassi d'interesse a breve



Nota: per il 2003, dati annualizzati relativi al primo semestre.

Volatilità dei rendimenti obbligazionari¹ e turnover dei derivati su tassi d'interesse a lunga



¹ Varianza condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere dei rendimenti delle obbligazioni di Stato decennali in base a un modello GARCH(1,1).

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

² Per una prima indagine cfr. J. M. Karpoff, "The relationship between price changes and trading volume: a survey", *Journal of Financial and Quantitative Economics*, vol. 22, n. 1, 1987, pagg. 109-26. ³ Cfr. S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

periodi di accresciuta turbolenza dei mercati³.

Ovviamente, una particolare motivazione potrebbe a volte prevalere sulle altre. Ciò sarebbe avvenuto nel 2001, quando la Federal Reserve statunitense ha allentato a più riprese la politica monetaria. Il calo dei tassi ufficiali USA non si è tradotto in una pronunciata accentuazione della volatilità sui mercati statunitensi del reddito fisso, ma si è nondimeno accompagnato a un'espansione senza precedenti negli scambi di contratti su tassi d'interesse USA. Questa sarebbe stata alimentata in gran parte dal sensibile incremento delle transazioni automatiche di copertura. In particolare, le istituzioni finanziarie fanno ampio ricorso ai derivati su strumenti a reddito fisso per correggere le asimmetrie di scadenza tra l'attivo e il passivo al variare dei tassi d'interesse. Tali strategie di "immunizzazione" creano un nesso inequivocabilmente positivo fra transazioni e movimenti del mercato.

Questa relazione generale è stata amplificata negli ultimi anni dal maggiore impiego di strumenti derivati da parte di alcuni grandi operatori, quali le agenzie ipotecarie USA di emanazione governativa. Tali prestatori hanno mantenuto una quota crescente di MBS di nuova emissione nei propri portafogli d'investimento e, dovendosi proteggere dal rischio di rimborso anticipato, sono stati indotti ad avvalersi in misura maggiore di derivati (cfr. il riquadro a pag. 7). Tale fenomeno è stato particolarmente evidente a partire dal 2001. La tendenza discendente dei tassi ipotecari ha spinto i proprietari di case a rifinanziare i mutui e costretto le agenzie ipotecarie ad aggiustare sempre più spesso la durata media finanziaria dei portafogli di MBS.

Va tuttavia notato che l'allentamento monetario non è stato la sola determinante alla base della recente espansione dei mercati borsistici, dal momento che – come avvenuto per gran parte del 2002 – l'attività è stata vivace anche quando i tassi ufficiali USA sono rimasti stabili. Il costante incremento degli scambi osservato negli ultimi anni potrebbe pertanto rispecchiare fattori di più lungo periodo.

Timori per il rischio di controparte

Alla più intensa attività di borsa potrebbero aver concorso i crescenti timori circa il rischio di credito di controparte. Le numerose fusioni e acquisizioni nel settore dei servizi finanziari effettuate nell'ultimo decennio hanno accresciuto la concentrazione dei mercati, rendendo più difficoltoso per gli intermediari diversificare il rischio di controparte connesso con le transazioni in derivati sul mercato OTC. Inoltre, nel corso degli anni si è deteriorata la qualità creditizia dei principali market-maker sui mercati derivati. Ad esempio, mentre nel 1994 il rating del principale operatore sul mercato mondiale degli swap di tasso d'interesse era pari ad AAA/Aaa, nel 2002 esso era sceso ad AA/Aa, limite inferiore della categoria. Per mitigare il rischio di controparte gli operatori del mercato fuori borsa hanno assunto misure quali il regolamento giornaliero, la costituzione di garanzie collaterali e il netting bilaterale. Alcuni potrebbero avere altresì tentato di abbassare tale rischio e i corrispondenti requisiti patrimoniali accrescendo il ricorso a contratti negoziati in borsa⁴.

Modifiche contabili

L'introduzione da parte del Financial Accounting Standards Board (FASB) statunitense di nuove regole contabili per strumenti derivati e di copertura applicabili a tutte le società USA quotate in borsa a decorrere dall'esercizio finanziario chiuso il 15 giugno 2000, nonché l'imminente applicazione delle norme collegate emanate dall'International Accounting Standards Board (IASB) avrebbero entrambe influito sui mercati derivati, determinando forse un aumento nell'incidenza delle transazioni di borsa a scapito di quelle OTC. Ai sensi del "FASB Statement no 133", le società statunitensi sono tenute a registrare in bilancio gli strumenti derivati come poste attive o passive da computarsi al valore di mercato ("fair value"). Le società devono contabilizzare al conto economico, alla voce "Other comprehensive income", ogni variazione nel valore delle poste designate come strumenti di copertura che non sia strettamente controbilanciata da variazioni nel valore delle attività sottostanti. Ciò avrebbe indotto i tesoriери delle società a rivedere l'uso di transazioni derivate complesse, nel timore di non superare il test di efficacia delle relative coperture. Essi si starebbero orientando verso strategie di copertura maggiormente mirate, comportanti l'utilizzo di strumenti più semplici, quali i derivati negoziati in borsa.

³ I movimenti di mercato o l'aumento della volatilità possono avere avuto effetti durevoli ma indiretti sulle contrattazioni nella misura in cui hanno concorso a evidenziare l'esigenza di adeguati programmi di gestione del rischio. Ciò è stato confermato da recenti indagini di mercato, che hanno messo in luce il crescente grado di sofisticatezza della gestione del rischio presso le imprese. Cfr., ad esempio, i risultati dell'indagine condotta dall'International Swaps and Derivatives Association in marzo e aprile 2003 (www.isda.org). ⁴ La clearing house della borsa contribuisce a garantire l'integrità finanziaria dei contratti gestendo un sistema di rivalutazione giornaliera cui è associata la richiesta di versamento di margini per tener conto delle variazioni nelle posizioni nette degli operatori. Tale sistema riduce sostanzialmente il rischio di credito.

indici azionari più attivamente scambiati in termini di valore⁶. Il volume totale degli scambi dei principali strumenti su indici azionari USA ha toccato un picco il 12 giugno, quando la pubblicazione di indicatori economici contrastanti ha accentuato la dispersione delle attese circa le prospettive dell'economia USA.

Timida ripresa dei contratti valutari

Nel secondo trimestre 2003 i contratti valutari negoziati in borsa – che rappresentano meno dell'1% del turnover complessivo in strumenti finanziari – sono aumentati del 18%, a \$1,1 trilioni. La ripresa messa a segno da tali prodotti negli ultimi trimestri, dopo una lunga fase discendente, è riconducibile soprattutto al significativo aumento dell'attività in futures sul cambio dollaro/euro presso il Chicago Mercantile Exchange, la principale piazza mondiale per gli strumenti valutari negoziati in borsa. Al CME le transazioni in strumenti sulle principali valute confluite nell'euro (dollaro/marco e dollaro/franco francese) erano calate bruscamente in vista dell'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999. Anche se da allora il nuovo contratto sul cambio dollaro/euro ha rimpiazzato quelli preesistenti, il suo turnover sta appena iniziando a eguagliare gli scambi registrati da questi ultimi nella prima metà degli anni novanta. Operatori di mercato hanno fatto rilevare che la negoziazione elettronica 24 ore su 24 dei contratti valutari al CME, introdotta nell'aprile 2001, e le recenti oscillazioni del dollaro nei confronti dell'euro hanno concorso ad ampliare la gamma di trader che trattano tali strumenti. Grazie alla negoziazione elettronica, le borse possono meglio competere con il molto più ampio mercato OTC degli strumenti valutari.

Cresce la gamma degli operatori in contratti azionari dollaro/euro

Le borse si concentrano sull'andamento dei contratti collegati ad azioni

Nel secondo trimestre 2003 le borse hanno introdotto 127 nuovi strumenti derivati: 80 su indici azionari, 22 su azioni singole, 15 su derrate agricole, 8 su tassi d'interesse, uno su valute e uno su prodotti energetici. Gran parte dei nuovi contratti su indici azionari riguardava fondi negoziati in borsa ("exchange-traded fund", ETF)^①, che hanno registrato negli ultimi anni una rapida espansione soprattutto in Europa, dove sono stati considerati un comparto promettente per lo sviluppo di nuovi strumenti. Nell'ambito dei tradizionali contratti su indici, è degno di nota il tentativo di Euronext di penetrare nel mercato degli indici paneuropei introducendo futures e opzioni sui nuovi FTSEurofirst 80 e 100. Si tratta di un segmento finora dominato dai contratti sull'EURO STOXX 50 di Eurex, che – nell'intento di consolidare ulteriormente la propria posizione in questi prodotti – ha cercato di attrarre liquidità dal mercato OTC offrendo opzioni a lunga scadenza su questo indice.

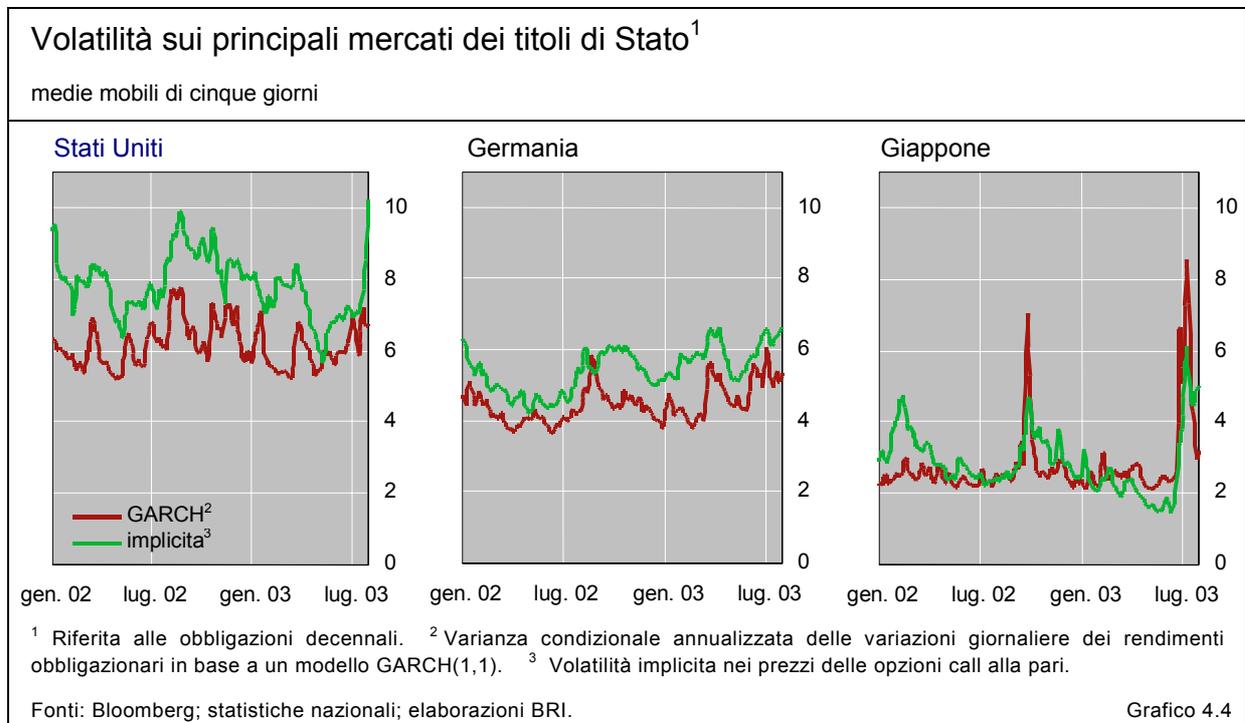
^① Gli ETF sono titoli (o fondi d'investimento indicizzati) negoziati in borsa, garantiti da un sottostante paniere di valori detenuti in gestione fiduciaria. A differenza dei tradizionali fondi comuni, che vengono in genere acquisiti o rimborsati unicamente ai prezzi di fine giornata, gli ETF possono essere scambiati a prezzi infragiornalieri nell'arco dell'intera giornata operativa.

⁶ Va notato che le statistiche sul valore in dollari elaborate dalla BRI si limitano alle transazioni in strumenti su indici azionari, mentre non sono disponibili per futures e opzioni su azioni singole. Per gran parte degli anni novanta questi contratti hanno registrato un incremento quantitativo più rapido rispetto agli strumenti su indici azionari, che hanno peraltro segnato una discreta ripresa a partire dal 2001.

Calo marginale dell'attività mondiale in luglio

Rispetto a giugno, i dati preliminari sul turnover globale dei contratti finanziari rilevato dalla BRI per il mese di luglio mostrano un calo del 4%, a 468,9 milioni, nel numero dei contratti negoziati⁷. Una diminuzione del 15% (a 171,4 milioni) nei contratti di tasso d'interesse ha più che compensato l'aumento nel turnover degli strumenti su indici azionari (+4%, a 291,4 milioni). La brusca impennata dei rendimenti osservata sul mercato obbligazionario mondiale a partire dalla fine di giugno ha influito in misura solo limitata sull'insieme dell'attività sul reddito fisso nel mese successivo. A fronte di un sensibile incremento delle negoziazioni di contratti su Treasuries vi è stato il calo di quelle di strumenti su tassi USA a breve e dei prodotti sul reddito fisso in altri paesi. Il maggior turnover dei contratti su obbligazioni di Stato USA potrebbe essere riconducibile alla particolare dinamica dei mercati statunitensi del reddito fisso. Nella fattispecie, le crescenti dimensioni – in termini sia assoluti che relativi – del segmento degli MBS si sono associate a un maggiore utilizzo degli strumenti di copertura. Negli Stati Uniti l'aumento dei tassi attivi sui mutui in luglio ha determinato una repentina decelerazione dei rifinanziamenti ipotecari (grafico 4.2), allungando in misura significativa la durata media finanziaria dei portafogli di MBS statunitensi. Ciò ha costretto i detentori di tali titoli ad aggiustare rapidamente la propria esposizione al rischio impiegando derivati, il che ha prodotto un sensibile incremento nella volatilità del mercato (grafico 4.4).

I maggiori rendimenti sospingono gli scambi di contratti su titoli di Stato USA



⁷ Al momento della redazione non erano ancora disponibili le statistiche sul valore in dollari delle transazioni rilevate dalla BRI.

Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti¹

I mercati maturi ed emergenti hanno raggiunto oggi un grado di integrazione non più osservato dalla prima guerra mondiale. Gli afflussi netti di capitali all'area emergente non sono ancora tornati ai livelli di metà anni novanta, e rimangono significativamente al di sotto di quelli di un secolo fa. È però da notare che i movimenti internazionali di fondi non forniscono un quadro esauriente dello spessore e della profondità dei legami fra i due gruppi di mercati finanziari. La gamma degli operatori esteri che investono nei paesi emergenti si è ampliata negli ultimi anni; le operazioni effettuate localmente dalle istituzioni finanziarie straniere vanno acquisendo un ruolo sempre più importante, e talvolta persino preponderante, nei sistemi finanziari di molti di questi mercati. Al tempo stesso, è in costante aumento la presenza nei sistemi finanziari esteri degli stessi residenti dell'area emergente, in qualità sia di emittenti sia di investitori. Il presente studio monografico passa in rassegna tali sviluppi, analizzando varie questioni di politica economica connesse con l'accresciuta integrazione.

Flussi di capitali e integrazione dei mercati

Gli afflussi di capitali all'area emergente sono ancora al di sotto dei massimi toccati negli anni novanta ...

Gli afflussi netti di capitali privati ai mercati emergenti nel loro insieme rimangono ben al di sotto del picco raggiunto a metà degli anni novanta. Nel 2002 essi ammontavano a \$44 miliardi, rispetto a una media annua di \$94 miliardi nel biennio 1995–96. I flussi verso l'America latina sono al livello minimo dell'ultimo decennio. Quelli ai paesi emergenti dell'Asia si vanno gradualmente riprendendo dal netto calo susseguito alla crisi del 1997: lo scorso anno i nuovi prestiti erogati da banche estere hanno superato i rimborsi per la prima volta dopo cinque anni. I fondi convogliati verso l'Europa centrale e orientale hanno mostrato una tenuta migliore rispetto ad altre regioni, grazie anche al processo di adesione alla UE (grafico 1). Per il 2003 è previsto un incremento, ancorché modesto, dei capitali che affluiranno all'area emergente.

Mentre la recente debolezza nel *volume* dei flussi di capitali ha avuto un impatto negativo sulla performance macroeconomica di alcuni mercati

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

dell'area, i cambiamenti nella *natura* di tali flussi – o nell'intermediazione finanziaria più in generale – sono destinati ad assumere una rilevanza maggiore nel più lungo periodo. Nonostante la decelerazione dei movimenti di fondi negli ultimi anni novanta, i nessi tra mercati maturi ed emergenti hanno continuato a evolvere, consolidandosi in termini effettivi. Anzi, per taluni aspetti l'integrazione fra i due gruppi è oggi maggiore di quanto non lo fosse alla metà dello scorso decennio.

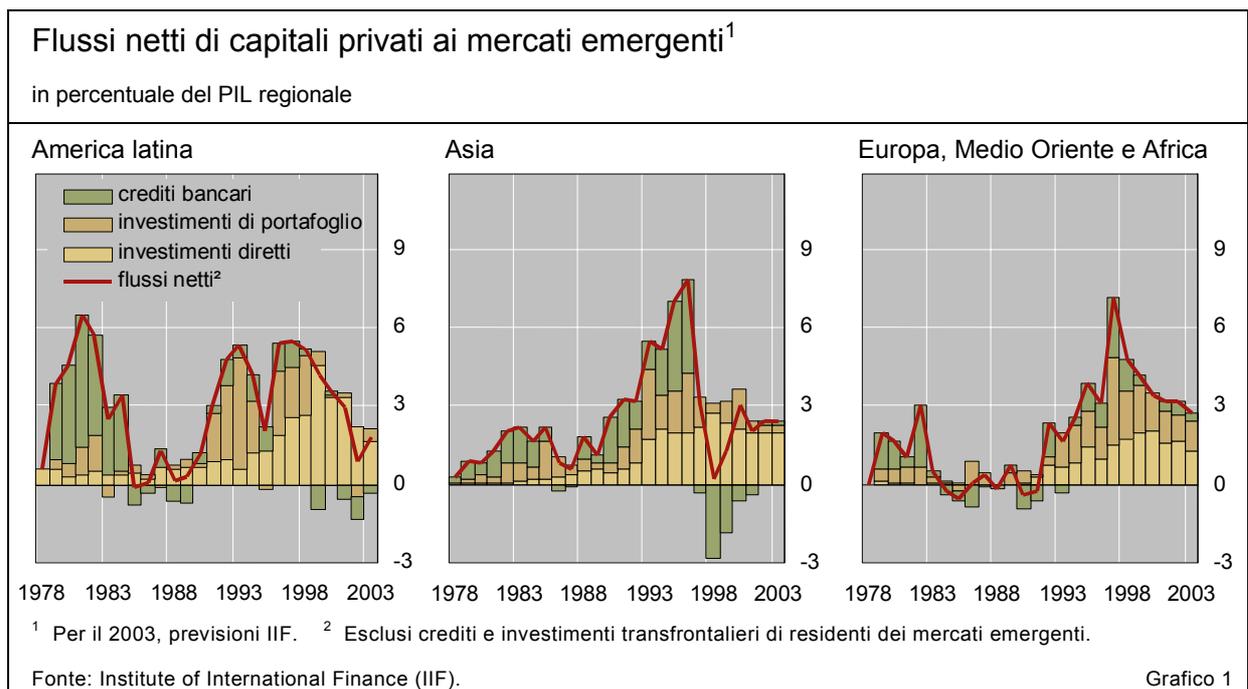
... ma i nessi finanziari hanno continuato a rafforzarsi

Un indicatore del crescente grado di integrazione è lo stretto comovimento dei prezzi dei titoli di mercati maturi ed emergenti negli ultimi anni. La correlazione fra le variazioni degli spread obbligazionari di mercati emergenti e quelle degli spread sulle obbligazioni USA ad alto rendimento è significativamente più elevata oggi rispetto a un decennio fa, malgrado le importanti differenze nei fondamentali sottostanti le due classi di attività (grafico 2). È cresciuta anche la correlazione fra azioni di paesi emergenti e l'indice S&P 500 dei titoli azionari statunitensi. Queste maggiori correlazioni indicano che a determinare i movimenti di prezzo intervengono sempre più spesso fattori globali comuni ai due gruppi di mercati, mentre l'importanza dei fattori locali specifici va diminuendo.

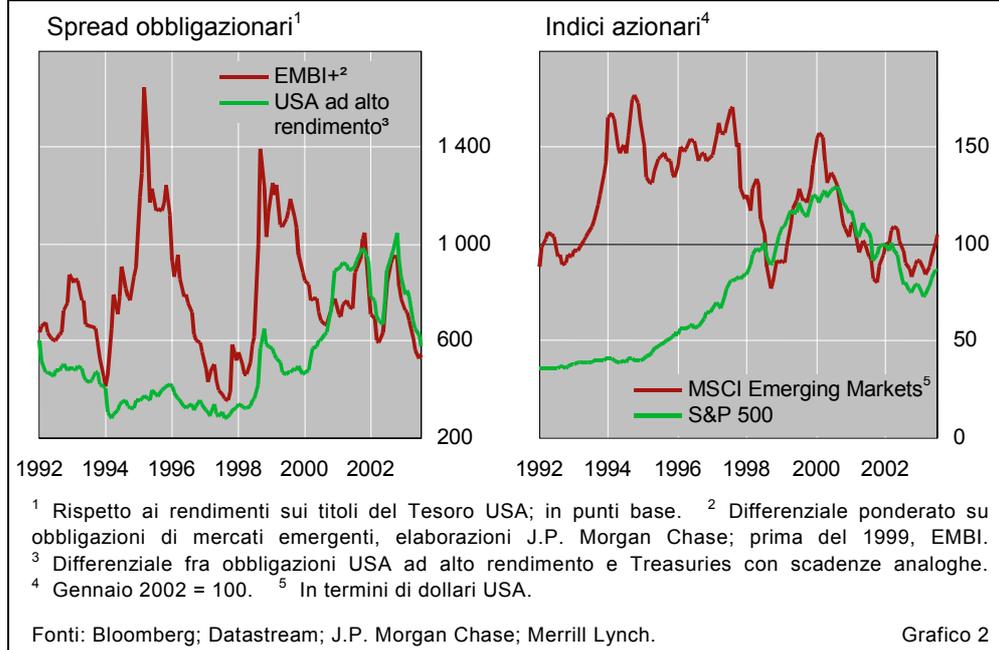
Il più stretto comovimento dei prezzi delle attività ...

Diverse analisi econometriche confermano la sempre maggiore rilevanza dei fattori comuni nello spiegare la volatilità dei prezzi azionari e obbligazionari nei paesi emergenti. Secondo Bekaert e Harvey (1997), i fattori globali sono all'origine dell'incremento della volatilità relativa nei mercati azionari emergenti che sono stati liberalizzati. Bekaert et al. (2003) giungono alla conclusione che i rendimenti azionari dei paesi dell'area erano molto più strettamente correlati con quelli mondiali durante gli anni novanta che non nel decennio precedente. McGuire e Schrijvers (di prossima pubblicazione) rilevano che un terzo della variazione complessiva degli spread obbligazionari dei paesi emergenti nel periodo 1997–2003 può essere ricondotto a un singolo fattore comune.

... rispecchia la crescente importanza di fattori comuni



Comovimento nei titoli di mercati maturi ed emergenti



Questo processo di integrazione era stato avviato a metà degli anni ottanta, allorché molti mercati emergenti (e maturi) cominciarono a liberalizzare sistemi finanziari e movimenti di capitale, nonché ad attuare altre riforme orientate al mercato. In linea generale, il decennio a cavallo degli anni ottanta e novanta è stato caratterizzato dalla rimozione di molti vincoli governativi all'attività dei mercati finanziari. I progressi nell'eliminazione dei controlli sui movimenti di capitale sono in seguito rallentati; anzi, sul finire dello scorso decennio diversi paesi hanno inasprito le restrizioni in capo agli investitori istituzionali (FMI, 2003a). Nondimeno, i nessi fra mercati maturi ed emergenti hanno acquisito maggiore spessore nel momento in cui investitori ed emittenti hanno approfittato appieno delle opportunità offerte in precedenza.

Diversificazione della base di investitori

Uno dei modi in cui si sono rafforzati i nessi fra mercati maturi ed emergenti attiene ai cambiamenti nella base di investitori. Un'ampia gamma di soggetti facenti capo a economie mature opera attualmente sui mercati emergenti. Se negli anni settanta le banche estere costituivano la fonte principale degli afflussi di capitali privati a tali mercati, a partire dai primi anni novanta hanno acquisito notevole rilevanza gli investitori azionari e obbligazionari. Difatti, in otto degli ultimi dieci anni gli investimenti internazionali di portafoglio affluiti ai paesi emergenti nel loro complesso hanno superato il credito bancario.

Si è inoltre ampliata la gamma di operatori che acquistano titoli di mutuatari emergenti. La maggior parte degli investimenti di portafoglio affluiti a quest'area nella prima metà degli anni novanta proviene da intermediari specializzati, come hedge fund e fondi comuni, che incentrano la loro attività su tali titoli. Negli anni più recenti è aumentata la presenza di investitori che operano

Crescente presenza degli investitori istituzionali

tradizionalmente in titoli ad alto rating emessi su mercati maturi; a investire in prestiti di mutuatari emergenti sono stati soprattutto fondi pensione, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali. Secondo J.P. Morgan, l'attività di questi operatori è aumentata dal 9% del turnover totale degli strumenti debitori emergenti nel 1998 al 32% nel 2002 (Banca mondiale, 2003). Per converso, la quota di mercato degli hedge fund è scesa dal 30 al 10%.

Le innovazioni negli indici del reddito fisso, che gli investitori istituzionali utilizzano spesso come benchmark cui rapportare la loro performance, indicano il grado di diversificazione in titoli dei mercati emergenti. Le banche di investimento hanno introdotto diversi indici obbligazionari globali sul finire dello scorso decennio, comprendenti non solo il debito emesso su mercati maturi, ma anche obbligazioni di paesi emergenti. Ad esempio, queste ultime rappresentano il 2% circa del Global Aggregate Index di Lehman Brothers, introdotto nel 1999 per cogliere l'universo dei valori "investment grade". Sono stati inoltre affinati in vario modo indici specifici di prenditori emergenti al fine di soddisfare la domanda degli investitori istituzionali. È il caso dell'Emerging Market Bond Index Global Diversified di J.P. Morgan, anch'esso introdotto nel 1999, che prevede limiti alla ponderazione attribuita ai mutuatari maggiori. Oggi esistono persino indici composti di obbligazioni denominate in valute di economie emergenti, destinati agli investitori istituzionali che intendano diversificare la loro attività sui mercati locali, nonché rating creditizi specifici per tali obbligazioni².

I mutamenti nella natura dell'attività bancaria

La crescente diversificazione della base di investitori in attività dei mercati emergenti è stata accompagnata da un radicale mutamento nella natura del coinvolgimento delle banche commerciali in tali mercati. Le banche che operano a livello internazionale si sono focalizzate sull'attività locale e sui mercati interni dei capitali, a scapito degli impieghi sull'estero.

A partire dalla metà degli anni novanta le banche statunitensi ed europee hanno notevolmente ampliato le operazioni verso paesi emergenti finanziate in loco. Tramite fusioni e acquisizioni di istituti di credito locali, i crediti erogati a fronte di raccolta interna si sono quadruplicati in termini di dollari USA tra il 1995 e il 2002, salendo a \$544 miliardi (grafico 3)³. Le banche estere hanno investito più massicciamente in America latina e nell'Europa centro-orientale. Ma esse hanno altresì sviluppato l'operatività locale nei paesi emergenti dell'Asia, anche se non altrettanto incisivamente. Le attività sull'estero di tali istituzioni sono cresciute molto meno del credito sull'interno, con il risultato che a fine 2002 l'incidenza di quest'ultimo sul totale dei loro impieghi verso l'area emergente era aumentata al 40%, dal 14% del 1995.

Grazie alle diverse forme di attività bancarie ...

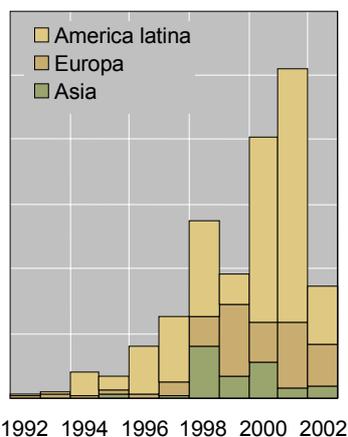
... aumentano nettamente i crediti finanziati su base locale

² Packer (nello studio pubblicato in questa *Rassegna trimestrale*) mette a confronto i rating creditizi sul debito sovrano in moneta nazionale e in valuta estera.

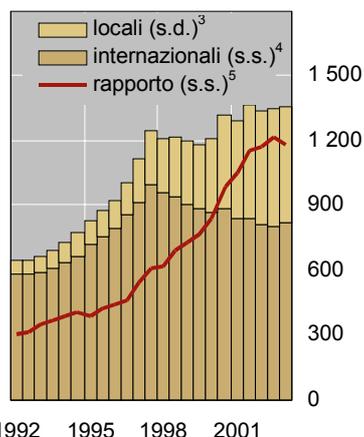
³ In realtà, se misurate in termini di dollari USA ai tassi di cambio costanti di fine 2002, ossia tenendo conto del deprezzamento delle valute locali nei confronti di quella statunitense, le attività sull'interno risultano decuplicate durante questo periodo.

Mutamenti nell'operatività delle banche internazionali

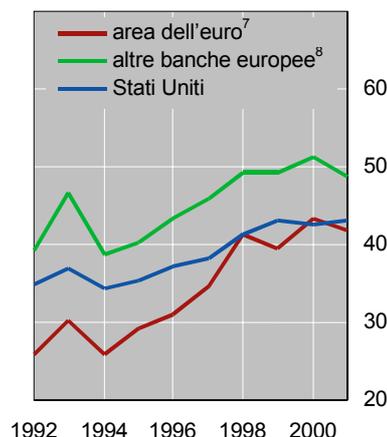
Fusioni bancarie¹



Attività sull'estero²



Reddito non da interessi⁶



¹ Per residenza della banca incorporata; in miliardi di dollari USA. ² In miliardi di dollari USA; dati semestrali. ³ Attività contabilizzate da dipendenze estere di banche dichiaranti alla BRI nei confronti di residenti del paese in cui ha sede la dipendenza, denominate nella valuta locale del debitore. ⁴ Attività internazionali delle banche dichiaranti in tutte le valute, più attività locali in valuta delle loro dipendenze estere. ⁵ Attività locali in percentuale del totale (locali e internazionali). ⁶ In percentuale del reddito totale lordo. ⁷ Esclusi Belgio e Grecia. ⁸ Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

Fonti: OCSE; Bloomberg; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico 3

Aumentano gli introiti da commissioni

Lo spostamento dell'operatività bancaria dal fronte internazionale a quello locale rispecchia in parte un più ampio mutamento strategico verso le attività che producono introiti da commissioni, a scapito di quelle fruttifere. Oltre il 40% dei redditi totali delle banche statunitensi ed europee è rappresentato oggi da proventi diversi da interessi, come quelli derivanti da attività di market-making, collocamenti azionari e obbligazionari, gestioni patrimoniali. Lo sviluppo di queste aree operative tende a contribuire a una crescita equilibrata delle attività e passività locali, ad esempio attraverso il finanziamento delle giacenze in titoli con operazioni PcT (McCauley et al., 2002). Persino le operazioni di fido cominciano ad assimilarsi alle attività sui mercati dei capitali. I crediti commerciali vengono spesso consorziati e ceduti, generando così provvigioni di gestione e negoziazione per le banche partecipanti al consorzio, mentre i prestiti ipotecari e al consumo possono essere cartolarizzati e venduti.

Le attività bancarie favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari locali

Le nuove strategie delle banche hanno favorito la crescita dei mercati finanziari locali. Nell'area emergente questi ultimi – e in particolare quelli obbligazionari e degli strumenti derivati – hanno registrato una significativa espansione negli ultimi anni, al punto che in Asia orientale e America latina i titoli privati in moneta locale superano ora i collocamenti internazionali e rappresentano una quota crescente della raccolta complessiva del settore societario (Fernandez e Klassen, 2003 e FMI, 2003b). Attratte dalle evidenti opportunità di sviluppo, le banche estere hanno investito considerevoli risorse finanziarie e umane nei mercati obbligazionari e derivati locali, partecipando in veste di operatori primari in alcuni mercati dei titoli pubblici, gestori di fondi pensione in altri comparti e intermediari in swap in altri ancora.

Alla luce di quanto avvenuto in Argentina nel 2001–02, ci si chiede se le banche estere non abbiano riconsiderato le loro politiche di insediamento nei paesi emergenti. Fino ad oggi le indicazioni al riguardo sono contrastanti. Le

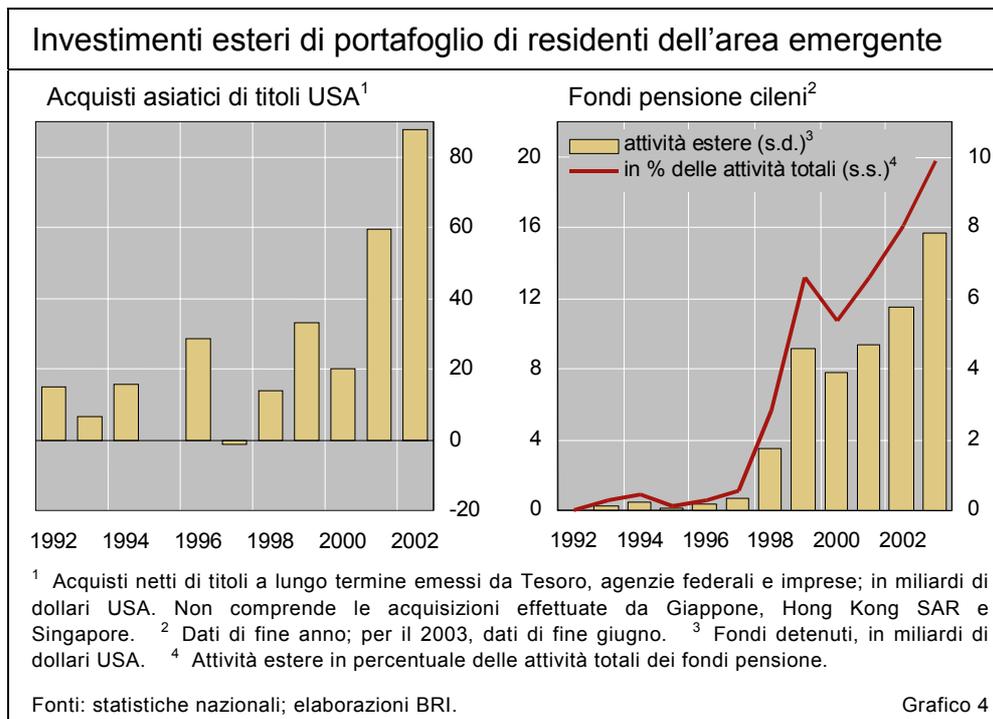
operazioni internazionali di M&A con istituti latino-americani sono diminuite nettamente lo scorso anno, e diverse banche estere hanno ceduto o ridimensionato le loro attività locali. Ciò è stato la conseguenza, in alcuni casi, degli accresciuti timori delle banche circa i rischi di natura politica e le proprie esposizioni verso paesi in condizioni critiche e, in altri, dell'esigenza della casa madre di consolidare il bilancio. In parte, il calo è anche da ricondurre al fatto che in taluni paesi, specie in Messico, il sistema bancario era all'epoca già ampiamente controllato da istituti esteri.

Residenti dell'area emergente sulla scena internazionale

I nessi fra mercati maturi ed emergenti sono stati ulteriormente rafforzati dalla crescente presenza sulle piazze dei paesi sviluppati di residenti dell'area emergente, che negli ultimi anni hanno convogliato somme considerevoli verso i mercati finanziari maturi. Tali fondi sono provenuti in larga parte da avanzi correnti, ma anche da mutamenti nella gestione di portafoglio. Al tempo stesso, è cresciuto il numero dei prenditori dell'area emergente che si avvantaggiano del maggiore spessore e della più ampia liquidità offerti dai mercati internazionali.

I paesi del Medio Oriente esportatori di petrolio investono da lungo tempo sui mercati internazionali, e i residenti di altri mercati emergenti tendono sempre più a imitarli. Le banche centrali asiatiche costituiscono l'esempio più rilevante di questa tendenza. Le disponibilità in valuta di tali istituzioni, esclusa la banca centrale nipponica, sono aumentate di oltre \$360 milioni, ossia di circa l'80%, fra il 1998 e il 2002. I fondi sono stati per lo più investiti in titoli USA (McCauley, 2003), i cui acquisti netti da parte di residenti asiatici

Aumentano gli investimenti esteri dei residenti dell'area emergente

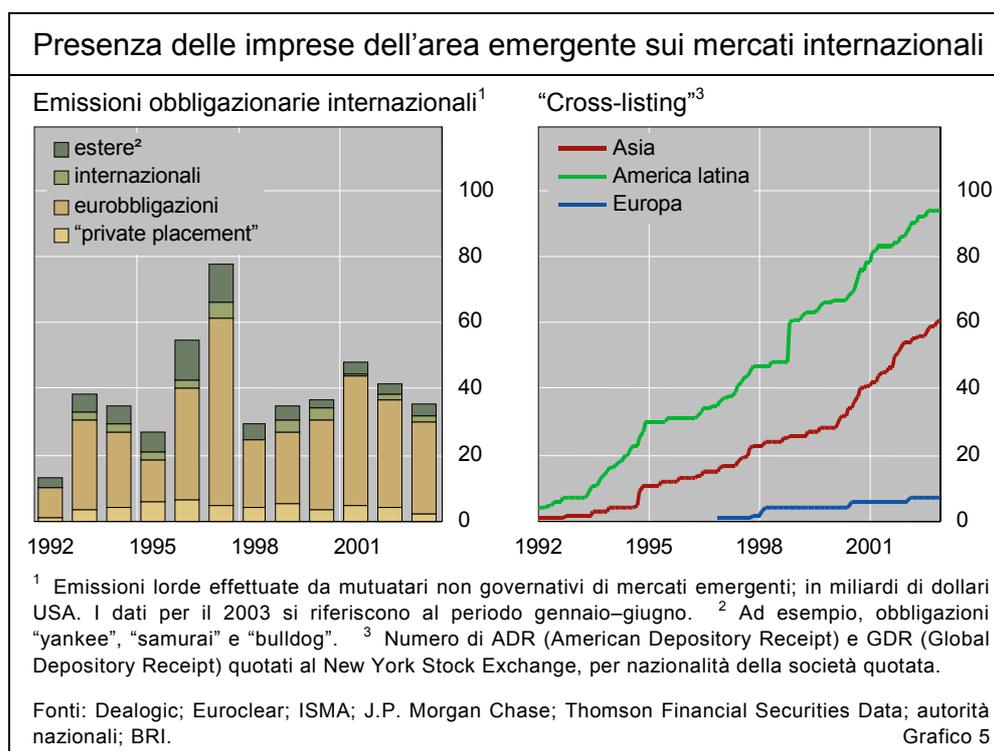


(Giappone escluso) rappresentano ora il 13% delle acquisizioni totali di questi titoli effettuate complessivamente da operatori esteri in quel quinquennio (grafico 4). Ciò ha contribuito a finanziare un'ampia quota del disavanzo del conto corrente USA.

Anche altri residenti dell'area emergente stanno cominciando a incrementare le loro disponibilità in attività di mercati maturi. Persino i paesi importatori netti di capitali si sono lanciati in esportazioni di fondi allo scopo di trarre profitto dalla maggiore diversificazione. Il Cile ha gradualmente aumentato – dal 3% del 1992 al 25% odierno – il massimale sulle attività estere detenibili dai fondi pensione nazionali, le cui disponibilità sull'estero sono cresciute in questo periodo da \$0 a 8 miliardi. Analogamente, il Messico dovrebbe varare una riforma regolamentare per consentire ai fondi pensione di investire all'estero fino a un massimo del 20% delle loro attività.

Oltre a investire sempre di più, i residenti dell'area emergente stanno effettuando sui mercati maturi una rilevante attività di emissione. In passato essi si rivolgevano principalmente ai comparti non regolamentati, come quello euroobbligazionario, o a bassa regolamentazione, come il mercato obbligazionario internazionale (grafico 5)⁴. A partire dalla metà degli anni novanta, tuttavia, essi hanno intensificato la loro attività sui mercati pubblici regolamentati dei valori mobiliari. In particolare, sono in costante aumento le società di America

Le imprese si rivolgono ai mercati internazionali regolamentati



⁴ La maggior parte delle obbligazioni globali di residenti dell'area emergente viene collocata in base alla Rule 144A della Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense, che consente alle grandi istituzioni finanziarie USA di vendere i titoli precedentemente acquistati con operazioni di "private placement" senza doverli registrare presso la SEC o detenerli in portafoglio per un periodo di due anni.

latina, Est-asiatico ed Europa centrale che hanno deciso di quotare le loro azioni, oltre che sul mercato locale, presso borse internazionali (c.d. "cross-listing"). Ad esempio, le imprese latino-americane quotate anche al New York Stock Exchange sono triplicate tra il 1995 e il 2002, passando da 31 a 94. Le società estere che accedono ai mercati pubblici USA devono soddisfare gli stessi requisiti in materia di segnalazioni, contabilità e governo societario previsti per le compagnie statunitensi ammesse al listino, requisiti che sono più rigorosi di quelli in vigore in molti mercati emergenti.

Nuovi nessi, nuove sfide

La crescente integrazione tra mercati finanziari maturi ed emergenti comporta sia vantaggi che sfide⁵. La diversificazione della base di investitori in attività dei mercati emergenti, la mutevole natura dell'attività bancaria e la sempre maggiore penetrazione degli emittenti dell'area emergente nei mercati maturi aumentano il pool di capitali disponibili per l'investimento, ampliano la gamma dei servizi finanziari forniti e migliorano in generale il circuito risparmio/investimenti. Al tempo stesso, tali fattori pongono una nuova sfida ai responsabili delle politiche economiche: come si può assicurare l'appropriato funzionamento di mercati finanziari sempre più integrati?

Un primo problema risiede nella segmentazione dei mercati. Poiché l'integrazione facilita la misurazione e soprattutto la gestione dei rischi, vi è da attendersi una maggiore discriminazione dei prezzi. A trarre i vantaggi di una maggiore integrazione dovrebbero pertanto essere in misura preponderante quelle economie ben gestite e con un buon potenziale di crescita. I paesi a più alto rischio potrebbero trovarsi sempre più ai margini del sistema finanziario internazionale, e dover subire premi al rischio sproporzionatamente elevati.

La segmentazione è già evidente negli investimenti diretti esteri, che sono concentrati su un novero relativamente ristretto di paesi (grafico 6). Nella misura in cui la crisi argentina ha accresciuto la consapevolezza dei rischi politici, essa solleva interrogativi riguardo alla capacità dei paesi meno stabili di attrarre investimenti diretti esteri in settori fortemente regolamentati quali il bancario e l'energetico. Gli investimenti di portafoglio risultano persino più concentrati. Molti investitori istituzionali non possono detenere per mandato titoli di debito al di sotto dell'"investment grade". I mutuatari a più basso rating incontrano inoltre notevoli difficoltà nell'accedere ai mercati degli strumenti derivati, dove assumono particolare rilievo i timori sui rischi di controparte. Ciò tende a limitare gli strumenti di gestione del rischio a disposizione di tali prenditori.

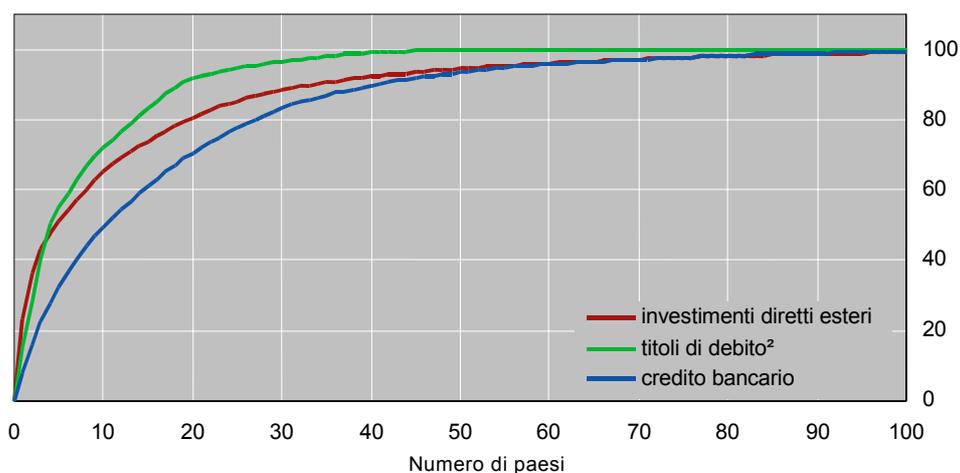
Il calo del credito bancario transfrontaliero può accentuare la segmentazione. Rispetto ad altri investitori, le banche hanno storicamente operato una maggiore diversificazione dei portafogli, attenuando attraverso

L'integrazione può portare a una maggiore segmentazione dei mercati internazionali ...

⁵ Il numero di studi accademici e rapporti ufficiali aventi ad oggetto i vantaggi e le sfide dell'integrazione è cresciuto considerevolmente dopo la crisi asiatica. Cfr. Rajan e Zingales (2003), FSF (2000) e White (2000).

Concentrazione degli investimenti nei mercati emergenti

distribuzione cumulativa degli investimenti in essere a fine 2002; in percentuale¹



¹ Per gli investimenti diretti esteri, fine 2001. ² Escluse le obbligazioni Brady e altre emissioni ristrutturare.

Fonti: UNCTAD; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Grafico 6

l'uso del collaterale e di restrittive clausole contrattuali le proprie esposizioni nei confronti di paesi ad alto rischio. Pertanto, considerati il riorientamento dell'attività bancaria e il più importante ruolo svolto dagli investitori istituzionali, i paesi con minor merito di credito potrebbero trovarsi a dover fronteggiare condizioni di finanziamento più difficili anche quando queste divengono più vantaggiose per i paesi maggiormente quotati.

Una seconda questione correlata concerne i cicli del credito. Se da un lato l'integrazione facilita il pricing e la gestione dei rischi, dall'altro essa non elimina necessariamente le fluttuazioni cicliche nei flussi finanziari e nei prezzi delle attività. Al contrario, la liberalizzazione finanziaria tende ad accrescere l'entità di tali cicli. L'esperienza insegna che gli investitori tendono a sottovalutare i rischi durante le fasi di boom e a sovrastimarli in periodi di crisi (Borio et al., 2001). Ad esempio, in fase di espansione essi minimizzano spesso la probabilità di eventi a carattere sporadico e con un alto rischio di perdita, quali le insolvenze.

Più efficaci processi di fissazione dei prezzi e di gestione dei rischi valutario e di liquidità sono d'importanza cruciale per rafforzare la resilienza dei mercati emergenti ai cicli finanziari. I disallineamenti di valuta e di scadenza nei bilanci rendono i mutuatari vulnerabili ai mutamenti nella propensione al rischio degli investitori. Un modo in cui i policymaker possono promuovere una migliore gestione e un più corretto pricing delle esposizioni in valuta è quello di consentire una maggiore flessibilità del cambio. I rischi di liquidità del bilancio in valuta possono essere ridotti amministrando le riserve in linea con le potenziali passività a breve. Nei mercati emergenti con sistemi finanziari deboli potrebbe altresì rendersi necessario il mantenimento di taluni vincoli agli afflussi di capitale. Anche lo sviluppo dei mercati mobiliari locali, con emissioni

... accrescere
l'entità di cicli
finanziari ...

denominate in valuta nazionale, potrebbe essere di grande aiuto nell'eliminare le asimmetrie.

E si giunge così al terzo problema posto dalla maggiore integrazione, ossia la ricerca dei potenziali trade-off nella gestione e nello scambio di esposizioni sui mercati interni ovvero internazionali. L'accesso alla maggiore liquidità generalmente disponibile su questi ultimi permette ai residenti dell'area emergente di ridurre i costi della raccolta e di allocare il risparmio secondo le preferenze individuali. Tuttavia, per avvantaggiarsi appieno di queste opportunità di finanziamento è necessario avere accesso a mercati derivati ben funzionanti per poter gestire le conseguenti esposizioni in valuta. Ciò richiede a sua volta sistemi per la gestione del rischio di controparte, specie nei mercati OTC, dominati da un ristretto numero di dealer. In aggiunta, una solida infrastruttura per la negoziazione e il regolamento transfrontalieri diviene più importante quale mezzo per limitare i rischi operativi. A tal fine, anche appropriati accordi di garanzia e di netting possono fornire un valido contributo.

La migrazione all'estero dell'attività di finanziamento potrebbe ridurre la capacità dei sistemi finanziari interni di "prezzare" e negoziare i rischi finanziari, ovvero disincentivare lo sviluppo di mercati che svolgano questi compiti. La liquidità si concentra in genere su determinati strumenti e mercati finanziari. Ogni investitore estero che decida di ritirarsi dai mercati azionari emergenti e di investire, ad esempio, in American Depositary Receipt (ADR) sottrae liquidità dalla borsa locale per incrementare quella di New York, spingendo altri operatori a fare altrettanto. Di conseguenza, la liquidità dei mercati finanziari interni tende a prosciugarsi e le imprese che non possono accedere direttamente al finanziamento internazionale vedono aumentare il costo della loro raccolta (Claessens et al., 2002).

... e ridurre la liquidità sui mercati interni

In siffatto contesto, la sfida per i policymaker è quella di sostenere lo sviluppo di strutture finanziarie che combinino l'accesso a un'ampia gamma di servizi finanziari con efficienti processi di pricing e di gestione dei rischi. La promozione di una maggiore concorrenza nei mercati finanziari interni – tra emittenti, investitori e intermediari – può contribuire in misura rilevante a tale riguardo. Del pari importante è l'integrazione su scala mondiale di questi mercati, ad esempio attraverso l'adozione di standard legislativi e regolamentari concordati a livello internazionale e un ulteriore allentamento dei controlli sui movimenti di capitale.

Per i policymaker la sfida risiede nel promuovere mercati aperti e competitivi

Riferimenti bibliografici

Banca mondiale (2003): *Global Development Finance*, Washington D.C.

Bekaert, G. e C. Harvey (1997): "Emerging equity market volatility", *Journal of Financial Economics*, 43, pagg. 29–77.

Bekaert, G., C. Harvey e A. Ng (2003): "Market integration and contagion", *NBER Working Papers*, n. 9510, febbraio.

Borio, C., C. Furfine e P. Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", in *Marrying the macro- and*

microprudential dimensions of financial stability, *BIS Papers*, n. 1, marzo, pagg. 1–57.

Claessens, S., D. Klingebiel e S. Schmukler (2002): “Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres”, *Centre for Economic Policy Research discussion paper*, n. 3301, aprile.

Fernandez, D. e S. Klassen (2003): *Asian Bond Fund crawls, but should it ever walk?*, mimeograph, J.P. Morgan Chase, 12 giugno.

Fondo monetario internazionale (2003a): “Exchange arrangements and foreign exchange markets”, *World Economic and Financial Surveys*.

Fondo monetario internazionale (2003b): *Global Financial Stability Report*, marzo.

Forum per la stabilità finanziaria (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 5 aprile.

McCauley, R. (2003): “Flussi di capitali nell’Est asiatico dalla crisi del 1997”, *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 43–58.

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

McGuire, P. e M. Schrijvers (2003): “Common factors in emerging market spreads”, *Rassegna trimestrale BRI*, di prossima pubblicazione.

Packer, F. (2003): “Differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera”, in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

Rajan, R. e L. Zingales (2003): *Saving capitalism from the capitalists*, Random House, Londra.

White, W. (2000): “Recent initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows”, *BIS Working Papers*, n. 92, ottobre.

Differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera¹

Nel corso dell'ultimo decennio per le agenzie di rating è divenuta prassi corrente assegnare agli emittenti sovrani una valutazione sul debito in moneta locale, oltre a quella sui prestiti in valuta. Il rating in moneta nazionale è spesso più elevato, rispecchiando la presunta maggiore capacità e disponibilità dei governi a onorare i prestiti denominati nella propria moneta. Tuttavia, non sempre i due rating sono diversi e, quando lo sono, gli scarti variano da un caso all'altro.

È probabile che tali differenze assumano implicazioni sempre più importanti per l'evoluzione dei mercati globali dei capitali. Numerosi governi si sono prefissati l'obiettivo di sviluppare mercati obbligazionari in moneta locale in alternativa agli afflussi di capitali esteri², e l'attribuzione di rating differenziati sul debito in moneta locale e in valuta estera – agendo sulle preferenze degli investitori e sulla determinazione dei prezzi di mercato – è destinata a rafforzare il perseguimento di questo obiettivo. Le differenze di valutazione potrebbero inoltre acquisire rilevanza alla luce del crescente impiego dei rating a fini regolamentari.

Il presente saggio esamina innanzitutto l'evoluzione delle due tipologie di rating sovrani. La valutazione del debito in moneta locale è stata introdotta più di recente, in linea con la più recente comparsa di mercati obbligazionari in moneta locale. Vengono poi analizzate la frequenza e la dimensione degli scarti fra i due rating. Dall'indagine emergono non soltanto divergenze a livello di mutuatari, ma anche sorprendenti differenze tra le stesse agenzie, a riprova di un'ampia disparità di vedute soprattutto in merito alla valutazione dei rischi associati alle obbligazioni in moneta locale.

Evoluzione dei rating in moneta locale e in valuta estera

La valutazione di mutuatari sovrani costituisce un settore in rapida espansione nell'attività delle agenzie di rating. Nel 1985 soltanto 17 paesi disponevano di

Cresce la richiesta di rating sovrani ...

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

² Ad esempio, sebbene il recentissimo Asian Bond Fund abbia iniziato a investire in titoli denominati in dollari, le banche centrali dell'Est asiatico studieranno l'eventualità di estendere il suo mandato d'investimento alle obbligazioni in valuta locale. Cfr. EMEAP (2003).

un rating per l'indebitamento sui mercati internazionali dei capitali³, nella maggior parte dei casi pari ad AAA, mentre i governi finanziariamente meno solidi ricorrevano al canale bancario o ad operazioni di "private placement" (tabelle 1 e 2). Tuttavia, da allora i mutuatari sovrani con più basso merito di credito si sono rivolti sempre più spesso ai mercati obbligazionari, e nell'ultimo decennio l'assegnazione di nuovi rating è stata particolarmente frequente.

Inizialmente i nuovi rating sovrani erano per lo più riferiti al debito in valuta estera, dal momento che i governi non sembravano avvertire particolari necessità di una valutazione su quello in moneta nazionale. Oggi, tuttavia, una quota sempre maggiore di paesi dispone anche di rating in moneta locale, il che rispecchia probabilmente la volontà di accrescere la base di investitori per le passività emesse in tale denominazione⁴. Negli ultimi otto anni 47 nuovi paesi hanno ricevuto un rating in valuta estera (pari al 45% dei soggetti sovrani valutati), contro i 72 (oltre due terzi del totale) cui sono stati assegnati rating in moneta locale. Questi ultimi si sono sviluppati in modo talmente rapido da avere ormai interamente colmato il ritardo su quelli in valuta; il numero di paesi che hanno ottenuto una valutazione del debito in moneta locale è oggi pressoché equivalente a quello dei paesi con rating in valuta estera.

La crescita della domanda di rating in moneta locale presenta sorprendenti analogie con quella dei rating in valuta che l'aveva preceduta: in entrambi i casi si è assistito a un graduale inserimento dei mutuatari di qualità inferiore nella gamma dei soggetti valutati. Se in un primo tempo erano soprattutto mutuatari della fascia AAA a richiedere un rating in moneta nazionale, in seguito è stata la domanda dei prenditori meno quotati ad

... specie in valuta locale ...

... con l'inserimento di mutuatari di qualità inferiore

Nuovi rating sovrani in moneta locale e in valuta estera		
	In valuta estera	In moneta locale
	Numero di paesi	
Fino al 1985	17	0
1986–1990	22	3
1991–1995	19	31
1996–2000	36	60
2001–2003	11	12
Totale	105	106

Nota: si considerano provvisti di rating i paesi che nel periodo erano valutati da almeno una delle tre principali agenzie. Gli Stati Uniti hanno ricevuto un rating in valuta estera solo nel 1992.

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 1

³ In effetti, le agenzie di rating si avvalevano di questa prerogativa già negli anni venti, e nel 1929 erano circa 50 i paesi che erano stati valutati da Moody's. Durante la grande depressione, tuttavia, l'attività sui mercati obbligazionari internazionali si è notevolmente indebolita, per poi cessare quasi del tutto dopo la seconda guerra mondiale.

⁴ Un'altra spiegazione addotta per l'accresciuta richiesta di rating in moneta locale è l'aumento delle operazioni strutturate, che consentono di isolare gli elementi di rischio tipici del debito in valuta, quali i rischi di convertibilità e di trasferimento valutario.

Qualità creditizia dei nuovi rating sovrani		
	In valuta estera	In moneta locale
	Valore mediano	
Fino al 1985	AAA	...
1986–1990	A+	AAA
1991–1995	BB+	AA–/A+
1996–2000	BB	BBB
2001–2003	BBB	BB

Nota: si considerano provvisti di rating i paesi che nel periodo erano valutati da almeno una delle tre principali agenzie.

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 2

aumentare costantemente; a partire dal 2001 il valore mediano dei rating assegnati è pari a BB, al disotto dell' "investment grade" (tabella 2).

Nella maggioranza dei casi, i regolamenti che rimandano alle valutazioni di agenzie specializzate non fanno in genere distinzioni tra rating in valuta e in moneta nazionale. Laddove esistono eccezioni, queste riservano un trattamento di favore ai rating e/o alle passività in moneta nazionale. Ad esempio, nell'ambito del metodo standard previsto dal Nuovo Accordo di Basilea sul capitale, nel caso di esposizioni in valuta verso banche multilaterali di sviluppo i cui rischi di convertibilità e di trasferimento valutario siano "considerati dalle autorità nazionali di vigilanza come (...) mitigati de facto", ai fini della ponderazione del rischio potrà essere impiegato il rating in moneta nazionale in luogo di quello in valuta estera⁵.

Scarto tra rating in moneta nazionale e in valuta

Le differenze tra rating in moneta nazionale e in valuta esistono ...

Le agenzie di rating assegnano spesso alle obbligazioni sovrane una valutazione in moneta nazionale più elevata rispetto a quella in valuta estera. Tale scarto trova di norma giustificazione nella capacità del governo di tassare e disporre di un'attività in moneta nazionale, capacità generalmente ritenuta maggiore che non nel caso di attività in valuta. Inoltre, se per rimborsare passività in valuta il soggetto sovrano deve ricorrere al mercato dei cambi, per onorare le proprie obbligazioni a denominazione locale esso può emettere moneta (cfr., ad esempio, Fitch Investors Service, 2003).

... ma possono essere limitate da vincoli di politica monetaria

In base a tale ragionamento, eventuali vincoli alla facoltà di emettere moneta tenderebbero a ridurre le giustificazioni all'origine di tali differenze di rating. Un esempio tipico al riguardo sono quei soggetti sovrani, quali Panama ed El Salvador, che impiegano valute di altri stati. Anche i paesi dell'area dell'euro costituiscono un caso particolare: la delega della politica monetaria alla BCE ha infatti notevolmente attenuato le distinzioni tra debito in moneta

⁵ Cfr. Comitato di Basilea (2003). L'Accordo conferisce inoltre alle autorità nazionali di vigilanza la facoltà generale di applicare ponderazioni di rischio persino inferiori alle esposizioni bancarie a fronte di passività in moneta locale emesse da soggetti sovrani o banche centrali (a condizione che tali passività siano finanziate nella stessa moneta), facoltà che non è invece prevista per le passività in valuta estera.

nazionale e in valuta⁶. Più in generale, gli ingenti costi politici spesso associati a elevati livelli di inflazione dovrebbero dissuadere dall'emettere moneta, e quindi limitare l'applicabilità di tale argomento per giustificare gli alti rating in valuta locale.

Un'altra possibile eccezione è rappresentata dai paesi le cui emissioni in valuta estera sono esigue se rapportate al debito totale in essere. Nell'analizzare l'esposizione di un paese, dopotutto, uno dei principi basilari postula che il rischio sovrano dipende in ogni caso dalla disponibilità, nonché dalla capacità, di rimborsare il debito. Qualora l'onere sia tutto sommato modesto, il governo potrebbe plausibilmente fare uno sforzo aggiuntivo per evitare di incorrere in una inadempienza sulle obbligazioni in valuta. Proprio le dimensioni relativamente contenute delle emissioni internazionali dei paesi emergenti nei primi anni ottanta spiegherebbero perché i casi di insolvenze in quel periodo siano stati piuttosto limitati, nonostante i diversi programmi di ristrutturazione dei prestiti bancari.

Distribuzione degli scarti per categoria di rating

Un altro fattore che influenza le dimensioni dello scarto è di natura puramente tecnica: nella simbologia adottata dalle agenzie non esiste rating superiore ad AAA (Aaa). Risulta pertanto impossibile distinguere il merito aggiuntivo che un credito in valuta quotato AAA potrebbe acquisire se fosse denominato in moneta nazionale. Inoltre, il rating di paesi valutati AA+ può aumentare soltanto di un grado ("notch"), e così via. Di conseguenza, gli scarti dovrebbero farsi più pronunciati e frequenti man mano che il rating scende da AAA ad AA, che è quanto in effetti si osserva (tabella 3).

Scarti per categoria di rating (S&P)			
Rating in valuta estera	Nessuna differenza	Rating in moneta nazionale superiore di un grado	Rating in moneta nazionale superiore di oltre un grado
		Numero di paesi	
AAA	17	0	0
AA	8	2	0
A	4	5	8
BBB	0	3	9
BB	3	8	6
B	9	4	3

Nota: i rating si riferiscono alla categoria generale designata dalle lettere; ad esempio, AA ricomprende i crediti con rating AA+, AA e AA-.

Fonte: Standard & Poor's. Tabella 3

⁶ Pur adottando approcci diversi quanto all'opportunità di innalzare i rating in valuta estera o abbassare quelli in moneta nazionale, in fase di transizione alla moneta unica tutte le principali agenzie di rating hanno eliminato o ridotto gli scarti esistenti tra le due valutazioni per i paesi dell'area dell'euro (per ulteriori approfondimenti, cfr. McCauley e White, 1997).

Lo scarto tende a essere massimo nella categoria BBB

Sembra inoltre che gli scarti raggiungano un picco nella categoria intermedia BBB. Ad esempio, secondo le valutazioni di Standard & Poor's, all'interno di tale categoria le obbligazioni in moneta nazionale dei tre quarti dei governi valutati presentano un rating di due o più gradi superiore a quello del debito in valuta estera. Per contro, il vantaggio relativo delle obbligazioni in moneta nazionale risulta decisamente minore per i paesi al disotto della qualità bancaria che non per quelli al disopra di tale livello. Il profilo "a gobba" della distribuzione degli scarti per categorie di rating è evidente anche nelle valutazioni delle altre agenzie.

I motivi per cui gli scarti mostrano quest'ultima peculiare caratteristica non sono immediati. Se le disparità fossero in qualche modo collegate alle richieste degli emittenti di ottenere un rating di qualità bancaria per le passività in moneta nazionale, sarebbero da attendersi scarti maggiori al livello BB (in valuta estera), il che non trova conferma nei dati. La spiegazione fornita da Standard & Poor's è che i paesi a basso rating incorrono in rischi – come forti tensioni sociali e politiche – che, in caso di inadempienza sulle obbligazioni in valuta, pregiudicherebbero anche la loro capacità di onorare le passività in moneta nazionale (Standard and Poor's, 2002).

Episodi di insolvenza su passività sovrane con rating

Nel migliore dei mondi possibili si potrebbe ricorrere ai dati sulle insolvenze per verificare se in passato i debiti con rating in moneta locale siano

Insolvenze su obbligazioni sovrane con rating, per mutuatario				
	In valuta estera	In moneta nazionale	Importo totale ¹	Osservazioni
	Anno dell'insolvenza (rating attribuito all'epoca)			
Argentina	2001 (Caa3)	2001 (Caa3)	\$82,3 miliardi	Insolvenza simultanea
Ecuador	1999 (B3)	1999 (B3)	\$6,6 miliardi	Insolvenza in valuta un mese prima di quella in moneta locale
Moldova	2001 (B3) 2002 (Caa1)	.	\$145 milioni	Rating solo su debito in valuta estera
Pakistan	1998 (Caa1)	.	\$750 milioni	Rating solo su debito in valuta estera
Perù	2000 (Ba3)	.	\$4,9 miliardi	Insolvenza solo su debito in valuta estera
Russia	1998 (B1)	1998 (B2)	\$73,4 miliardi	Insolvenza in moneta locale una settimana prima di quella in valuta
Ucraina	1998 (B3) 2000 (Caa1)	.	\$1,4 miliardi \$1,1 miliardi	Rating solo su debito in valuta estera
Uruguay	2003 (B3)	.		Rating solo su debito in valuta estera
Venezuela	.	1998 (B3)	\$270 milioni	Insolvenza solo su debito in moneta locale

¹ Comprende il debito in valuta e in moneta locale, espresso al cambio vigente al momento o in prossimità dell'insolvenza.

Fonte: Moody's Investors Service (2003a). Tabella 4

effettivamente risultati più sicuri, come spesso si suppone. Tuttavia, dato che i rating sovrani sono decollati solo sul finire degli anni ottanta, e che più in generale il numero dei soggetti sovrani è limitato, i precedenti storici in materia di insolvenze su obbligazioni con rating sono piuttosto scarsi. Dal 1985 Moody's Investors Service ha rilevato solo nove episodi di questo tipo, tutti verificatisi a partire dal 1998 (tabella 4); di questi, soltanto in cinque casi il debito era quotato *sia* in valuta estera *sia* in moneta nazionale all'epoca dell'insolvenza.

Limitati casi di insolvenza sui debiti con rating

Dal ristretto campione esaminato non emerge alcuna relazione uniforme tra valuta di denominazione del debito e probabilità di insolvenza⁷. In un solo caso (Perù) questa ha interessato unicamente il debito in valuta estera, mentre in un altro (Ecuador) essa si è verificata prima sul debito in valuta e soltanto in un secondo tempo sui prestiti in moneta locale. All'opposto, il Venezuela si è rivelato inadempiente sul solo debito in moneta nazionale, mentre in Russia l'insolvenza sulle passività in rubli ha preceduto quella sul debito in valuta. Infine, in occasione della maggiore insolvenza sovrana mai registrata sinora, quella dell'Argentina, le insolvenze sono state simultanee.

Non sempre l'insolvenza sul debito in valuta estera si è verificata per prima

Differenze fra le agenzie di rating

Si notano divergenze sorprendenti tra le varie agenzie per quanto riguarda la frequenza e la misura in cui le obbligazioni in moneta nazionale ricevono una valutazione migliore. In particolare, Moody's tende a favorire il debito in moneta locale molto più raramente di quanto non facciano le altre agenzie: ciò si verifica solo nel 28% dei mutuatari sovrani costituenti il suo universo, contro ben oltre il 50% di S&P e Fitch (tabella 5). Solo in quattro casi Moody's

Differenze tra le agenzie riguardo alla frequenza e alla dimensione degli scarti

Scarti tra rating in valuta estera e in moneta locale			
Differenziale	Moody's	S&P	Fitch
	Numero di paesi		
4 gradi	–	2	–
3 gradi	7	11	3
2 gradi	8	14	20
1 grado	11	22	20
Nessuno scarto	61	43	29
– 1 grado	2	–	1
– 2 gradi	1	–	–
– 3 gradi	0	–	–
– 4 gradi	1	–	–
Totale	91	92	73

Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 5

⁷ Il campione è stato costruito in base alla definizione di insolvenza sovrana adottata da Moody's, nonché al numero di rating da questo assegnati. Giacché tali fattori possono variare da un'agenzia all'altra, il campione e le relative osservazioni potrebbero differire da quelli basati sulle evidenze di altre agenzie in termini sia di valutazioni sia di insolvenze.

Differenze medie tra rating sovrani delle principali agenzie			
	Moody's/S&P	Moody's/Fitch	S&P/Fitch
Rating in valuta estera (A)	0,34	0,31	-0,01
Rating in moneta locale (B)	-0,34	-0,33	0,04
(B) – (A)	-0,68	-0,64	0,05

Nota: un valore positivo nelle prime due righe indica che il rating della prima agenzia è più elevato.
 Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 6

attribuisce un rating più elevato al debito in valuta⁸, adducendo sempre a motivo l'ammontare relativamente modesto dello stock di tale debito rispetto alle riserve ufficiali (Moody's, 2003b,c).

Risultato di queste discrepanze è che i rating in moneta locale di S&P e di Fitch sono in media superiori di circa due terzi di "notch" ai livelli che avrebbero se i relativi scarti coincidessero con quelli di Moody's (tabella 6)⁹. Va da sé che le differenze medie sarebbero persino maggiori se si escludesse dal campione la quindicina di paesi con rating in valuta pari ad AAA.

Il disaccordo tra le agenzie in merito al rating appropriato da assegnare al debito in moneta locale potrebbe valere anche per le loro classifiche dei rischi. Giacché, come del resto affermano le stesse agenzie, i rating andrebbero interpretati come una misura del rischio relativo di inadempienza, il coefficiente di correlazione dei rispettivi ranghi in graduatoria costituisce senza dubbio un più preciso indicatore del grado di consenso tra le agenzie. Dalla tabella 7 si evince che tali coefficienti di correlazione riferiti ai rating in moneta locale sono costantemente inferiori a quelli in valuta. Sebbene le dimensioni ridotte del campione limitino la fondatezza dell'inferenza statistica, i risultati sono

Vi sarebbero inoltre divergenze circa la graduatoria dei rischi in moneta locale

Coefficienti di correlazione dei rating in valuta e in moneta nazionale		
	In valuta estera	In moneta nazionale
Moody's/S&P	0,958	0,937
Moody's/Fitch	0,951	0,926
S&P/Fitch	0,986	0,937

Nota: le correlazioni dei ranghi di Spearman sono calcolate unicamente per i mutuatari sovrani con rating in valuta estera inferiore ad AAA (Aaa).
 Fonti: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabella 7

⁸ Si tratta di India, Libano (scarto di un "notch"), Turchia (due "notch") e Giappone (quattro "notch"). A titolo di confronto, Standard & Poor's non assegna ad alcun mutuatario sovrano un rating in valuta superiore a quello in moneta locale, mentre Fitch lo attribuisce unicamente al Giappone.

⁹ Ai fini dei calcoli delle tabelle 6 e 7, i rating sono stati trasformati come segue: AAA (Aaa) = 1, AA+ (Aa1) = 2, B- (B3) = 16.

indicativi di una maggiore disparità di vedute nel caso della graduatoria dei rating in moneta locale¹⁰.

Conclusioni e implicazioni

I rating sul debito in moneta nazionale, introdotti piuttosto di recente, acquisteranno una crescente importanza con lo sviluppo dei sottostanti mercati obbligazionari. Numerosi policymaker ritengono infatti che tali mercati possano fornire una garanzia contro la volatilità dei flussi di investimento in valuta estera, e che pertanto andrebbero ulteriormente potenziati (BRI, 2001 e FMI, 2003). Proprio in quest'ottica si inseriscono varie iniziative regionali.

Le agenzie di rating riservano spesso un trattamento relativamente favorevole alle obbligazioni in valuta nazionale, nel presupposto che per onorare tali passività i mutuatari sovrani possono di norma ricorrere all'imposizione fiscale o – più drasticamente – all'emissione di moneta. Tale trattamento preferenziale potrebbe servire a incoraggiare lo sviluppo di mercati per le obbligazioni locali, sia accrescendo l'accettazione degli strumenti in valuta nazionale da parte del mercato sia abbassando i requisiti patrimoniali regolamentari, laddove questi sono calcolati in base ai rating.

Tuttavia, come documentato nel presente studio, gli scarti tra rating in valuta estera e in moneta nazionale sono tutt'altro che uniformi fra le principali agenzie, a riprova di sorprendenti disparità di giudizio. Una delle agenzie considerate tende ad attribuire minore importanza al fatto che il debito sia denominato in moneta locale, assegnando anzi in alcuni casi un rating migliore alle passività in valuta. Allo stesso tempo, dalle statistiche emerge uno scarso consenso tra agenzie per quanto riguarda in particolare la graduatoria dei rischi collegati alle obbligazioni in moneta locale.

Alla luce dell'evoluzione dei mercati globali dei capitali e della relativa scarsità di dati sulle inadempienze sovrane, una diversità tra politiche di rating è in certa misura naturale e persino positiva. Tuttavia, essa potrebbe altresì essere indicativa di un ulteriore grado di incertezza su quale sia l'appropriata distinzione da operare tra obbligazioni in moneta nazionale e in valuta estera in termini di rischiosità. Nuove ricerche basate su dati di mercato potrebbero far luce sulla misura in cui gli investitori valutano tale incertezza.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): "The development of bond markets in emerging economies", *BIS Papers*, n. 11, Basilea, giugno.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2003): *Documento a fini di consultazione: Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, 29 aprile.

¹⁰ Nella statistica z per la verifica dell'ipotesi nulla di un'assenza di differenze nelle correlazioni dei ranghi in graduatoria, p assume un valore inferiore a 0,01 per la coppia S&P/Fitch, mentre è pari a 0,116 per Moody's/S&P e a 0,156 per Moody's/Fitch.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): "EMEAP central banks to launch central bank fund", *Comunicato stampa*, 2 giugno.

Fitch Investors Service (2003): Presentazione presso il Daiwa Securities Japan Symposium, febbraio.

Fondo monetario internazionale (2003): "Local securities and derivatives markets in emerging markets: selected policy issues", *IMF Financial Markets Quarterly*.

McCauley, R. e W. White (1997): "The euro and European financial markets", *BIS Working Papers*, n. 41, Basilea, maggio; disponibile anche in P. Masson, T. H. Krueger e B. G. Turtelboom (ed.), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, 1997, pagg. 324–388.

Moody's Investors Service (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985–2002)*, febbraio.

Moody's Investors Service (2003b): *India: analysis*, febbraio.

Moody's Investors Service (2003c): "Japan: a rating agency perspective", *Special Comment*, febbraio.

Standard & Poor's (2002): *Sovereign credit ratings: a primer*, aprile.

Ricerca del rendimento: alcune alternative a disposizione dei gestori di riserve¹

I gestori di riserve valutarie ufficiali hanno dovuto fare i conti con rendimenti storicamente bassi sui titoli di Stato ad alto rating, lo strumento al quale riservano di norma la quota maggiore dei loro portafogli di investimento. A metà agosto 2003, dopo otto settimane di risalita dei tassi d'interesse a lungo termine, il rendimento sulla Treasury note biennale USA era ancora attestato all'1,86%, rispetto a un picco di quasi il 17% toccato nel 1981. È pur vero che molta parte del calo registrato dal 2001 è stata la conseguenza delle riduzioni dei tassi ufficiali, che hanno contribuito a far slittare verso il basso le curve dei rendimenti sull'intero arco di scadenze. Nondimeno, anche tenendo conto del ciclo di politica monetaria, negli ultimi anni i rendimenti sulle principali valute sono stati tendenzialmente molto inferiori a quelli del decennio precedente. In tale situazione, i gestori di riserve sono stati indotti a ricercare strumenti più remunerativi nel tentativo di preservare i saggi di redditività del capitale investito cui erano ormai abituati.

Nel considerare strumenti alternativi a rendimento più elevato, i gestori di riserve devono porsi due domande fondamentali. Anzitutto, è vero che più alti rendimenti nominali si traducono in più alti rendimenti effettivi²? Secondo, nella misura in cui maggiori rendimenti attesi compensano una maggiore assunzione di rischio, qual è la natura del rischio in questione? Il presente studio è incentrato su alcuni casi specifici per i quali questi interrogativi rivestono particolare interesse. I casi qui esaminati contemplano tre portafogli alternativi che offrono rendimenti più elevati: il primo basato su una durata finanziaria più lunga, il secondo su obbligazioni societarie e il terzo su valute a più alto rendimento. Viene dapprima analizzata la maggiore assunzione di rischio con riferimento alla durata media finanziaria e alle obbligazioni societarie. Relativamente al primo caso, ci si chiede in particolare se l'attuale contesto di bassi rendimenti non implichi un nuovo trade-off fra duration e volatilità. Nel

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

² Il rendimento nominale differisce dal rendimento effettivo poiché quest'ultimo comprende le plusvalenze e minusvalenze di capitale, che sono in funzione dalla durata finanziaria. Per la relazione che intercorre tra rendimento nominale ed effettivo si rimanda anche alla successiva nota 5. Nel caso di attività in valuta, la differenza tra le due grandezze può dipendere altresì dalle variazioni di cambio.

caso delle obbligazioni societarie, vengono affrontati i problemi connessi con la gestione di un portafoglio in cui il rischio è caratterizzato da bassa probabilità di perdite ingenti. Si esamina infine la questione del rendimento nominale ed effettivo degli investimenti valutari verificando, nella fattispecie, se i più alti rendimenti nominali offerti da strumenti denominati in determinate valute tendano a essere compensati dai movimenti del cambio.

L'analisi che segue si limita a considerare l'investimento strategico nel medio-lungo periodo, ed è quindi condotta in termini di media dei rendimenti effettivi e delle misure del rischio su periodi prolungati. Ciò consente di evitare l'aspetto tattico della scelta temporale, ossia del momento esatto in cui i gestori di riserve dovrebbero procedere a una ricomposizione di portafoglio. Tale scelta dipende dalle previsioni di aumento/flessione dei rendimenti o degli spread, un aspetto per cui non vengono qui forniti orientamenti. Limitando l'analisi alla strategia di investimento, non viene ovviamente considerato il fattore liquidità. Sebbene le banche centrali detengano spesso riserve liquide a fini di intervento sui mercati, la ricerca del rendimento concerne precipuamente la parte del portafoglio immobilizzato.

Il calo dei rendimenti ha modificato il trade-off fra duration e volatilità?

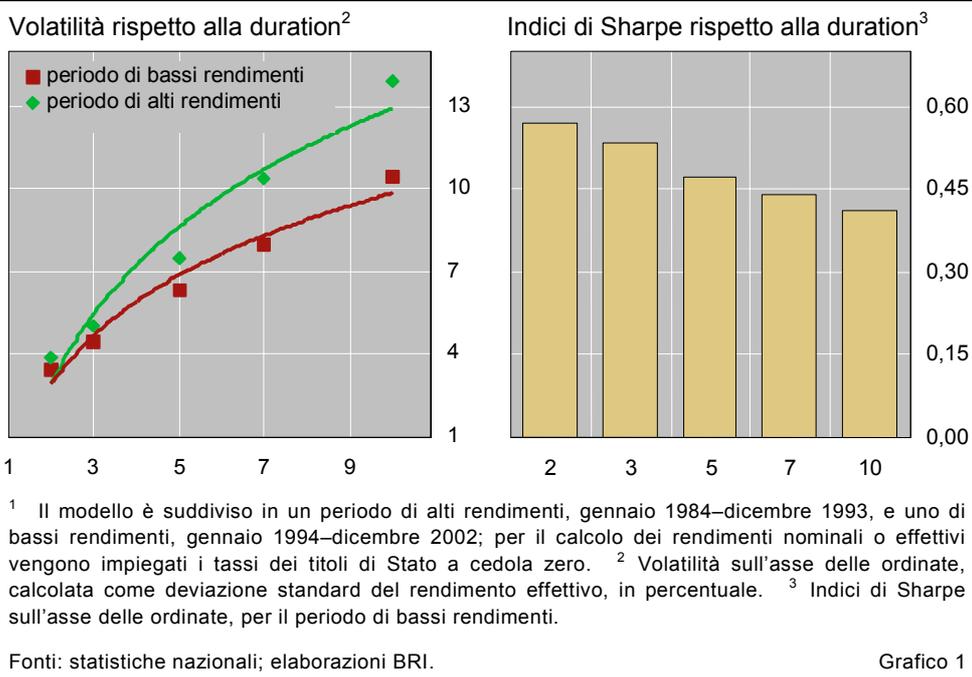
Per i titoli di debito esenti da rischi di insolvenza e di rimborso anticipato il rischio è rappresentato principalmente dalla durata media finanziaria. Un cambiamento nel livello dei tassi d'interesse influirebbe sul valore di mercato dei titoli a più lunga duration in misura maggiore che non su quelli con durata più breve. Una delle possibili conseguenze di un contesto di bassi rendimenti è una minore copertura a compensazione di perdite in conto capitale. Se la volatilità dei tassi d'interesse è rimasta invariata, un gestore di riserve che voglia evitare rendimenti effettivi negativi si porrebbe un obiettivo di durata finanziaria più breve. Ma è vero che la volatilità è indipendente dal livello dei rendimenti? Da un punto di vista tecnico, la soglia zero dei tassi d'interesse nominali dovrebbe naturalmente condurre a una minore volatilità³. Sotto il profilo economico, un contesto di bassi tassi d'interesse può semplicemente denotare condizioni di bassa inflazione. Poiché a livelli più contenuti di inflazione tende ad accompagnarsi una ridotta variabilità dei prezzi, ne può conseguire una minore volatilità dei tassi d'interesse. Bassi tassi d'interesse possono anche rispecchiare una più trasparente funzione di reazione delle autorità monetarie, e ciò potrebbe parimenti attenuare la volatilità⁴.

La soglia zero dei tassi d'interesse dovrebbe comprimere la volatilità

³ Questa è una delle ragioni per cui i modelli di variabilità dei tassi d'interesse incorporano il cosiddetto "metodo della radice quadrata", in base al quale la volatilità è proporzionale alla radice quadrata del livello dei tassi d'interesse. In questo caso, un tasso d'interesse vicino a zero implicherebbe una volatilità prossima allo zero. Cfr., ad esempio, Cox et al. (1985), nonché Gong e Remolona (1997).

⁴ Ait-Sahalia (1996) riscontra che tale volatilità dipende dal regime monetario nonché, nell'ambito di quest'ultimo, dalla misura in cui il tasso d'interesse si discosta dal suo valore medio. Vi sono anche chiare indicazioni di "mean reversion" dei tassi d'interesse all'interno di un regime, ossia quando i tassi sono prossimi al minimo in un periodo di distensione monetaria la distribuzione delle loro variazioni presenterebbe un'asimmetria che rispecchia un

Volatilità e indici di Sharpe per duration differenti¹



La volatilità risulta minore lungo l'intera curva dei rendimenti ...

Si è in effetti osservato che al calare dei rendimenti nominali anche quelli effettivi risultano meno volatili⁵. Il diagramma di sinistra del grafico 1 pone a confronto, su un orizzonte di investimento di un anno, la volatilità media durante due periodi: uno di alti rendimenti (gennaio 1984–dicembre 1993) e uno di bassi rendimenti (gennaio 1994–dicembre 2002). Come prevedibile, il grafico mostra che in entrambi i periodi una durata finanziaria più lunga si accompagna a una maggiore volatilità. Un dato più importante rilevabile dal grafico è che durante il periodo di bassi rendimenti la volatilità sull'intero arco di duration è costantemente minore. In media, negli ultimi anni essa risulta pari a tre quarti circa del livello medio nel periodo 1984–1993. Nell'ipotesi che questo profilo si mantenga, un gestore di riserve con un dato target di volatilità – ovvero di valore a rischio – sarebbe ora in grado di allungare la durata finanziaria senza assumere un rischio maggiore.

Un altro modo per decidere la duration consiste nel valutare il trade-off fra rischio e rendimento effettivo discostandosi da un portafoglio benchmark. Questo trade-off può essere misurato dall'indice di Sharpe, che esprime il sovrarendimento ottenuto rispetto al benchmark, diviso per la sua volatilità. Per illustrare il caso, consideriamo un portafoglio di titoli del Tesoro USA a tre mesi e calcoliamo gli indici di Sharpe per uno spostamento verso duration più

probabile riorientamento della politica monetaria. Inoltre, Borio e McCauley (1996) dimostrano che la volatilità dei rendimenti obbligazionari dipende asimmetricamente dalla direzione dei movimenti dei prezzi, laddove un rialzo dei rendimenti conduce a una maggiore volatilità.

⁵ Va notato che per gli investitori rileva la volatilità riferita ai *rendimenti effettivi* e non alle variazioni percentuali di quelli nominali. La relazione tra i due rendimenti è adeguatamente rappresentata dalla formula $r_{t+1} = y_{t+1} + D_t(y_t - y_{t+1})$, dove r_{t+1} esprime il rendimento effettivo alla fine del periodo di detenzione, y_{t+1} e y_t sono i rendimenti nominali rispettivamente alla fine e all'inizio del periodo di detenzione e D_t è la durata media finanziaria. I due termini della proporzione coincidono per le obbligazioni a cedola zero.

lunghe. Il sovrarendimento è misurato dalla media dei rendimenti eccedenti realizzati su base mensile tra gennaio 1994 e dicembre 2002 derivanti dall'inserimento di duration diverse al portafoglio benchmark⁶. Consideriamo duration aggiuntive di due, tre, cinque, sette e dieci anni. Da notare che se vengono effettuati calcoli analoghi per altri benchmark, gli indici di Sharpe possono cambiare. Come evidenzia il diagramma di destra del grafico 1, tali indici variano tra 0,40 e 0,60 circa, e sono maggiori per le duration più brevi.

... ma gli indici di Sharpe sono maggiori per le scadenze più brevi

Pertanto, mentre la volatilità sembra essere in generale minore, i guadagni di rendimento diminuiscono man mano che ci si sposta verso duration più lunghe. In questo caso specifico l'opportunità di estendere la duration dipende dall'obiettivo che si pone il gestore di riserve: centrare un target di volatilità oppure massimizzare la misura del trade-off fra rischio e rendimento effettivo. I due criteri decisionali forniscono risposte diverse nella serie di dati qui analizzati.

Rischio creditizio e skewness: la sfida della diversificazione

Un altro modo di incrementare i rendimenti attesi consiste nell'assumere rischio di credito. Poiché gli spread delle obbligazioni societarie tendono a essere molto più ampi di quanto implicherebbero le perdite attese per insolvenza, un portafoglio di titoli privati offre buone opportunità di alti rendimenti. Ad esempio, come osservabile nel diagramma di sinistra del grafico 2, lo spread tra i rendimenti delle obbligazioni societarie BBB e i titoli del Tesoro USA si aggirava in media sui 203 punti base negli anni 1998–2002. Durante questo stesso periodo la probabilità di insolvenza per tali obbligazioni era in media dello 0,5% circa e il tasso medio di recupero del 50%. Quindi, lo spread superava di oltre otto volte la perdita attesa per insolvenza, misurata dalla perdita media sull'arco di un quinquennio⁷.

Gli spread sui titoli delle imprese sono elevati rispetto alle perdite attese ...

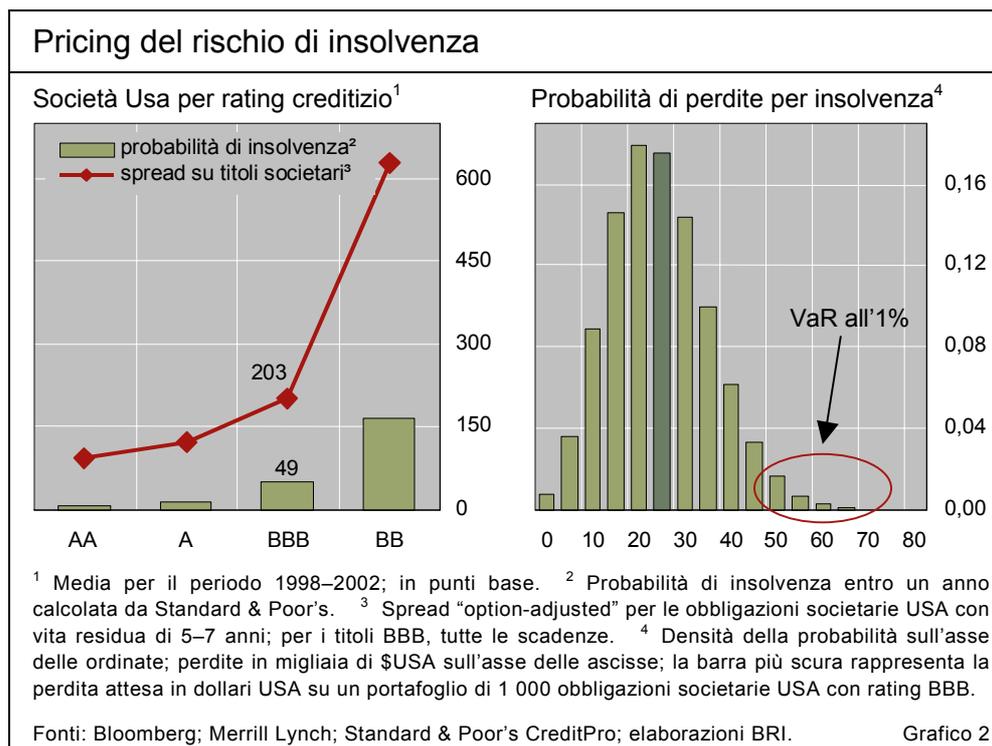
Gli spread societari servono per lo più a compensare il rischio creditizio, e la loro ampiezza si spiega con la sostanziale differenza che può facilmente emergere tra perdite effettive e presunte. Inoltre, tale rischio di perdite inattese è chiaramente difficile da diversificare. A titolo di esempio, si consideri un portafoglio ipotetico per un valore complessivo di \$10 milioni, suddiviso in parti eguali tra 1 000 emittenti diversi con rating BBB⁸. Si supponga inoltre che

... a causa della difficile diversificazione del rischio di insolvenza

⁶ Si tratta di un calcolo ex post del sovrarendimento. In teoria, l'indice di Sharpe si riferisce al sovrarendimento *atteso*, e il calcolo ipotizza che questo possa essere misurato sulla base dell'esperienza pregressa. Cfr., ad esempio, Sharpe (1966).

⁷ Esistono nella pratica strategie di investimento che tentano un'operazione di arbitraggio tra spread e perdite attese per insolvenza. L'esempio più rilevante di tali strategie è rappresentato dalle "collateralised debt obligation" (CDO), ossia obbligazioni a basso rating raggruppate in una cartolarizzazione al fine di creare titoli di prim'ordine. Elton et al. (2001) osservano che una parte significativa dello spread può essere ricondotta alle imposte.

⁸ Per semplicità si considera solo la probabilità di insolvenza. In pratica, tuttavia, le perdite possono originare anche da declassamenti e spread più elevati. È certamente importante che i rischi di credito e di mercato siano integrati nella gestione del rischio. Duffie e Singleton (2003), ad esempio, forniscono indicazioni al riguardo.



Persino 1 000 emittenti diversi potrebbero non essere abbastanza

tali emittenti abbiano identiche probabilità di insolvenza ma con timing indipendente (ossia, insolvenze non correlate)⁹. Il diagramma di destra del grafico 2 mostra le probabilità di perdite di vario importo su questo portafoglio, data una probabilità di insolvenza dei titoli tripla B pari allo 0,5% con un tasso di recupero del 50%; la barra scura indica una perdita attesa di \$25 000. Tuttavia, come si può parimenti rilevare dal grafico, vi sono significative probabilità che le perdite siano maggiori. Per esempio, un valore a rischio dell'1% rappresenta una probabilità dell'1% di perdite superiori a \$50 000. Un portafoglio di obbligazioni societarie composto di 1 000 emittenti può già considerarsi insolitamente ampio; eppure, il nostro esempio mostra come esso possa risultare scarsamente diversificato nella misura in cui le perdite impreviste restano ingenti. Per contro, nel comparto azionario un portafoglio costituito da 30 diverse azioni può spesso considerarsi ben diversificato.

È importante comprendere il ruolo che una correlazione di insolvenze può svolgere in termini di rischio insito in un portafoglio di titoli societari. Tale correlazione limiterebbe ovviamente le possibilità di diversificazione. Nel caso estremo, un portafoglio con 1 000 emittenti ma una correlazione di insolvenza del 100% presenterebbe un profilo di rischio analogo a quello di un portafoglio con titoli di un singolo emittente. Nella pratica è difficile stimare le correlazioni di insolvenza con una certa precisione. Un'ipotesi spesso condivisa dagli operatori è che tale correlazione sia significativa per emittenti di un singolo settore, mentre sia bassa nel caso di emittenti di settori differenziati¹⁰. È inoltre

⁹ Il ruolo svolto dalla correlazione viene trattato di seguito.

¹⁰ Ad esempio, nel valutare le CDO Moody's assegna punteggi differenziati (cosiddetti "diversity scores") al pool di garanzie. Essi rispecchiano le correlazioni di insolvenza individuate

probabile che le correlazioni siano maggiori tra prenditori con più basso merito di credito che non tra quelli ad alto rating¹¹. Esse tendono inoltre a variare nel tempo, aumentando proprio nei periodi in cui sono maggiormente ricercati i benefici della diversificazione. Per una loro stima più accurata, alcuni operatori ricorrono a modelli che tentano di desumere tali correlazioni dal grado in cui bruschi movimenti al ribasso dei prezzi azionari coincidono tra le varie imprese.

Le correlazioni aumentano fra gli emittenti a basso rating

Pur limitando il potenziale di diversificazione, non sono tuttavia le correlazioni a rendere difficile il compito di diversificare un portafoglio di titoli societari. Dopotutto, i rendimenti azionari tendono a essere molto più correlati che non il rischio di insolvenza. Nondimeno, come si è già osservato, un piccolo portafoglio azionario può essere ben diversificato laddove il rischio idiosincratco annesso ai rendimenti di singole azioni è trascurabile, mentre un grosso portafoglio di obbligazioni societarie continua probabilmente a essere poco diversificato poiché le perdite inattese per insolvenza sono significative.

La caratteristica essenziale del rischio di credito che rende difficile la diversificazione è l'asimmetria nella distribuzione dei rendimenti che tale rischio determina. In particolare, la distribuzione dei rendimenti per un portafoglio di obbligazioni societarie è connotata da una "coda" alquanto lunga sul lato sinistro, il che sta a indicare una bassa probabilità di perdite ingenti per insolvenza o declassamenti. In altre parole, la distribuzione presenta una skewness negativa. Viceversa, i rendimenti azionari mostrano tendenzialmente una distribuzione molto più simmetrica, nel senso che la probabilità di perdite elevate tende a essere compensata da quella di guadagni ingenti. È pertanto questa skewness che pone ai gestori di riserve la sfida di diversificare un portafoglio di obbligazioni private.

I rendimenti dei titoli societari presentano una skewness negativa

Strumenti denominati in altre valute: più alti rendimenti nominali generano maggiori rendimenti effettivi?

Attualmente la maggior parte delle banche centrali gestisce le proprie riserve stabilendo le allocazioni per valuta e destinandone una quota rilevante a strumenti di prim'ordine a reddito fisso denominati in dollari USA. Fino a epoca recente tali impieghi offrivano rendimenti alquanto modesti. È possibile ottenere maggiori guadagni diversificando i collocamenti a favore di attività in valute più remunerative? L'ipotesi basata sulla parità scoperta di tasso d'interesse indica che in media non dovrebbero esservi guadagni: le valute a più alto rendimento tenderebbero a subire un deprezzamento che compenserebbe i guadagni ottenuti dai differenziali di tasso. Nella sua formulazione restrittiva – ove la scadenza degli strumenti coincide con l'arco

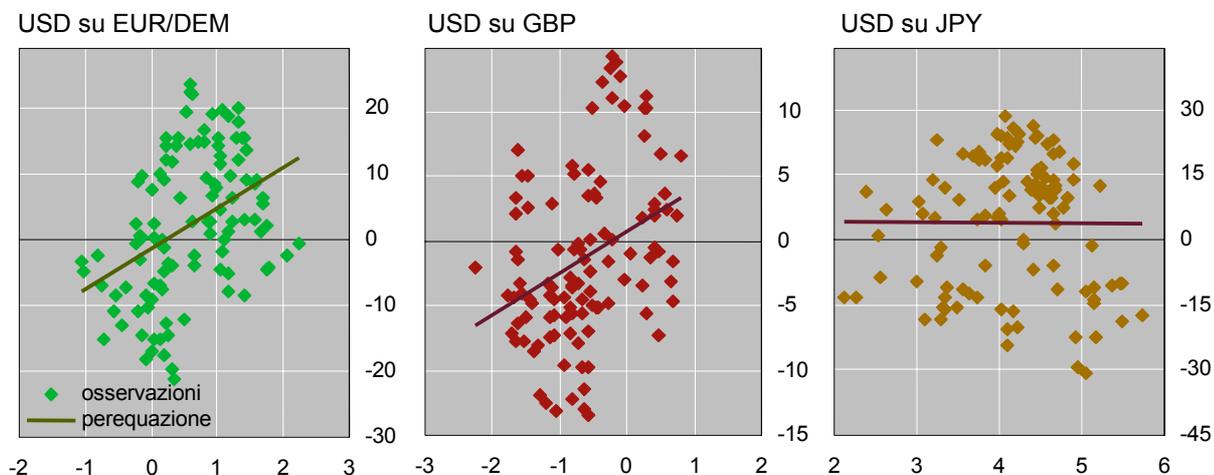
I movimenti dei tassi di cambio compensano i differenziali di rendimento?

dall'agenzia di rating e tendono soprattutto a tener distinte le correlazioni all'interno di un settore da quelle tra imprese di settori diversi.

¹¹ Ad esempio, Zhou (1997), nonché Gersbach e Lipponer (2003) mostrano come le perdite su crediti siano maggiormente correlate nel caso di prestiti a più alta probabilità di insolvenza. Ciò significa che un calo della qualità del credito nell'arco del ciclo si accompagnerebbe a un aumento delle correlazioni di insolvenza.

Differenziali di rendimento effettivo e nominale di obbligazioni quinquennali¹

gennaio 1994–dicembre 2002; tassi annui in percentuale



¹ Il differenziale di rendimento effettivo (riportato in ordinata) è calcolato come differenza tra il rendimento effettivo del titolo del Tesoro USA e quello dei titoli di Stato in altre valute, in termini di dollari USA. Il differenziale di rendimento nominale (in ascissa) è dato dalla differenza tra i corrispondenti rendimenti nominali. La retta di perequazione è basata su una stima – secondo il metodo dei quadrati minimi ordinari – di $r_{t+1}^{US} - r_{t+1}^J = \alpha + \beta(y_t^{US} - y_t^J)$, dove $r_{t+1}^{US} - r_{t+1}^J$ è il differenziale di rendimento effettivo tra dollaro USA e altre valute e $y_t^{US} - y_t^J$ è il corrispondente differenziale di rendimento nominale.

Fonti: statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 3

temporale dell'investimento – l'ipotesi non trova alcun riscontro empirico¹². Tuttavia, le riserve sono spesso investite in titoli con scadenze superiori all'orizzonte dell'investimento e, per quanto di nostra conoscenza, l'ipotesi della parità scoperta non è stata sottoposta a verifica in questa accezione.

Ci si è chiesti se più alti rendimenti nominali conducano a maggiori rendimenti effettivi allorché si tiene conto delle variazioni del cambio, specie per strumenti a più lunga scadenza. Ai fini della presente analisi sono stati raffrontati i rendimenti effettivi dei titoli di Stato denominati in euro (marchi tedeschi prima del 1999), sterline, yen e dollari USA, considerando rendimenti effettivi e nominali per il periodo gennaio 1994–dicembre 2002 in termini di dollari USA. Ipotizzando un orizzonte di investimento di un anno, il raffronto viene effettuato tra titoli con scadenza quinquennale. Se l'ipotesi della parità scoperta d'interesse fosse valida, i differenziali di rendimento nominale non dovrebbero influire su quelli di rendimento effettivo poiché il divario tra i rendimenti nominali dovrebbe essere compensato dai movimenti del cambio.

Per il periodo considerato i risultati sono sorprendenti. Nel caso dei differenziali tra euro e dollaro, così come tra sterlina e dollaro, non solo la versione qui adottata dell'ipotesi della parità scoperta d'interesse viene

Considerati i rendimenti obbligazionari effettivi piuttosto che quelli nominali a breve

¹² L'evidenza empirica che confuta la parità scoperta d'interesse è alquanto abbondante. Uno dei test più accurati è fornito da Hansen e Hodrick (1980). Studi più recenti su questo argomento sono stati condotti, fra l'altro, da Flood e Rose (1999), nonché Brooks et al. (2001). La letteratura in materia si è basata finora su test che impiegano scadenze corrispondenti al periodo di detenzione, come ad esempio uno strumento a un anno per un orizzonte di investimento di pari durata.

confutata, ma emerge altresì che i differenziali dei rendimenti effettivi superano di un ampio margine quelli dei rendimenti nominali. Come mostra il grafico 3, un differenziale di rendimento nominale di 10 punti base corrisponde a un differenziale di rendimento effettivo di 62 punti per la coppia euro-dollaro e di 32 punti per quella sterlina-dollaro. Di fatto, nel periodo in esame le valute a più alto rendimento hanno mostrato una tendenza ad apprezzarsi. I movimenti dei tassi di cambio sono quindi serviti ad amplificare l'impatto sui rendimenti effettivi prodotto dai differenziali di rendimento nominale¹³. Va tuttavia osservato che questo fenomeno non si è esteso ai differenziali tra obbligazioni in yen e dollari. In questo caso il risultato è grosso modo coerente con l'ipotesi; i movimenti del cambio hanno avuto la tendenza a neutralizzare i differenziali di rendimento nominale.

Dai risultati del test si può unicamente evincere che può esservi un certo margine per migliorare il rendimento effettivo scegliendo valute a più alto rendimento nominale. Da un lato, gli scarti di rendimento nominale non sono generalmente controbilanciati, e anzi possono essere spesso amplificati, dalle variazioni dei tassi di cambio. D'altro lato, la relazione non sembra essere attendibile per tutte le valute e potrebbe non mantenersi valida per tutti i periodi.

Un altro aspetto da considerare nel variare l'allocazione del portafoglio su differenti valute è il vantaggio offerto dalla diversificazione ai fini di un contenimento del rischio. Come noto, una bassa correlazione tra rendimenti effettivi di strumenti d'investimento diversi può ridurre la volatilità di rendimento dell'intero portafoglio. In che misura questo vantaggio può derivare dalla diversificazione valutaria? In generale, per quanto concerne le principali valute le oscillazioni del cambio influiscono sulla volatilità dei rendimenti obbligazionari effettivi più dei movimenti dei tassi d'interesse. Per esempio, durante il periodo 1994–2002 qui considerato la volatilità di rendimento in termini di dollari USA dei titoli di Stato tedeschi a due anni era pari a due volte e mezza quella di una Treasury note biennale. Sebbene la correlazione tra il rendimento effettivo dei due strumenti sia bassa, i guadagni derivanti dalla diversificazione sono limitati dal pronunciato scarto di volatilità tra i due rendimenti. Va tuttavia osservato che se i gestori di riserve calcolano il rendimento effettivo nella propria valuta nazionale, potrebbero esservi maggiori margini di diversificazione poiché in questo caso il differenziale di volatilità tra valute estere sarebbe minore.

Conclusioni

Le alternative a disposizione dei gestori di riserve che ricercano migliori rendimenti comprendono l'estensione della duration di riferimento, l'investimento in obbligazioni societarie e la riallocazione in favore di valute a

Le valute a più alto rendimento nominale consentono di migliorare il rendimento effettivo

I tassi di cambio possono accentuare la volatilità dei rendimenti obbligazionari effettivi

¹³ Per il periodo campione, un test che impieghi titoli di Stato a un anno – cosicché la scadenza corrisponda all'orizzonte di investimento – porta a risultati qualitativamente simili ma più deboli. La tendenza al rialzo delle valute a più alto rendimento sembra maggiormente correlata ai rendimenti nominali a lunga che non a quelli a breve.

più alto rendimento. Per ciascuna di queste alternative sono stati analizzati alcuni aspetti specifici sotto il profilo del rischio e del rendimento. In nessuno di questi casi vengono fornite soluzioni; l'obiettivo del presente lavoro è piuttosto quello di fornire materiale di analisi che consenta a un gestore di riserve di affrontare importanti questioni in modo più strutturato.

Per quanto riguarda l'alternativa di estendere la duration di riferimento, si osserva che i rischi critici sono mutati in senso apparentemente favorevole ai gestori di riserve. In particolare, il calo dei rendimenti sui titoli di Stato ad alto rating si è accompagnato a una diminuzione della corrispondente volatilità per ogni durata finanziaria considerata. Ciò significa che con uno standard invariato di valore a rischio un gestore potrebbe trarre vantaggio dai maggiori rendimenti offerti da una duration più lunga. Nello stesso tempo, tuttavia, sembra che anche il trade-off fra rischio e rendimento sia cambiato, e in modo potenzialmente sfavorevole per le duration più lunghe: una particolare misura di questo trade-off, l'indice di Sharpe, raccomanderebbe infatti durate finanziarie non superiori a due anni. L'aspetto rilevante riguarda a questo punto il criterio appropriato per valutare rischio e rendimento effettivo.

Nel caso delle obbligazioni societarie, si ritiene che il problema più difficile da affrontare sia quello della diversificazione in presenza di skewness nella distribuzione dei rendimenti attesi. Tale asimmetria – rappresentata dal rischio di una bassa probabilità di perdite ingenti – rende alquanto ardua la diversificazione di un portafoglio di obbligazioni societarie. L'aspetto positivo è che questa difficoltà trova riscontro negli spread sui titoli delle imprese, che sono molto più ampi di quanto implicherebbero le perdite attese per insolvenza.

Infine, per le scelte di allocazione valutaria si è rilevato come su un periodo di osservazione prolungato i tassi di cambio si muovano generalmente in senso favorevole alle valute a più alto rendimento, traducendosi in differenziali di rendimento effettivo che accentuano quelli nominali. L'analisi è applicata al caso comune in cui gli strumenti considerati hanno scadenze più lunghe dell'orizzonte di investimento. La validità dell'ipotesi della parità scoperta di tasso d'interesse viene così ulteriormente confutata, suffragando i risultati ottenuti per scadenze e orizzonti di investimento coincidenti. Sulla base di queste risultanze, resta aperta la questione dell'affidabilità dei risultati per una data coppia di valute e della loro solidità per coppie valutarie diverse.

Riferimenti bibliografici

Ait-Sahalia, Y. (1996): "Testing continuous-time models of the spot interest rate", *Review of Financial Studies*, vol. 9, pagg. 385–426.

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

Brooks, R.J., H. Edison, M.S. Kumar e T.M. Slok (2001): "Exchange rates and capital flows", *IMF Working Papers*, 01/190.

Cox, J., J. Ingersoll e S. Ross (1985): "A theory of the term structure of interest rates", *Econometrica*, vol. 53, pagg. 385–407.

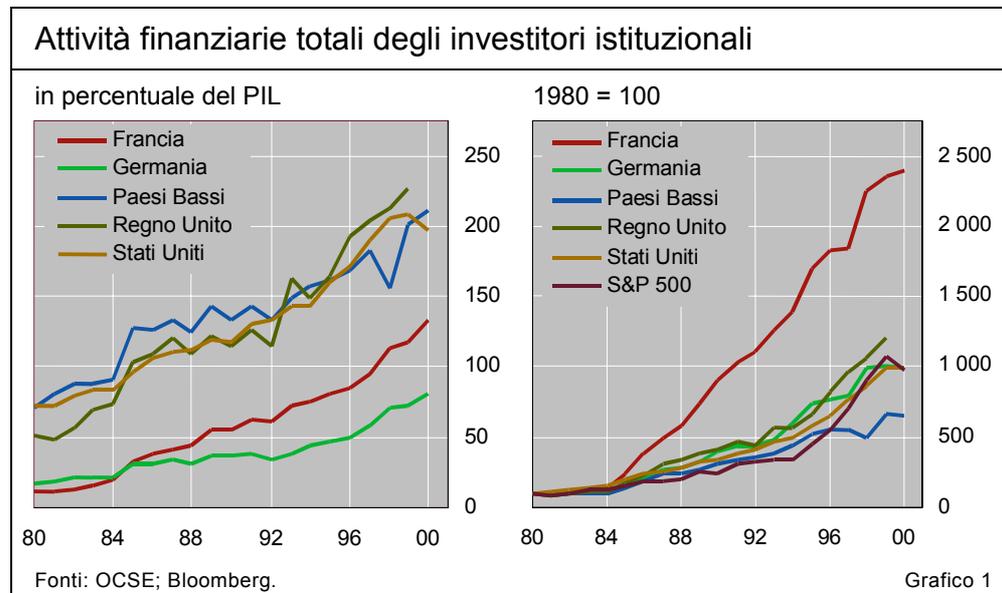
- Duffie, D. e K.J. Singleton (2003): *Credit risk: pricing, measurement and management*, Princeton e Oxford: Princeton University Press, pagg. 319–324.
- Elton, E.J., M.J. Gruber, D. Agarwal e C. Mann (2001): “Explaining the rate spread on corporate bonds”, *Journal of finance*, vol. 56, pagg. 247–277.
- Flood, R. e A. Rose (1999): “Understanding exchange rates without the contrivance of macroeconomics”, *Economic Journal*, vol. 109, pagg. 660–672.
- Gersbach, H. e A. Lipponer (2000): “Firm defaults and the correlation effect”, *European Financial Management*, vol. 9, pagg. 361–377.
- Gong, F. e E.M. Remolona (1997): “Two factors along the yield curve”, *Papers in money, macroeconomics and finance, supplement to the Manchester school*, vol. LXV, pagg. 1–31.
- Hansen, L.P. e R.J. Hodrick (1980): “Forward exchange rates as optimal predictors of future spot rates: an econometric analysis”, *Journal of Political Economy*, vol. 88, pagg. 829–853.
- Sharpe, W.F. (1966): “Mutual fund performance”, *Journal of Business*, vol. 39, pagg. 119–138.
- Zhou, C. (1997): “Default correlation: an analytical result”, FEDS paper 1997–27, Federal Reserve Board, maggio.

Gestione istituzionale di portafogli: tendenze, incentivi e implicazioni per l'efficienza di mercato¹

Negli ultimi anni gli investitori hanno delegato in misura crescente l'amministrazione della propria ricchezza finanziaria a gestori istituzionali. La portata e l'evoluzione di tale forma di investimento è messa in evidenza dalla crescita delle attività affidate ai differenti investitori istituzionali nei vari paesi (grafico 1). Per giunta, si può prevedere che le tendenze demografiche in atto favoriranno l'ulteriore sviluppo del settore negli anni a venire.

La gestione istituzionale è cresciuta in dimensione e importanza ...

La caratteristica distintiva del settore è che la gestione dei portafogli implica una serie di processi delegati che collegano i vertici del "triangolo" formato da capitali investiti, proprietari dei fondi e gestori. Di conseguenza, le strutture contrattuali miranti a conciliare gli incentivi dei detentori finali con quelli dei loro mandatari sono parte integrante dell'attività in questione, e quindi destinate a mutare con l'evolversi dell'attività stessa.



¹ Eventuali errori e omissioni in questo studio – che riassume i punti salienti di un rapporto pubblicato dal Comitato sul sistema finanziario globale – sono da attribuire esclusivamente all'autore. Le opinioni espresse non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

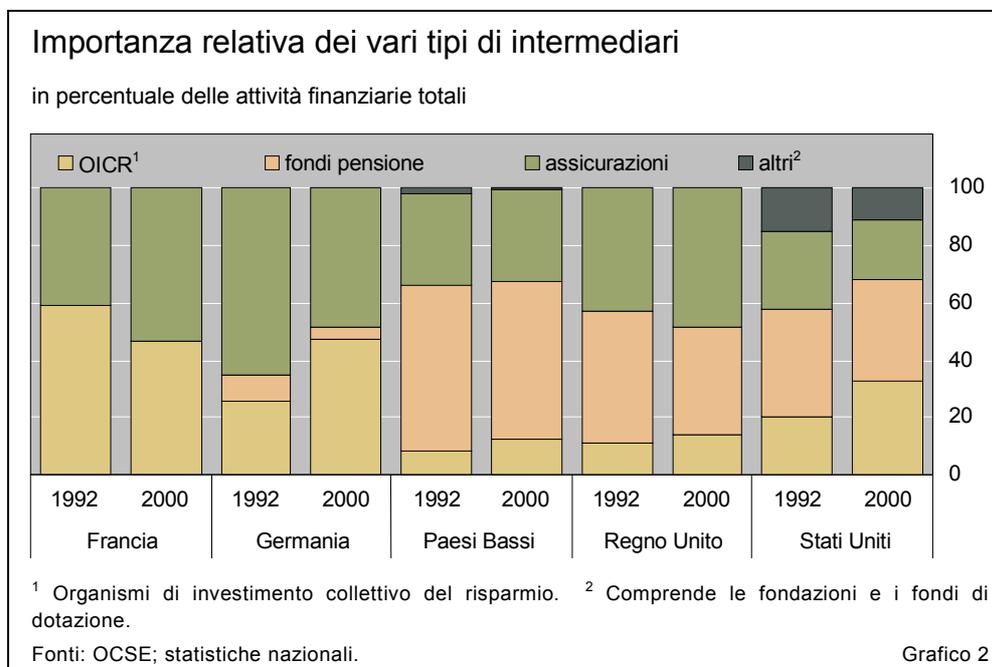
L'allocazione delle risorse finanziarie non è disgiunta dal contesto in cui si assumono le decisioni. Le tendenze correnti del settore, nella misura in cui influenzano gli incentivi dei gestori, sono quindi ovviamente in grado di condizionare il processo decisionale e le scelte di investimento². Ciò può a sua volta influire sugli andamenti dei mercati finanziari globali, un aspetto, questo, che ha destato particolare attenzione alla luce della straordinaria ascesa e del successivo crollo degli indici azionari a livello mondiale.

... e le tendenze del settore possono influenzare i mercati finanziari

Consapevole della crescente rilevanza acquisita dal settore della gestione patrimoniale delegata, il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), che segue l'evoluzione dei mercati finanziari su incarico delle banche centrali dei paesi del G10, ha istituito un gruppo di lavoro per analizzare tali questioni. Il presente articolo offre una sintesi dello studio compiuto dal gruppo e ne evidenzia alcuni dei principali risultati, descritti in un rapporto di recente pubblicazione³.

Evoluzione strutturale del settore

I gestori istituzionali di patrimoni si configurano in larga misura come *organismi di investimento collettivo, fondi pensione e compagnie di assicurazione*. Essi allestiscono e amministrano patrimoni mobiliari per conto di clienti, siano questi investitori privati o imprese. La gestione può essere effettuata in proprio oppure delegata a soggetti esterni. Pertanto, i fondi pensione e le assicurazioni possono avvalersi di gestori esterni per amministrare gli averi loro affidati, così come offrire essi stessi servizi di gestione a terzi.



² Cfr. BRI (1998).

³ Il "Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management" era presieduto da Michel Cardona della Banca di Francia. Il rapporto (CSFG, 2003) è disponibile sul sito Internet www.bis.org.

L'espansione mondiale della gestione istituzionale di portafogli, favorita dalle tendenze demografiche, dalla liberalizzazione finanziaria e dal progresso tecnologico, si è accompagnata a una ristrutturazione di fondo del settore che ha comportato, in particolare, una variazione nell'incidenza relativa dei vari intermediari (grafico 2). Sono inoltre divenute meno nette le tradizionali demarcazioni settoriali nella sfera di attività degli operatori. Per esempio, le assicurazioni hanno lanciato propri fondi di investimento e iniziato a offrire schemi previdenziali, mentre le banche hanno acquisito società di gestione mobiliare e compagnie di assicurazione, gettando un ponte fra i differenti segmenti del mercato.

Sebbene tali sviluppi abbiano avuto connotazioni diverse a seconda dei paesi, sono ravvisabili tre tendenze di fondo comuni all'intero settore della gestione istituzionale di patrimoni: la crescente importanza dei portafogli indicizzati; l'aumento nel numero di classi distinte di attività; il consolidamento e la specializzazione degli operatori.

Indicizzazione

L'indicizzazione è divenuta più importante ...

La crescente popolarità dei portafogli gestiti in forma passiva, ossia replicando un dato indice, costituisce forse il trend più significativo. I fondi indicizzati fecero la loro comparsa nel 1971, allorché il primo strumento di questo tipo, inteso a replicare l'indice S&P 500, venne creato da Wells Fargo Bank con una dotazione iniziale di \$6 milioni proveniente dal fondo pensione di Samsonite Co. Da allora essi sono costantemente cresciuti di importanza, e fra il 1998 e il 2001 hanno fatto segnare un aumento del 70% circa delle attività gestite. Le diversità fra i paesi restano però notevoli. I fondi indicizzati rappresentano oggi circa il 30% degli investimenti azionari e obbligazionari negli Stati Uniti e il 20% nel Regno Unito. Per contro, nell'insieme dell'Europa solo il 5% delle attività complessive e circa il 10% degli investimenti azionari sono gestiti su base passiva (tabella 1).

La tendenza verso l'indicizzazione è stata favorita dalla creazione di benchmark basati sulla capitalizzazione di mercato, e dalla constatazione che,

Distribuzione dei portafogli istituzionali nel 2001		
in percentuale		
Tipi di portafoglio	Europa	Stati Uniti
Azionari (titoli quotati)	44	54
di cui: a gestione attiva	90	64
di cui: a gestione passiva	10	36
Reddito fisso	43	32
di cui: a gestione attiva	98	87
di cui: a gestione passiva	2	13
Mercato monetario	8	9
Immobiliari	4	2
Altri (compresi gli hedge fund)	1	3

Fonti: UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002); *Pensions and Investments* (2002).

Tabella 1

quantomeno nei mercati più ampi e più efficienti in termini di informazione, i fondi a gestione attiva non fruttano in media rendimenti tali da compensare i maggiori costi⁴. Grazie alle ridotte commissioni, i fondi indicizzati appaiono uno strumento capace di offrire agli investitori un elevato grado di diversificazione (di fatto, la possibilità di detenere un'esposizione verso l'intero mercato) a costi relativamente bassi. Inoltre, fino ad epoca recente l'ascesa delle quotazioni azionarie ha contribuito alla loro attrattiva, in quanto essi rappresentavano un mezzo ad elevata efficacia di costo per assumere posizioni in un contesto di valutazioni in rapido aumento.

Fra gli strumenti in parola hanno recentemente assunto una posizione preminente le strategie passive ottimizzate ("enhanced passive strategies"). Tali strategie, basate sul fatto che il perseguimento di un tracking error⁵ prossimo allo zero comporta notevoli costi di transazione, prevedono una certa flessibilità nel replicare l'indice prescelto. Ciò consente a sua volta di gestire più agevolmente le riallocazioni che si rendono necessarie allorché l'indice viene riponderato. Il successo delle suddette strategie può in parte essere attribuito anche alla prassi, diffusa in passato, di basare i benchmark sulla capitalizzazione totale di mercato anziché sul solo flottante⁶. Questa prassi tendeva a produrre una forte volatilità delle azioni di società con grande capitalizzazione ma ridotto flottante, come le entità derivanti da "spin-off", data la relativa scarsità di tali titoli sul mercato in rapporto al loro peso nell'indice.

Nel comparto obbligazionario l'indicizzazione resta invece molto meno diffusa, e ciò per due motivi. In primo luogo, mentre il rischio idiosincratco è assai importante per le singole azioni, lo è molto meno per le singole obbligazioni, dato che i tassi d'interesse sono fortemente correlati. Questo fattore può limitare l'incentivo a indicizzare i portafogli del reddito fisso, essendo meno marcato il vantaggio della diversificazione. In secondo luogo, gli indici obbligazionari, specie per le emissioni societarie, sono più difficilmente replicabili. Si rendono ad esempio necessari aggiustamenti alle più importanti date di pagamento delle cedole, nonché per tener conto delle emissioni in scadenza e delle nuove offerte. È inoltre difficile ponderare correttamente un indice obbligazionario in base ai valori di mercato, poiché l'importo in essere di ciascuna componente può risultare incerto a causa dello scorporo delle cedole o *coupon stripping* (per i titoli di Stato), dei rimborsi anticipati (per quelli ipotecari) e delle opzioni di riscatto (per le obbligazioni societarie).

La tendenza all'indicizzazione riguarda in misura crescente non soltanto i grandi portafogli amministrati, ad esempio, per conto di fondi pensione, ma

... ma la sua popolarità varia a seconda dei paesi

⁴ Cfr. Sharpe (1966) e Jensen (1968). Sebbene singoli gestori possano realizzare extrarendimenti, questi di regola non risultano durevoli se si considerano il rischio e il "survivorship bias" (Carhart, 1997).

⁵ Per *tracking error* si intende lo scostamento dei rendimenti di un portafoglio rispetto a un dato indice benchmark, misurato dalla deviazione standard nell'arco di un periodo campione. La fissazione di limiti per il tracking error costituisce oggi una clausola standard dei mandati di investimento, anche per i portafogli in gestione attiva.

⁶ Per *flottante* si intende il valore di mercato dei titoli in essere che possono essere liberamente negoziati fra investitori istituzionali e privati.

anche la componente al dettaglio del risparmio gestito. Mentre i fondi comuni indicizzati esistono già da qualche tempo, i cosiddetti “exchange-traded fund” (ETF) sono un fenomeno relativamente nuovo. Si tratta di portafogli azionari, o in alcuni casi obbligazionari, che replicano un particolare indice e vengono negoziati in borsa su base infragiornaliera, alla stregua di azioni quotate. Il primo di tali fondi, basato sull’indice S&P 500, risale al 1993. A fine 2002 il patrimonio netto dei 50 maggiori ETF ammontava a \$159 miliardi, equivalenti più o meno al 6% delle attività indicizzate totali; circa \$70 miliardi erano gestiti dai primi dieci fondi (tabella 2). Uno dei vantaggi offerti da questi strumenti è che possono essere acquistati con il versamento di margini e contestualmente venduti allo scoperto, permettendo così agli investitori di aggiustare rapidamente le esposizioni azionarie. Altri vantaggi degli ETF per i piccoli investitori sono dati dai bassi costi annuali – pur essendo richieste commissioni per la loro negoziazione – e dall’efficienza fiscale. Infatti, non rimborsando le quote in contante, gli ETF non hanno bisogno di detenere liquidità in previsione di riscatti, né di vendere titoli (realizzando eventualmente guadagni di capitale) a questo fine.

Classi di attività

Un secondo importante sviluppo è stato il notevole aumento delle diverse classi di attività finanziarie offerte agli investitori finali. L’espansione complessiva dei portafogli gestiti professionalmente, sia in termini assoluti che in percentuale del PIL, si è infatti accompagnata a un crescente interesse per mercati e strumenti non tradizionali, fra cui fondi di private equity e di venture capital, con un connesso incremento della quota delle risorse collocate presso gestori non regolamentati. Di conseguenza, fra il 1994 e il 2002 le attività globali degli hedge fund⁷ risultavano salite da \$120 a circa \$600 miliardi.

L’ampliarsi della gamma di attività e di strategie ...

I dieci maggiori “exchange-traded fund” nel 2002		
in miliardi di dollari USA		
Fondo	Indice replicato	Patrimonio netto
SPDR Trust Series 1	S&P 500	30,45
Nasdaq 100 Trust Series 1	Nasdaq 100	18,85
Midcap SPDR Trust Series 1	S&P Midcap 400	6,19
Diamonds Trust Series 1	Dow Jones Industrial Average	3,84
iShares S&P 500	S&P 500	3,54
iShares Russell 2000	Russell 2000	2,64
Vanguard Total Stock VPR	Wilshire 5000	1,17
iShares S&P Smallcap 600	S&P Smallcap 600	1,09
iShares Russell 1000 Value	Russell 1000 Value	0,87
iShares Russell 2000 Value	Russell 2000 Value	0,83
Totale 10 maggiori		69,47
<i>Per memoria: 50 maggiori</i>		<i>158,90</i>
Fonte: <i>Pensions and Investments</i> (2002), dati al 30 agosto 2002.		Tabella 2

⁷ Cfr. Tsatsaronis (2000).

Si è ritenuto che gli hedge fund e gli altri investimenti alternativi offerissero vantaggi in termini di diversificazione in virtù delle loro basse o negative correlazioni presunte con classi di attività più tradizionali. Pertanto, gli investimenti in hedge fund possono essere considerati come una naturale reazione alla corrente tendenza verso l'indicizzazione, nonché alle opportunità di arbitraggio che questa potrebbe via via dischiudere. Eppure, nonostante la loro recente crescita, gli investimenti alternativi quali fondi speculativi e di private equity continuano a rappresentare soltanto una porzione modesta sul totale dei portafogli di gestori istituzionali (tabella 1).

Consolidamento e specializzazione

La terza tendenza di fondo emersa nel settore è la crescente aggregazione e specializzazione degli intermediari. Il consolidamento è stato favorito soprattutto dal diffondersi dell'indicizzazione e dal fatto che, grazie alle economie di scala, i fondi indicizzati tendono a realizzare performance migliori di quelli a gestione attiva, specie nei periodi di ascesa dei mercati. Ciò ha determinato un deflusso di risorse dai fondi attivi, più tradizionali, riducendone i proventi da commissioni e stimolando ulteriormente la concentrazione intergruppo e infragruppo. Oltre che dai consueti effetti sui costi fissi, le economie di scala provengono nella fattispecie dai più bassi costi di transazione, a loro volta dovuti al minor bisogno complessivo di negoziazione, alla possibilità di effettuare *operazioni incrociate* (vendite e acquisti simultanei fuori mercato per clienti diversi) e al fatto che la gestione passiva previene il cosiddetto *churning* (transazioni non necessarie volte a generare commissioni). Di conseguenza, nella gestione passiva di portafogli si assiste oggi al predominio di un numero relativamente esiguo di operatori, i tre maggiori dei quali detengono una quota ingente del mercato mondiale (tabella 3). Pur

... nonché l'indicizzazione hanno favorito il consolidamento e la specializzazione

I dieci maggiori gestori di portafogli indicizzati nel 2001				
Gestore	Attività totali (mld di \$)	Azioni (in %)	Reddito fisso (in %)	"Enhanced indexed" (in %)
Barclays Global	768,0	77,2	22,8	13,0
State Street Global	641,2	69,4	30,6	3,0
Vanguard Group	234,6	87,1	12,9	0,0
Deutsche AM	145,0	88,3	11,7	4,0
TIAA-CREF	85,6	100,0	0,0	90,0
Mellon Capital	79,7	82,5	17,5	5,0
Fidelity Investments	69,4	90,3	9,7	39,0
Northern Trust	62,6	73,0	27,0	0,4
J.P. Morgan	52,4	100,0	0,0	100,0
Dimensional Fund	32,8	98,8	1,2	96,0
Totale 10 maggiori:	2 171,3			
<i>Per memoria: 60 maggiori</i>	<i>2 600,0</i>			

Fonte: *Pensions and Investments* (2002), dati al 31 dicembre 2001. Tabella 3

essendosi accelerato il ritmo del consolidamento, nell'ambito dei gestori attivi si è fatta più marcata la specializzazione, in quanto il settore si è diversificato in classi di attività non convenzionali a elevato contenuto di ricerca. È così cresciuto il numero degli intermediari non tradizionali altamente specializzati.

Tendenze nella struttura degli incentivi

La struttura degli incentivi è cambiata ...

Le tendenze strutturali di fondo sopra descritte si sono altresì rispecchiate in vari mutamenti delle modalità di remunerazione degli investitori istituzionali. Questi sviluppi sono potenzialmente di grande importanza, in quanto interessano l'essenza stessa dell'attività del settore, ossia la separazione fra la proprietà e il controllo della ricchezza finanziaria. Tale separazione, e i connessi rapporti fiduciari, hanno dato origine ad alcune convenzioni contrattuali volte a incoraggiare comportamenti prudenti da parte dei gestori.

In pratica, la struttura degli incentivi tende a fondarsi su talune regole semplici e facilmente verificabili, costituite da tre elementi essenziali:

- una *regola di condivisione dei profitti* o una *struttura delle commissioni* tese ad allineare gli incentivi ai risultati (ad esempio, commissioni di gestione basate sulla consistenza del portafoglio, con o senza bonus rapportati alla performance);
- una *componente di performance relativa*, misurata rispetto a un benchmark che funge da parametro per monitorare i risultati, raffrontare i rendimenti e verificare fattori comuni di incertezza (shock concernenti l'intero mercato);
- *controlli sull'assunzione di rischio*, come limiti al tracking error massimo consentito, requisiti di rendicontazione e vincoli alle scelte e strategie di investimento.

Sono individuabili tre sviluppi principali nella struttura degli incentivi: disposizioni contrattuali più stringenti; maggiore attenzione al processo di investimento; variazioni nell'importanza relativa delle diverse modalità di remunerazione.

... in quanto i mandati sono divenuti più stringenti ...

Per effetto di una definizione più rigorosa delle clausole contrattuali, la responsabilità delle scelte di "asset allocation" strategica è tornata a ricadere maggiormente sui proprietari dei fondi amministrati. Ne sono da esempio la ripartizione dei portafogli fra un numero maggiore di distinti mandati specializzati e la crescente enfasi posta su specifici stili e strategie di investimento, come quelli azionari orientati alla crescita ("growth") ovvero al valore ("value")⁸.

La segmentazione e la maggiore delimitazione dei mandati trovano anche riflesso nelle regole più stringenti poste alla gestione tattica giornaliera, che possono esprimersi nella fissazione del tracking error massimo consentito e nell'utilizzo più generalizzato di altri vincoli, come requisiti di diversificazione e

⁸ Le strategie orientate alla crescita perseguono rendimenti superiori alla media investendo in società i cui utili dovrebbero aumentare più rapidamente della media di mercato, ossia in titoli con un elevato rapporto prezzo/utigli. Le strategie orientate al valore mirano invece ad azioni con un basso rapporto prezzo/valore contabile o prezzo/utigli, ossia quotate al di sotto del loro valore intrinseco.

massimali all'investimento in taluni valori. Ad esempio, è pratica diffusa per i portafogli obbligazionari limitare le scelte di investimento ai titoli di qualità bancaria. Oltre ad abbassare i costi di monitoraggio, ciò consente di definire un plafond indicativo di rischio. Anche il tracking error è divenuto un parametro frequentemente impiegato per misurare e circoscrivere il rischio di portafoglio. Pertanto, persino i fondi gestiti attivamente tendono a essere basati su limiti al tracking error rispetto a un dato benchmark, con soglie crescenti in funzione della rischiosità e del rendimento atteso. Vincoli contrattuali e regolamentari, se applicati congiuntamente a tali limiti, possono restringere in misura considerevole lo spazio di manovra del gestore, e potenzialmente trasformare i fondi a gestione attiva in fondi quasi passivi. Di conseguenza, poiché negli ultimi anni gli "enhanced passive fund"⁹ hanno assunto una posizione preminente fra i portafogli indicizzati, la linea di demarcazione fra i due stili di gestione si è in certa misura attenuata.

Inoltre, gli investitori finali prestano crescente attenzione ai processi di investimento e alla coerenza nello stile di gestione. Pertanto, essi controllano e valutano – di solito con l'ausilio di consulenti – l'operato dei gestori con riferimento ad appropriati benchmark, vagliando accuratamente quegli aspetti procedurali dell'attività dei gestori che si ritiene possano generare una migliore performance di lungo periodo. Tra questi, stanno assumendo sempre maggiore importanza i sistemi di controllo e gestione dei rischi. La performance storica, pur continuando a far parte del processo valutativo, non è più considerata l'unica determinante nella scelta e nella valutazione del gestore.

È infine mutata l'importanza relativa dei diversi schemi di remunerazione. In particolare, paiono essere maggiormente preferite le formule in cui le commissioni di gestione sono calcolate come percentuale fissa sui fondi amministrati, anziché in funzione della performance. I livelli delle commissioni differiscono a seconda degli stili di gestione e delle classi di attività. Sebbene non esplicitamente correlati ai risultati, questi schemi ripagano in modo indiretto la performance relativa del gestore (assumendo come riferimento un indice di mercato, oppure – oggi meno di frequente – i rendimenti realizzati da un gruppo di omologhi), laddove il legame tra la performance e l'afflusso di fondi opera da incentivo implicito. Va nondimeno rilevato che la tendenza ad abbandonare le commissioni esplicitamente commisurate alla performance¹⁰ non ha interessato hedge fund e altri veicoli di investimento alternativi, che continuano a focalizzarsi sui rendimenti assoluti piuttosto che su quelli relativi.

... e gli investitori guardano sempre più ai processi e alla coerenza nello stile di gestione

Oggi le commissioni sono per lo più basate su una percentuale fissa del portafoglio

⁹ Sulla base delle informazioni di mercato, si può ritenere che per i fondi a *gestione attiva* il tracking error medio si situi intorno all'1% per i portafogli obbligazionari e nella fascia del 2-6% per quelli azionari. I portafogli con errori ammessi intorno allo 0,25 e al 2% rispettivamente verrebbero considerati come *passivi ottimizzati*, quelli con errori più bassi come *passivi*.

¹⁰ Gli operatori del settore tendono a sottolineare i possibili effetti avversi in termini di incentivi insiti in particolare nelle commissioni di performance asimmetriche, derivanti dalla struttura remunerativa ("payoff") assimilabile a quella delle opzioni. Inoltre, pare che gli stessi gestori abbiano vivamente sconsigliato l'applicazione di commissioni di performance esplicite, poiché queste tendono a rendere estremamente volatili i proventi.

Investitori istituzionali ed efficienza dei mercati finanziari

Le tendenze summenzionate nel settore della gestione istituzionale dei portafogli comportano varie possibili implicazioni per i mercati finanziari. Alcune di esse, concernenti l'efficienza e la volatilità, sono trattate qui di seguito. Altre conseguenze derivanti dal cambiamento nella struttura degli incentivi possono essere messe in evidenza con riguardo alla liquidità del mercato e alla gestione del rischio da parte sia dei risparmiatori sia dei gestori. Queste ultime, unitamente a varie implicazioni di policy, sono esaminate in dettaglio nel rapporto del CSFG (2003).

Date le dimensioni e gli orizzonti di investimento potenzialmente lunghi ...

L'efficienza dei mercati finanziari si fonda sulla capacità di certi investitori di reagire a quelli che appaiono come "pricing error" e, così facendo, di correggere tali distorsioni. Questi investitori tenderanno a vendere o ad assumere posizioni corte nei titoli ritenuti sopravvalutati, acquisendo nel contempo posizioni lunghe in sostituti stretti di questi titoli al fine di coprirsi dal rischio. Se non sono disponibili tali sostituti per creare l'esposizione bilanciante, oppure se gli investitori optano deliberatamente per una posizione contraria non coperta, queste operazioni di arbitraggio divengono intrinsecamente rischiose. Le distorsioni di prezzo non soltanto sono difficili da individuare, ma possono addirittura ampliarsi prima di scomparire. In altri termini, quand'anche i prezzi finiscano sicuramente per convergere, nel frattempo potrebbero comunque insorgere perdite cospicue. Quindi, il problema che si pone è se l'investitore sia disposto a mantenere la propria posizione malgrado le perdite temporanee e disponga di capitale sufficiente per seguire una tale strategia. Nel caso degli arbitraggi non coperti l'efficienza del mercato richiede dunque l'esistenza di operatori con mezzi finanziari e orizzonti di investimento tali da permettere il mantenimento di una data posizione finché tutte le informazioni disponibili non siano state pienamente incorporate nei prezzi¹¹.

... gli investitori istituzionali possono contribuire a correggere gli errori di pricing

Gli investitori istituzionali, in virtù delle loro grandi dimensioni e degli orizzonti di investimento potenzialmente lunghi, dovrebbero essere meglio di altri in grado di svolgere tale funzione. In linea di principio la loro presenza favorisce un processo di investimento più rapido, articolato e completo, che va da una migliore raccolta e analisi delle informazioni a una più coerente politica decisionale. In altri termini, ipotizzando che essi investano sulla base dei fondamentali e abbiano la capacità di mantenere le posizioni assunte sufficientemente a lungo, la loro attività di arbitraggio potrebbe avere un effetto stabilizzante sui prezzi delle attività, assicurando che questi non si discostino in misura significativa dai fondamentali stessi. Per ragioni sostanzialmente analoghe sarebbe logico attendersi che gli investitori istituzionali operino in veste di fornitori strutturali di liquidità, specie nei periodi di stress.

In pratica, tuttavia, è opportuno domandarsi se taluni cambiamenti intervenuti nelle modalità di remunerazione non possano aver intaccato la capacità di questi intermediari di sfruttare le grandi dimensioni e gli orizzonti di investimento in teoria relativamente lunghi ai fini delle funzioni sopraddette. Ad

¹¹ Cfr. Shleifer e Vishny (1997).

esempio, qualora si fosse di fatto accorciato l'arco temporale delle scelte di investimento, il riallineamento dei prezzi potrebbe non essere abbastanza rapido da permettere il mantenimento di posizioni di arbitraggio scoperto. Ciò impedirebbe o ritarderebbe ulteriormente la correzione di eventuali distorsioni.

Un argomento spesso evocato a sostegno di tale possibilità si basa sull'osservazione che i gestori finiscono generalmente per essere valutati in rapporto ai risultati dei loro omologhi¹², dato che oggi la performance è misurata per lo più con riferimento a un benchmark. Per evitare di scendere al di sotto di tale parametro, essi possono essere incentivati ad adottare comportamenti gregari, chiudendo le posizioni di arbitraggio esistenti o astenendosi dal crearne di nuove, così da non esporsi al rischio di reputazione derivante da un comportamento difforme rispetto ai concorrenti. Tali effetti possono prodursi non solo nel caso dei mandati che prevedono formalmente come metro di giudizio della performance i risultati di altri gestori, ma anche a causa delle formule di remunerazione. Se infatti le commissioni sono implicitamente correlate ai rendimenti relativi rispetto a un indice di mercato, i gestori sono indotti a evitare una performance inferiore alla media e il conseguente deflusso di fondi, mantenendosi quanto più possibile in linea con il benchmark. Pertanto, è possibile che essi vengano a trovarsi massimamente vincolati proprio nel momento in cui hanno le migliori opportunità di trarre beneficio da posizioni in controtendenza, ossia quando le distorsioni di prezzo che cercano di aggiustare si ampliano ulteriormente. Il timore di una tale eventualità li renderà più cauti fin dal principio, in fase di allestimento delle posizioni iniziali. Gli incentivi collegati all'attività di arbitraggio possono quindi risultare particolarmente inefficaci in circostanze estreme, con il rischio di accrescere l'instabilità.

In effetti, alcuni degli sviluppi in atto nel settore, di cui si è discusso in precedenza, paiono indicare una minore capacità degli investitori istituzionali di attuare strategie di arbitraggio rischiose. Ne sono da esempio la generale tendenza a restringere i mandati di investimento, l'adozione di benchmark affermati nel valutare la performance e la riduzione del tracking error ammissibile (cfr. riquadro).

Altri sviluppi sembrano invece suggerire influssi di segno opposto. A livello strategico, la più marcata differenziazione nelle classi di attività e negli stili di investimento dovrebbe consentire ai singoli operatori una maggiore discrezionalità nell'assunzione del rischio. Nella misura in cui la responsabilità delle scelte allocative appare oggi ricadere maggiormente sui proprietari dei fondi, i singoli investitori possono ripartire i propri averi sulla base di classi di attività e strategie meglio definite, in funzione della propria personale convinzione circa i futuri andamenti del mercato. Inoltre, la quota crescente di risorse gestite da veicoli alternativi di investimento potrebbe rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali meno vincolati – rispetto alle loro controparti tradizionali – da benchmark o limiti al tracking error. A livello tattico, il minore

Ma la prassi del settore potrebbe limitare questa capacità ...

... dato il più stretto margine di manovra dei gestori

Poiché tuttavia altre tendenze suggeriscono effetti opposti ...

¹² Cfr. Scharfstein e Stein (1990).

Misurazione della performance, tracking error e scelte di investimento

Gli investitori devono poter valutare accuratamente la performance dei propri gestori per mezzo di criteri oggettivi. Il parametro più frequentemente adottato è il rendimento in relazione a indici di mercato affermati, come quelli delle famiglie MSCI e S&P. Nel corso delle interviste condotte dal gruppo di lavoro i rappresentanti del settore hanno evocato la possibilità che il crescente ricorso agli indici principali di mercato, unitamente alla recente tendenza a imporre limiti più stringenti al tracking error, determini una convergenza nel comportamento degli intermediari. In particolare, sono stati citati tre fattori connessi con l'impiego di benchmark di mercato che potrebbero talvolta rafforzare tali effetti:

- le azioni sopravvalutate o le grandi emissioni di mutuatari con forte leva finanziaria tendono a confluire nei principali indici che, essendo generalmente ponderati in base alla capitalizzazione, sono pertanto destinati a comprendere piuttosto titoli sopravvalutati che non sottovalutati. Di conseguenza, i gestori di portafogli possono trovarsi nella necessità di acquistare tali valori anche ove giudichino eccessivo il loro prezzo, poiché altrimenti rischierebbero di infrangere il limite convenuto per il tracking error^①;
- allorché un dato titolo è compreso nell'indice, la possibilità di una sua sottoponderazione nel portafoglio gestito è limitata dal tracking error consentito. I due fattori congiunti generano un trade-off fra il rischio di ampliare l'errore e quello di detenere titoli sopravvalutati. Il problema è avvertito in particolare nel caso degli indici più rigorosamente definiti, in cui un numero relativamente ristretto di singoli valori potrebbe assumere un peso preponderante;
- nell'ipotesi in cui un indice sia replicato solo parzialmente, possono prodursi effetti di feedback in quanto i gestori sono costretti ad accrescere le posizioni nei principali determinanti dell'indice allorché un aumento di quest'ultimo coincide con una sottoperformance di tali determinanti rispetto all'indice stesso^②. Quest'ultimo effetto è più probabile nel caso di indici ampi o difficili da replicare (come quelli obbligazionari), mentre gli indici ristretti vengono in genere replicati integralmente.

Poiché gli indici impiegati sono in gran parte basati sulla capitalizzazione di mercato (definita dal flottante), i portafogli che replicano integralmente l'indice sottostante si autoriequilibrano. Infatti, il valore del portafoglio varia in linea con l'indice, evitando la necessità di operare aggiustamenti, sempreché le componenti dell'indice stesso restino invariate. Gli effetti sopra descritti sono pertanto molto più blandi di quanto sarebbero nel caso di indici con pesi statici aggiustabili o non basati sulla capitalizzazione. Inoltre, tutti e tre i fattori possono essere oggetto di negoziazione fra il gestore e il cliente, il quale può convenire un certo grado di personalizzazione del portafoglio, stabilendo ad esempio limiti per determinati titoli. Ciò può a sua volta ridurre eventuali implicazioni sfavorevoli.

^① In alternativa, il gestore può essere costretto a vendere titoli che avrebbe desiderato conservare, ad esempio quando l'indice di riferimento è basato su criteri di rating (com'è frequente nel caso delle obbligazioni) e prevede l'esclusione di titoli di qualità non bancaria. Un declassamento al di sotto della qualità bancaria comporterebbe la rimozione del titolo in questione dall'indice e, seppure con un certo sfasamento temporale, la ricomposizione dei portafogli con la vendita forzata del titolo stesso. Effetti analoghi si possono produrre se il mandato di gestione prevede vincoli di rating. ^② Va notato che, in linea di principio, tale feedback può anche essere negativo, a seconda della struttura delle covarianze fra le componenti principali dell'indice e l'indice stesso.

ricorso a benchmark basati (esplicitamente) sui rendimenti di operatori omologhi potrebbe alleviare la pressione in termini di reputazione sui singoli gestori, riducendo così l'incentivo a "seguire il gregge". Infine, data la maggiore attenzione prestata ai processi di investimento, i detentori finali potrebbero essere indotti a preservare gli orizzonti effettivi di valutazione dei risultati in periodi di sottoperformance, incoraggiando i gestori ad assumere e mantenere posizioni di più lunga durata in attività il cui prezzo appare inappropriato in relazione ai fondamentali.

Purtroppo non è facile valutare l'impatto complessivo risultante dai vari sviluppi dianzi descritti, data la loro natura almeno in parte contrastante. Non sorprende dunque che, nell'insieme, non emergano chiari riscontri empirici a

... l'impatto complessivo resta incerto

sostegno né dell'ipotesi che le tendenze in atto influenzino sfavorevolmente l'efficienza (e la volatilità) del mercato, né di quella che gli investitori istituzionali sistematicamente contribuiscano a creare, o non riescano a correggere, forti disallineamenti nei prezzi delle attività. Non è quindi chiaro se e in quale misura i cambiamenti nelle strutture degli incentivi abbiano influito sulla complessiva capacità degli investitori istituzionali di contrastare tali distorsioni. Sebbene i gestori di portafogli possano talvolta vedere ridotto l'arco temporale su cui è giudicata la loro performance, le opportunità di profitto e la relativa libertà di ingresso nel mercato inducono a ritenere che vi siano incentivi a correggere le incongruenze di prezzo nel medio periodo una volta che i disallineamenti siano divenuti eccessivi. In sintesi, mentre alcuni aspetti della struttura della gestione istituzionale di portafogli possono suggerire una capacità di influenzare gli esiti del mercato, non sono disponibili robuste evidenze a conferma di tali effetti.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1998): "I prezzi delle attività e il settore degli investitori istituzionali", *68a Relazione annuale*, Basilea, pagg. 83–106.

Carhart, M.M. (1997): "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, 52, pagg. 57–82.

Comitato sul sistema finanziario globale (2003): *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, marzo.

Jensen, M.C. (1968): "The performance of mutual funds in the period 1945–1964", *Journal of Finance*, 23, pagg. 389–416.

Pensions and Investments (2002): varie edizioni.

Scharfstein, D. e J. Stein (1990): "Herd behaviour and investment", *American Economic Review*, 80, pagg. 465–479.

Sharpe, W.F. (1966): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, 34, pagg. 119–138.

Shleifer, A. e R.W. Vishny (1997): "The limits of arbitrage", *Journal of Finance*, 52, pagg. 35–55.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge funds", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 68–79.

UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002): *Global industry research: the future of asset management in Europe*, settembre.

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 un terzo documento a fini di consultazione sul Nuovo Accordo di Basilea ...

In aprile il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato a uso delle banche e di tutte le altre parti interessate un terzo documento a fini di consultazione sulla proposta per il Nuovo Accordo di Basilea sul capitale. I commenti fatti pervenire permetteranno al CBVB di apportare le ultime modifiche al nuovo schema di adeguatezza patrimoniale. L'obiettivo del Comitato resta quello di completare la stesura del Nuovo Accordo entro il quarto trimestre 2003 per consentirne l'introduzione nei paesi partecipanti entro la fine del 2006. In vista di tale scadenza, vari paesi stanno già lavorando a progetti legislativi per incorporare i requisiti patrimoniali del "Basilea 2" nei rispettivi regimi nazionali. Il documento di presentazione, che accompagna il terzo rapporto consultivo, fornisce una sintesi dei nuovi criteri di regolamentazione del patrimonio¹. Esso evidenzia anche i cambiamenti introdotti dopo la pubblicazione, nell'ottobre 2002, del terzo studio sull'impatto quantitativo (Quantitative Impact Study, QIS 3), utilizzato dalle banche di 43 paesi per valutare gli effetti del Nuovo Accordo sui propri portafogli.

... rende note le conclusioni del terzo studio sull'impatto quantitativo ...

In maggio il CBVB ha pubblicato un resoconto dei risultati globali del QIS 3², lo studio con cui il Comitato intendeva valutare l'impatto delle sue proposte per il Nuovo Accordo di Basilea prima di ultimare il terzo documento di consultazione (CP 3). Nel complesso, i risultati appaiono in linea con gli obiettivi del CBVB; i requisiti patrimoniali minimi resterebbero sostanzialmente invariati per le grandi banche operanti a livello internazionale, considerato che esse tenderanno a impiegare i sistemi basati sui rating interni (internal ratings-based, IRB). Le proposte dovrebbero infatti incentivare queste banche ad adottare le più sofisticate metodologie IRB. Per le banche del G10 e della UE di dimensioni minori e maggiormente orientate al mercato interno, i requisiti patrimoniali potrebbero risultare sensibilmente inferiori a quelli attualmente

¹ Cfr. *Presentazione del Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali*, aprile 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

² Cfr. *Quantitative Impact Study 3 – overview of the global results*, maggio 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

previsti nel quadro dei sistemi IRB, vista soprattutto l'importanza che l'attività creditizia al dettaglio riveste per la loro operatività. In altri paesi potrebbero esservi significative differenze a seconda delle condizioni nei vari mercati e dell'ambito su cui si incentra l'attività delle banche. Tuttavia, si ritiene che tutti i risultati siano in parte sovrastimati, anche a causa della difficoltà di individuare nuove forme di garanzia reale.

Il CBVB ha fatto inoltre notare come le modifiche alle proposte contenute nel secondo documento consultivo (CP 2) abbiano generalmente prodotto i risultati desiderati. Ad esempio, i requisiti patrimoniali per i prestiti a piccole e medie imprese non saranno in genere più elevati di quelli attuali. Il Comitato ha deciso di introdurre alcune riduzioni mirate nelle proposte sul metodo standard e, in particolare, una più bassa ponderazione di rischio (nella misura del 35%) per i mutui ipotecari su immobili residenziali; è stato inoltre riconosciuto che i crediti scaduti con livelli di accantonamento significativi giustificano una ponderazione di rischio inferiore al 150% del restante ammontare netto. Relativamente al rischio operativo verrà offerto, a discrezione delle autorità di vigilanza, un trattamento standard alternativo impiegabile nell'ambito di ciascuno dei tre sistemi applicati al rischio di credito. Da ultimo, sono stati affinati alcuni elementi delle proposte IRB. Verso la fine di maggio il CBVB ha pubblicato un nuovo documento integrativo che fornisce maggiori dettagli su alcune parti del QIS 3³.

Sempre in maggio il CBVB ha pubblicato i risultati dell'indagine sull'informativa al pubblico per il 2001, condotta su un campione di banche attive a livello internazionale⁴. La pubblicazione rientra nella costante opera del Comitato volta a promuovere la trasparenza e un'efficace disciplina di mercato nell'attività bancaria e nei mercati finanziari, specie in vista della prossima introduzione del Nuovo Accordo di Basilea. L'indagine, basata sui bilanci annuali di 54 banche, è articolata in 104 quesiti riguardanti varie categorie di informazioni quantitative e qualitative: struttura del capitale, adeguatezza patrimoniale, modellizzazione del rischio di mercato, rating interni ed esterni, modellizzazione del rischio di credito, operazioni di cartolarizzazione, qualità dell'attivo, derivati creditizi e ulteriori forme di "credit enhancement", altri strumenti derivati, diversificazione per aree geografiche e linee operative, criteri contabili e di presentazione dei bilanci, altre tipologie di rischio.

L'indagine rileva che molte banche hanno continuato ad ampliare la portata della loro informativa. Complessivamente, nel 2001 esse hanno pubblicizzato il 63% delle informazioni riportate nel questionario, rispetto al 59% nel 2000 e al 57% nel 1999. Dall'inchiesta è altresì emerso che: (i) la maggior parte dei dati pubblicati nel 2001 ha riguardato le procedure contabili e di presentazione dei bilanci, gli altri rischi e la struttura patrimoniale, mentre le informazioni più sporadiche sono state quelle relative ai meccanismi di rafforzamento del credito (compresi la modellizzazione del rischio di credito e i

... e pubblica i risultati dell'indagine sull'informativa bancaria per il 2001

L'indagine rileva i progressi compiuti ...

³ Cfr. *Supplementary information on QIS 3*, maggio 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

⁴ Cfr. *Public disclosures by banks: results of the 2001 disclosure survey*, Pubblicazioni del Comitato di Basilea, n. 97, maggio 2003, disponibile sul sito www.bis.org.

... specie nell'informativa sui rischi operativo, legale e del "banking book"

derivati creditizi). Inoltre, l'informativa sui modelli interni di rischio è molto più diffusa per il rischio di mercato che non per quello di credito; (ii) rispetto al 1999 è considerevolmente aumentata la divulgazione di dati su operazioni di cartolarizzazione, rating interni ed esterni, nonché meccanismi di rafforzamento del credito. Il progresso più degno di nota è l'incremento delle informazioni sugli altri rischi (operativo e legale, di liquidità e di tasso d'interesse nel "banking book"), che figurano ora tra le categorie di informazioni più divulgate nel 2001; (iii) a livello di singole voci, le informazioni più comuni vertono sulla struttura del patrimonio, le procedure contabili e di presentazione dei bilanci, la modellizzazione del rischio di mercato e l'adeguatezza patrimoniale.

Il CBVB auspica una maggiore trasparenza sulle tecniche di mitigazione del rischio di credito

Sulla base dei risultati dell'indagine, il CBVB invita le banche ad accrescere ulteriormente la trasparenza nell'impiego di tecniche di mitigazione del rischio di credito, cartolarizzazione di attività e rating interni, tanto più che l'informativa al pubblico in tali aree figurerà fra i criteri di idoneità da soddisfare per il riconoscimento o l'utilizzo di queste tecniche nel quadro del Nuovo Accordo di Basilea sul capitale. Infine, le banche che non pubblicano ancora le informazioni più comuni sono sollecitate a migliorare le loro prassi informative, dato che nella maggior parte dei casi ciò verrà richiesto dal Nuovo Accordo.

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Il CSPR pubblica un nuovo testo di riferimento

In aprile il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha pubblicato una nuova edizione del suo testo di riferimento sui sistemi di pagamento nei vari paesi, comunemente noto come "Red Book". Il lavoro (*Payment and settlement systems in selected countries*) costituisce un ulteriore contributo alla comprensione del modo in cui funzionano i sistemi di pagamento, compresi quelli per il regolamento in titoli, nei paesi rappresentati in seno al CSPR. Nella nuova versione, che modifica e amplia quella precedente del 1993, viene estesa la copertura dei diversi segmenti e sviluppi nei sistemi di pagamento e di regolamento in titoli. Oltre ai capitoli riservati ai singoli paesi, la nuova edizione comprende una sezione sugli schemi internazionali di pagamento, nonché un aggiornamento del glossario.

Altre iniziative

Autorità di vigilanza dei mercati sul riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo

In giugno il CBVB, l'International Association of Insurance Supervisors e l'International Organization of Securities Commissions hanno pubblicato una nota congiunta sulle iniziative intraprese da ciascun settore per combattere il riciclaggio di denaro illecito e il finanziamento del terrorismo. La nota era stata inizialmente predisposta per la riunione del Joint Forum a Hong Kong SAR nel marzo 2003 e quindi trasmessa per informazione al Gruppo di coordinamento in occasione della riunione tenutasi a Berlino nello stesso mese. Nella misura in cui le istituzioni di ciascun settore offrono servizi equiparabili, è necessario assicurare un ragionevole grado di uniformità ai provvedimenti e criteri applicati dai vari settori nella lotta contro il riciclaggio ("anti-money laundering", AML) e il finanziamento del terrorismo ("combating the financing of terrorism",

CFT), al fine di evitare che i fondi illeciti tendano ad affluire alle istituzioni dei settori che operano in base a requisiti meno stringenti. Tuttavia, la diversa tipologia dei rapporti intercorrenti tra le istituzioni e la loro clientela nei rispettivi settori implica che gli standard AML/CFT siano concepiti in funzione delle specificità di queste relazioni. Pertanto, essi potranno differire per ciò che concerne il grado di dettaglio e il campo di applicazione.