

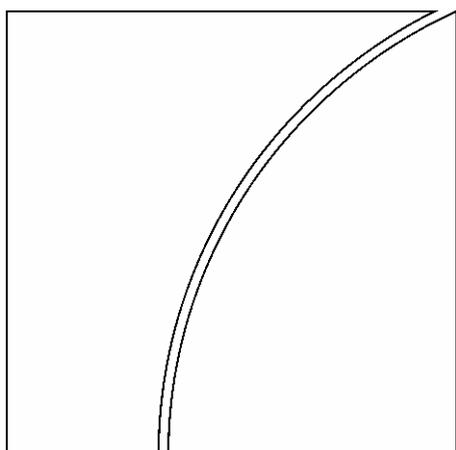


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 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

Dicembre 2003

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: i segnali di crescita sospingono la fiducia degli investitori	1
<i>Si intensificano le pressioni sul dollaro</i>	1
<i>Scarsi effetti di propagazione dai mercati dei cambi a quelli del reddito fisso</i>	4
<i>I mercati emergenti beneficiano di un aumento dei rating</i>	6
<i>Le azioni riprendono a salire grazie ai forti profitti</i>	8
<i>Riquadro: I rating creditizi delle grandi società di finanziamento</i>	9
2. Il mercato bancario internazionale	15
<i>Modesti i prestiti alle imprese, privilegiati gli investimenti in titoli</i>	15
<i>Riquadro: Centri offshore, dollaro USA e yen</i>	18
<i> Mercati emergenti: flussi in entrata e in uscita sospinti dai depositi</i>	20
<i>Riquadro: I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2003 ..</i>	26
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	29
<i>L'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali perturba l'attività di raccolta</i>	31
<i>Il maggiore indebitamento dei residenti USA favorisce le emissioni in dollari</i>	33
<i>Gli "upgrade" imprimono slancio alla raccolta dei PVS</i>	34
<i>Riquadro: Flussi di titoli USA e flussi di titoli in dollari: due dinamiche a confronto</i>	35
<i>La volatilità rinvia le emissioni dei mutuatari a più basso rating</i>	37
<i>Previsto un forte aumento dei rimborsi agli inizi del 2004</i>	38
4. I mercati degli strumenti derivati	41
<i>Andamento divergente negli scambi di contratti su tassi d'interesse</i>	42
<i> Mercati volatili rallentano gli scambi di opzioni su tassi d'interesse</i>	42
<i> Ulteriore espansione degli strumenti su indici azionari</i>	45
<i>Riquadro: L'ascesa delle contrattazioni in prodotti su indici azionari paneuropei</i>	46
<i>Andamento costante delle negoziazioni in contratti valutari</i>	47
<i>Generalizzata espansione dei mercati OTC.....</i>	48
<i>I valori lordi di mercato crescono a ritmo sostenuto</i>	51
<i>Rallentamento dell'attività OTC rispetto a quella di borsa</i>	52

Sezioni monografiche

L'enigma degli spread creditizi	53
<i>Jeffery D. Amato ed Eli M. Remolona</i>	
<i>Scomposizione degli spread</i>	54
<i>Le difficoltà di diversificazione</i>	58
<i>Indicazioni tratte dalle CDO emesse a fini di arbitraggio</i>	59
<i>Riquadro: Diversificazione e sovracollateralizzazione nelle CDO</i>	62
<i>Il ruolo della correlazione delle insolvenze</i>	63
<i>Conclusioni e implicazioni</i>	64

Fattori comuni alla base degli spread dei mercati emergenti	67
<i>Patrick McGuire e Martijn A. Schrijvers</i>	
<i>Pricing delle attività e gestori di portafoglio</i>	68
<i>Il debito dei mercati emergenti come categoria di attività</i>	69
<i>Varianza comune degli spread</i>	71
<i>Valenza economica</i>	76
<i>Conclusioni</i>	78
<i>Riquadro: Tassi d'interesse USA e spread obbligazionari</i> <i>dei mercati emergenti</i>	79
Credit default swap su obbligazioni sovrane	83
<i>Frank Packer e Chamaree Suthiphongchai</i>	
<i>Quadro di riferimento e fonti informative</i>	84
<i>Crescita e sviluppo</i>	85
<i>Premi sui CDS riferiti a passività sovrane</i>	89
<i>Conclusioni</i>	91
Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico	93
<i>Robert N. McCauley</i>	
<i>"Overfunding" del disavanzo pubblico per trasformare</i> <i>il debito della banca centrale</i>	95
<i>Vantaggi per il mercato obbligazionario e le operazioni monetarie</i>	96
<i>Questioni aperte</i>	101
<i>Conclusioni</i>	102
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	105
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	105
<i>Riquadro: Le prossime tappe verso il Nuovo Accordo di Basilea</i> <i>sul capitale</i>	106
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	107
<i>Altre iniziative</i>	108
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: i segnali di crescita sospingono la fiducia degli investitori

I diffusi segnali di una ripresa dell'economia globale in autunno hanno favorito un miglioramento della fiducia degli investitori. Soprattutto in ottobre i rendimenti sono aumentati, è ripresa la dinamica ascendente dei listini azionari e gli spread si sono ridotti tanto nel comparto societario quanto nell'area emergente. I mercati dei cambi, che avevano subito oscillazioni insolitamente brusche dopo una riunione del G7 in settembre, sono tornati a stabilizzarsi e l'impatto della volatilità su altri mercati si è rivelato solo modesto.

La fiducia verso i mercati emergenti è stata ulteriormente sostenuta da una serie di innalzamenti del merito di credito: nel solo mese di ottobre dieci prenditori sovrani – principalmente asiatici – hanno beneficiato di un aumento del rating. Attratti dalle favorevoli condizioni di finanziamento, nel terzo trimestre 2003 i mutuatari di paesi emergenti hanno raccolto sul mercato internazionale dei titoli di debito \$19 miliardi, l'importo più elevato degli ultimi due anni.

In taluni mercati sono emerse potenziali fonti di preoccupazione, ma si è trattato di casi isolati. Il declassamento di alcune imprese automobilistiche ha posto in evidenza le vulnerabilità di questo segmento particolarmente volatile del mercato delle obbligazioni private. L'arresto di un noto imprenditore russo ha suscitato negli investitori perplessità circa la recente promozione del paese al rango della qualità bancaria. Infine, le presunte frodi nel settore dei fondi comuni hanno rischiato di intaccare l'ottimismo degli investitori azionari.

Si intensificano le pressioni sul dollaro

L'indebolimento del dollaro in settembre ...

Il clima sui mercati valutari è mutato sensibilmente in settembre. Il dollaro, che si era rafforzato nei confronti dell'euro e aveva dato prova di buona tenuta rispetto allo yen e ad altre valute asiatiche durante l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari in estate, ha accusato un netto deprezzamento. A innescare le pressioni sulla valuta USA è stata la diffusione di dati peggiori del previsto sull'economia statunitense, come il calo di 95 000 occupati nei settori non agricoli nel mese di agosto, annunciato il 5 settembre.

... si accentua dopo la riunione del G7

Le pressioni al ribasso sul dollaro sono state ulteriormente acuite dal comunicato stampa diramato il 20 settembre a conclusione del summit dei ministri finanziari e dei governatori delle banche centrali del G7 a Dubai, che

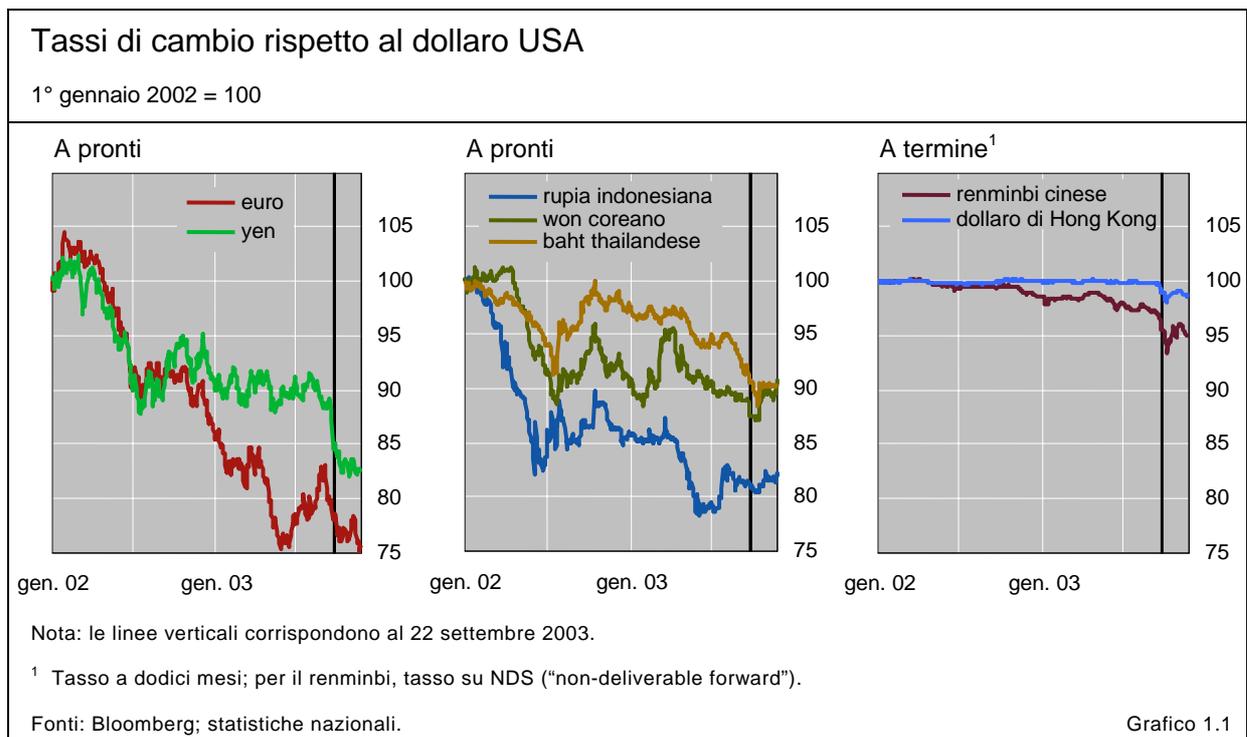
poneva l'accento sull'auspicabilità di tassi di cambio più flessibili. Sebbene il comunicato non fosse inteso a impartire uno specifico indirizzo ai mercati, molti operatori vi hanno scorto un appello per un dollaro più debole.

In particolare, dopo il vertice di Dubai gli operatori hanno riconsiderato la possibilità di un aggiustamento delle valute asiatiche rispetto al dollaro. Mentre l'euro aveva guadagnato il 13% nei confronti del biglietto verde nei dodici mesi prima del 20 settembre, la gran parte delle monete asiatiche si era apprezzata molto meno (grafico 1.1), e ciò nonostante che i fondamentali dell'economia indicassero come la ripresa della regione dopo l'epidemia di SARS dei mesi precedenti fosse più rapida di quanto inizialmente prefigurato. In taluni ambienti finanziari e politici questa mancanza di flessibilità valutaria è stata percepita come un ostacolo a un ordinato aggiustamento del deficit del conto corrente USA. Il comunicato di Dubai è stato pertanto interpretato come un segnale secondo cui i paesi asiatici avrebbero dovuto assumersi parte dell'onere dell'aggiustamento, lasciando apprezzare le proprie valute. Nei giorni successivi alla riunione gli operatori hanno spinto in alto yen, baht thailandese e won coreano rispetto al dollaro, e le aspettative circa il futuro valore del renminbi cinese e del dollaro di Hong Kong hanno anch'esse registrato un marcato cambiamento.

Le pressioni sulle valute asiatiche si sono allentate nel giro di poche settimane. In ottobre le notizie macroeconomiche provenienti dagli Stati Uniti sono state sorprendentemente positive, spingendo gli operatori a coprire le posizioni corte in dollari. Il rapporto sull'occupazione per quel mese ha dato il via a una serie di annunci che confermavano un rafforzamento dell'economia USA; alla fine di ottobre i dati sul PIL per il terzo trimestre indicavano un'espansione dell'economia statunitense pari a ben il 7,2%.

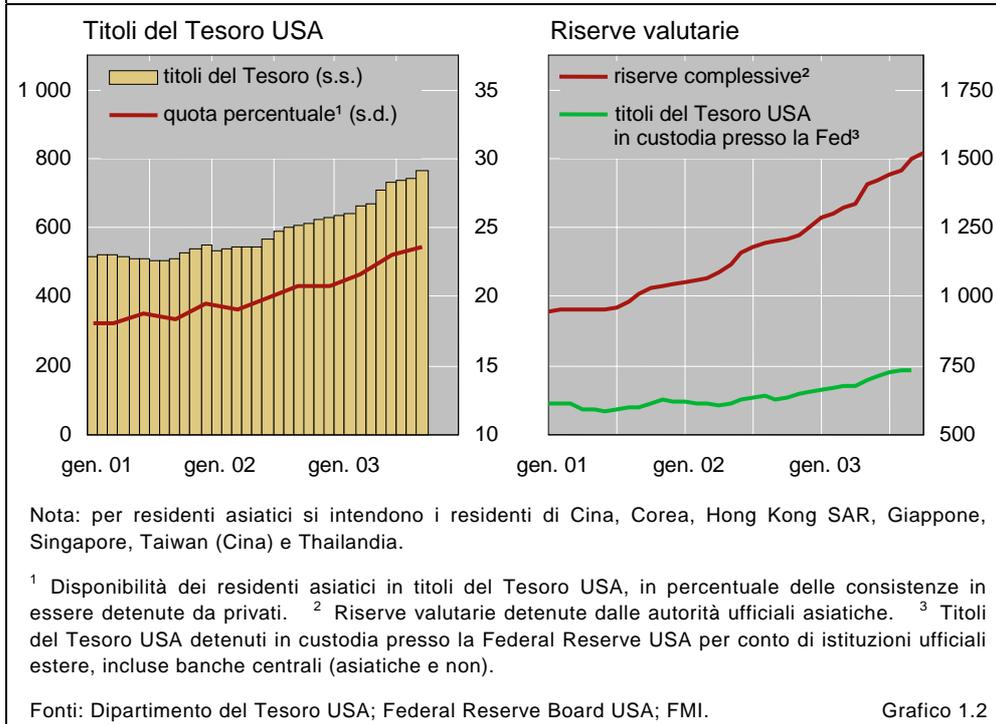
Mercato aggiustamento nei confronti delle valute asiatiche ...

... ma le pressioni sono di breve durata



Disponibilità dei residenti asiatici in titoli del Tesoro USA

in miliardi di dollari USA



Continuano gli interventi sui mercati dei cambi in Asia

All'allentamento delle pressioni ha contribuito altresì il protrarsi degli interventi valutari messi in atto dalle autorità finanziarie asiatiche per arginare possibili apprezzamenti delle loro monete. Il Ministero delle Finanze giapponese ha reso noto di aver autorizzato in settembre la vendita di un ammontare senza precedenti di yen, oltre 4 trilioni, in contropartita di valute estere. Nell'intento di alleviare le tensioni sul baht, il 14 ottobre la banca centrale thailandese ha annunciato l'istituzione di un massimale sui depositi interni a breve di non residenti, nonché l'eliminazione di ogni forma di remunerazione su tali depositi. Al tempo stesso, i residenti asiatici hanno continuato ad acquistare ingenti quantitativi di titoli del Tesoro USA in settembre, anche se le sottoscrizioni nette complessivamente effettuate da investitori esteri sono scese al livello più basso dalla crisi finanziaria mondiale del 1998. A fine settembre circa un quarto delle consistenze in essere di Treasuries era detenuto da soggetti asiatici, tra cui banche centrali e altre istituzioni ufficiali, che ne sono state le principali acquirenti (grafico 1.2).

L'euro riprende ad apprezzarsi

Pur essendosi stabilizzata rispetto alle divise asiatiche poco dopo il vertice di Dubai, la valuta USA ha perso ulteriore terreno nei confronti dell'euro. Tra il 20 settembre e il 28 novembre il cambio euro/dollaro si è apprezzato del 6%, toccando il picco di 1,20. Oltre ai dati macroeconomici sempre più positivi provenienti dall'area dell'euro, gli operatori sembrano aver puntato la loro attenzione sullo squilibrio corrente USA e sulle controversie commerciali in atto quali possibili indicazioni a sostegno di un rafforzamento dell'euro.

Scarsi effetti di propagazione dai mercati dei cambi a quelli del reddito fisso

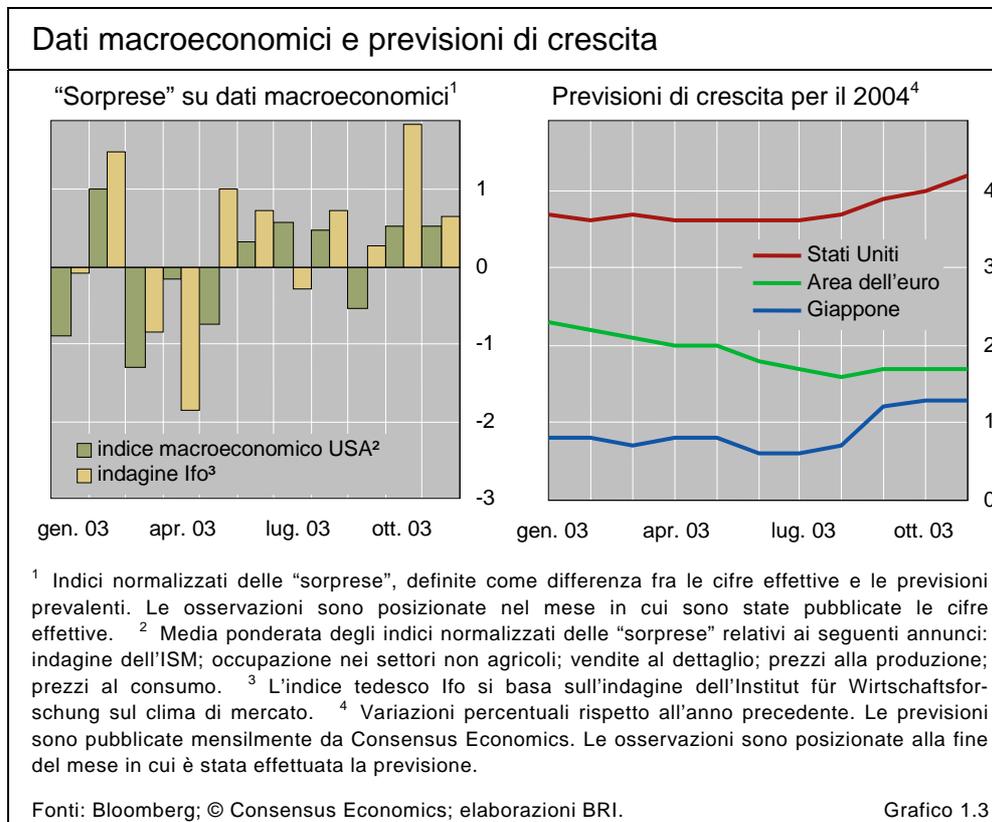
La propagazione della volatilità dai mercati valutari a quelli obbligazionari è stata limitata. Se i timori circa la domanda estera di titoli USA hanno contribuito ad aumentare di 5 punti base i rendimenti in dollari nella giornata operativa successiva al comunicato di Dubai, a determinare la dinamica di tali rendimenti sono state in genere le altalenanti prospettive economiche statunitensi. A causa di una serie di dati più deboli del previsto, a fine settembre i rendimenti swap a dieci anni in dollari risultavano diminuiti di quasi 60 punti base rispetto a un mese prima (grafici 1.3 e 1.4). Essi sono tuttavia tornati a guadagnare una trentina di punti in ottobre, all'aumentare dei segnali di un rafforzamento dell'economia USA.

I rendimenti in dollari rispecchiano le prospettive macroeconomiche USA ...

Anche i rendimenti in euro non hanno risentito degli sviluppi sui mercati dei cambi, e sono sembrati prescindere dagli andamenti economici dell'area. Per tutto il bimestre settembre–ottobre i rendimenti in euro si sono mossi pressoché in sintonia con quelli in dollari. In settembre hanno ripiegato verso il basso, in apparente controtendenza con dati macroeconomici generalmente migliori del previsto; in ottobre hanno seguito la dinamica rialzista dei rendimenti in dollari, sebbene le previsioni di crescita per l'economia europea fossero state ritoccate meno di quelle per gli Stati Uniti.

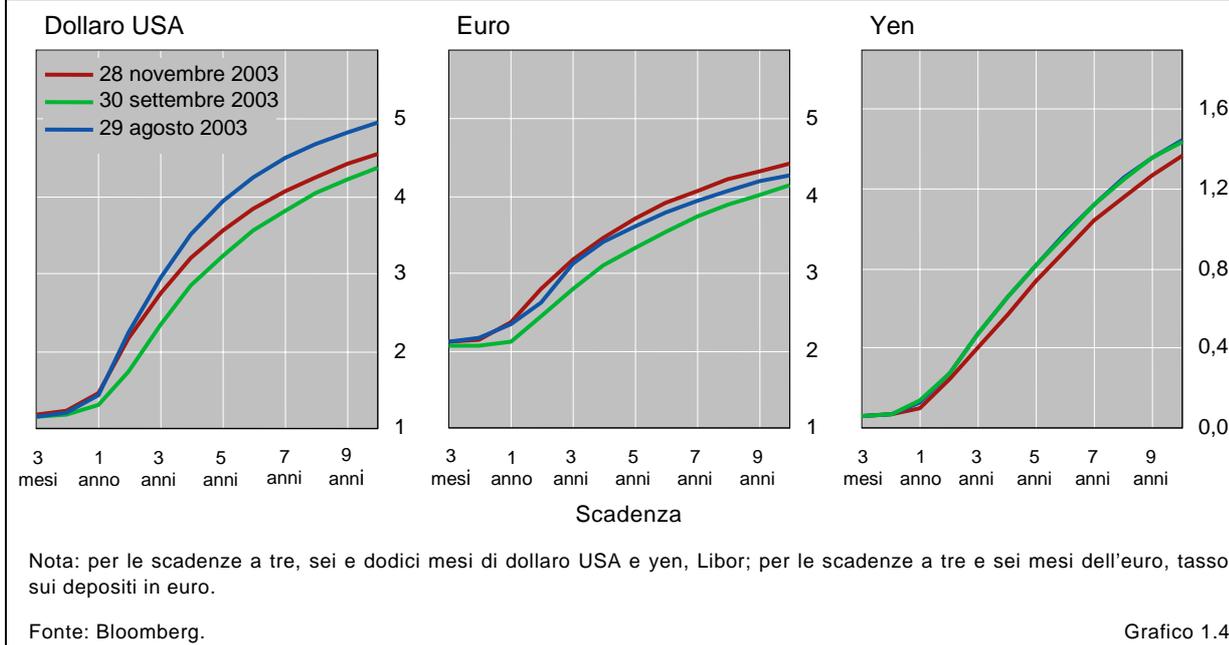
... e quelli in euro si muovono in sintonia

La volatilità dei mercati valutari ha invece prodotto effetti occasionali sul mercato del reddito fisso in yen, che sono però prontamente rientrati. Ad



Curve dei rendimenti di swap

in percentuale



Crescono i rendimenti in Giappone, nonostante il rafforzamento dello yen

esempio, i rendimenti swap a dieci anni in yen hanno perso 11 punti base subito dopo il comunicato di Dubai, nel timore che una moneta più forte potesse pregiudicare la ripresa nipponica; essi sono tuttavia tornati sui livelli precedenti nel giro di pochi giorni. Anche se lo yen si era apprezzato dell'8% sul dollaro nei due mesi a partire da ferragosto, a metà ottobre i rendimenti swap decennali erano tornati pressappoco sui valori preesistenti, all'1,4%. Sulla scia di una favorevole indagine *Tankan*, di una produzione industriale robusta e di altri indicatori superiori alle attese, gli investitori obbligazionari avrebbero ritenuto che la ripresa in Giappone fosse sufficientemente radicata da poter tener testa agli effetti di un rafforzamento dello yen.

Iniziative delle banche centrali per chiarire gli indirizzi di politica monetaria

Gli sforzi attuati dalle banche centrali per chiarire gli orientamenti futuri della politica monetaria potrebbero aver contribuito a prevenire ulteriori rialzi dei rendimenti. A chiusura della riunione di agosto del Federal Open Market Committee, la dichiarazione secondo cui sarebbe stato possibile mantenere un orientamento accomodante per un periodo di tempo considerevole è stata interpretata da molti operatori come il segnale che, inflazione permettendo, la Federal Reserve non avrebbe aumentato i tassi d'interesse quand'anche la crescita dell'economia fosse rimasta per alcuni trimestri al di sopra del tasso tendenziale. Il 10 ottobre la Banca del Giappone ha rilasciato un comunicato con cui precisava la propria intenzione di mantenere la politica di allentamento quantitativo almeno fino a quando le variazioni annue dell'indice "core" dei prezzi al consumo non si fossero attestare su valori nulli o positivi per alcuni mesi e la maggioranza del Policy Board non pronosticasse per tale indice una variazione superiore allo zero nel periodo di previsione. Anche la forte domanda di obbligazioni in dollari da parte di autorità finanziarie asiatiche e di altri investitori in titoli di debito internazionali ha contribuito a limitare l'impatto

dei movimenti valutari sui rendimenti in dollari (cfr. il riquadro nella sezione “Il mercato internazionale dei titoli di debito”).

Il calo dei rendimenti ai primi di settembre avrebbe inoltre contribuito a riportare l'ordine nei processi di regolamento sul mercato PcT statunitense, dove il numero di operazioni non perfezionate era cresciuto notevolmente in luglio e agosto. Vista l'ondata di vendite sul mercato dei titoli governativi, sembra che taluni operatori avessero cercato di assumere posizioni corte prendendo a prestito la Treasury note decennale dell'emissione corrente (“on-the-run”) sul mercato PcT e vendendola contestualmente in via definitiva. In molti casi, tuttavia, al momento della consegna questi speculatori non sono riusciti a reperire il titolo poiché ben pochi investitori erano disposti a cederlo. Ne è ovviamente conseguito un elevato numero di transazioni non perfezionate. Al diminuire dei rendimenti agli inizi di settembre, tali operazioni allo scoperto sono divenute meno significative, e il numero di “mancati regolamenti” è diminuito nettamente.

Nonostante le rassicurazioni delle banche centrali, le numerose notizie positive di ottobre hanno indotto un mutamento nelle attese degli operatori circa il timing di futuri incrementi dei tassi ufficiali per l'euro e il dollaro. A fine ottobre i mercati dei futures scontavano già inasprimenti di almeno 50 punti base da parte sia della Fed sia della BCE entro la metà del 2004. Per converso, la maggioranza degli economisti continuava a ritenere poco probabile un aumento dei tassi prima della fine di quell'anno. Fra le principali banche centrali la prima a intervenire è stata la Reserve Bank of Australia, innalzando il policy rate di 25 punti base il 5 novembre, seguita il giorno dopo dalla Banca d'Inghilterra.

I mercati dei futures scontano un inasprimento entro la metà del 2004

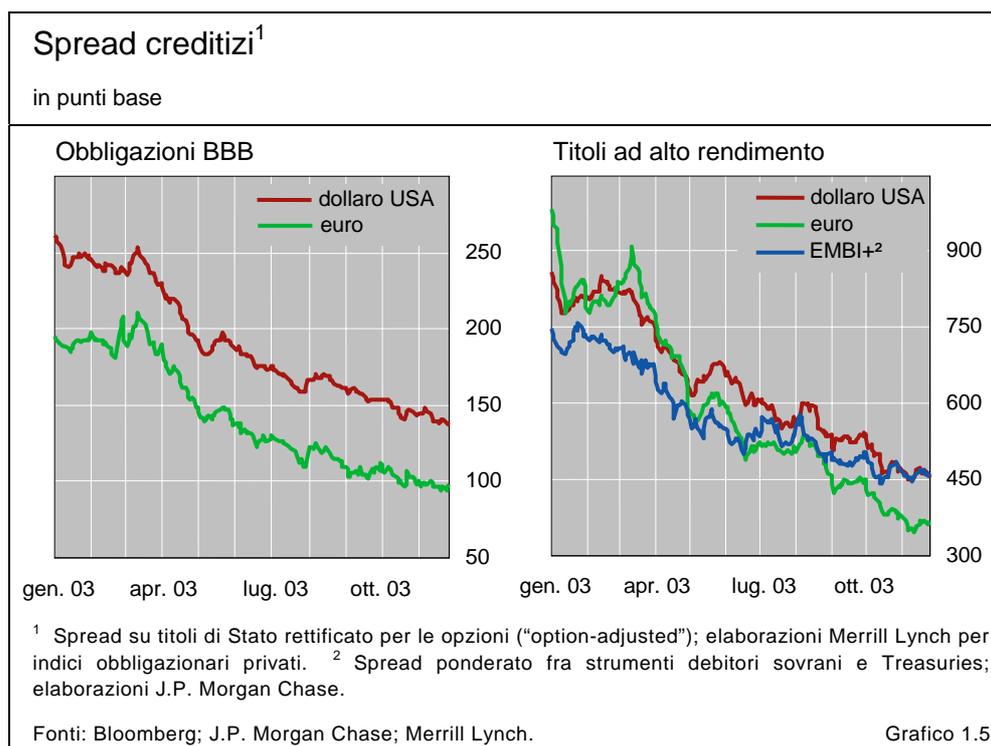
I mercati emergenti beneficiano di un aumento dei rating

Dopo un anno di declino, interrotto durante l'estate a causa della volatilità nei mercati obbligazionari, gli spread creditizi sono tornati a calare in autunno. La liquidità potrebbe avere svolto un ruolo in tal senso, giacché a fine settembre e in ottobre gli investitori hanno convogliato importi considerevoli nei fondi comuni USA ad alto rendimento dopo i prelievi di inizio agosto. Rispetto ai Treasuries, i differenziali delle obbligazioni societarie USA quotate BBB sono scesi di circa 14 punti base tra il 1° ottobre e il 21 novembre, quelli dei titoli in dollari ad alto rischio di una settantina di punti e quelli del debito di mercati emergenti di 42 (grafico 1.5).

Diminuiscono gli spread creditizi

Il periodo sotto rassegna è stato straordinariamente positivo per i rating sovrani, specie in Asia (grafico 1.6). Nel solo mese di ottobre dieci prenditori – Cina, Grecia, Hong Kong SAR, Indonesia, Macao SAR, Malaysia, Pakistan, Russia, Thailandia e Turchia – sono stati “promossi” da almeno una delle tre più importanti agenzie internazionali di valutazione. Le principali motivazioni comunemente addotte a sostegno della decisione sono stati il miglioramento dei fondamentali di finanza pubblica e l'aumento delle riserve. I due gradi guadagnati dalla Russia, innalzata da Moody's al rango della qualità bancaria, sono tanto più spettacolari se si considera che solo cinque anni fa il paese si era dichiarato insolvente.

Numerosi i soggetti sovrani “promossi” dalle agenzie di rating in ottobre



Asia: netta riduzione degli spread sui titoli di qualità bancaria ...

Gli avanzamenti dei prenditori sovrani paiono essere stati anticipati da un calo dei differenziali creditizi, con un effetto di annuncio evidente solo nel caso della Russia. In Asia gli spread sui titoli sovrani di qualità bancaria si sono ridotti nel periodo in esame a livelli storicamente bassi, ben inferiori a quelli precedenti la crisi finanziaria del 1997–98. Le segnalazioni circa l'intensificarsi delle indagini a carico della maggiore società petrolifera russa Yukos, culminate con l'arresto del suo presidente, hanno innescato a partire da metà ottobre una brusca corsa alle vendite sui mercati azionari e obbligazionari del paese. Entrambi i listini, tuttavia, si sono poi stabilizzati sui livelli registrati poco prima dell'innalzamento del rating. Da notare, inoltre, che gli eventi in Russia non hanno avuto alcun impatto su altri mercati emergenti.

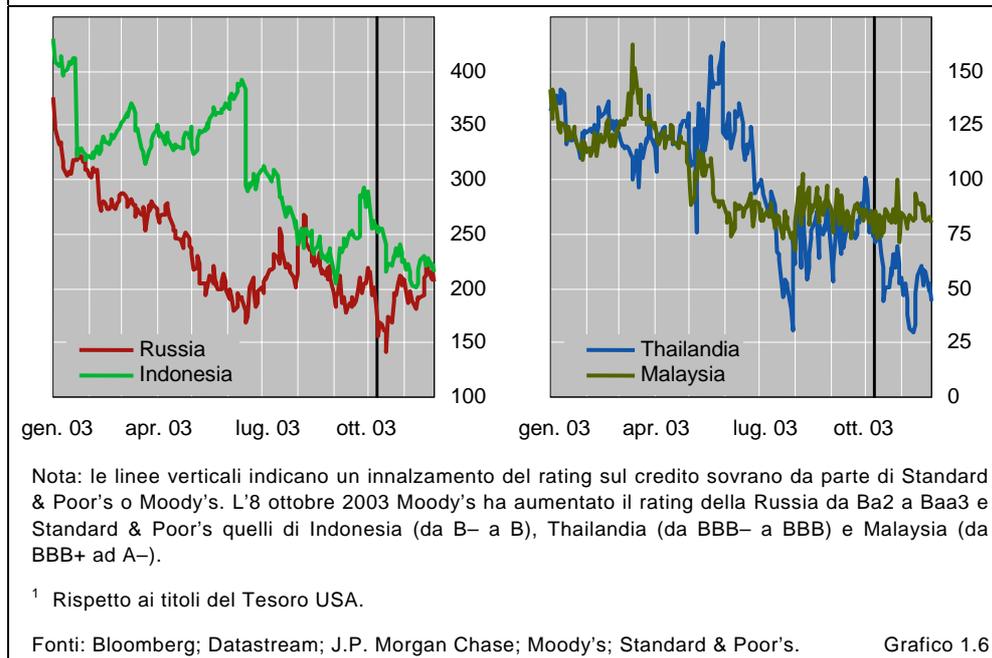
... a fronte di una forte domanda di titoli

Non tutti i titoli di mercati emergenti sono stati interessati dal calo degli spread. Le obbligazioni filippine sono state negoziate a prezzi inferiori a causa del protrarsi delle incertezze politiche, e quelle colombiane per i perduranti problemi di natura fiscale. In genere, tuttavia, la continua ricerca di maggiori rendimenti ha mantenuto la domanda di titoli emergenti su livelli più che bastevoli a soddisfare un'offerta di obbligazioni internazionali in costante aumento (cfr. "I mercati internazionali dei titoli di debito"). L'aggressiva politica di prezzo sul prestito pubblico cinese da \$1,5 miliardi lanciato in ottobre costituisce un esempio significativo della robustezza della domanda, specie di titoli asiatici; circa la metà dell'emissione sarebbe stata collocata presso investitori dell'Asia.

Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sia le obbligazioni "investment grade" che quelle ad alto rendimento sono state anch'esse sostenute dai segnali di un miglioramento della qualità creditizia nel periodo sotto rassegna. Ai sempre più numerosi annunci di risultati reddituali positivi nel settore societario si è

Spread dei mercati emergenti¹ e "upgrade" di ottobre

in punti base



accompagnato un nuovo calo degli indici di insolvenza. Alla fine del terzo trimestre la media mobile sui dodici mesi dell'incidenza delle inadempienze sul totale degli emittenti di grado speculativo è scesa al 5,7%, il livello più basso in poco meno di tre anni.

I mercati creditizi non sono però rimasti del tutto immuni dalla volatilità. Nelle ultime settimane di ottobre gli spread si sono ampliati drasticamente sia per il settore automobilistico che per le finanziarie a esso collegate, dopo la decisione di Standard and Poor's di declassare a sorpresa DaimlerChrysler e di porre Ford e la sua affiliata finanziaria sotto osservazione. In taluni ambienti si è persino paventato il potenziale impatto sistemico che un eventuale declassamento di Ford al di sotto della qualità bancaria avrebbe prodotto sui mercati finanziari. Con \$130 miliardi di debito non garantito, Ford Motor Credit figura tra le maggiori società di finanziamento a livello mondiale, e le sue obbligazioni rappresentano una quota significativa nei portafogli di numerosi investitori (cfr. riquadro seguente). Ma l'annuncio di S&P il 12 novembre, secondo cui le prospettive sul rating di Ford potevano considerarsi stabili dopo la squalifica a BBB-, ha ridotto i timori di un imminente declassamento al livello di "junk bond". In realtà, i differenziali sul debito della compagnia automobilistica sono scesi ai valori osservati prima che essa fosse posta sotto osservazione.

I declassamenti nel settore automobilistico aumentano la volatilità

Le azioni riprendono a salire grazie ai forti profitti

Le migliorate prospettive economiche hanno impresso ulteriore slancio ai mercati azionari globali a partire dai primi di settembre. Dopo aver oscillato da

I rating creditizi delle grandi società di finanziamento

Eli Remolona e Dimitrios Karampatos

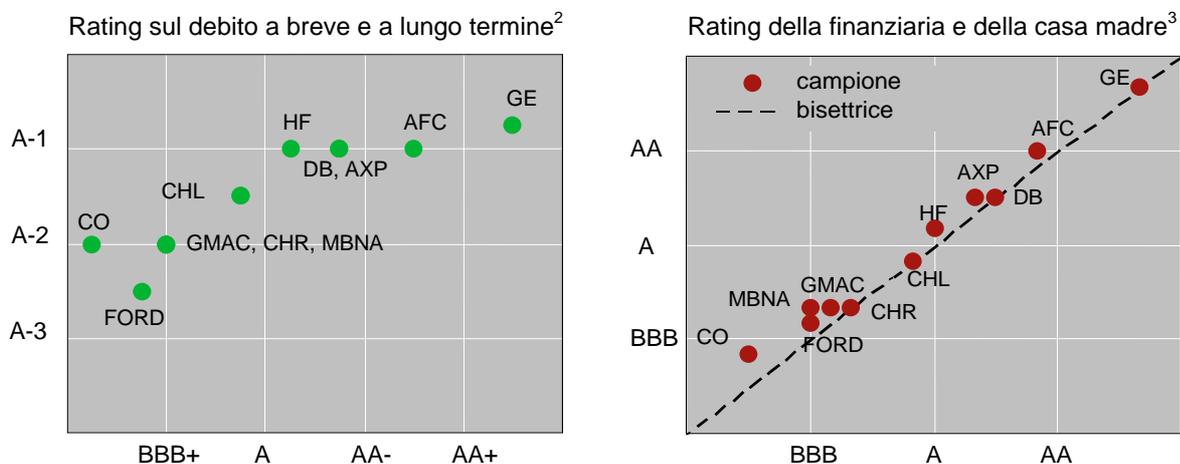
Le società di finanziamento figurano tra i maggiori emittenti di obbligazioni private. È questo il caso di Ford Motor Credit. Alla luce del suo recente declassamento, ci si chiede quale rilevanza assumano i rating creditizi per le grandi imprese di questo tipo. Ford Motor Credit è inoltre la sussidiaria finanziaria di un'importante società industriale, da questa interamente controllata, ed è interessante analizzare il ruolo della casa madre nella valutazione di una sua affiliata finanziaria.

Negli Stati Uniti le società di finanziamento costituiscono un gruppo eterogeneo di intermediari finanziari. Alla stregua delle banche commerciali, esse erogano credito a famiglie e imprese. A differenza degli istituti bancari, tuttavia, non raccolgono fondi, e non sono pertanto soggette alla regolamentazione e alla vigilanza previste per le istituzioni di deposito. Secondo la più recente indagine della Riserva federale, a metà del 2000 il settore delle società di finanziamento USA deteneva attività finanziarie per \$1 trilione, pari a un quinto delle dimensioni aggregate delle banche commerciali statunitensi^①. Il settore è inoltre caratterizzato da un'elevata concentrazione: ne fanno parte circa mille società, ma quasi il 70% dei crediti complessivi fa capo ad appena venti di esse.

Non avendo accesso ai depositi quale fonte di finanziamento, le grandi finanziarie si rivolgono massicciamente al mercato dei titoli di debito, mentre quelle di minori dimensioni ricorrono al credito bancario. Il mercato delle obbligazioni societarie rappresenta la principale fonte di finanziamento del settore, cui fornisce almeno un terzo del fabbisogno complessivo di fondi, seguito dal mercato della commercial paper (CP), con il 18% circa.

Il ricorso ai mercati obbligazionari rende i rating creditizi estremamente importanti per le grandi finanziarie USA. Essi determinano infatti il costo del finanziamento, e quindi anche i termini in base ai quali tali società possono competere con altri intermediari finanziari^②. Si utilizzano rating a breve termine nel mercato della CP e a lungo termine in quello delle obbligazioni societarie.

Rating delle grandi società di finanziamento statunitensi¹



¹ Media dei rating di Standard & Poor's e Moody's a fine novembre 2003. AFC: Associates First Capital; AXP: American Express; CHL: Countrywide Home Loans; CHR: DaimlerChrysler Financial Services; CO: Capital One Bank; DB: Discover Bank; FORD: Ford Motor Credit; GE: General Electric Capital; GMAC: General Motors Acceptance Corporation; HF: Household Finance; MBNA: MBNA America Bank. ² Sul debito a breve in ordinata, sul debito a lungo in ascissa. ³ Sul debito a lunga della finanziaria in ordinata, sul debito a lunga della casa madre in ascissa.

Fonte: Bloomberg.

^① Per una trattazione dettagliata dell'indagine, cfr. K. E. Dynan, K. W. Johnson e S. M. Slowinski, "Survey of finance companies, 2000", *Federal Reserve Bulletin*, gennaio 2002, pagg. 1-14. ^② Per un'analisi sui modi in cui le società di finanziamento competono con le banche, cfr. E. M. Remolona e K. C. Wulfekuhler, "Finance companies, bank competition and niche markets", *FRBNY Quarterly Review*, estate, 1992, pagg. 25-38.

La regolare raccolta di fondi sul mercato della CP presuppone di fatto un elevato rating sul debito a breve termine, per esempio il P-1 di Moody's o l'A-1 di Standard & Poor's. Un rating inferiore costituirebbe un grave handicap, dal momento che i fondi comuni d'investimento del mercato monetario – i principali investitori sul mercato della CP – sono soggetti per legge a rigidi massimali sulla detenzione di attività a basso rating[®]. Vi è una certa corrispondenza fra rating sul debito a breve e su quello a lungo termine. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico, un rating a lungo termine pari ad A tende a fungere da linea di demarcazione fra i rating a breve elevati e quelli bassi. Quando agli inizi del 2002 le maggiori finanziarie di gruppi automobilistici vennero declassate al di sotto di questa linea, esse furono estromesse dal mercato della CP (anche se potevano sempre emettere CP garantita da attività cartolarizzando crediti) e costrette a ricorrere più massicciamente al mercato delle obbligazioni societarie.

Le maggiori imprese di finanziamento sono in genere sussidiarie di altre società; il merito di credito della casa madre costituisce per loro la più importante determinante singola del rating sul debito a lungo termine[®]. Le tre grandi finanziarie di gruppi automobilistici sono di fatto sussidiarie "vassallo" ("captive"), nel senso che la loro attività consiste principalmente nel concedere credito per finanziare la produzione della rispettiva casa madre. In occasione del declassamento di Ford Motor Credit annunciato da Standard and Poor's nel novembre scorso, a giustificazione della decisione è stato semplicemente addotto che "i rating di Ford Motor Credit rispecchiano quelli della casa madre, Ford Motor Co". Come si evince dal diagramma di destra del grafico, su un campione di 11 grandi finanziarie casa madre e sussidiaria ricevono nella maggior parte dei casi lo stesso rating. Laddove ciò non avviene e la casa madre non è a sua volta un intermediario finanziario, è in genere la sussidiaria a ottenere il rating più elevato. Qualora soltanto la sussidiaria sia un'istituzione finanziaria, questa ha più interesse della casa madre a ricevere un alto rating, e i legami finanziari tra le due imprese vengono spesso strutturati in modo da favorire il rating della sussidiaria[®].

Nel lungo periodo i rating creditizi si rivelano cruciali per la sopravvivenza di una grande società di finanziamento. Poiché essi determinano il costo della raccolta, una società di questo tipo non può continuare indefinitamente a operare con rating inferiori a quelli della concorrenza (a meno che la casa madre non disponga di risorse sufficienti e non sia disposta a sovvenzionarla). Nel 1990, ad esempio, Chrysler Financial era la quarta maggiore finanziaria in termini di crediti, pari a circa la metà di quelli di Ford Motor Credit. Tuttavia, essa era stata appena declassata a BBB-, mentre due delle sue concorrenti, GMAC e la stessa Ford Motor Credit, erano ancora quotate AA-, così come buona parte delle grandi banche commerciali operanti nel finanziamento del settore automobilistico. In conseguenza di ciò, Chrysler Financial ha perso costantemente terreno fino al 1998, anno in cui la casa madre si è fusa con Daimler-Benz; a quell'epoca, le sue dimensioni si erano ridotte a meno di un quinto di quelle di Ford Motor Credit.

[®] In base a una disposizione del 1991 della Securities and Exchange Commission USA, i fondi comuni d'investimento del mercato monetario non possono investire più del 5% del loro portafoglio in CP a basso rating. [®] Tale risultato è stato dimostrato empiricamente da Remolona e Wulfekuhler (1992). [®] Questi legami finanziari possono includere lettere di patronage o clausole contrattuali che vietano alla casa madre di attingere dal capitale della sussidiaria finanziaria.

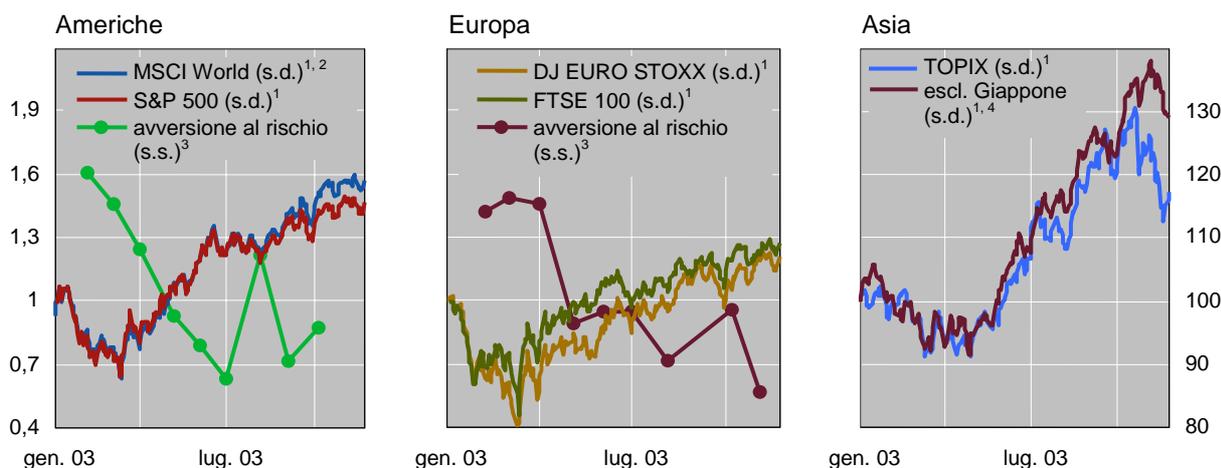
metà giugno a fine agosto entro un intervallo ristretto, fra il 29 agosto e il 28 novembre l'MSCI World Index è salito dell'8% (grafico 1.7). Molti mercati emergenti hanno fatto registrare progressi a due cifre; in particolare, Argentina, Brasile e Turchia hanno guadagnato oltre il 30%, portando al 37% l'aumento complessivo dell'indice rispetto al minimo toccato il 12 marzo scorso.

Nei principali mercati l'ottimismo degli investitori è stato alimentato da un'accelerazione nella crescita degli utili. Nel terzo trimestre i profitti unitari segnalati dalle società ricomprese nell'indice S&P 500 sono aumentati del 20% su base annua, un tasso significativamente superiore alle iniziali previsioni degli analisti e all'11% del secondo trimestre. I margini di profitto sono stati

Ritorno a una generale fase rialzista sui mercati azionari ...

... mentre accelera la crescita degli utili

Mercati azionari



¹ Fine dicembre 2002 = 100. ² In dollari USA. ³ Calcolata raffrontando le probabilità implicite nei prezzi delle opzioni sull'S&P 500 e l'FTSE 100, rispettivamente, con quelle stimate su una serie storica di utili realizzati, in base al metodo definito da Tarashev et al. in "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", nell'edizione del giugno 2003 della *Rassegna trimestrale BRI*. ⁴ Indice MSCI in valuta locale.

Fonti: Bloomberg; Datastream; elaborazioni BRI.

Grafico 1.7

sospinti da ulteriori tagli dei costi: la produttività nei settori dell'industria e dei servizi USA è cresciuta in misura sbalorditiva nel periodo in esame, guadagnando ben l'8%. In molti settori, specie quelli collegati alla tecnologia, sono aumentate anche le vendite. Nonostante la recente volatilità nei mercati obbligazionari, le banche d'investimento hanno registrato utili sorprendentemente elevati.

Pur segnalando una crescita migliore delle attese nelle vendite e negli utili del terzo trimestre, molte imprese – fra cui Cisco, Amazon e altre società di primo piano – hanno fatto rilevare l'incertezza delle prospettive per il 2004. Negli Stati Uniti gli annunci negativi sui profitti futuri hanno continuato a superare quelli positivi (grafico 1.8).

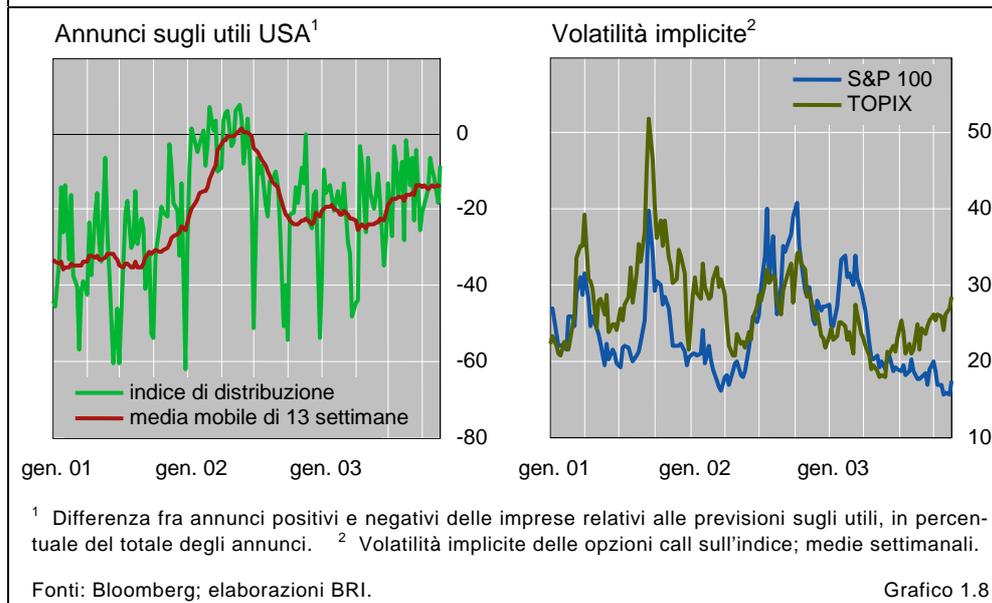
Gli investitori negli Stati Uniti, tuttavia, sono sembrati scontare tali avvertimenti, dando prova di una fiducia nelle prospettive economiche maggiore di quella delle imprese. Sebbene a fine settembre i mercati azionari USA abbiano risentito di indicatori macroeconomici peggiori del previsto, ogni incertezza è stata fugata dagli annunci di ottobre. Riflettendo sia la volatilità attesa dei rendimenti di mercato sia l'avversione al rischio degli investitori, la volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari è scesa a cavallo fra ottobre e novembre a livelli insolitamente bassi: il 16% per l'S&P 100, contro una media del 23% nei primi nove mesi di quest'anno (grafico 1.8). Le stime dell'avversione effettiva al rischio desunte dai prezzi di queste opzioni sono di fatto rimaste contenute (grafico 1.7). L'impressionante ascesa delle quotazioni azionarie nel 2003 è sembrata sostenere una crescente propensione al rischio.

A differenza dei loro omologhi sui mercati USA, gli investitori azionari in Giappone sono parsi sempre più incerti riguardo al futuro. In alcuni casi i listini azionari nipponici hanno fatto registrare oscillazioni giornaliere eccezionalmente ampie anche in assenza di notizie significative. Ad esempio, il

Gli investitori USA danno prova di una maggiore fiducia rispetto alle imprese

Gli investitori giapponesi mettono in discussione le valutazioni del mercato

Annunci sugli utili e volatilità dei mercati azionari

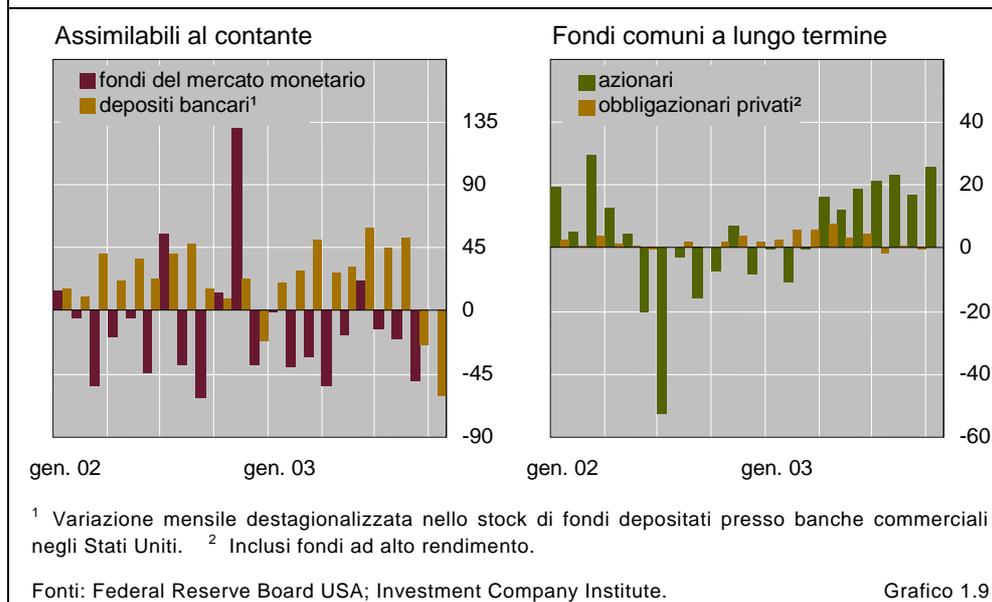


23 ottobre il TOPIX ha perso il 5% senza un motivo apparente; nelle settimane successive l'indice è tornato a salire, per poi flettere nuovamente agli inizi di novembre. Si direbbe che questa volatilità abbia rispecchiato l'accrescersi delle perplessità sulle valutazioni prevalenti; in particolare, si è dubitato che il miglioramento dei fondamentali dell'economia nipponica fosse tale da giustificare i progressi del TOPIX, cresciuto del 25% dalla fine di aprile.

Un aspetto degno di nota è che la fiducia degli investitori non è stata intaccata dalle indagini avviate presso alcune delle istituzioni chiave che sostengono il funzionamento dei moderni mercati finanziari. A metà del 2002 le

Flussi di portafoglio USA

in miliardi di dollari USA



Le accuse di frode
turbano il settore
dei fondi comuni

rivelazioni sulle irregolarità contabili e nel governo societario di alcune primarie imprese avevano scosso le borse valori. Per contro, nel settembre scorso gli interrogativi sollevati dalla governance del New York Stock Exchange – il più grande e liquido mercato azionario al mondo – e le dimissioni del suo presidente non paiono aver deteriorato il clima di fiducia. Sempre a partire da settembre accuse di frode hanno turbato il settore dei fondi comuni, suscitando preoccupazioni in merito a una possibile liquidazione delle attività da parte dei fondi incriminati per far fronte ai rimborsi. Negli Stati Uniti la maggior parte degli investitori al dettaglio detiene quote di fondi comuni, e questo settore amministra attività per oltre \$7 trilioni. Gli organi federali di controllo, insieme alla Securities and Exchange Commission, hanno accusato taluni fondi di aver compiuto operazioni fraudolente, fra cui il “late trading”, per mezzo del quale vengono concluse transazioni dopo la chiusura del mercato al prezzo fissato per la giornata. Benché dai fondi sotto accusa siano stati ritirati capitali per un ingente ammontare, fino ad oggi non vi sono indicazioni di più generalizzati prelievi. Al contrario, l’ascesa dei listini azionari sembra aver spinto gli investitori USA a ritirare depositi bancari e altri fondi a vista in settembre e ottobre per effettuare investimenti azionari, anche in quote di fondi comuni (grafico 1.9).

2. Il mercato bancario internazionale

Nel secondo trimestre 2003 il credito verso imprese e altri soggetti non bancari ha continuato ad aumentare, ancorché in misura modesta se raffrontato ai flussi di fondi interbancari, la cui crescita è stata sospinta in buona parte dall'attività intragruppo e da investimenti in titoli emessi da banche. Inoltre, l'espansione delle attività verso il settore non bancario è stata trainata dagli acquisti di obbligazioni internazionali, principalmente titoli pubblici, mentre i prestiti affluiti a questo settore sono rimasti deboli.

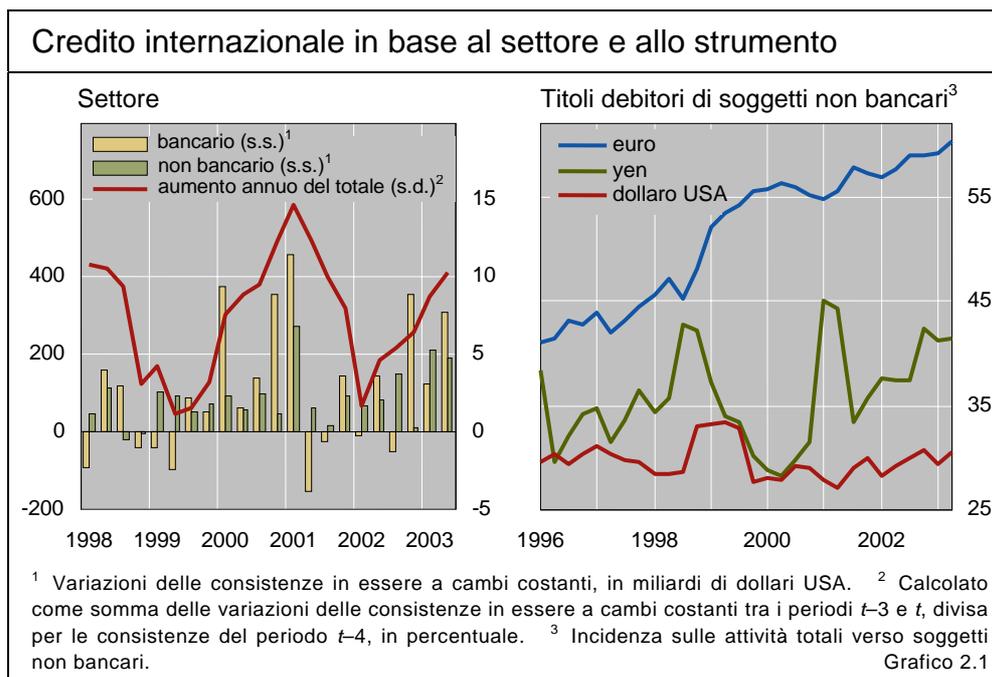
Per il secondo trimestre consecutivo i flussi di capitale verso i mercati emergenti hanno fatto registrare un saldo positivo, riconducibile in questo caso alla movimentazione di depositi. Vi sono tuttavia importanti differenze tra le varie aree. Da un lato, gli afflussi netti verso la regione Asia-Pacifico sono da ascrivere ai massicci prelievi da depositi esteri effettuati da banche in Cina, mentre i fondi rimpatriati da istituti in Russia hanno dato origine al secondo maggiore afflusso netto di capitali ai mercati emergenti europei degli ultimi cinque anni. Dall'altro, l'aumento di fondi depositati presso banche dell'area dichiarante, ad opera in particolare di istituti in Brasile, ha contribuito al quinto deflusso netto consecutivo dall'America latina.

Modesti i prestiti alle imprese, privilegiati gli investimenti in titoli

Nel secondo trimestre 2003 le banche hanno continuato a investire sull'interbancario e in titoli di debito, proseguendo una tendenza osservabile già da metà 2002. Durante tale periodo gli istituti bancari hanno convogliato fondi sul mercato dei titoli pubblici o su quello interbancario, mentre non vi sono stati chiari segnali di un aumento sostenuto del credito alle imprese e ad altri soggetti non bancari. Gli impieghi sotto forma di *prestiti* a tale settore sono rimasti deboli in rapporto agli investimenti in titoli debitori, a riprova del fatto che la domanda di finanziamenti societari deve ancora risalire la china.

Un'evidenza del continuo passaggio di fondi tra titoli di Stato e prestiti interbancari è riscontrabile nella tabella 2.1, che mostra le periodiche dilatazioni delle attività interbancarie osservabili almeno dal 2001. Tali attività sembrano toccare un massimo ogni due trimestri, come accaduto nel periodo sotto rassegna: su base non destagionalizzata, i crediti interbancari hanno spinto lo stock complessivo delle posizioni creditorie internazionali in essere a \$14,9 trilioni, con un aumento di \$495 miliardi. La crescita su base annua è

I prestiti interbancari dominano i flussi creditizi ...



salita al 10,3%, contro l'8,8% del periodo precedente, segnando così la quinta accelerazione trimestrale consecutiva (grafico 2.1, diagramma di sinistra).

Le operazioni PcT e l'attività intragruppo spingono il credito alle banche

I prestiti interbancari hanno nuovamente eclissato il credito alle imprese e ad altri soggetti non bancari. Le posizioni creditorie nei confronti di banche sono cresciute di \$304 miliardi, più del doppio dei \$121 miliardi dell'aumento medio di lungo periodo, anche se tale incremento è dovuto per oltre il 60% all'attività intragruppo. Dopo la debole crescita del trimestre precedente, gli impieghi interbancari di istituti nel Regno Unito sono saliti di \$104 miliardi, il terzo aumento in ordine di grandezza registrato per il paese nelle statistiche BRI. Tale risultato è ascrivibile in gran parte a operazioni intragruppo con controparti in Germania, Giappone, Francia e Svizzera, nonché ai maggiori prestiti erogati a banche negli Stati Uniti.

... specie dalle banche nel Regno Unito ...

Anche il credito al settore bancario concesso da istituzioni negli Stati Uniti e in Germania è stato sostenuto, presumibilmente grazie all'attività intragruppo e a operazioni PcT. Dei \$37 miliardi di espansione negli impieghi interbancari delle banche USA, \$20 miliardi sono stati convogliati verso istituti del Regno Unito di riflesso alle accresciute operazioni PcT. Altri \$26 miliardi sono affluiti a banche situate in centri offshore, in primo luogo Isole Cayman e Jersey, perlopiù sotto forma di transazioni intragruppo (cfr. il riquadro a pag. 18). Le banche in Germania hanno incrementato anch'esse gli impieghi interbancari internazionali: l'espansione, pari a \$76 miliardi, è riconducibile per circa la metà a prestiti in favore di istituti nel Regno Unito.

Le banche investono in titoli pubblici e privati

Nonostante un incremento relativamente ingente delle posizioni creditorie totali verso mutuatari non bancari, anche nel secondo trimestre 2003 i prestiti alle imprese non hanno mostrato chiari segni di recupero. In un periodo di crescenti

... mentre i crediti al settore societario rimangono modesti

disavanzi di bilancio e di accresciute emissioni pubbliche, i flussi effettivi di *prestiti* al settore non bancario sono stati offuscati da investimenti in titoli di debito comparativamente cospicui. Le attività internazionali complessive verso mutuatari non bancari sono aumentate in misura piuttosto elevata, di \$192 miliardi, salendo a \$5,2 trilioni. Tuttavia, solo il 9% dell'incremento è dovuto ai crediti effettivamente erogati al settore, contro una media di lungo periodo del 46%. Per il resto, esso è attribuibile soprattutto ad acquisti di titoli di debito internazionali – per complessivi \$137 miliardi, l'espansione più alta mai registrata nel periodo di rilevazione BRI – e ai \$38 miliardi di investimenti azionari effettuati da banche dell'area dichiarante¹.

L'aumento delle posizioni in titoli debitori nel secondo trimestre 2003 conferma una tendenza di più lungo periodo, in atto almeno dal 1996. Negli

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				2003		Stock a fine giugno 2003
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Attività internazionali	859,2	741,4	225,4	93,8	365,3	336,5	498,9	14 853,8
Totale: sett. bancario	417,1	438,0	145,0	-53,6	354,1	125,3	307,3	9 663,6
sett. non bancario	442,1	303,4	80,4	147,4	11,1	211,2	191,6	5 190,2
Prestiti: sett. bancario	362,8	407,5	73,3	-64,5	432,1	98,7	322,5	8 343,3
sett. non bancario	249,2	93,4	9,8	67,1	-15,9	167,0	16,6	2 787,4
Titoli: sett. bancario	27,3	36,3	60,6	8,4	-51,9	19,8	-6,0	926,4
sett. non bancario	201,4	202,2	79,0	98,8	27,9	54,0	137,3	2 173,0
Attività totali, per valuta:								
dollaro USA	422,7	320,9	183,7	-114,4	201,9	93,8	248,7	6 095,5
euro	439,6	463,1	98,5	201,1	119,1	226,8	206,3	5 307,6
yen	-65,4	-39,9	5,4	16,6	19,4	-16,2	-25,6	697,6
altre valute ²	62,3	-2,7	-62,2	-9,5	24,9	32,1	69,5	2 753,1
Settore non bancario, per residenza:								
economie avanzate	384,8	304,5	46,4	134,2	64,5	159,9	163,3	4 031,0
area dell'euro	139,0	118,5	9,0	49,7	7,2	56,5	67,8	1 804,6
Giappone	-3,7	4,1	6,3	-0,4	0,5	21,5	15,1	164,4
Stati Uniti	183,4	153,1	40,1	59,1	59,1	25,8	60,2	1 385,1
centri offshore	55,0	18,9	36,8	16,7	-28,2	79,6	21,3	595,0
economie emergenti	2,5	-16,5	-4,9	2,4	-23,8	-6,3	3,6	517,2
non classificate ³	-0,2	-3,5	2,1	-5,9	-1,4	-22,0	3,4	47,0
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	76,4	38,6	-34,2	-26,5	35,6	182,6	93,5	2 066,2

¹ Non depurate degli effetti stagionali. ² Comprese quelle non classificate. ³ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁴ Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

¹ L'aumento degli investimenti azionari è dovuto in parte alla contabilizzazione al valore corrente di mercato ("marking-to-market") in un contesto di prezzi azionari crescenti.

Centri offshore, dollaro USA e yen

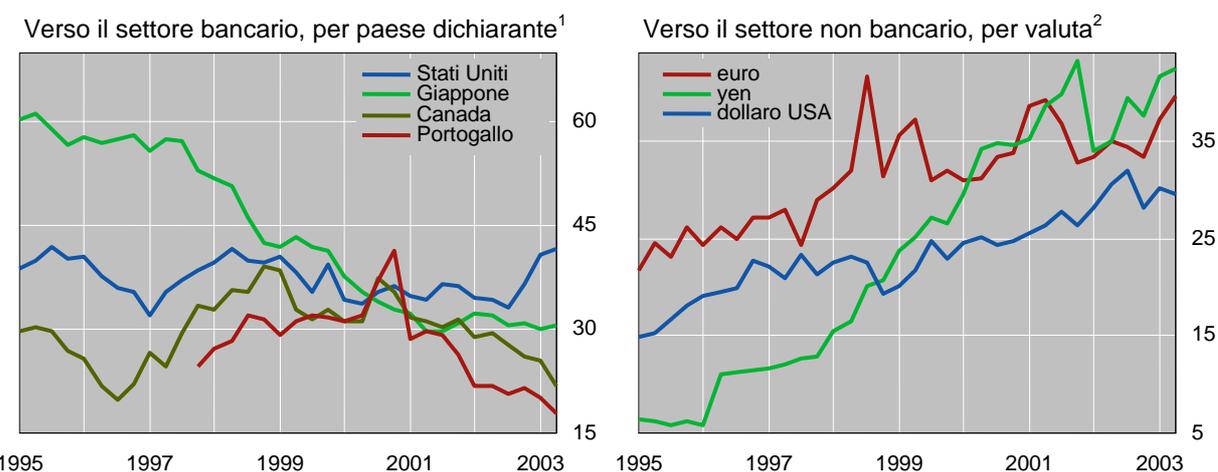
Dopo un biennio di crescita stagnante seguito alla crisi di LTCM nel 1998, negli ultimi trimestri le attività verso centri offshore hanno segnato una ripresa, ascrivibile in ampia misura a banche negli Stati Uniti. Nel secondo trimestre 2003 gli impieghi totali delle banche dichiaranti alla BRI verso tali centri hanno raggiunto quota \$1,8 trilioni, più del doppio delle consistenze registrate nel 1990. Di recente, inoltre, l'incidenza di questi impieghi sulle attività totali ha avuto la tendenza a crescere: dalla fine del 2001 essa è stata pari in media al 12%, contro l'11% di 2000 e 2001.

L'espansione dell'attività nei centri offshore è in gran parte dovuta a tre trimestri consecutivi di crescita relativamente ingente dei fondi affluitivi da banche negli Stati Uniti, principalmente verso Isole Cayman e Jersey. Ciò ha ulteriormente consolidato la posizione del settore bancario USA come maggior creditore dei centri offshore dall'ultimo trimestre 2000. Le attività totali delle banche statunitensi verso tali centri hanno raggiunto nel secondo trimestre di quest'anno \$601 miliardi, pari a circa un terzo degli impieghi complessivi verso l'area offshore. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico seguente, la quota delle attività interbancarie statunitensi che sono transitate in centri offshore ha toccato nel periodo sotto rassegna il 42% del totale, contro poco più del 34% di un anno prima. Più in generale, negli ultimi trimestri una percentuale sempre maggiore dei crediti in dollari USA è stata convogliata verso centri offshore (cfr. grafico alla pagina seguente): essa è aumentata dal 15% scarso degli inizi del 2000 al 17% nel 2002, fino a raggiungere il 19% nella prima metà di quest'anno. Tali crediti sono stati destinati per oltre la metà alle Isole Cayman, dove l'incidenza delle attività in dollari – che di recente si è avvicinata a quella del Regno Unito – continua a crescere[®].

Una porzione sempre maggiore dell'attività offshore ha come controparte soggetti non bancari, quali hedge fund, compagnie assicurative e società d'intermediazione mobiliare. Anche se dai dati disponibili è difficile isolare singolarmente queste controparti, le statistiche BRI consentono nondimeno un calcolo della quota massima totale di attività offshore ad esse riconducibile. Il diagramma di destra del grafico seguente mostra come l'incidenza degli impieghi nei confronti del settore non bancario sul totale delle attività verso centri offshore sia costantemente aumentata,

Attività verso centri offshore, per valuta e settore

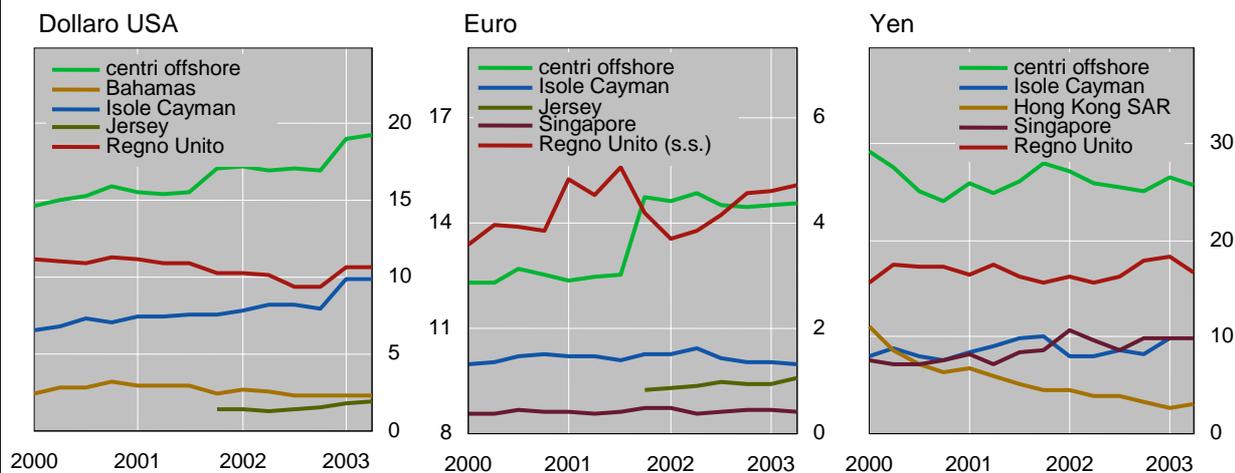
in percentuale



¹ Incidenza sul totale. Sono riportati i paesi sviluppati con la più alta percentuale di crediti verso centri offshore sul totale nel secondo trimestre 2003. ² Incidenza sulle attività totali verso soggetti non bancari di centri offshore.

[®] Il brusco calo nella quota degli impieghi in euro verso il Regno Unito e il corrispondente aumento di quella verso i centri offshore riscontrabili nel diagramma centrale del grafico alla pagina seguente riflettono in ampia misura le modifiche intervenute nelle segnalazioni per il quarto trimestre 2001. I crediti verso il Jersey venivano in precedenza segnalati fra le attività verso il Regno Unito.

Attività verso centri offshore e Regno Unito, per valuta¹



¹ Quota percentuale delle attività totali in ciascuna valuta relative ai paesi dichiaranti che segnalano in tutte le valute.

almeno dal 1995, per tutte le denominazioni valutarie. Un aspetto interessante è che l'attività in euro appare più concentrata sulle controparti non bancarie rispetto a quella in dollari, principalmente a causa dell'ingente passaggio di capitali tra banche negli Stati Uniti e le loro affiliate nelle Bahamas e nelle Isole Cayman. Ciò è dimostrato dall'incidenza degli impieghi verso il settore non bancario sul totale dei crediti affluiti alle Isole Cayman, che è andata di fatto diminuendo nel corso degli ultimi tre trimestri, scendendo dal 47 al 42%. Per contro, lo spostamento di fondi verso controparti non bancarie è stato massimamente pronunciato nel caso di Bahamas e Bermuda.

Parallelamente all'aumento dell'attività in dollari USA nei centri offshore, quella in yen ha seguito una costante tendenza al ribasso a partire dal terzo trimestre 2001. Ciò si spiega in ampia misura con il generale ridimensionamento della presenza delle banche nipponiche nell'ultimo decennio. Nel secondo trimestre 2003 la quota dell'attività in yen nell'area offshore è crollata a meno del 10%, rispetto a oltre il 36% del 1995. Nello stesso periodo del 2000 le banche in Giappone vantavano nei confronti di centri offshore il 35% dello stock totale di crediti interbancari, la percentuale all'epoca più elevata fra tutti i paesi dichiaranti alla BRI[®]. Nel trimestre sotto rassegna, tuttavia, tale percentuale era scesa a poco più del 30% – al disotto di quella degli Stati Uniti –, soprattutto a causa della riduzione dei "flussi circolari" transitati per la piazza di Hong Kong SAR. La chiusura delle posizioni creditorie interbancarie ha contribuito ad aumentare l'incidenza degli impieghi verso controparti finanziarie non bancarie sul totale delle attività denominate in yen (cfr. diagramma di destra nel grafico alla pagina precedente).

[®] Dopo il Giappone, nel secondo trimestre 2000 i sistemi bancari più attivi nei confronti dei centri offshore erano quelli di Stati Uniti (34%), Portogallo (32%) e Canada (31%). Nel secondo trimestre 2003 le prime quattro posizioni erano occupate da Stati Uniti (42%), Giappone (31%), Canada (22%) e Svizzera (20%). L'ascesa di quest'ultimo paese al quarto posto è dovuta alle modifiche apportate alle segnalazioni per il quarto trimestre 2001, che prevedevano di indicare separatamente i crediti verso il Jersey da quelli verso il Regno Unito.

Le posizioni in titoli di debito tendono a crescere ...

ultimi anni l'incidenza di tali posizioni sul totale delle attività verso mutuatari non bancari è aumentata, soprattutto per effetto delle accresciute attività denominate in euro. I titoli di debito internazionali emessi dal settore non bancario rappresentano ora il 42% delle attività totali verso questo settore, rispetto al 40% del periodo precedente e al 39% di un anno prima. Dal primo trimestre 1999 oltre la metà dei fondi in euro complessivamente affluiti a mutuatari non bancari è costituita da titoli di debito, principalmente obbligazioni di governi dell'area dell'euro (grafico 2.1, diagramma di destra). Circa il 54%

degli \$1,2 trilioni in essere di titoli di debito in euro emessi da governi e altri prenditori non bancari è detenuto all'interno dell'area.

Nel trimestre sotto rassegna gli investitori più attivi sul mercato internazionale dei titoli debitori sono state le banche in Giappone e nell'Unione europea. Queste ultime hanno acquistato titoli di debito internazionali – specie obbligazioni governative – per \$97 miliardi, che rappresentano per i paesi della UE il secondo incremento trimestrale in assoluto e quello più elevato dal primo trimestre 1999. Quasi l'80% di tale espansione è affluita a mutuatari non bancari, principalmente dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Per contro, solo \$14 miliardi dell'incremento relativamente ingente (\$253 miliardi) dei prestiti di banche nella UE sono stati destinati al settore non bancario. Su base consolidata, che compensa le posizioni intragruppo, i crediti al settore pubblico erogati da banche nelle economie europee avanzate sono saliti al 13% delle attività internazionali complessive verso paesi sviluppati, rispetto al 12% dei sei trimestri precedenti².

Gli investimenti in titoli di debito sono stati relativamente diffusi tra i paesi dichiaranti dell'Unione europea. Le banche nel Regno Unito hanno acquistato titoli USA per \$13 miliardi, soprattutto Treasuries, nonché \$11 miliardi di obbligazioni emesse da banche nell'area dell'euro, soprattutto in Italia, Germania, Paesi Bassi e Irlanda. Le banche di Belgio e Paesi Bassi hanno investito in titoli di Stato dell'area, mentre quelle in Irlanda hanno acquistato \$19,5 miliardi di emissioni non bancarie di Stati Uniti, Italia e Germania.

In Giappone le banche hanno continuato a incanalare fondi verso il settore pubblico, soprattutto di Europa e Stati Uniti. I loro prestiti al settore non bancario hanno segnato un calo di \$40 miliardi, dovuto ai minori finanziamenti a mutuatari di Stati Uniti e area dell'euro. Nondimeno, gli impieghi totali delle banche giapponesi sono stati alimentati dagli investimenti in titoli di debito internazionali (pari a \$62 miliardi), per lo più in obbligazioni di governi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Su base consolidata, le posizioni creditorie internazionali delle banche nipponiche verso il settore pubblico sono cresciute di \$44,8 miliardi, portando la rispettiva quota sul totale al 38,5%, contro il 28,4% di un anno prima. Le attività nei confronti del settore pubblico USA sono aumentate di oltre \$10 miliardi, e di quasi \$27 miliardi quelle verso i mutuatari pubblici dell'area dell'euro, principalmente Germania, Francia e Italia.

... per effetto degli investimenti in titoli governativi USA e dell'area dell'euro

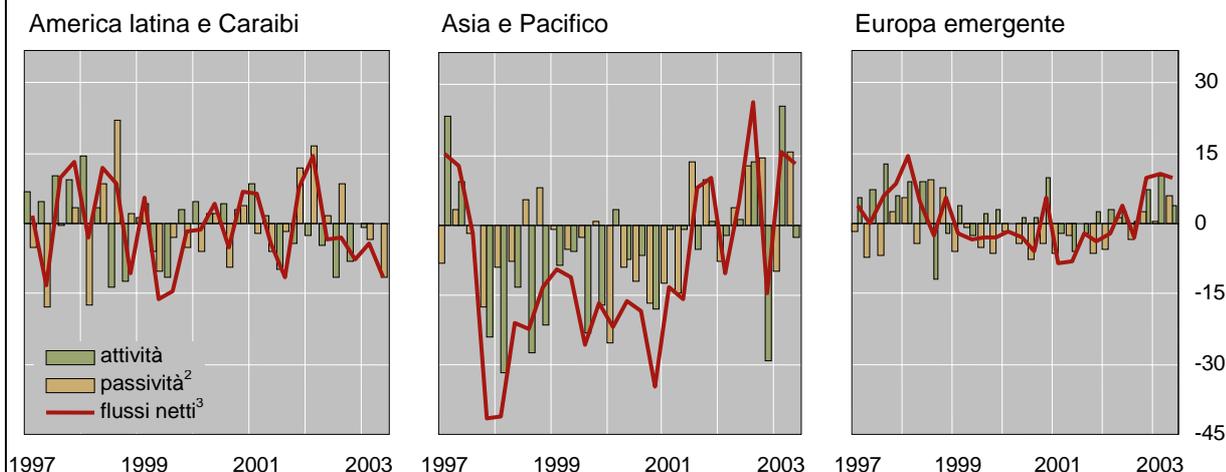
Mercati emergenti: flussi in entrata e in uscita sospinti dai depositi

Nel secondo trimestre 2003 i flussi netti di fondi verso i mercati emergenti da banche nell'area dichiarante sono stati di nuovo di segno positivo, anche se si sono osservate sostanziali differenze tra le varie regioni (grafico 2.2). Afflussi netti per \$11 miliardi hanno rispecchiato un lieve declino delle attività verso i

² Il calcolo non considera la Francia quale paese dichiarante a causa delle modifiche nelle procedure contabili introdotte nel secondo trimestre 2003.

Flussi bancari netti alle economie emergenti¹

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



¹ Un valore positivo indica un afflusso di fondi da banche dell'area dichiarante verso le economie emergenti, un valore negativo indica un deflusso dai paesi emergenti. ² Un valore positivo (negativo) indica un decremento (incremento) nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle economie emergenti. ³ Variazioni nelle attività meno variazioni nelle passività.

Grafico 2.2

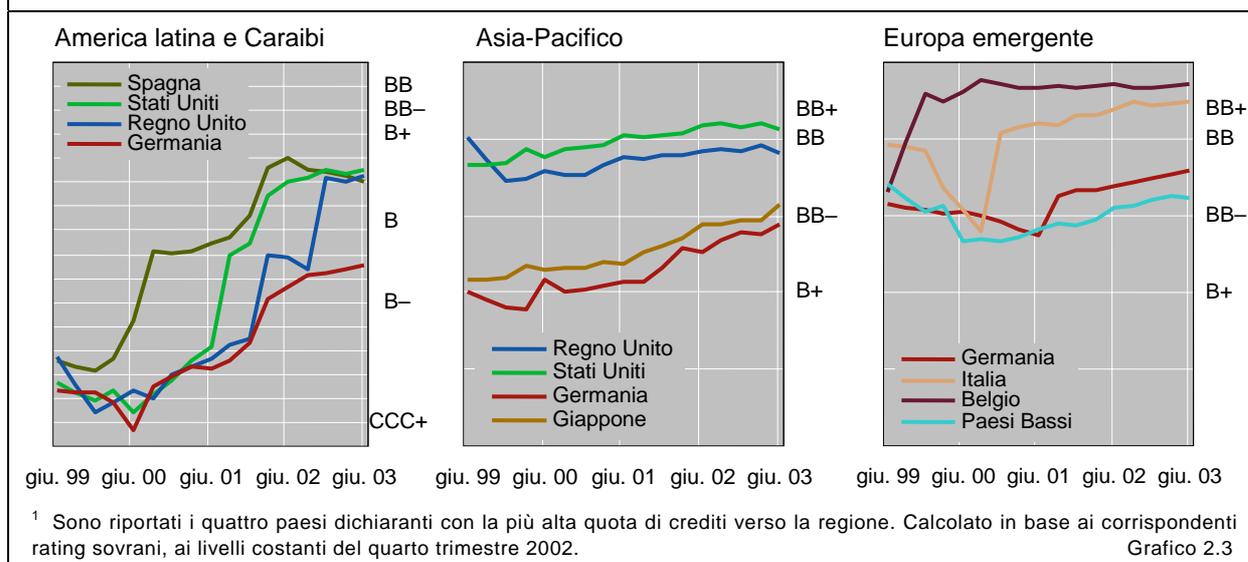
mercati emergenti e un calo più significativo nelle passività delle banche dichiaranti, diminuite di \$14 miliardi a seguito del rimpatrio di fondi depositati all'estero da parte di istituti in Cina, Corea e Russia. Ciò ha condotto ad afflussi netti di capitale verso l'Asia-Pacifico e l'Europa emergente, mentre l'America latina ha registrato il quinto deflusso netto consecutivo di fondi. L'incidenza delle posizioni creditorie internazionali verso mutuatari dei mercati emergenti ha proseguito la sua tendenza calante, scendendo al 6% delle attività totali delle banche dichiaranti, contro il 7% del 2002 e l'8% del 2001.

Sale il rating medio delle esposizioni verso i mercati emergenti

Oltre ad aver operato una graduale ricomposizione dei portafogli prestati a scapito dell'area emergente, le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto il credito ai mutuatari a più alto rischio *all'interno* dell'area stessa, come dimostra l'aumento del rating medio delle loro esposizioni internazionali verso i mercati emergenti³. Tenendo costanti al livello del quarto trimestre 2002 i rating sovrani assegnati da Standard & Poor's ai paesi emergenti di residenza dei mutuatari verso cui i paesi dichiaranti sono singolarmente esposti, il rating medio delle esposizioni verso l'America latina di ciascuno dei quattro principali sistemi bancari creditori è aumentato da circa CCC+ nel secondo trimestre 2000 a valori prossimi alla B nello stesso periodo del 2003 (grafico 2.3). Come verrà illustrato di seguito, ciò è dovuto in gran parte alla minore esposizione verso Argentina e Brasile. Durante lo stesso periodo è aumentato, seppure in

³ Il rating medio delle esposizioni di un determinato paese dichiarante è espresso dalla media ponderata dei rating sovrani attribuiti da Standard & Poor's ai paesi di residenza di tutti i mutuatari verso cui il paese dichiarante è esposto. I pesi sono dati dai crediti verso ciascun paese di residenza calcolati in base al rischio ultimo, in percentuale dell'esposizione ultima complessiva del paese dichiarante. Per maggiori dettagli sulle modalità di calcolo, cfr. "Rating medi sui prestiti sovrani", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2003, pagg. 25-26.

Rating medio delle esposizioni verso l'area emergente in base al paese dichiarante¹



misura inferiore, anche il rating medio delle esposizioni verso Asia-Pacifico ed Europa emergente.

L'aumento dei depositi origina deflussi netti dall'America latina

Nel trimestre in esame sono proseguiti i deflussi dall'America latina, questa volta soprattutto a causa di un aumento relativamente ingente dei fondi depositati da residenti latino-americani presso banche dell'area dichiarante. Le attività totali verso la regione sono calate per l'ottavo trimestre consecutivo, ma il loro tasso di contrazione è rallentato al 7% su base annua (rispetto al 9% dei due trimestri precedenti), grazie al miglioramento delle condizioni economiche in alcuni dei principali paesi mutuatari. In termini di consistenze, i crediti alla regione sono diminuiti a \$275,5 miliardi, pari al 29,6% delle attività totali verso l'area emergente (contro il 31,5% di un anno prima). Nel contempo, le passività nei confronti dell'America latina sono aumentate di \$11 miliardi, poiché sia il settore bancario che quello non bancario hanno incrementato i depositi presso le banche dichiaranti alla BRI.

Vanno segnalati il calo dei crediti ai residenti brasiliani e l'aumento di quelli alle banche argentine, mentre le attività verso gli altri paesi della regione sono rimaste per lo più invariate rispetto al trimestre precedente. Fra le cause dei minori fondi affluiti al Brasile (-\$1,7 miliardi) figurano la vendita della succursale brasiliana del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria e la riduzione dei prestiti ai settori bancario e non bancario da parte di banche nei centri offshore. I crediti al Brasile sono così scesi al 32% delle attività totali verso la regione, contro il 33% del trimestre precedente e il 34% di un anno prima. In Argentina, grazie ai maggiori prestiti concessi da banche nei centri offshore alle loro omologhe nel paese, gli impieghi sono aumentati per la prima volta dal secondo trimestre 2001, guadagnando \$1 miliardo. La quota argentina sul totale delle attività nei confronti dell'America latina è andata calando dal picco del 17% toccato nel quarto trimestre 1999, fino a stabilizzarsi intorno all'11% negli ultimi tre periodi.

Le attività verso l'America latina registrano modesti cambiamenti ...

... mentre un aumento dei depositi originali defluisce netti

Nel trimestre in esame è stato invece significativo l'aumento dei depositi delle banche in Messico e Brasile. Queste ultime hanno collocato \$3,9 miliardi presso istituti negli Stati Uniti, soprattutto in dollari USA ed euro, aumentando inoltre – seppure in misura minore – le loro disponibilità presso banche in molti paesi europei e nei centri offshore. Le passività nei confronti delle banche in Messico sono cresciute di \$0,7 miliardi in conseguenza di un incremento dei fondi collocati presso istituti nel Regno Unito. Analogamente, i maggiori depositi del settore non bancario messicano presso banche di centri offshore hanno contribuito a \$2,3 miliardi di deflussi netti dal paese.

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				2003		Stock a fine giugno 2003
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale ²	Attività	-27,0	-36,9	1,1	-0,3	-37,0	33,0	-3,7	931,6
	Passività	20,3	-45,9	-6,4	-18,4	-10,8	11,0	-14,3	1 115,3
Argentina	Attività	-5,8	-11,8	-0,8	-4,5	-2,3	-1,9	0,9	30,6
	Passività	-16,7	0,0	0,5	0,3	0,2	0,6	0,1	26,2
Brasile	Attività	0,9	-11,2	-2,4	-3,5	-6,3	2,2	-1,7	89,1
	Passività	0,4	-8,0	-3,8	-1,4	-4,3	3,3	6,6	51,2
Cina	Attività	-3,5	-12,4	1,0	4,1	-10,2	16,0	-6,4	54,7
	Passività	-6,5	-3,6	6,4	-1,0	-1,9	1,4	-11,3	84,1
Corea	Attività	-0,2	8,2	1,8	6,5	-6,4	2,3	-1,6	75,8
	Passività	1,7	0,5	-5,6	-0,4	-4,8	-0,8	-6,1	24,9
Indonesia	Attività	-5,4	-6,0	-2,1	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	29,9
	Passività	1,1	-2,4	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	-0,1	12,4
Messico	Attività	2,0	3,1	1,7	-1,9	0,0	-0,5	-0,1	64,4
	Passività	8,8	-11,4	1,3	-0,3	1,7	4,5	2,2	61,7
Polonia	Attività	2,3	2,9	0,1	1,1	-0,4	0,9	0,9	29,4
	Passività	2,8	-3,1	-1,1	-0,8	-2,5	0,8	-1,1	17,5
Rep. ceca	Attività	0,9	2,3	2,0	0,5	0,3	0,7	0,5	15,6
	Passività	3,4	-3,7	1,9	-1,3	-2,7	-1,8	0,1	10,2
Russia	Attività	1,3	3,6	0,8	-1,1	2,4	1,8	1,7	39,3
	Passività	5,2	9,6	0,0	4,0	2,0	5,6	-4,4	41,1
Sudafrica	Attività	-0,4	-0,4	0,2	-0,6	1,5	-0,4	0,8	19,2
	Passività	2,1	2,7	1,3	-0,4	1,4	0,6	4,8	26,9
Thailandia	Attività	-3,5	-5,0	-0,5	-0,5	-1,8	-0,3	0,3	19,3
	Passività	1,3	-4,6	-1,3	-1,4	-1,2	2,5	-0,9	13,1
Turchia	Attività	-12,0	-2,8	-1,5	-2,1	-0,1	2,4	-0,5	39,2
	Passività	-2,1	0,0	-1,9	-0,2	0,5	-3,9	1,5	17,8
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>6,3</i>	<i>10,1</i>	<i>1,9</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>	<i>5,7</i>	<i>1,4</i>	<i>103,4</i>
	<i>Passività</i>	<i>9,9</i>	<i>-6,4</i>	<i>0,5</i>	<i>-1,3</i>	<i>-5,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>60,5</i>
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-13,7</i>	<i>-9,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-8,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-6,5</i>	<i>124,6</i>
	<i>Passività</i>	<i>-2,9</i>	<i>-8,8</i>	<i>-3,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>1,6</i>	<i>-5,2</i>	<i>-13,6</i>	<i>239,6</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 Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.2

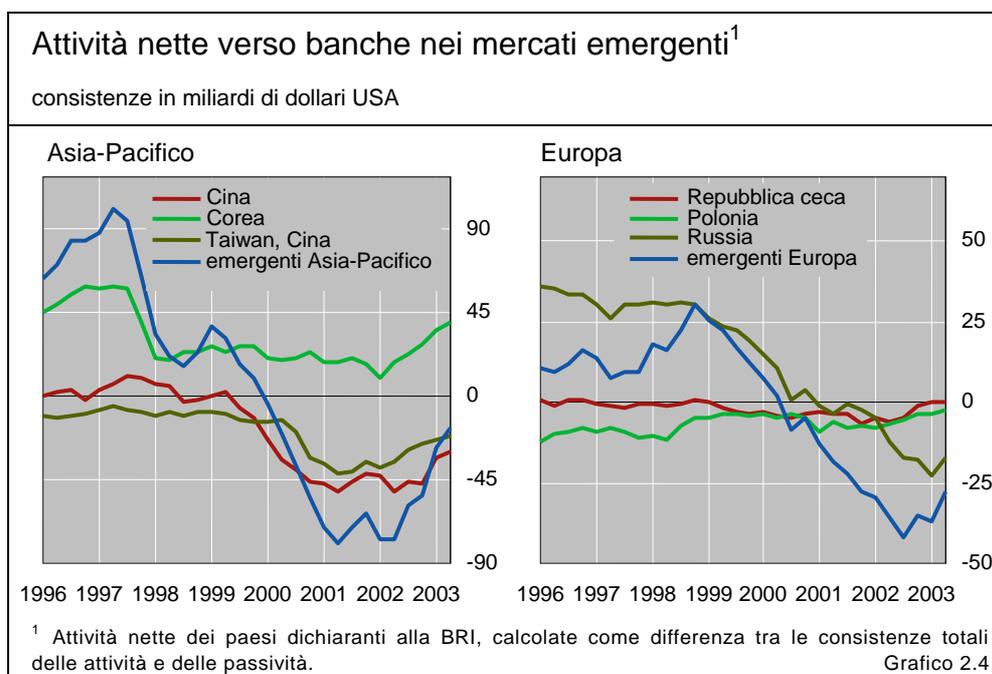
L'Asia-Pacifico muove infine verso il pareggio delle posizioni bancarie

Per il secondo trimestre consecutivo la regione Asia-Pacifico ha registrato afflussi netti di fondi, originati soprattutto dal lato del passivo. Le attività verso la regione sono infatti diminuite di \$2,8 miliardi, a \$292,9 miliardi, di riflesso principalmente alle ridotte operazioni PcT. A controbilanciare tale flessione è stato un rimpatrio relativamente cospicuo di depositi (\$14,8 miliardi) da parte di banche nell'area – in particolare Cina, Corea e Taiwan (Cina)⁴ –, che ha sospinto gli afflussi netti a \$12,9 miliardi. In seguito a tali prelievi, le passività nei confronti dei residenti della regione sono scese al 31% del totale verso i mercati emergenti, rispetto al 32% del trimestre precedente e al 34% di un anno prima.

Le operazioni PcT con banche negli Stati Uniti hanno nuovamente svolto un ruolo determinante nei flussi creditizi dell'Asia-Pacifico. I prestiti delle banche negli USA al settore bancario della regione sono diminuiti di \$12 miliardi. La flessione, che deriva dal calo sia dei crediti alla Corea sia dell'attività PcT con istituti in Cina e Taiwan, è stata in parte compensata da un aumento degli impieghi interbancari da parte di centri offshore.

Per quanto instabili, i flussi creditizi alla regione Asia-Pacifico sono risultati mediamente positivi nel corso degli ultimi sei trimestri, determinando una variazione di rilievo nelle consistenze delle attività nette nei confronti della regione. Queste ultime avevano toccato verso l'insieme dei settori bancario e non bancario il massimo di \$220 miliardi nel secondo trimestre 1997. Con l'insorgere delle crisi valutarie asiatiche l'area dichiarante ha ridotto il credito alla regione, mentre le banche locali hanno depositato le disponibilità in eccesso su conti esteri. Nel primo trimestre 2000 gli istituti dell'Asia-Pacifico

Aumentano le attività nette verso l'Asia-Pacifico ...



⁴ Di seguito, Taiwan.

erano divenuti creditori netti verso il sistema bancario mondiale (grafico 2.4, diagramma di sinistra).

Il saldo dello stock di attività nei confronti dell'Asia-Pacifico ha toccato però il punto di svolta nel secondo trimestre 2001, spostandosi in seguito sempre più in prossimità dei valori positivi. Tale aumento sembra aver coinciso con il calo dei tassi d'interesse osservato negli Stati Uniti e in altre economie a partire dal 2000. Oltre ai differenziali d'interesse, a sospingere i nuovi afflussi di fondi alla regione potrebbero essere intervenute attese speculative sui tassi di cambio. L'aumento su base netta dello stock complessivo di credito è stato determinato in ampia misura dai maggiori prestiti erogati alle banche della regione, nonché dai depositi esteri da queste ultime rimpatriati. Dal primo trimestre 2001, al calo dei fondi depositati da istituti asiatici presso banche nell'area dichiarante (-15%, pari a \$33 miliardi) si è contrapposto un aumento in egual misura delle posizioni creditorie verso tali istituti (+15%, \$22 miliardi).

... in virtù del rimpatrio di depositi da parte di banche in Cina e Corea ...

Questa tendenza generale deriva in larga parte dalle variazioni dei flussi creditizi di Cina, Corea e Taiwan. In otto degli ultimi dieci trimestri le banche in Cina hanno effettuato prelievi da depositi esteri, fra cui la ragguardevole cifra di \$9,1 miliardi rimpatriata nel periodo sotto rassegna. Di conseguenza, tra il secondo trimestre 2001 e il secondo del 2003 i depositi transfrontalieri delle banche in Cina sono diminuiti da \$92,5 a 70,4 miliardi. Parallelamente, i crediti verso il sistema bancario cinese hanno registrato un andamento al rialzo dal secondo trimestre 2002. Entrambe le tendenze hanno spinto in positivo il saldo delle attività nei confronti delle banche del paese, con il risultato che i fondi in eccesso da queste collocati presso il sistema bancario internazionale, a disposizione di vari governi esteri per il finanziamento dei disavanzi di bilancio, si vanno gradualmente riducendo⁵.

... nonché dei maggiori prestiti verso banche a Taiwan

Una situazione simile sta emergendo a Taiwan e in Corea. Le posizioni creditorie verso le banche taiwanesi continuano a crescere dal primo trimestre 2002. Insieme alla tendenza calante, ancorché erratica, dello stock di depositi presso banche dell'area dichiarante osservata nello stesso periodo, ciò ha innalzato le consistenze nette di attività verso il settore bancario taiwanese da -\$42 miliardi del secondo trimestre 2001 a -\$21,5 miliardi nel periodo in esame. Anche le banche coreane, da lungo tempo prenditrici nette di capitali bancari internazionali, hanno contribuito all'aumento dello stock di crediti netti verso la regione Asia-Pacifico. Tra il primo trimestre 2002 e il secondo del 2003 i capitali affluiti su base netta al settore bancario coreano sono cresciuti da \$9 a 39 miliardi, grazie all'aumento dei prestiti e a cinque trimestri consecutivi di rimpatri di depositi. Nel periodo sotto rassegna le banche in Corea hanno prelevato da conti presso centri offshore fondi per complessivi \$6,3 miliardi.

⁵ Tra il primo e il secondo trimestre 2003 le riserve valutarie ufficiali della Cina sono aumentate da \$316 a 346,5 miliardi, anche se non risulta chiaro in quale misura esse siano state depositate presso banche estere.

I prestiti consorziali internazionali nel terzo trimestre 2003

Blaise Gadanecz

Nel terzo trimestre 2003 l'attività sul mercato dei prestiti consorziali internazionali è stata mediocre. Le sottoscrizioni sono scese a \$277 miliardi, con un calo trimestrale del 9% su base destagionalizzata. Anche se le condizioni di finanziamento negli USA hanno mostrato i primi segni di un'inversione di tendenza, i volumi dei prestiti sono rimasti modesti se rapportati ai parametri storici. I mutuatari europei hanno invece allestito operazioni di rifinanziamento per un ingente ammontare.

Il credito a prenditori USA è rimasto su livelli relativamente bassi, sebbene dai dati della "Senior Loan Officer Opinion Survey" di ottobre non siano emerse indicazioni di un generale inasprimento delle politiche di fido da parte delle banche nazionali. Inoltre, sempre secondo l'indagine, i prestatori esteri avrebbero leggermente allentato i propri standard creditizi. Al momento della redazione del presente capitolo, tali fattori non si erano ancora tradotti in un aumento dei volumi sottoscritti: al livello di \$120 miliardi, essi sono rimasti inferiori a quelli registrati un anno fa. I settori sanitario, assicurativo, petrolifero e manifatturiero hanno beneficiato dei prestiti più cospicui, mentre il settore energetico ha raccolto meno della metà dei fondi ottenuti un anno prima.

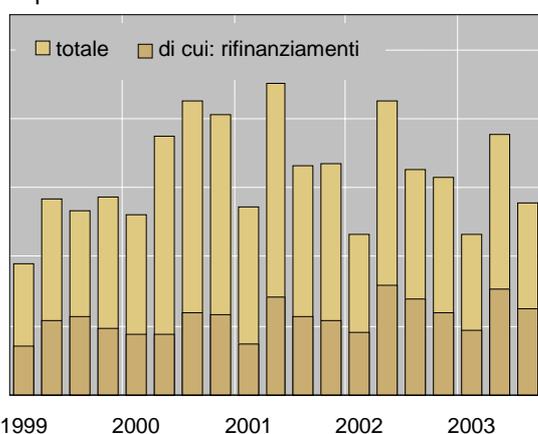
Contrariamente agli Stati Uniti, i volumi di sottoscrizioni di mutuatari dell'Europa occidentale sono cresciuti moderatamente rispetto a dodici mesi fa. Le operazioni perfezionate sono ammontate a \$108 miliardi, il 75% dei quali destinato ai rifinanziamenti, la cui incidenza sul totale dei crediti a soggetti europei è salita a livelli record. L'attività è stata sospinta dai settori dei trasporti, automobilistico e alimentare. Le maggiori operazioni sono state allestite a favore di Volkswagen (un rinnovo per €10 miliardi) e di una società autostradale italiana (€8 miliardi). Alstom SA, che quest'anno aveva rischiato il fallimento, ha raccolto oltre €1,5 miliardi per ristrutturare il proprio debito.

I prestiti a mutuatari dei mercati emergenti si sono lievemente contratti dai livelli di un anno fa, poiché il calo registrato per Africa, Medio Oriente e America latina ha compensato l'aumento del credito all'Est-europeo. Per quanto riguarda Africa e Medio Oriente, l'attività è stata trainata da operazioni commerciali e di "project finance". De Beers, una società di origine sudafricana quotata nel Regno Unito, ha rifinanziato prestiti per \$2,5 miliardi, mentre una compagnia petrolifera statale dell'Angola ha raccolto \$1,2 miliardi. In America latina solo pochi prenditori di alcuni paesi – Messico, Cile e Brasile – hanno mutuato fondi, e per un modesto ammontare (\$1,3 miliardi), destinati principalmente a soggetti del settore pubblico od operanti in quello delle risorse naturali.

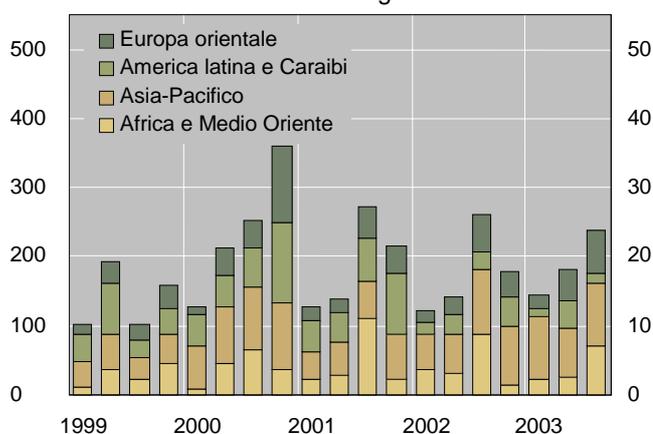
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Più dinamica è stata l'attività in Asia ed Europa orientale; alla prima regione sono affluiti ingenti volumi di prestiti, a favore soprattutto di prenditori cinesi, mentre le sottoscrizioni nell'Est-europeo, pari a \$2,3 miliardi, si sono concentrate sui settori petrolchimico e telecom. Entità russe, principalmente imprese petrolifere, metallurgiche e bancarie, hanno raccolto \$2 miliardi. In ottobre le incertezze sul destino del colosso petrolifero Yukos – per cui alcune banche avevano cominciato in settembre a finanziare un prestito per \$1 miliardo collegato a un'acquisizione[Ⓞ] – hanno scosso i mercati finanziari russi. Entro fine giugno 2004 giungeranno a scadenza prestiti sindacati internazionali per \$1,7 miliardi. Le banche turche hanno rinnovato facilitazioni per \$1,4 miliardi, spuntando in genere differenziali equivalenti a quelli sui prestiti da rifinanziare. Ciò nonostante, per la regione nel suo insieme la media ponderata dei margini sul Libor riferiti ai prestiti a mutuatari dell'Est-europeo si aggira ancora sul doppio di quella dell'Europa occidentale.

[Ⓞ] All'epoca della redazione tale linea di credito non era stata sottoscritta e non è pertanto inclusa nei dati elaborati dalla BRI.

I rimpatri di depositi trainano anche gli afflussi verso l'Europa emergente

Come accaduto per la regione Asia-Pacifico, anche lo stock di crediti netti verso i paesi emergenti europei ha mostrato una tendenza ascendente negli ultimi periodi, dopo i sensibili cali osservati a partire dal quarto trimestre 1998. L'intera regione è da tempo prenditrice netta nei confronti del sistema bancario internazionale; su base netta, i fondi mutuati dal settore non bancario superano dal terzo trimestre 2000 gli impieghi delle banche. Di recente, tuttavia, il saldo del credito affluito a istituti nell'Europa emergente si è andato approssimando ai valori positivi in termini di consistenze, determinando un ulteriore aumento dello stock di attività nette verso l'area nel suo insieme (grafico 2.4, diagramma di destra). Durante lo scorso anno questo andamento ha tratto origine da un'espansione dei crediti alle banche in Russia, Ungheria, Polonia, Repubblica ceca e Turchia, nonché dai graduali rimpatri di depositi effettuati dalle istituzioni creditizie in molti di questi paesi.

Nel periodo in esame il rimpatrio di depositi da parte di banche nella regione ha contribuito al secondo maggiore afflusso netto su base trimestrale (\$10 miliardi) dai primi tre mesi del 1998. Le banche in Russia e, in misura minore, Polonia e Repubblica slovacca hanno prelevato dai loro depositi presso banche nella UE e negli Stati Uniti fondi per un totale di \$7 miliardi. Ciò ha provocato il primo calo delle passività nei confronti della Russia dal terzo trimestre 2001; grazie al sostenuto aumento dei depositi del settore bancario russo presso banche nell'area dichiarante, dal terzo trimestre 1998 il paese era divenuto il principale creditore netto dell'Europa emergente verso il sistema bancario internazionale.

A contribuire agli afflussi netti è stato anche l'aumento dei prestiti bancari verso la regione, principalmente a banche in Croazia, Russia e Repubblica ceca. Questi ultimi due paesi hanno mutuato fondi rispettivamente dal Regno Unito e dall'Austria. Da segnalare infine l'incremento per \$0,9 miliardi delle attività verso mutuatari non bancari in Polonia, il quarto consecutivo, grazie agli acquisti di titoli di Stato da parte di banche in Svezia e, su scala più ridotta, Giappone.

Aumenta lo stock del credito netto all'Europa emergente ...

... con il rimpatrio di depositi da parte di banche in Russia

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Una marcata flessione dei collocamenti netti dei mutuatari dell'area dell'euro è stata all'origine del calo della raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito nel terzo trimestre 2003. Sembrano avervi concorso in misura rilevante

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 sett. 2003
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 346,6	1 009,6	179,4	182,2	355,3	347,4	298,6	10 710,7
Strumenti del mercato monetario ¹	-78,9	2,3	11,8	-10,0	55,4	3,7	-33,2	492,7
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,7	19,3	-3,0	46,8	13,3	-25,5	347,2
Obbligazioni e notes ¹	1 425,4	1 007,3	167,6	192,2	300,0	343,7	331,8	10 217,9
<i>A tasso variabile</i>	390,8	198,9	25,3	39,6	-41,6	-28,0	-14,1	2 230,0
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	995,5	798,2	145,2	155,2	341,2	371,2	341,9	7 657,4
<i>Collegate ad azioni</i>	39,1	10,2	-2,9	-2,6	0,3	0,5	4,0	330,5
Paesi sviluppati	1 259,6	946,2	164,5	171,8	330,9	315,7	277,1	9 500,4
<i>Stati Uniti</i>	595,6	329,2	33,9	48,8	54,7	29,2	88,1	2 935,4
<i>Area dell'euro</i>	546,5	480,2	93,4	100,3	212,5	208,3	125,1	4 468,5
<i>Giappone</i>	-11,5	-22,4	-5,3	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	254,9
Centri offshore	28,1	8,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	0,4	121,2
Paesi in via di sviluppo	42,6	34,2	6,9	8,7	13,0	12,0	19,4	601,1
Istituzioni finanziarie	1 039,4	835,5	151,7	168,7	273,8	247,2	255,6	7 769,0
<i>Private</i>	954,8	699,0	114,0	132,1	225,6	199,1	212,0	6 587,1
<i>Pubbliche</i>	84,6	136,5	37,8	36,6	48,2	48,1	43,7	1 181,9
Imprese	208,3	54,0	-0,1	2,1	15,9	32,0	19,0	1 394,8
<i>Private</i>	170,0	53,3	-1,6	-3,8	10,6	30,3	18,9	1 156,0
<i>Pubbliche</i>	38,3	0,7	1,5	5,9	5,2	1,7	0,1	238,7
Governi	82,6	99,2	18,6	14,5	56,5	52,9	22,3	1 058,9
Organizzazioni internazionali	16,3	20,9	9,1	-3,0	9,1	15,4	1,7	488,0
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-128,8	-104,4	8,7	23,4	11,9	-29,8	-38,3	1 835,1
<i>di cui: USA</i>	-144,7	-91,4	0,2	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	1 290,2

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

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

Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2002		2003		
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 305,3	2 100,6	434,9	490,4	757,9	755,9	681,0
Obbligazioni	1 348,8	1 165,2	210,1	266,2	435,3	424,7	370,9
Notes	956,5	935,5	224,8	224,3	322,6	331,2	310,1
A tasso variabile	642,9	603,2	144,1	157,0	123,3	126,6	132,3
Ordinarie a tasso fisso	1 590,2	1 454,7	285,9	325,2	616,6	612,7	522,6
Collegate ad azioni ¹	72,2	42,8	5,0	8,2	18,0	16,6	26,1
Dollaro USA	1 131,3	985,9	200,4	218,9	332,1	281,4	285,9
Euro	841,4	806,7	163,9	184,9	330,7	370,2	289,4
Yen	125,2	88,3	21,6	24,5	23,3	26,0	25,3
Altre valute	207,4	219,7	49,0	62,2	71,8	78,4	80,4
Istituzioni finanziarie	1 710,9	1 633,2	352,7	401,3	583,0	570,2	562,4
<i>Private</i>	1 471,6	1 361,3	291,6	320,7	488,5	467,0	473,1
<i>Pubbliche</i>	239,3	271,9	61,1	80,6	94,5	103,2	89,3
Imprese	348,4	210,2	34,0	40,2	54,7	77,7	64,4
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,9	7,8	10,1	23,5	6,6	7,0
<i>Private</i>	285,7	186,2	28,4	30,7	39,6	70,6	53,2
<i>Pubbliche</i>	62,7	24,1	5,6	9,5	15,1	7,1	11,2
Governi	171,2	172,9	28,3	31,1	81,6	79,4	38,9
Organizzazioni internazionali	74,8	84,3	20,0	17,9	38,7	28,6	15,3
Emissioni perfezionate	2 305,1	2 100,2	441,6	495,6	716,9	727,1	678,8
<i>Per memoria: rimborsi</i>	879,7	1 093,0	274,0	303,4	416,9	383,5	347,0

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

le turbolente condizioni del mercato. L'attività di emissione è stata particolarmente debole in agosto, mese in cui i tassi d'interesse hanno mostrato un'accentuata volatilità. Il declino si è tuttavia rivelato transitorio: in settembre le emissioni sono nuovamente balzate, toccando il secondo tasso mensile di crescita mai registrato. Nondimeno, a causa del rallentamento di agosto, nel trimestre in esame i collocamenti netti hanno subito un calo aggregato del 14%, scendendo a \$299 miliardi (tabella 3.1), cui si è accompagnato quello delle emissioni lorde sui mercati delle obbligazioni e delle notes internazionali, ridottesi del 10%, a \$681 miliardi (tabella 3.2).

La flessione dei collocamenti di soggetti dell'area dell'euro è stata in parte compensata da un incremento della raccolta netta dei mutuatari di altre regioni. Sui mercati emergenti, ad esempio, le emissioni nette di titoli internazionali sono accelerate grazie a una serie di avanzamenti di rating. Dopo la "promozione" di luglio da parte di Standard & Poor's, Turchia e Venezuela hanno raccolto massicciamente sul mercato internazionale dei titoli debitori. In ottobre molti altri paesi emergenti hanno beneficiato di un "upgrade". Il debito sovrano della Russia è stato elevato da Moody's al rango della qualità

bancaria, un risultato ragguardevole per un prestatore che solo nel 1998 si era dichiarato inadempiente.

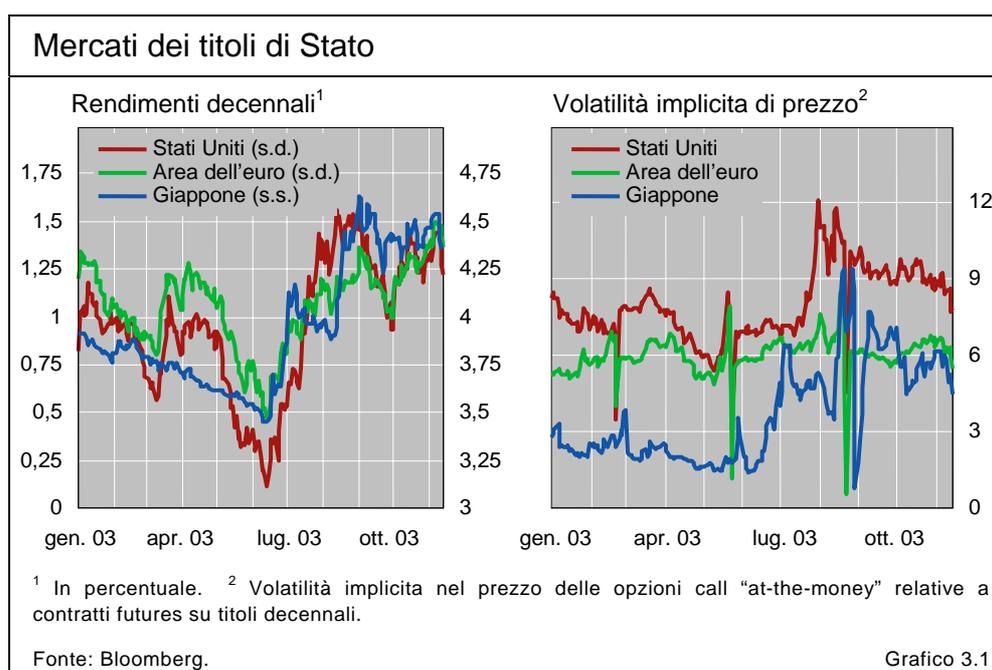
Anche le istituzioni finanziarie USA hanno incrementato i collocamenti netti nel terzo trimestre, sulla scia della marcata ripresa economica negli Stati Uniti. Ciò ha contribuito a innalzare le emissioni nette di titoli in dollari a \$138 miliardi, un livello pressoché equivalente a quello dei titoli in euro. Per la prima volta in due anni tali emissioni non sono state inferiori a quelle denominate nella valuta europea.

L'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali perturba l'attività di raccolta

L'ondata di vendite abbattutasi sui mercati obbligazionari mondiali a partire da metà giugno, la maggiore dal 1994¹, ha influito sui programmi di emissione di titoli di debito internazionali. Nelle dieci settimane successive al suo inizio i rendimenti delle obbligazioni di Stato a lungo termine sono aumentati bruscamente nei principali mercati (grafico 3.1). Tuttavia, l'impatto sulle decisioni di finanziamento è stato in certa misura attenuato dal fatto che gli spread creditizi sono rimasti relativamente stabili e che prima della corsa alle vendite i tassi si attestavano intorno ai minimi storici. Se in un primo momento la volatilità dei tassi d'interesse nell'area dell'euro e negli Stati Uniti non è cresciuta significativamente, verso la fine di luglio essa ha registrato un aumento, come indica la volatilità prospettica implicita nelle opzioni sui futures su titoli di Stato. L'aumento è stato drastico nel caso degli Stati Uniti, dove la variabilità è rimasta elevata per tutto agosto, pur facendo registrare nell'ultima parte del mese valori notevolmente inferiori al picco di fine luglio. Nell'area dell'euro, per contro, a metà agosto essa era tornata a livelli più normali. In tale contesto le

L'accresciuta volatilità dei tassi d'interesse ad agosto ...

... coincide con un netto calo delle emissioni

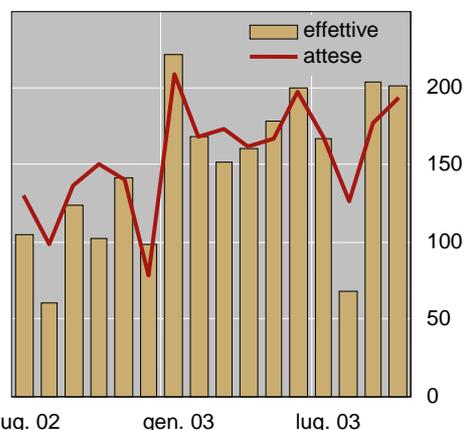


¹ Per un'analisi dettagliata, cfr. l'edizione della *Rassegna Trimestrale BRI* del settembre 2003.

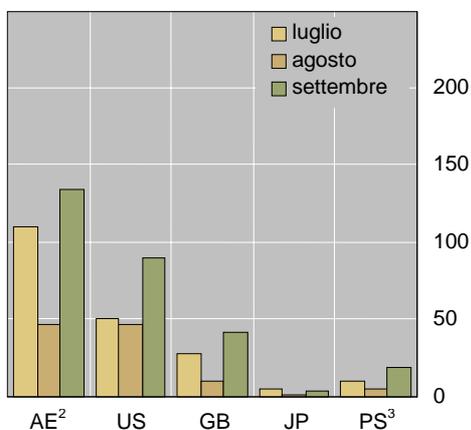
Emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali

in miliardi di dollari USA

Obbligazioni, emissioni effettive e attese¹



3° trimestre 2003, in base alla nazionalità



¹ Calcolate in base alla dinamica stagionale delle variazioni percentuali mensili, nell'ipotesi che il logaritmo naturale delle emissioni lorde destagionalizzate segua un andamento imprevedibile nel breve termine ("random walk"). Include le obbligazioni con documentazione EMTN. ² Area dell'euro. ³ Paesi sviluppati.

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

Grafico 3.2

emissioni annunciate di obbligazioni internazionali sono molto diminuite in agosto, a soli \$69 miliardi (grafico 3.2). Benché l'attività sia solitamente modesta in questo mese, i collocamenti sono stati comunque di gran lunga inferiori al livello prevedibile sulla base dell'andamento stagionale tipico del mercato.

Il calo si è tuttavia rivelato transitorio. In settembre e ottobre le emissioni totali annunciate di obbligazioni internazionali hanno segnato un forte recupero al decrescere della volatilità dei tassi d'interesse sui mercati dei titoli di Stato negli USA e nell'area dell'euro. Anzi, su base destagionalizzata i collocamenti di settembre hanno persino superato quelli di maggio, il mese immediatamente precedente l'inizio delle recenti turbolenze sui mercati obbligazionari. Non è da escludere che la sostenuta attività di settembre–ottobre sia in parte riconducibile al rinvio di alcune emissioni originariamente programmate per agosto, in attesa di un ritorno della volatilità su livelli più bassi.

La debolezza dell'attività di raccolta in agosto è stato un fenomeno generalizzato. Tra luglio e agosto le emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali da parte di mutuatari di area dell'euro, Regno Unito e Giappone sono scese rispettivamente del 57, del 64 e del 78%. Nello stesso periodo sono rallentati anche gli annunci di prenditori USA, ma del 7% soltanto. Quest'ultima contrazione, relativamente contenuta, potrebbe tuttavia non rendere ragione delle ripercussioni prodotte sulla raccolta degli Stati Uniti dall'ondata di vendite nei mercati obbligazionari mondiali. Il brusco aumento in settembre delle emissioni annunciate di prenditori statunitensi, pressoché raddoppiate rispetto ai valori di luglio, induce a ritenere che la sostenuta crescita economica del paese abbia alimentato una maggiore domanda di finanziamenti da parte delle imprese nel corso del terzo trimestre. In agosto

Le emissioni tornano a crescere in settembre

l'attività di raccolta negli Stati Uniti è stata debole se rapportata a quella del mese successivo.

Una diffusa ripresa

In settembre si è assistito a un altro fenomeno su vasta scala: l'aumento delle emissioni lorde di obbligazioni e notes sui mercati internazionali, che ha interessato – oltre agli Stati Uniti – area dell'euro, Regno Unito e Giappone. Il relativo vigore dell'indebitamento USA ha concorso a sospingere i collocamenti netti complessivi dei residenti del paese a \$88 miliardi, tre volte l'ammontare raccolto nel secondo trimestre. A tale risultato hanno contribuito essenzialmente le istituzioni finanziarie statunitensi, le cui emissioni nette sono più che triplicate nel periodo in esame, raggiungendo quota \$75 miliardi. Per ciò che concerne i residenti dell'area dell'euro, invece, l'aumento di settembre non è riuscito a compensare il calo di agosto. Di conseguenza, le loro emissioni nette sono scese a \$125 miliardi, contro i \$208 miliardi del periodo precedente. In termini percentuali le flessioni maggiori hanno riguardato Germania (60%), Paesi Bassi (55%) e Francia (38%).

Il maggiore indebitamento dei residenti USA favorisce le emissioni in dollari

Con lo spostamento della raccolta dai residenti dell'area dell'euro a quelli statunitensi si è prodotta una sostanziale modifica nella composizione per valuta dei finanziamenti netti. Mentre le emissioni di titoli internazionali denominati in euro sono scese del 40% su base netta, quelle in dollari sono aumentate

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	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Nord America	Dollaro USA	522,0	297,0	35,0	48,2	38,0	25,9	71,5
	Euro	63,9	39,4	7,2	0,4	15,7	6,5	14,9
	Yen	18,8	-7,4	-1,5	-2,5	0,0	-1,8	-1,6
	Altre valute	10,4	12,1	-1,8	4,5	1,8	7,6	6,1
UE	Dollaro USA	46,7	68,5	4,2	16,6	39,7	30,7	43,1
	Euro	522,4	464,0	101,5	92,8	204,3	212,3	116,0
	Yen	-2,2	-26,2	-6,5	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5
	Altre valute	70,5	86,1	26,7	13,9	28,8	27,2	18,4
Altre aree	Dollaro USA	82,4	53,7	6,2	8,1	19,5	19,3	23,5
	Euro	10,7	18,4	5,4	-0,1	6,5	13,2	8,5
	Yen	0,1	-10,1	-0,5	-3,7	-1,6	1,9	-1,8
	Altre valute	0,8	14,1	3,4	6,9	7,0	8,0	3,6
Totale	Dollaro USA	651,2	419,2	45,4	72,8	97,3	75,9	138,1
	Euro	597,1	521,9	114,2	93,1	226,5	232,0	139,4
	Yen	16,6	-43,7	-8,4	-8,9	-6,1	-3,2	-6,9
	Altre valute	81,7	112,3	28,3	25,2	37,6	42,7	28,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

dell'82% tra il secondo e il terzo trimestre 2003 (tabella 3.3). In ciascuna delle due valute sono stati collocati nuovi prestiti per \$140 miliardi. Per la prima volta dal terzo trimestre 2001 i collocamenti in dollari USA non sono stati inferiori a quelli in euro, e ciò malgrado la brusca frenata dell'indebitamento in dollari da parte di non residenti USA in agosto, quando le emissioni nette in tale valuta sono diminuite del 39% rispetto al mese precedente.

I collocamenti in dollari raggiungono quelli in euro

Come accennato poc'anzi, l'incremento delle emissioni nette in dollari sembra nel complesso dovuto al maggior ricorso delle istituzioni finanziarie USA al capitale di prestito, ma potrebbero avervi concorso anche i movimenti del cambio e, in particolare, la pronunciata flessione nel valore del dollaro – soprattutto nei confronti dell'euro – osservata a partire dall'ottobre 2000. La percezione di un continuo deprezzamento della moneta statunitense potrebbe indurre i mutuatari che operano in valute diverse a privilegiare l'indebitamento in dollari. Inoltre, il calo del rendimento della Treasury note decennale tra l'ottobre 2000 e l'ottobre 2003, pari a circa 140 punti base, ha ridotto ulteriormente i costi dell'indebitamento in questa moneta. Dall'inizio del 2003, ossia poco più di due anni dopo il picco del dollaro sull'euro, i non residenti USA hanno mostrato una propensione sempre più spiccata a emettere titoli in dollari, anche se in agosto tali emissioni hanno segnato bruscamente il passo. La ripresa di settembre è intervenuta nonostante il netto ridimensionamento degli acquisti di titoli del Tesoro e di agenzie federali da parte di investitori esteri (cfr. riquadro). Nel trimestre in esame i collocamenti netti in dollari di residenti UE sono ammontati a \$43 miliardi, mentre altri mutuatari al di fuori di Stati Uniti e Canada hanno raccolto \$24 miliardi, otto dei quali imputabili alle numerose emissioni di piccolo e medio taglio lanciate da residenti australiani.

L'accresciuta preferenza dei prenditori non statunitensi per il dollaro ha contribuito a innalzare notevolmente le emissioni lorde di obbligazioni "yankee" nel terzo trimestre 2003. Secondo quanto segnalato da Dealogic, esse hanno raggiunto i \$12 miliardi, con un aumento del 24% rispetto al record di tre mesi prima. La netta impennata dei collocamenti di questo tipo da parte di soggetti UE, sudafricani e brasiliani ha più che compensato il calo di quelli di residenti canadesi.

Gli "upgrade" imprimono slancio alla raccolta dei PVS

Fra il secondo e il terzo trimestre 2003 i prenditori dei paesi in via di sviluppo hanno fortemente aumentato la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito. Le loro emissioni nette sono cresciute del 62%, a \$19,4 miliardi, il volume maggiore di nuovi prestiti dal secondo trimestre 2001, e ciò nonostante il saldo negativo dei capitali affluiti ai fondi comuni USA specializzati in questa tipologia di debito (grafico 3.3). L'aumento appare inoltre assai concentrato, essendo riconducibile per \$5,9 miliardi ai soli mutuatari russi e taiwanesi.

Analogamente all'area industriale, l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali ha temporaneamente destabilizzato anche la raccolta dei PVS, i cui annunci di obbligazioni e notes internazionali si sono bruscamente ridimensionati in agosto. L'attività è però ripresa nel mese di

Flussi di titoli USA e flussi di titoli in dollari: due dinamiche a confronto

Robert N. McCauley

L'annuncio diramato dal Tesoro USA a metà novembre secondo cui gli acquisti internazionali di obbligazioni statunitensi erano fortemente calati nel mese di settembre ha scatenato una corsa alle vendite di dollari. Al netto delle stime dei rimborsi in linea capitale di titoli garantiti da attività ("asset-backed securities", ABS), in quel mese gli acquisti netti non ufficiali di obbligazioni statunitensi potrebbero essersi azzerati. Si è ritenuto che il crescente disavanzo corrente degli Stati Uniti, unito a una debole domanda ex ante di titoli USA, potesse causare un deprezzamento del dollaro (a meno di un'impennata nella domanda di azioni statunitensi).

Nel presente riquadro vengono distinti gli acquisti internazionali di obbligazioni USA da quelli di obbligazioni in dollari. I primi possono avere a oggetto titoli del Tesoro, di agenzie federali o di società USA, e come tali dovrebbero essere rilevati dal sistema di segnalazione Treasury International Capital (TIC) statunitense. I secondi invece, realizzabili anche sul mercato dell'eurodollaro, potrebbero sfuggire a tale rilevazione.

Acquisti esteri di titoli USA ed emissioni di titoli in dollari da parte di non residenti USA

	Acquisti di obbligazioni USA da parte di investitori esteri								Emissioni di obbligazioni e notes internazionali in dollari da parte di non residenti USA				
	Tesoro		agenzie federali		settore privato		totale		totale		escl. obbligazioni yankee		
	totale	ufficiale	totale	ufficiale	totale	ufficiale	totale	ufficiale	lordo	netto	lordo	netto	
2003													
Maggio	41,1	15,2	32,0	2,5	27,4	0,1	100,5	17,8	50,1	21,1	40,8	22,6	
ex ABS ¹	41,1	15,2	26,0	...	24,9	...	92,0	...	...	...	...	...
Giugno	44,0	16,5	7,0	-2,6	22,8	0,7	73,8	14,6	55,3	26,4	47,7	19,5	
ex ABS ¹	44,0	16,5	1,3	...	20,3	...	65,3	...	...	...	...	...
Luglio	44,7	12,3	11,8	-0,1	26,4	0,4	82,9	12,6	48,8	28,6	44,6	27,6	
ex ABS ¹	44,7	12,3	5,4	...	23,8	...	73,9	...	...	...	...	...
Agosto	25,1	-1,0	8,9	0,4	16,9	0,4	50,9	-0,2	27,8	17,4	27,4	17,5	
ex ABS ¹	25,1	-1,0	1,9	...	14,6	...	41,6	...	...	...	...	...
Settembre	5,6	8,1	-3,2	3,0	19,8	0,5	22,2	11,6	52,1	23,6	49,4	23,2	
ex ABS ¹	5,6	8,1	-8,6	...	14,6	...	11,6	...	...	...	...	...

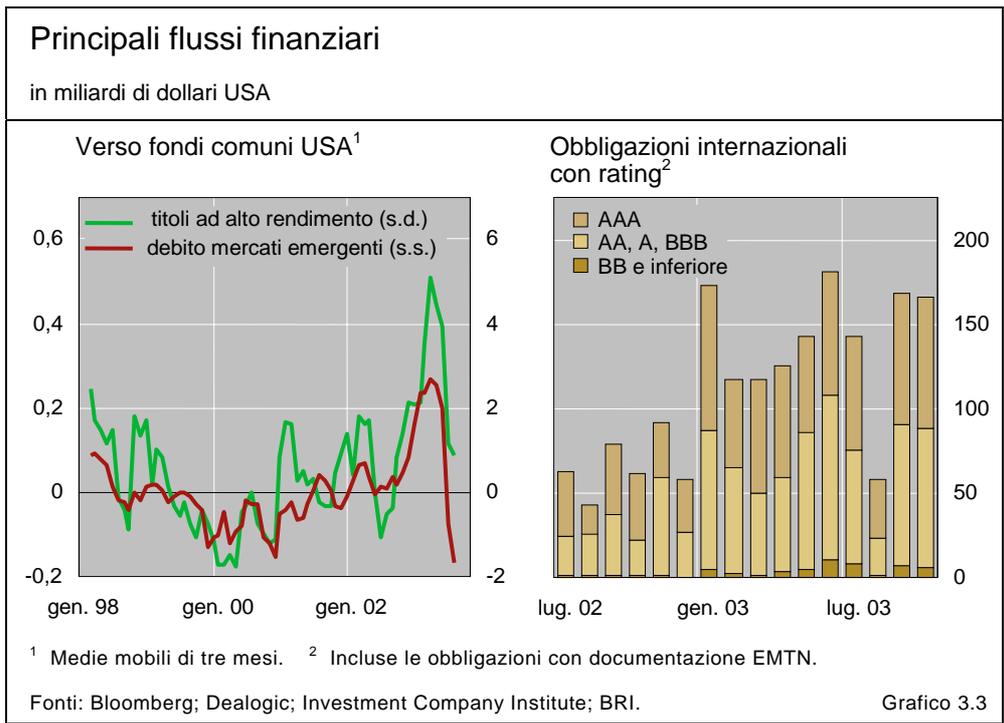
¹ Escluse le stime dei rimborsi di "asset-backed securities".

Fonti: Dipartimento del Tesoro USA; Federal Reserve Bank di New York; BRI.

Di norma, gli acquisti internazionali di titoli di debito USA rappresentano un buon indicatore della domanda di obbligazioni in dollari da parte dei gestori internazionali di patrimoni. Da un lato, la stragrande maggioranza delle obbligazioni collocate da emittenti statunitensi è denominata in dollari; dall'altro, le disponibilità di titoli in questa valuta nei portafogli di non residenti USA sono per lo più costituite da obbligazioni statunitensi. Agli inizi del 2000, ad esempio, circa i tre quarti delle disponibilità ufficiali di obbligazioni in dollari USA erano investiti in obbligazioni statunitensi^①.

Tuttavia, come illustrato in questa sezione, il mese di settembre non ha rappresentato la norma. L'ondata di vendite sui mercati obbligazionari ha provocato in agosto un calo delle emissioni internazionali di titoli in dollari, rientrato peraltro il mese successivo. La flessione dell'attività in agosto ha rispecchiato sia la naturale speranza dei tesorieri in una rapida inversione della fase di vendite, sia lo sconto offerto dagli underwriter per il lancio di prestiti in un contesto di volatilità dei mercati. I mutuatari hanno recuperato il terreno perduto in settembre, quando i collocamenti – e di conseguenza gli acquisti esteri – di obbligazioni internazionali in dollari sono stati cospicui. Ciò non conferma peraltro quanto si evince dai dati del Tesoro statunitense, secondo cui in settembre gli investitori esteri avrebbero perso interesse per le obbligazioni in dollari. Pur se gli acquisti internazionali di titoli in dollari emessi al di fuori degli USA non finanziano direttamente il disavanzo corrente del paese, essi stanno nondimeno a indicare che in tale periodo i gestori di portafogli internazionali hanno continuato a investire in titoli denominati nella moneta americana.

^① Stimate come disponibilità identificate in titoli del Tesoro, di agenzie di emanazione governativa e di società USA, divise per la somma di tali disponibilità e di quelle non identificate in dollari (ossia, titoli in dollari emessi da mutuatari non residenti negli Stati Uniti). Cfr. R. McCauley e B. Fung, "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, tabella 1.



settembre, dove si è concentrata gran parte delle emissioni più ingenti lanciate nel trimestre da mutuatari dell'area, tra cui l'obbligazione settennale da €1 miliardo della Repubblica d'Ungheria.

I prestiti maggiori collocati da emittenti dell'area emergente nel trimestre in esame sono stati quelli dei governi di Venezuela e Turchia, due paesi che – dopo l'innalzamento di un grado, rispettivamente a B– e B, del proprio rating da parte di Standard & Poor's a fine luglio – hanno attinto in misura cospicua dal mercato internazionale dei titoli di debito. Il 24 settembre la Repubblica di Turchia ha raccolto \$1,25 miliardi tramite un'obbligazione decennale a tasso fisso con cedola del 9,5%, mentre il 7 agosto la Repubblica Bolivariana del Venezuela ha emesso un'obbligazione settennale a tasso fisso per nominali \$1,5 miliardi e cedola del 5,375%, i cui proventi sono stati utilizzati per estinguere obbligazioni Brady in essere. Anche in virtù di tali prestiti, nel terzo trimestre le emissioni nette di Turchia e Venezuela sono tornate su valori positivi, rispettivamente \$0,4 e 1,6 miliardi. Per il Venezuela, in particolare, si è trattato del primo saldo positivo dal quarto trimestre 2001.

Ingente raccolta per Turchia e Venezuela

Nel periodo sotto rassegna vi sono stati altri importanti "upgrade". In ottobre Standard & Poor's ha innalzato il rating in valuta di Malaysia, Thailandia e Indonesia rispettivamente ad A–, BBB e B. Nello stesso mese i rating esterni assegnati da Moody's a Hong Kong e Russia sono aumentati di due gradi, ad A1 e Baa3. Mai prima d'ora al debito sovrano russo era stato attribuito lo status della qualità bancaria. Poco dopo la rivalutazione, Sberbank (una cassa di risparmio russa di proprietà statale) ha raccolto \$1 miliardo tramite una note triennale a tasso variabile, quotata con uno spread di 196 punti base sul Libor.

Il debito russo conquista lo status della qualità bancaria

Grazie al ritorno a una rapida crescita dell'economia, in ottobre è stato innalzato anche il rating della Repubblica popolare cinese, che ne ha approfittato per mutuare fondi sul mercato obbligazionario internazionale. Penalizzato nel periodo precedente dall'epidemia di SARS e dalle incertezze connesse con

la guerra in Iraq, il prodotto reale cinese nel terzo trimestre è cresciuto del 9% su base annua. A metà ottobre Moody's ha aumentato da A3 ad A2 il rating sovrano del paese, e il 29 di quel mese il governo di Pechino ha collocato un pacchetto da \$1,5 miliardi di obbligazioni internazionali sia in dollari che in euro, la prima emissione di questo tipo dal maggio 2001. La tranche in dollari – di durata decennale – è stata quotata con uno spread di appena 53 punti base al disopra del Treasury bond di pari scadenza, un differenziale pressoché equivalente a quello applicato al debito delle agenzie federali USA.

Calano le emissioni dei mutuatari latino-americani

In un contesto di ristagno della crescita economica, le emissioni nette di prenditori dei PVS latino-americani sono calate da \$5,3 a 4,1 miliardi nel terzo trimestre. L'aumento della raccolta dei mutuatari venezuelani è stato più che compensato dalla flessione di quella messicana e brasiliana. Nel caso del Brasile – il cui spread sovrano è cresciuto di circa 200 punti base fra la metà di giugno e i primi di agosto – le emissioni nette di residenti sono scese da \$5,1 a 3,6 miliardi; in seguito, tuttavia, le voci di un possibile innalzamento del rating sovrano del paese hanno compresso il differenziale. Il 22 ottobre, sulla scia di queste favorevoli condizioni di mercato, la Repubblica federale del Brasile ha aumentato del 50% l'emissione di notes settennali in dollari, inizialmente programmata per \$1 miliardo. Il prestito, pari pertanto a \$1,5 miliardi, è stato quotato con un rendimento a scadenza del 9,68%.

La raccolta del Messico sul mercato internazionale nel trimestre in esame è diminuita molto più bruscamente: le emissioni nette di residenti sono scese a -\$0,7 miliardi, contro i \$3 miliardi del periodo precedente. A ciò potrebbe aver contribuito il mancato propagarsi all'economia messicana dei ritmi di crescita del PIL segnati dagli Stati Uniti nel terzo trimestre.

Il Messico lancia un'obbligazione ventennale a tasso fisso in peso

Uno sviluppo di rilievo nell'indebitamento sovrano del Messico è il piano avviato dal governo per sostituire la raccolta interna a quella sull'estero. A fine ottobre esso si è rivolto con successo al mercato domestico per mutuare nuovi fondi grazie alla prima asta di obbligazioni ventennali a tasso fisso in peso allestita dal Ministero delle Finanze. L'emissione sul mercato interno di un prestito a tasso fisso con scadenza a vent'anni non aveva precedenti nella storia del Messico. Dopo l'asta l'esecutivo ha reso noto il suo intendimento di ridurre di \$500 milioni il debito estero per l'anno successivo continuando ad accrescere la quota del debito interno in portafoglio; ciò ha contribuito ad abbassare ai minimi storici gli spread di rendimento sui titoli di Stato in dollari.

La volatilità rinvia le emissioni dei mutuatari a più basso rating

Dopo il calo di agosto ...

Le recenti turbolenze sui mercati obbligazionari si sono inoltre accompagnate a un calo dei collocamenti a più basso rating sui mercati internazionali. In agosto gli annunci di emissioni al disotto della qualità bancaria sono diminuiti di \$7 miliardi rispetto a luglio, scendendo a \$0,8 miliardi, l'ammontare più basso dal dicembre 2002. La flessione ha rispecchiato in certa misura la minore raccolta di mutuatari dei PVS cui si è accennato poc'anzi: dopo avere emesso \$2,5 miliardi di obbligazioni ad alto rendimento in luglio, nel mese successivo essi non hanno effettuato nessun nuovo collocamento di questo tipo.

In settembre le emissioni ad alto rendimento hanno segnato una ripresa, parallelamente al generale recupero dell'attività, tornando su livelli analoghi a quelli di luglio (\$7,2 miliardi). I mutuatari dei PVS hanno collocato il 76% del totale. Nell'insieme del terzo trimestre sono state emesse obbligazioni internazionali di qualità non bancaria per \$15,6 miliardi, in lieve calo dai \$18,7 miliardi del periodo precedente. Fra le maggiori emissioni di residenti dei paesi industriali figurano tre obbligazioni quinquennali di Vivendi Universal (una in dollari USA per \$975 milioni e due in euro per €605 e 500 milioni), che risulta così di gran lunga il principale emittente di obbligazioni "high-yield" dell'area industriale nel trimestre sotto rassegna.

... in settembre tornano a salire le emissioni ad alto rendimento ...

Anche le obbligazioni di qualità bancaria hanno recuperato in settembre e ottobre. Dopo la contrazione del 58% (a \$57,2 miliardi) tra luglio e agosto, nei due mesi successivi le emissioni "investment grade" annunciate sono cresciute a circa \$160 miliardi, il 19% in più rispetto a luglio. Tra queste figurano due obbligazioni a tasso fisso in dollari USA di Ford Motor Credit, una quinquennale per \$1 miliardo e una decennale per \$2 miliardi. Si tratta delle prime emissioni con queste caratteristiche di tasso e valuta lanciate dalla società da più di un anno.

... nonché quelle di qualità bancaria

Il declassamento di DaimlerChrysler e le connesse turbolenze sul mercato secondario dei titoli automobilistici non sembrano avere influito in misura significativa sulla capacità di raccolta della società sul mercato internazionale. Il 21 ottobre Standard & Poor's ha abbassato il rating del suo debito a lunga da BBB+ a BBB, con outlook negativo. Come già discusso nel "Quadro generale degli sviluppi", ne è conseguita una fase di drastici aumenti degli spread applicati nel mercato secondario alle obbligazioni di imprese automobilistiche e alle loro affiliate finanziarie. Ciò nonostante, il 6 novembre DaimlerChrysler è riuscita a raccogliere \$2 miliardi sul mercato internazionale mediante un'emissione decennale a tasso fisso in dollari USA, con uno spread di 215 punti base sul Treasury di pari scadenza.

DaimlerChrysler non risente del declassamento

Previsto un forte aumento dei rimborsi agli inizi del 2004

Il calo dei rimborsi alla scadenza di obbligazioni e notes internazionali nel terzo trimestre 2003 si è accompagnato a un rallentamento delle emissioni lorde. Dopo vari trimestri di crescita, tali rimborsi avevano registrato un massimo di \$396 miliardi nei primi tre mesi di quest'anno (grafico 3.4), per poi scendere nei due trimestri successivi fino a toccare i \$324 miliardi del periodo in esame. Al tempo stesso, le emissioni lorde di obbligazioni e notes internazionali sono diminuite del 10%, a \$681 miliardi, fra il primo e il terzo trimestre.

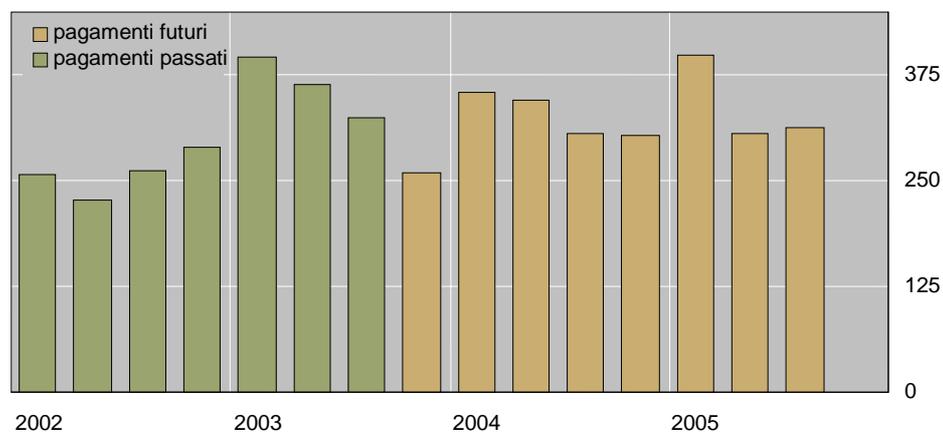
Calano i rimborsi programmati ...

Secondo le previsioni, i rimborsi programmati scenderanno ulteriormente nel quarto trimestre, per poi tornare a salire nel 2004 e toccare la punta massima agli inizi del 2005. Si calcola che essi aumenteranno a \$354 miliardi nel primo trimestre 2004, quando giungeranno a scadenza obbligazioni e notes del 2001 e 2002 per una cifra pari a circa la metà di tale importo. Nel primo trimestre 2005 i rimborsi dovrebbero continuare a crescere, fino a raggiungere un livello pressoché identico a quello del primo trimestre 2003, quando – dato

... ma per l'anno prossimo è previsto un forte aumento

Rimborsi di obbligazioni e notes alla scadenza

in miliardi di dollari USA



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

Grafico 3.4

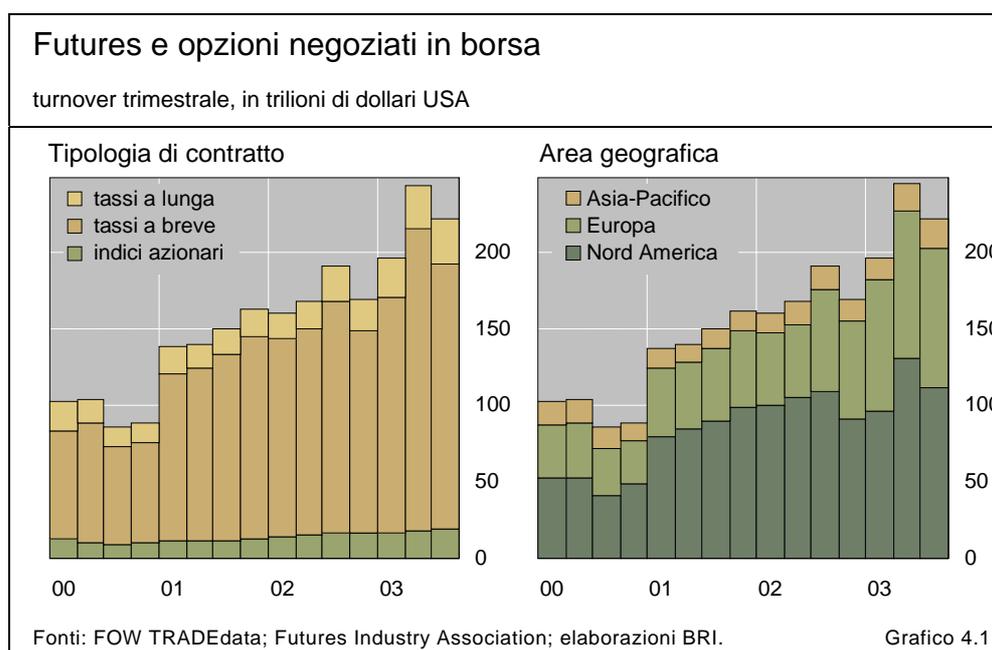
il calo dei rendimenti pubblici e degli spread creditizi – l'impennata dei rimborsi era stata finanziata con obbligazioni e notes a tasso fisso, più che con strumenti a tasso variabile. Per contro, è improbabile che agli inizi del 2004 il contesto si riveli altrettanto favorevole al rifinanziamento, a meno che i tassi d'interesse non scendano dagli attuali livelli.

Dopo essere rimasti sostanzialmente stabili a \$16,5 miliardi durante il periodo precedente, nel terzo trimestre i collocamenti lordi di obbligazioni convertibili sono balzati di quasi il 60%, a \$26,1 miliardi. Tale cifra comprende un prestito per €5 miliardi annunciato da Kreditanstalt für Wiederaufbau ai primi di luglio, che costituisce la più grande emissione convertibile di tutti i tempi. Queste obbligazioni presentano una caratteristica unica nel suo genere, ossia la possibilità di essere convertite in azioni Deutsche Telekom AG. Le richieste di sottoscrizione sono state evidentemente molto alte, se si considera che l'offerta iniziale di €4,5 miliardi nominali è stata poi incrementata dell'11%.

4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in derivati finanziari rilevate dalla BRI ha subito una contrazione nel terzo trimestre 2003: il valore complessivo degli scambi di prodotti su tassi d'interesse, indici azionari e valute è sceso a \$223 trilioni, con un calo del 9% rispetto al secondo trimestre (grafico 4.1). L'attività è stata diseguale fra le due principali categorie di rischio di mercato: la netta flessione nei volumi di derivati su tassi d'interesse si è infatti accompagnata a un moderato aumento del turnover nel comparto degli indici azionari. La generale diminuzione degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso va ricondotta al marcato declino dei contratti del mercato monetario sulle borse USA, che ha controbilanciato l'espansione di quelli su titoli di Stato.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato degli strumenti derivati over-the-counter (OTC) evidenziano un'accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. L'ammontare nozionale di contratti in essere è cresciuto del 20%, sfiorando i \$170 trilioni, dopo l'aumento dell'11% nel periodo precedente. Nel contempo, i valori lordi di mercato sono saliti del 24%, a \$7,9 trilioni, contro il 43% registrato nella seconda metà del 2002; a partire dal 2001 essi crescono a un ritmo superiore a quello degli ammontari nozionali.



Andamento divergente negli scambi di contratti su tassi d'interesse

Nel terzo trimestre 2003 il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in contratti su tassi d'interesse, la maggiore fra le principali categorie di rischio, è diminuito del 10%, a \$202,8 trilioni, dopo gli aumenti del 25 e del 18% nei due periodi precedenti. Questo calo dell'attività complessiva sul reddito fisso riflette un andamento divergente tra il segmento a breve e quello a lungo termine: la pronunciata flessione dei prodotti del mercato monetario ha infatti più che compensato l'espansione di quelli su titoli di Stato. Mentre i contratti su tassi a breve (fra gli altri, su eurodollaro, Euribor ed euroyen) hanno perso il 13%, scendendo a \$173 trilioni, le operazioni in strumenti a più lungo termine (come quelle su obbligazioni governative decennali di Stati Uniti, Germania e Giappone) sono aumentate del 5%, a \$29,8 trilioni.

Andamento divergente dei contratti su tassi a breve e a lunga ...

La divergente dinamica dei due segmenti per scadenza è riconducibile in ampia misura alle borse statunitensi. Le contrattazioni in prodotti a lungo termine sono aumentate del 18%, a \$10,5 trilioni, mentre gli scambi di contratti del mercato monetario hanno subito un calo sempre del 18%, scendendo però a \$91 trilioni, il che ha determinato una contrazione del 15% (a \$101,5 trilioni) dell'attività complessiva USA su strumenti a reddito fisso.

... soprattutto nelle borse statunitensi

Mercati volatili rallentano gli scambi di opzioni su tassi d'interesse

L'aspetto di maggior rilievo dell'attività in contratti su tassi d'interesse a breve negli Stati Uniti è stato il calo particolarmente marcato fatto registrare dagli scambi di opzioni, arretrati del 33%, a \$24,7 trilioni. In termini percentuali si tratta della più ampia flessione trimestrale dal 1993, anno in cui la BRI iniziò a raccogliere dati trimestrali sul valore del turnover di borsa in derivati finanziari. Gli scambi di opzioni su futures sull'eurodollaro presso il Chicago Mercantile Exchange (CME) – la principale piazza statunitense per i prodotti a breve – sono calati del 31%, a \$15,8 trilioni, mentre quelli delle analoghe opzioni su federal fund USA a 30 giorni negoziate al Chicago Board of Trade sono diminuiti di ben l'86%, a \$0,8 trilioni.

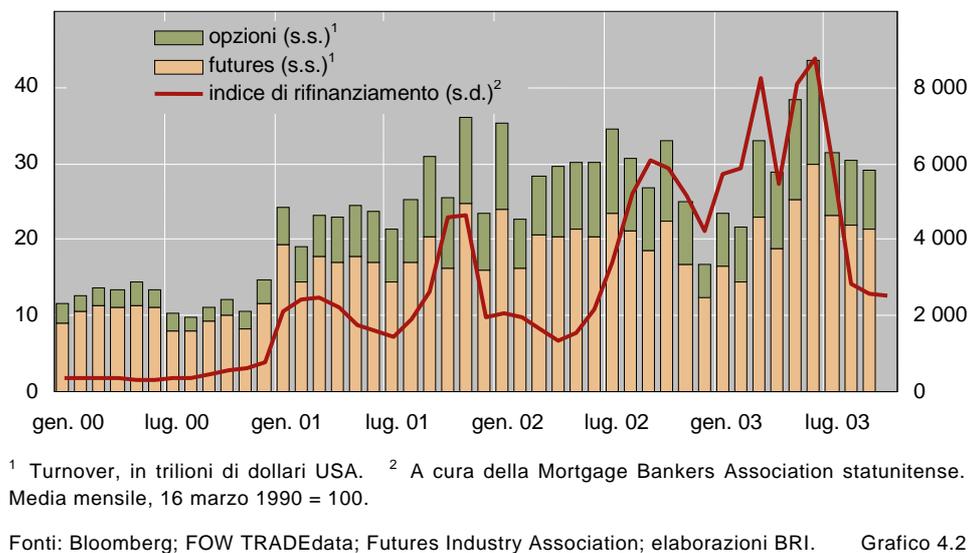
Negli USA le opzioni su tassi a breve registrano il calo maggiore dal 1993

Rispetto al turnover dei futures – sceso nel terzo trimestre di appena il 10%, a \$66,3 trilioni –, quello delle opzioni su strumenti a reddito fisso tende a mostrare una variabilità più elevata. Le opzioni sono scambiate meno attivamente dei futures, e la loro liquidità risente forse in misura maggiore delle oscillazioni nel ciclo dei tassi o di sfavorevoli movimenti del mercato.

Maggiore variabilità delle opzioni rispetto ai futures

Questa ipotesi sembra trovare conferma nel trimestre in esame, quando gli scambi sarebbero stati ostacolati da un repentino mutamento delle condizioni di mercato. Le pressioni al rialzo sui rendimenti delle attività USA a reddito fisso nella seconda metà di giugno hanno determinato in luglio e agosto una totale inversione della precedente fase rialzista. Il calo dei rifinanziamenti ipotecari (grafico 4.2) ha di colpo allungato in misura significativa la durata media finanziaria dei portafogli di titoli assistiti da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Nell'intento di ripristinare la duration desiderata, i detentori di questi strumenti hanno avviato una nuova tornata di operazioni sui mercati

Contratti di tasso d'interesse a breve e indice di rifinanziamento ipotecario negli Stati Uniti



a pronti e derivati. Si ritiene che l'ingente volume di transazioni connesse con tale ricomposizione di portafoglio abbia esercitato pressioni sui market-maker operanti in strumenti basati sul Libor, fra cui swap e swaption di tasso, causando un brusco aumento della volatilità (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2003). Le pesanti perdite che alcuni dealer avrebbero subito nelle contrattazioni in proprio e nelle attività di market-making potrebbero aver provocato un ridimensionamento di queste ultime nelle settimane successive.

Si prosciugano gli scambi di opzioni sul tasso dei federal fund

Il pronunciato calo degli scambi di opzioni su tassi d'interesse a breve va ricondotto anche alla marcata flessione delle attività correlate alla conduzione della politica monetaria negli Stati Uniti. I volumi di opzioni su futures sul tasso dei federal fund USA a 30 giorni, che nel secondo trimestre avevano evidenziato una formidabile espansione, si sono pressoché prosciugati nel terzo¹. Tale dinamica altalenante potrebbe rispecchiare la relativa "immaturità" di questi contratti, introdotti solo nel primo trimestre 2003.

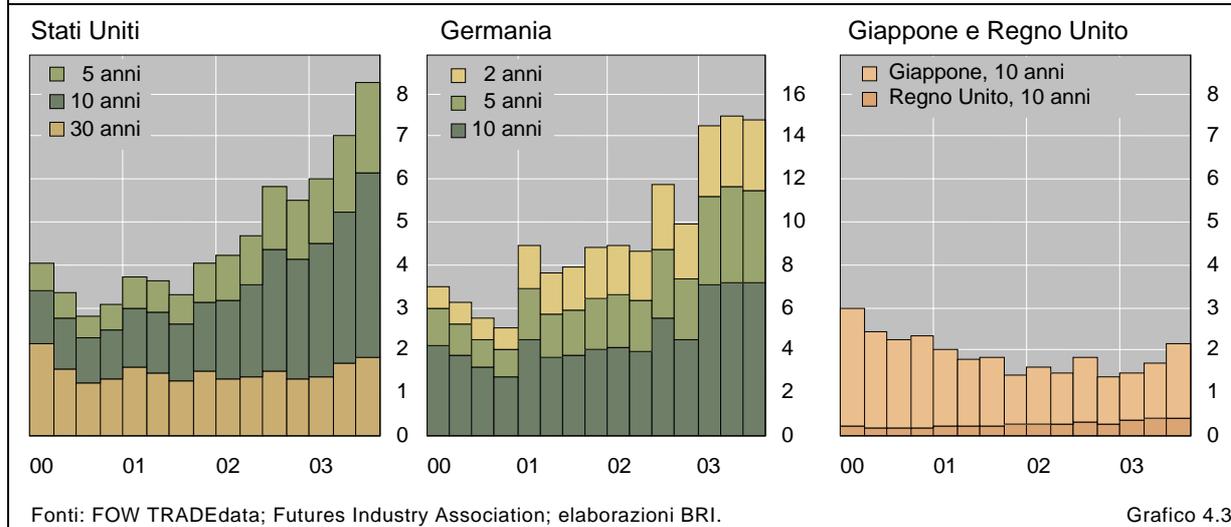
Crescono i contratti su Treasuries USA

Se raffrontata agli scambi di contratti su tassi d'interesse a breve, l'attività in derivati su titoli di Stato USA appare più equamente bilanciata: futures e opzioni hanno contribuito in egual misura al 18% di aumento del turnover. Per quanto riguarda i futures, le negoziazioni sono state vivaci durante tutto il trimestre sotto rassegna, in particolar modo per il contratto sulla note decennale – il più trattato in questo comparto –, che ha messo a segno un aumento del 22% (grafico 4.3). Sul fronte delle opzioni si è osservato un andamento più disomogeneo: dopo il massimo storico di luglio, nel bimestre successivo i volumi di scambi sono calati a livelli più "normali". Entrambi i

¹ Questi strumenti sono direttamente collegati al tasso sui federal fund, il che li rende particolarmente adatti per assumere posizioni in vista di future manovre di politica monetaria da parte della Fed.

Futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



segmenti potrebbero avere beneficiato di un allontanamento dai contratti basati sul Libor, alla luce delle tensioni osservate nei relativi mercati. L'incertezza circa i futuri movimenti nel mercato dei Treasuries è rimasta elevata per l'intero periodo (grafico 4.4).

In Europa il turnover complessivo in prodotti di tasso ha registrato un calo del 6% nel terzo trimestre, scendendo a \$87,2 trilioni. Gli strumenti del mercato monetario hanno perso il 7% (portandosi a \$70,6 trilioni) e quelli su titoli di Stato il 3% (a \$16,6 trilioni). I due segmenti hanno evidenziato un andamento simile nel corso del periodo: agli scambi record di giugno ha fatto seguito, in luglio e agosto, una sensibile riduzione.

Gli scambi di contratti su tassi d'interesse nella regione Asia-Pacifico sono cresciuti dell'8%, a \$11,6 trilioni. L'espansione rispecchia in buona parte il dinamismo dell'attività in Giappone, dove il turnover aggregato è aumentato del 75%, a \$3,5 trilioni. Tale incremento è dovuto in ampia misura alle negoziazioni di futures e opzioni a breve, pressoché quadruplicatesi a \$1,6 trilioni. L'impennata dell'attività in strumenti del mercato monetario in Giappone potrebbe essere stata originata dalle voci di un possibile abbandono della politica di "allentamento quantitativo" da parte della banca centrale sulla scia delle migliorate prospettive di crescita e di inflazione. Tali speculazioni, e le concomitanti pressioni al rialzo sui tassi a breve, si sono tuttavia dissipate tra la fine di agosto e i primi di settembre, per effetto prima degli ingenti acquisti di buoni del Tesoro a nove mesi da parte della BoJ, e poi della dichiarazione rilasciata dal Governatore circa il futuro orientamento della politica monetaria nel paese. Vale la pena ricordare che, successivamente all'adozione della strategia di "allentamento quantitativo" nel primo trimestre 2001, l'attività in strumenti del mercato monetario nipponico si era praticamente esaurita, poiché tra gli operatori era prevalso il convincimento che i tassi a breve sarebbero rimasti bassi per lungo tempo.

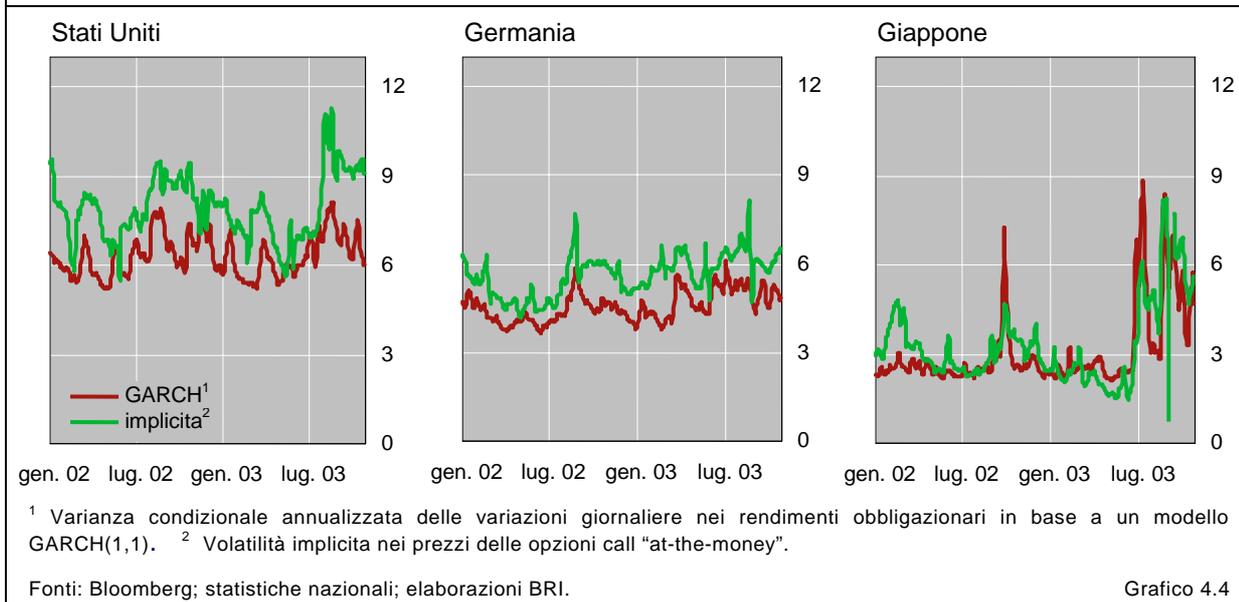
Generale calo dell'attività sul reddito fisso in Europa

Crescono gli scambi in Giappone ...

... soprattutto di strumenti su tassi a breve

Volatilità sui principali mercati dei titoli di Stato

referita alle obbligazioni decennali; medie mobili di cinque giorni



L'attività in contratti su titoli di Stato giapponesi è aumentata nel terzo trimestre di un ulteriore 25%, sfiorando i \$2 trilioni. La diffusione di dati positivi, unitamente alle ricomposizioni di portafoglio in favore dei titoli azionari effettuate sulla spinta dei rialzi delle quotazioni, hanno determinato una brusca flessione del mercato obbligazionario nipponico in luglio e agosto, inducendo gli operatori a riposizionarsi mediante il ricorso ai derivati.

Ulteriore espansione degli strumenti su indici azionari

Nel periodo in esame gli scambi di futures e opzioni su indici azionari sono cresciuti per il secondo trimestre consecutivo: il turnover aggregato è salito del 5%, a \$19,1 trilioni. Il livello dell'attività ha differito in misura significativa tra le varie regioni, scendendo del 3% (a \$8 trilioni) in Nord America, e aumentando del 6% in Europa (a \$3,7 trilioni) e del 15% nell'Asia-Pacifico (a \$7,2 trilioni).

Ancora una volta, il sensibile incremento dell'attività in Asia ha rispecchiato in larga misura la vivacità degli scambi opzionari sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, saliti dell'11%, a \$5,2 trilioni. Da rilevare peraltro che le contrattazioni di strumenti su indici azionari giapponesi sono cresciute a un ritmo ancor più sostenuto (+53%, a \$1 trilione), grazie forse al rinnovato interesse degli investitori esteri per le azioni nipponiche. I contratti su indici azionari consentono agli acquirenti di assicurarsi in modo rapido e conveniente il prezzo di una transazione prima che questa abbia effettivamente luogo sul mercato a pronti.

Vivaci scambi di opzioni sull'indice azionario coreano

L'ascesa delle contrattazioni in prodotti su indici azionari paneuropei

L'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999 ha influito in misura significativa sui mercati finanziari dei paesi dell'area. Sui mercati azionari, in particolare, il venir meno del rischio di cambio ha spinto gli investitori a spostare l'enfasi dai fattori tipicamente nazionali a quelli settoriali paneuropei nel determinare i prezzi dei titoli. Secondo alcuni studi, questo mutamento nell'importanza relativa delle due tipologie di fattori si sarebbe rispecchiato nel pricing delle azioni di alcune fra le maggiori società dell'Europa continentale[®]. L'impatto dei fattori settoriali paneuropei supera oggi quello dei fattori nazionali.

L'adozione di una prospettiva paneuropea ha influenzato altresì l'attività in derivati sulle borse del continente, che hanno risposto alla necessità di strumenti regionali di contrattazione sviluppando – in collaborazione con gli “index provider” – numerosi nuovi indici azionari paneuropei e relativi derivati.

Il processo prese l'avvio ancor prima dell'introduzione dell'euro: nel maggio 1998 LIFFE (predecessore di Euronext.liffe) e AEX (oggi Euronext Amsterdam) lanciarono congiuntamente un contratto futures sull'FTSE Eurotop 100, e nel giugno successivo ParisBourse/MATIF (l'attuale Euronext Paris), DTB (ora Eurex) e Swiss Exchange/SOFFEX introdussero contratti separati sull'indice paneuropeo Dow Jones STOXX 50 e sul Dow Jones EURO STOXX 50, specifico dell'area dell'euro. Tali strumenti hanno goduto di una posizione di monopolio per quasi un anno, fino alla comparsa di nuovi prodotti concorrenti. Nel maggio 1999 LIFFE propose contratti su una serie di più ampi indici MSCI (MSCI Pan-Euro e MSCI Euro) e FTSE Eurotop (Eurotop 300, Eurotop 300 ex UK ed Eurobloc 100).

Questi strumenti, e i molti che li hanno seguiti, hanno avuto fortune alterne. L'unico ad avere riportato un grande successo è stato il contratto sul Dow Jones EURO STOXX 50, che – nell'attuale versione trattata all'Eurex – è oggi il derivato su indici azionari più scambiato in Europa. Esso supera di gran lunga il contratto sul Dax, il più richiesto tra i prodotti europei di tipo nazionale. Gli altri contratti paneuropei o propri dell'area dell'euro non hanno in genere trovato vasta accoglienza.

L'esperienza europea contrasta nettamente con quella statunitense. Mentre in Europa predomina l'attività su un indice ristretto, il Dow Jones EURO STOXX 50, negli Stati Uniti il principale contratto su indici azionari si basa da lungo tempo su un indice ampio di mercato, l'S&P 500.

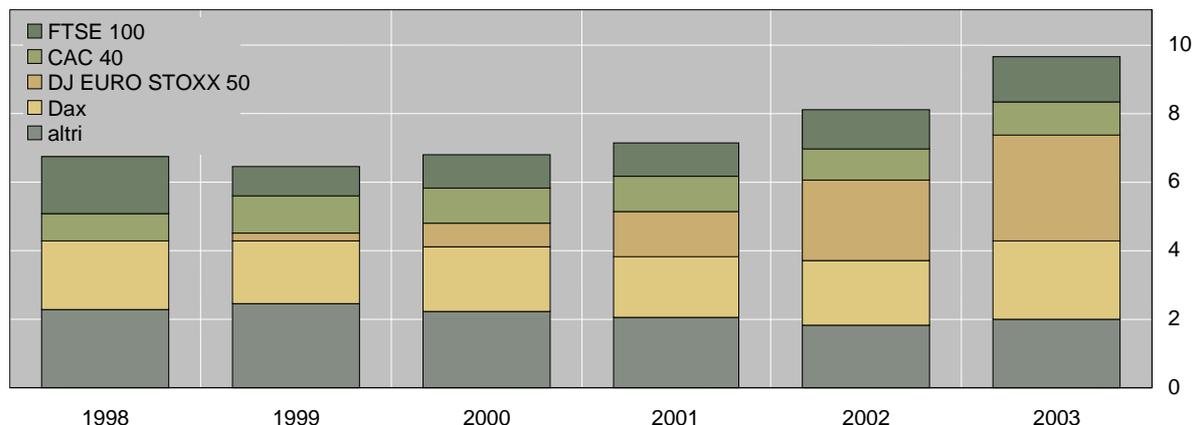
La positiva performance del contratto sul Dow Jones EURO STOXX 50 ha in certa misura sorpreso gli stessi operatori. Molti di essi ritenevano che i mercati europei avrebbero echeggiato i successi americani adottando un indice ampio. La popolarità del contratto sull'S&P 500 è ascrivibile a tre fattori principali. Anzitutto, fornendo una buona approssimazione dell'intero mercato USA, l'indice è stato ampiamente utilizzato come benchmark dagli investitori istituzionali. In secondo luogo, esso era composto di titoli generalmente molto liquidi, che consentivano a operatori e arbitraggisti di costruire panieri di strumenti a pronti che ne replicassero l'andamento. Infine, l'S&P 500 ha potuto trarre vantaggio dall'iniziale decisione di Dow Jones Company di non concederne la licenza d'uso ad alcuna borsa valori. Queste caratteristiche di rappresentatività del mercato e di liquidità hanno fatto dei contratti sull'S&P 500 un naturale strumento di copertura e di negoziazione.

La struttura dei mercati azionari nell'area dell'euro ha complicato notevolmente la “corsa” allo status di benchmark rispetto agli Stati Uniti. In particolare, per l'Europa è stato difficile pervenire all'ideale combinazione di rappresentatività del mercato e di liquidità, soprattutto a causa del fatto che i mercati azionari europei risultavano molto più frammentati di quelli statunitensi all'epoca dell'introduzione dell'euro. Vi è stato in pratica un minore consenso riguardo all'adeguatezza del benchmark paneuropeo. Di conseguenza, dopo l'avvento della moneta unica gli operatori hanno continuato a trattare strumenti nazionali per un periodo di tempo relativamente lungo, il che avrebbe ostacolato le contrattazioni di nuovi prodotti paneuropei[®].

[®] Cfr. G. Galati e K. Tsatsaronis, “The impact of the euro on Europe's financial markets”, *BIS Working Papers*, n. 100, luglio 2001, nonché E. Ametistova e Y. Sharaiha, “European stock selection: the factors that matter”, Morgan Stanley Global Equity and Derivatives Markets, dicembre 2002. [®] Ciò è avvenuto nonostante gli svariati vantaggi di cui gli investitori in prodotti su indici paneuropei avrebbero goduto rispetto alle strategie alternative di negoziazione basate su un paniere di contratti su indici nazionali, tra cui le più basse commissioni di negoziazione, la costituzione di un unico margine di garanzia – in luogo dei diversi depositi cauzionali da rinnovare a intervalli prestabiliti – nonché l'esposizione nei confronti di un singolo organo di compensazione.

Turnover dei principali futures su indici azionari europei

in triloni di dollari USA



Nota: per il 2003, dati annualizzati relativi ai primi tre trimestri.

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

Questa frammentazione ha inoltre influito sulla potenziale negoziabilità dei vari indici. Sebbene gli investitori istituzionali rapportassero spesso la loro performance a indici ampi di mercato (ad esempio, il Financial Times Actuaries Europe o l'MSCI Europe), questi comprendevano un certo numero di titoli caratterizzati da un insufficiente grado di liquidità. Rispetto a indici composti da valori più liquidi, tale caratteristica ha reso le strategie di replicazione più complesse e costose, creando altresì difficoltà in sede di arbitraggio fra panieri di azioni e relativi contratti.

Tali difficoltà spiegano perché le contrattazioni si sono incentrate su indici più ristretti, come il Dow Jones EURO STOXX 50, più facili e convenienti da seguire, replicare e utilizzare a fini di arbitraggio. Inoltre, pur essendo maggiormente rischiosi in termini di volatilità e di "tracking" rispetto agli indici ampi, la loro correlazione con questi ultimi è sufficientemente elevata da renderli appetibili per operazioni di copertura e di negoziazione[®].

L'introduzione dell'euro ha determinato un altro sviluppo degno di rilievo, ossia la mediocre espansione degli indici settoriali paneuropei, che alcuni operatori hanno ricondotto al prevalere di un clima ribassista tra il primo trimestre 2000 e il primo del 2003. Apparentemente riluttanti ad assumere posizioni nei confronti di particolari segmenti dell'economia, gli investitori avrebbero abbandonato gli indici settoriali (come attesta la chiusura di vari fondi specializzati), per tornare a privilegiare quelli nazionali o paneuropei.

[®] Tra il 1° gennaio 1999 e il 30 settembre 2003 la correlazione tra il Dow Jones EURO STOXX 50 e l'MSCI Europe è stata pari al 97%.

Andamento costante delle negoziazioni in contratti valutari

Nel terzo trimestre i contratti valutari negoziati in borsa – che rappresentano l'1% scarso del turnover complessivo in strumenti finanziari – sono rimasti invariati a \$1,1 triloni. Tuttavia, l'andamento mensile degli scambi è differito notevolmente nel corso del periodo: ai pronunciati cali di luglio e agosto ha fatto seguito un brillante recupero in settembre, grazie soprattutto all'accresciuta attività in futures sulle coppie dollaro/euro (+35%, a \$156,3 miliardi) e dollaro/yen (+72%, a \$77,8 miliardi) presso il CME, la prima borsa mondiale per lo scambio di strumenti valutari. La ripresa è stata alimentata in larga misura dal richiamo a una maggiore flessibilità dei cambi proveniente dai paesi del G7 a fine settembre: la loro dichiarazione, interpretata dai mercati valutari

Forte aumento dei contratti valutari in settembre

come un'implicita critica agli interventi messi in atto dai governi asiatici per mantenere basse le proprie valute rispetto al dollaro USA, il 22 di quel mese ha fatto precipitare il cambio dollaro/yen ai valori minimi degli ultimi tre anni.

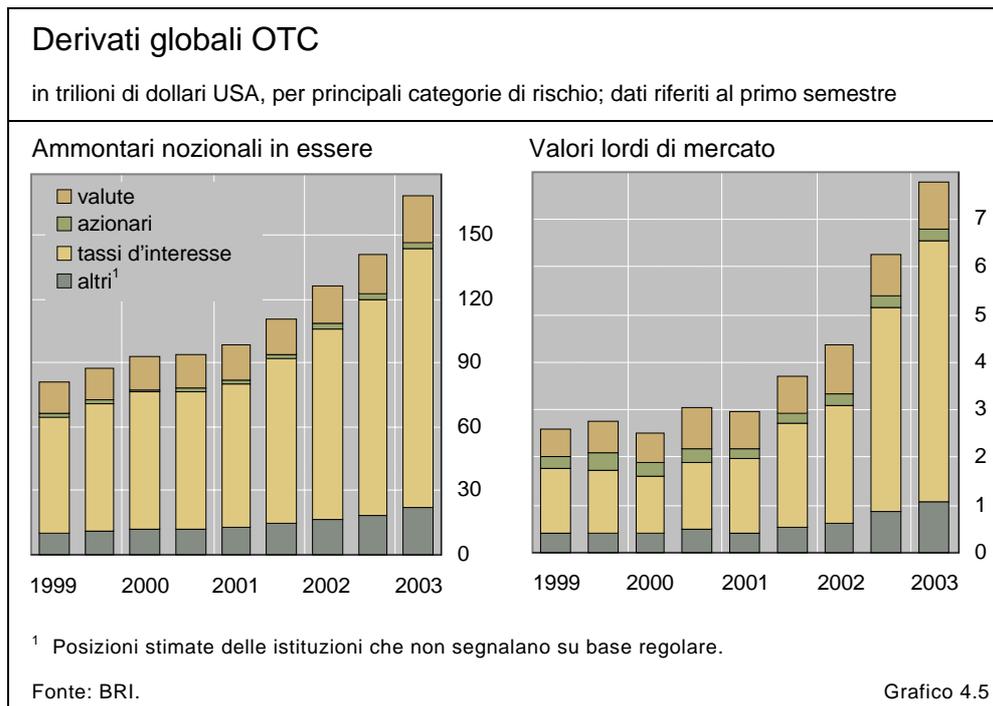
Generalizzata espansione dei mercati OTC

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale dei contratti derivati OTC a fine giugno 2003 mostrano un'accelerazione dell'attività nei primi sei mesi dell'anno. In tale periodo l'ammontare nozionale stimato dei contratti OTC in essere è cresciuto del 20%, a quasi \$170 trilioni, contro l'11% del semestre precedente. Questa robusta espansione è confermata dai dati di altre fonti di mercato². Nel contempo, i valori lordi di mercato hanno continuato a crescere più rapidamente degli ammontari nozionali (+24%, a \$7,9 trilioni).

Accelerazione dell'attività OTC

Uno degli aspetti più salienti dell'attività nel primo semestre 2003 è stata la natura generalizzata dell'espansione. Negli ultimi anni gli scambi erano stati trainati essenzialmente dai prodotti su tassi d'interesse, la maggiore delle principali categorie di rischio di mercato. Questa volta, tuttavia, l'attività è stata parimenti sostenuta nei segmenti di tasso, valute e azioni, cresciuti ciascuno

Attivi tutti i segmenti del mercato fuori borsa



² Anche dai dati ISDA (International Swaps and Derivatives Association) e OCC (Office of the Comptroller of the Currency statunitense) emerge una rapida espansione del mercato fuori borsa. L'ISDA ha rilevato un aumento del 22% nello stock globale di contratti OTC nel primo semestre 2003, mentre l'OCC ha segnalato una crescita pari al 17% dei contratti derivati in essere – principalmente over-the-counter – detenuti da banche commerciali. Ulteriori informazioni sono disponibili sui siti internet www.isda.org e www.occ.treas.gov.

del 20% circa. Gli scambi di strumenti su merci, la minore delle categorie principali, sono aumentati a un ritmo più contenuto (13%)³.

Notevole aumento
dei contratti
valutari ...

Nel quadro di questa espansione complessiva va segnalata la crescita del 20% nello stock di strumenti valutari – la più alta dal primo semestre 1998, quando la BRI iniziò a raccogliere dati semestrali sul mercato OTC –, che ha portato l'ammontare nozionale dei contratti in essere alla cifra record di \$22,1 trilioni.

Nel periodo più recente l'attività è stata vivace in tutte e tre le componenti principali del mercato dei derivati valutari. I contratti a termine secco e i riporti in cambi, che ne costituiscono il maggior sottosegmento, sono aumentati del 15%, a \$12,3 trilioni, dopo avere ristagnato dal 1999. Gli swap valutari sono cresciuti a un ritmo analogo, a \$5,2 trilioni. Il comparto più dinamico è stato

Mercato globale dei derivati OTC ¹								
posizioni in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003	Fine dic. 2001	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003
Totale generale	111 178	127 509	141 679	169 678	3 788	4 450	6 360	7 908
A. Contratti su valute	16 748	18 068	18 460	22 088	779	1 052	881	996
A termine secco e riporti	10 336	10 426	10 719	12 332	374	615	468	476
Swap	3 942	4 215	4 503	5 159	335	340	337	419
Opzioni	2 470	3 427	3 238	4 597	70	97	76	101
B. Contratti su tassi d'interesse ²	77 568	89 955	101 658	121 799	2 210	2 467	4 266	5 459
FRA	7 737	9 146	8 792	10 270	19	19	22	20
Swap	58 897	68 234	79 120	94 583	1 969	2 213	3 864	5 004
Opzioni	10 933	12 575	13 746	16 946	222	235	381	434
C. Contratti su azioni	1 881	2 214	2 309	2 799	205	243	255	260
A termine e swap	320	386	364	488	58	62	61	67
Opzioni	1 561	1 828	1 944	2 311	147	181	194	193
D. Contratti su merci ³	598	777	923	1 040	75	79	86	110
Oro	231	279	315	304	20	28	28	22
Altri	367	498	608	736	56	51	58	88
A termine e swap	217	290	402	458	...	...	...	...
Opzioni	150	208	206	279	...	...	...	...
E. Altri ⁴	14 384	16 496	18 330	21 952	519	609	871	1 083
Esposizione creditoria lorda ⁵	.	.	.	.	1 171	1 317	1 511	1 750

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

Tabella 4.1

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

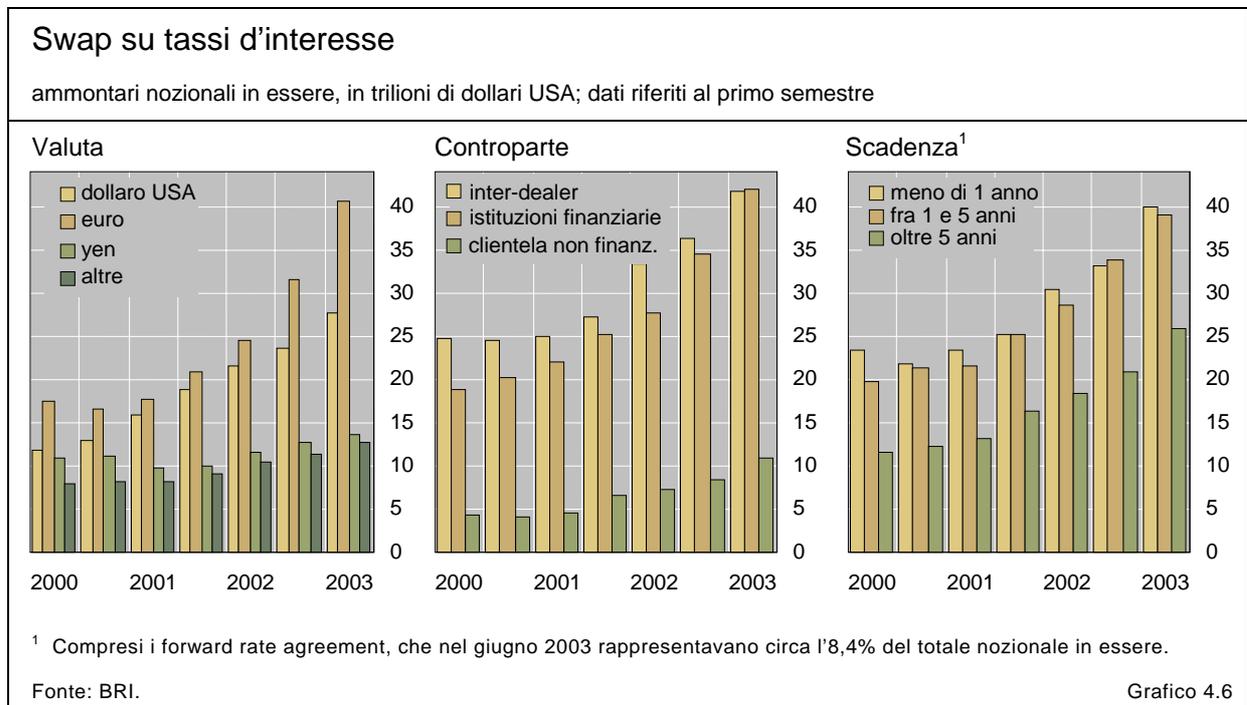
però quello delle opzioni su valute, salito del 42%, a \$4,6 trilioni: i contratti con contropartita in dollari USA, euro e yen hanno segnato aumenti rispettivamente del 36% (a \$1,9 trilioni), 55% (a \$1,3 trilioni) e 4% (a \$0,6 trilioni)⁴. Relativamente stabile rispetto all'euro nel secondo semestre 2002, il dollaro si è tuttavia deprezzato fortemente a partire dal dicembre di quell'anno. Ciò sembra avere indotto la clientela non finanziaria a proteggersi dal rischio di cambio, come testimonia l'aumento del 91% delle posizioni in opzioni valutarie nell'ultimo periodo di indagine.

... specie delle opzioni

Gli operatori hanno anche rilevato un maggior ricorso alle opzioni con barriera ("barrier option"), strumenti "path-dependent" (il cui valore dipende, tra l'altro, dall'andamento pregresso del sottostante), la cui cancellazione o attivazione scatta se prima della scadenza contrattuale il tasso di cambio di riferimento raggiunge un livello predefinito ("barriera"). In virtù della probabilità di una loro scadenza anticipata, tali opzioni sono di norma offerte come un'alternativa a basso costo alle ordinarie opzioni valutarie. Rispetto a queste ultime, tuttavia, esse possono essere molto più difficili da coprire, poiché il loro valore e la sensibilità di prezzo sono soggetti ad ampie oscillazioni allorché il cambio sottostante si approssima alla barriera o la raggiunge. In questi casi, pertanto, le opzioni "barrier" comportano spesso flussi significativi di copertura a fini di ribilanciamento⁵.

Crescente impiego delle opzioni "barrier"

Nel primo semestre 2003 anche l'attività sul mercato dei prodotti di tasso d'interesse ha registrato un'accelerazione: l'ammontare nozionale dei contratti



⁴ Alcuni dei mercati valutari minori hanno registrato un'espansione ancor più rapida. Le opzioni con contropartita in sterline britanniche, franchi svizzeri e dollari canadesi sono cresciute rispettivamente del 74, 92 e 152%.

⁵ Cfr. J. Hull, *Options, futures and other derivatives*, quinta edizione, Prentice Hall, 2002.

è salito del 20%, a \$121,8 trilioni, contro un aumento del 13% nel periodo precedente. Gli swap di tasso sono aumentati del 20% (a \$94,6 trilioni), le opzioni del 23% (a \$17 trilioni) e i forward rate agreement del 17% (a \$10,3 trilioni).

Prosegue la rapida crescita dei mercati swap in dollari e in euro ...

Il mercato degli swap di tasso d'interesse in euro ha continuato a espandersi in modo particolarmente rapido: il valore dei contratti in essere ha messo a segno un aumento del 29%, a \$40,7 trilioni (grafico 4.6), dopo il 28% del semestre precedente. Tale risultato deriva in parte dall'apprezzamento dell'euro sul dollaro USA (valuta di riferimento dell'indagine semestrale BRI), che tra i due periodi di rilevazione ha sfiorato il 10%; tuttavia, la crescita sottostante resta sostenuta anche se depurata degli effetti di cambio. L'attività sul mercato degli swap di tasso d'interesse in dollari è stata parimenti intensa, con un incremento degli ammontari nozionali del 17%, a \$27,6 trilioni. La protratta espansione dell'attività in swap nelle due valute è in certa misura sorprendente, visto il ridotto intervallo entro cui si sono mossi i rendimenti sulle attività a reddito fisso tra gennaio e aprile. È anche probabile che l'ascesa dei mercati obbligazionari tra i primi di maggio e metà giugno abbia provocato un'ondata di transazioni a fini di riposizionamento.

... con incrementi sostenuti a fine periodo

Il valore in dollari degli swap denominati in yen è aumentato del 6%, a \$13,5 trilioni. Gli effetti di cambio hanno svolto in questo caso un ruolo marginale, giacché fra i due semestri la moneta nipponica ha perso solo l'1%.

I valori lordi di mercato crescono a ritmo sostenuto

Nel primo semestre 2003 i valori lordi di mercato hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto (+24%, a \$7,9 trilioni). Tali valori misurano il costo di sostituzione dei contratti in essere nell'ipotesi che questi siano regolati l'ultimo giorno di un dato periodo di segnalazione (nel caso in esame, il 30 giugno 2003), e rappresentano quindi un indicatore più accurato del rischio di controparte rispetto agli ammontari nozionali⁶. Ancora una volta i valori lordi di mercato sono aumentati più rapidamente del nominale (grafico 4.5). Di conseguenza, a fine giugno 2003 il rapporto complessivo fra valori lordi e ammontari nozionali ha raggiunto il nuovo massimo del 4,7%⁷.

I prodotti di tasso d'interesse sospingono i valori lordi di mercato

Questo rapporto ha subito sensibili oscillazioni nel corso degli anni. Dopo aver seguito un trend discendente tra il primo semestre 1998 e il secondo del 2000, fino a toccare il minimo del 2,7%, esso è tornato a salire, segnando un nuovo primato nell'ultimo periodo di rilevazione. I prodotti di tasso, specie gli swap, sono gli artefici di gran parte del recente aumento nei valori lordi di mercato complessivi. Se tra il primo semestre 1998 e il primo del 2002 il ratio riferito a tali strumenti oscillava fra il 2 e il 3%, esso si è attestato al 4,5% nei

⁶ Il valore lordo di mercato dei contratti a termine è generalmente nullo all'inizio del contratto, mentre quello delle opzioni dipende dal premio corrisposto per la protezione. Tuttavia, le successive variazioni nei prezzi delle attività sottostanti fanno emergere, in base al "marking-to-market", guadagni e perdite simmetrici per le controparti. Di conseguenza, i valori lordi di mercato tendono a rispecchiare i movimenti dei prezzi o la volatilità delle attività finanziarie.

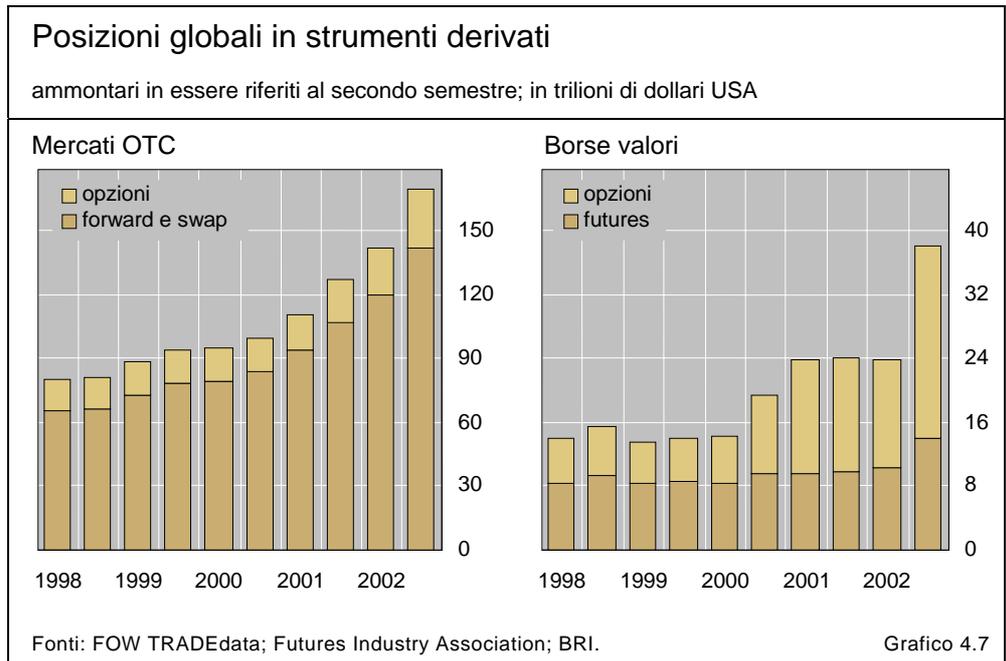
⁷ Va sottolineato che i valori lordi di mercato sovrastimano l'effettiva esposizione creditoria, dal momento che non tengono conto degli accordi bilaterali di netting e di altri meccanismi per la riduzione del rischio, quali la collateralizzazione. Considerando il netting, l'esposizione creditoria delle istituzioni dichiaranti in strumenti derivati scende a \$1,8 trilioni.

primi sei mesi del 2003. L'incremento potrebbe essere collegato ai rialzi dei mercati a reddito fisso osservati tra gli inizi del 2000 e la metà del 2003. La tendenza calante dei rendimenti swap ha ingenerato perdite di valore per le posizioni in acquisto, dal momento che i minori tassi di mercato avrebbero comportato una riduzione del tasso fisso corrisposto sugli swap di nuova sottoscrizione rispetto ai contratti stipulati in periodi precedenti.

Rallentamento dell'attività OTC rispetto a quella di borsa

Secondo le statistiche più recenti l'attività OTC è cresciuta più lentamente di quella di borsa nel primo semestre 2003 (grafico 4.7). Come già accennato, lo stock in essere di contratti fuori borsa è aumentato del 20%, mentre le posizioni aperte sui mercati organizzati sono salite del 61%. Tale andamento contrasta con quello osservato nel 2002, quando il ristagno delle borse valori aveva consentito agli scambi OTC un facile sorpasso. Entrambi i mercati hanno registrato una consistente espansione a partire dal 1998, ma in quelli OTC essa si è rivelata più costante. In parte, ciò rispecchia il fatto che l'attività di copertura o di negoziazione sul segmento fuori borsa comporta la sottoscrizione di nuovi contratti e, parallelamente, un graduale incremento degli ammontari nominali in essere.

Crescita costante per i mercati OTC



L'enigma degli spread creditizi¹

Gli spread sulle obbligazioni societarie tendono a essere assai più ampi di quanto implicherebbe la sola probabilità stimata di perdita per insolvenza. Essi sono dati dalla differenza di rendimento fra le obbligazioni private soggette a rischio di credito e i titoli di Stato esenti da tale rischio². Sebbene lo spread creditizio sia spesso considerato alla stregua di un compenso per il rischio di insolvenza, è difficile spiegare l'esatta relazione fra le due grandezze. Nel periodo 1997–2003, ad esempio, lo spread medio annualizzato sulle obbligazioni societarie BBB con scadenza compresa fra tre e cinque anni è stato di circa 170 punti base, mentre la perdita annua per insolvenza è ammontata mediamente a soli 20 punti base; in questo caso, il differenziale ha superato di oltre otto volte il tasso atteso di insolvenza. L'ampio divario esistente fra spread e perdite attese è quel che definiamo "enigma" degli spread creditizi³.

Nel presente articolo sosteniamo che la risposta a tale enigma potrebbe risiedere nella difficoltà di diversificare il rischio di controparte. La maggioranza degli studi compiuti finora muove implicitamente dall'assunto che gli investitori siano in grado di ridurre il rischio di perdite diversificando il portafoglio obbligazionario. Tuttavia, data la natura del rischio di insolvenza, la distribuzione dei rendimenti obbligazionari presenta una forte asimmetria negativa, che rende necessario un portafoglio estremamente ampio per conseguire una perfetta diversificazione. L'evidenza empirica tratta dal mercato delle obbligazioni basate su un pool sottostante di strumenti debitori ("collateralized debt obligation", CDO) mostra che, in pratica, non è possibile costruire portafogli così estesi, sicché è inevitabile incorrere in perdite impreviste. Si può pertanto affermare che gli spread sono così ampi proprio perché scontano la non completa diversificabilità del rischio di credito.

¹ Gli autori ringraziano Franklin Allen, Claudio Borio, Pierre Collin-Dufresne, Jacob Gyntelberg e Roberto Mariano per i loro preziosi commenti, nonché Christopher Flanagan e Benjamin Graves di J.P. Morgan Chase per i dati sulle CDO. Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² Il lavoro si incentra sugli Stati Uniti, il cui debito federale è generalmente ritenuto esente da rischio di insolvenza. In alcuni paesi emergenti, per contro, il debito pubblico è spesso soggetto a rischio sovrano.

³ Per precedenti lavori sull'enigma degli spread creditizi cfr., ad esempio, Collin-Dufresne et al. (2001), Collin-Dufresne et al. (2002) e Driessen (2003).

Nelle pagine che seguono vengono dapprima esaminati i dati disponibili sulle determinanti degli spread, come la fiscalità, i premi al rischio e quelli di liquidità. Passeremo quindi ad analizzare il ruolo delle perdite impreviste e i problemi connessi con la diversificazione dei portafogli, sulla base delle informazioni tratte dal mercato delle CDO⁴.

Scomposizione degli spread

Nella tabella 1 sono indicati gli spread medi sugli strumenti debitori di società USA suddivisi per classe di rating e fascia di scadenza. I dati sono calcolati impiegando gli indici obbligazionari basati sullo spread aggiustato per l'opzione ("option-adjusted spread", OAS) elaborati da Merrill Lynch⁵. Il periodo considerato va dal gennaio 1997 all'agosto 2003⁶. Come si può notare, gli spread sugli strumenti AAA sono stati mediamente di circa 50 punti base per le scadenze più ravvicinate e di quasi 74 per le scadenze a 7–10 anni⁷. I valori aumentano sensibilmente al decrescere del rating fino a BBB, e ancora di più quando si scende alle classi di qualità inferiore, arrivando a sfiorare i 761 punti per le obbligazioni B con scadenza a 1–3 anni. Inoltre, la struttura per

Gli spread medi sono elevati, specie sui titoli a basso rating

Spread e perdite attese per insolvenza ¹								
Rating	Scadenza							
	1–3 anni		3–5 anni		5–7 anni		7–10 anni	
	Spread	Perdita attesa	Spread	Perdita attesa	Spread	Perdita attesa	Spread	Perdita attesa
AAA	49,50	0,06	63,86	0,18	70,47	0,33	73,95	0,61
AA	58,97	1,24	71,22	1,44	82,36	1,86	88,57	2,70
A	88,82	1,12	102,91	2,78	110,71	4,71	117,52	7,32
BBB	168,99	12,48	170,89	20,12	185,34	27,17	179,63	34,56
BB	421,20	103,09	364,55	126,74	345,37	140,52	322,32	148,05
B	760,84	426,16	691,81	400,52	571,94	368,38	512,43	329,40

¹ In punti base. Per gli spread, media sul periodo gennaio 1997–agosto 2003 degli indici OAS di Merrill Lynch per le obbligazioni di società USA. La metodologia di calcolo delle perdite attese è descritta in dettaglio nel testo.

Fonti: Altman e Kishore (1998); Bloomberg; Moody's Investors Service; elaborazioni degli autori. Tabella 1

⁴ Per una trattazione più approfondita delle questioni esaminate, cfr. Amato e Remolona (2003).

⁵ L'aggiustamento è applicato alle obbligazioni con facoltà di rimborso anticipato ("callable"), per le quali occorre considerare il premio dell'opzione incorporata.

⁶ Sarebbe preferibile calcolare le medie su periodi più lunghi per poterle depurare con certezza da tutti i possibili fattori ciclici, ma gli indici OAS non sono disponibili per date anteriori. Gli spread calcolati come differenza di rendimento fra un indice di obbligazioni private e uno di titoli di Stato con scadenza analoga, per i quali sono disponibili serie temporali più estese, possono essere fuorvianti (cfr. Duffee, 1996). Una possibile distorsione insita negli indici OAS suddivisi per classe di rating deriva dall'effetto dei passaggi di classe di singole emissioni. Il rating di ciascuna componente di un dato indice dovrebbe in ogni momento coincidere con quello della classe dell'indice stesso. Tuttavia, il problema sorge soprattutto quando si tratta di valutare le *variazioni* dei rendimenti di una determinata serie di titoli, mentre nel nostro caso l'interesse è rivolto al *livello* dei rendimenti stessi.

⁷ Per non appesantire il testo, in tutto l'articolo vengono impiegate solo le notazioni Standard and Poor's. Ad esempio, quindi, il rating "AAA" ricomprende anche il rating "Aaa" di Moody's.

scadenza degli spread mostra un'inclinazione positiva per i titoli di qualità più elevata, un profilo "a campana" per le obbligazioni BBB e valori calanti nelle classi di rating inferiori. Infine, per tutte le fasce di scadenza gli spread risultano inversamente correlati ai rating, a riprova dell'effettivo collegamento di questi ultimi con la qualità creditizia.

Gli investitori sono compensati per la perdita attesa ...

Come si è detto, un'ovvia componente degli spread è la perdita attesa per insolvenza. Nella tabella 1 sono riportate le stime di tale variabile, accanto al corrispondente livello di spread. La perdita attesa è calcolata impiegando una matrice (non condizionale) di transizione dei rating per un orizzonte annuale, che indica le probabilità sia di declassamenti sia di insolvenze, e ipotizzando che i tassi di recupero siano una quota costante del valore nominale. La matrice si basa su serie storiche dei cambiamenti dei rating di Moody's e delle insolvenze, mentre le stime dei tassi di recupero sono tratte da Altman e Kishore (1998)⁸. Posto un orizzonte temporale di T anni, la perdita attesa è data dalla probabilità che un'emissione sia soggetta a default entro i prossimi T anni, moltiplicata per la perdita risultante da tale evento. Delle perdite attese viene quindi calcolata la media per i vari anni di ciascuna fascia di scadenza⁹.

... ma gli spread superano di molte volte le stime di perdita

Il dato più sorprendente è che, in tutte le fasce di rating e di scadenza, la perdita attesa rappresenta solo una frazione modesta dello spread. Per le obbligazioni BBB con vita residua di 3–5 anni, ad esempio, essa ammonta a soli 20 punti base, a fronte di uno spread medio di 171 punti. In genere gli spread sono multipli delle perdite attese, ma tale relazione non è meramente proporzionale: infatti, mentre nel caso citato il rapporto fra lo spread medio e la perdita attesa supera le otto unità, per le obbligazioni AAA esso è pari a ben 335¹⁰. Ciò che rileva maggiormente nella relazione fra le due grandezze è il fatto che la loro differenza aumenti in termini assoluti al calare del rating. Come si evince dalla tabella, essa sale dai 64 punti per i titoli AAA con scadenza a 3–5 anni a 691 punti per i titoli B di pari scadenza. Questa differenza è importante in quanto genera opportunità di arbitraggio, come verrà spiegato più oltre.

Altri fattori determinano gli spread

Il fatto che la perdita attesa sulle obbligazioni societarie statunitensi costituisca solo una piccola porzione dello spread totale sui Treasuries ha spinto a ricercare ulteriori fattori. In lavori recenti è stato analizzato il ruolo della fiscalità, nonché dei premi per il rischio e la liquidità. Qui di seguito è esaminato brevemente ciascuno di questi aspetti. Per fornire riferimenti quantitativi alla trattazione e illustrare alcuni dei risultati della ricerca empirica,

⁸ I tassi di recupero in percentuale sono i seguenti: 68,34 (AAA), 59,59 (AA), 60,63 (A), 49,42 (BBB), 39,05 (BB), 37,54 (B) e 38,02 (CCC).

⁹ Una possibile critica al nostro metodo di calcolo delle perdite attese è che esso si basa su un tasso di recupero costante e su matrici transizionali non condizionate costruite con dati di lungo periodo; in alternativa, si sarebbero potute impiegare matrici variabili nel tempo. Cfr., ad esempio: Nickell et al. (2000) per una trattazione delle matrici variabili; Frye (2003) per la relazione fra probabilità di insolvenza e tassi di recupero; Altman et al. (2003) per un'analisi del nesso fra insolvenza e tassi di recupero.

¹⁰ Nella terminologia finanziaria corrente si direbbe che, per le obbligazioni BBB, le probabilità di insolvenza in ipotesi di neutralità al rischio sono pari a otto volte le probabilità "materiali".

Scomposizione degli spread creditizi							
Autore	Componente	Incidenza stimata (in percentuale)					
		Rating					
		AA		A		BBB	
		Scadenza					
		5	10	5	10	5	10
Elton et al. (2001)	perdita attesa	3,5	8,0	11,4	17,8	20,9	34,7
	fiscalità	72,6	58,0	48,0	44,1	29,0	28,4
	premio al rischio ¹	19,4	27,6	33,0	30,9	40,7	30,0
	altri fattori ¹	4,5	6,4	7,7	7,2	9,4	7,0
Driessen (2003)	fiscalità	57,1	55,0	50,8	48,5	37,4	34,0
	premio al rischio	17,9	23,3	26,2	32,4	45,8	52,1
	premio al rischio di liquidità	25,0	21,7	23,0	19,1	16,9	13,8

¹ Approssimazione basata su calcoli degli autori.
 Fonti: Driessen (2003); Elton et al. (2001). Tabella 2

la tabella 2 riporta i risultati di due lavori recenti basati su dati USA¹¹. Elton et al. (2001) hanno dapprima scomposto i tassi a pronti sulle obbligazioni societarie in perdita attesa, fiscalità e componente residuale. Essi hanno quindi analizzato in quale misura la variazione nel tempo dello spread residuo può essere spiegata da fattori di rischio sistematico, e calcolato un premio basato su tali determinanti¹². Il lavoro più recente di Driessen (2003) impiega metodi e dati differenti per scomporre ulteriormente gli spread, considerando in particolare il premio al rischio di liquidità¹³.

Fiscalità

Negli Stati Uniti le obbligazioni societarie sono tassate a livello di singolo Stato, mentre i titoli del Tesoro sono esenti da imposta. Dato che gli investitori confrontano la redditività dei vari strumenti al netto delle imposte, considerazioni di arbitraggio impongono che il rendimento delle obbligazioni "corporate" debba essere più elevato per compensare il prelievo fiscale. Le aliquote marginali massime sui titoli privati oscillano tra il 5 e il 10% circa a seconda degli Stati. Utilizzando un'aliquota di riferimento del 4,875%, che tiene conto della deduzione dei tributi locali dall'imposta federale, Elton et al. (2001)

L'importanza dei rendimenti al netto delle imposte

¹¹ Esistono naturalmente molte altre indagini in materia, e ci scusiamo con gli autori per non averle citate in questo articolo. Quel che ci preme sottolineare in questa sede è che la tabella 2 e la relativa trattazione nel testo sono indicative e non intendono essere esaurienti. Per una più ampia rassegna della letteratura in argomento, cfr. Amato e Remolona (2003).

¹² In particolare, Elton et al. (2001) regrediscono lo spread al netto della perdita attesa e della fiscalità sui tre fattori di rischio Fama-French (1993), ossia mercato, SMB (small minus big) e HLM (high minus low). Il premio al rischio è quindi determinato per i vari fattori sommando la sensibilità dello spread residuo a ciascun fattore moltiplicato per il prezzo di quest'ultimo.

¹³ Più precisamente, Driessen (2003) scompone gli spread nelle seguenti categorie: fiscalità, rischio di liquidità, rischio sistematico, rischio in caso di insolvenza, rischi diversi dall'insolvenza e rischio specifico. Per semplificare la presentazione abbiamo raggruppato le ultime quattro categorie sotto la denominazione di "premio al rischio".

rilevano che la tassazione spiega il 28–73% degli spread a seconda del rating e della scadenza (tabella 2), mentre secondo Driessen (2003), che impiega un campione e un metodo differenti, tale componente oscillerebbe tra il 34 e il 57%. Poiché la tassazione è correlata più al livello del rendimento che non allo spread, il suo effetto rimane pressoché costante per le varie classi di rating, cosicché essa spiega una percentuale dello spread che tende a decrescere man mano che si abbassa la qualità creditizia delle obbligazioni.

Premio al rischio

I rendimenti sono
soggetti a rischio ...

Anche il fatto che la porzione non spiegata dello spread presenti una variabilità mutevole nel tempo contribuisce ad aumentare la rischiosità delle obbligazioni societarie. Inoltre, quest'alea addizionale non è facilmente neutralizzabile diversificando il portafoglio con titoli azionari. Di conseguenza, gli investitori avversi al rischio tendono a richiedere un premio supplementare, in aggiunta al compenso per le perdite attese (ossia, le perdite medie future) e la fiscalità. Elton et al. (2001) ipotizzano che tale premio possa rappresentare una quota compresa fra il 19 e il 41% dello spread (cfr. tabella 2). Driessen (2003), che stima i premi al rischio in un modello dinamico interamente specificato, riscontra che ad essi fa capo una porzione degli spread che va un minimo del 18 (AA a 5 anni) a un massimo del 52% (BBB a 10 anni). Va rilevato che tali premi contribuiscono a spiegare l'*ampiezza* dello spread inesplicato, non le *ragioni* della sua esistenza¹⁴.

Premio per il rischio di liquidità

... e il mercato non
è particolarmente
liquido

Persino negli Stati Uniti le obbligazioni societarie vengono per lo più trattate su mercati relativamente sottili. Di conseguenza, rispetto alle azioni e ai titoli di Stato, questi strumenti comportano in genere costi transattivi maggiori, per i quali gli investitori richiedono un compenso. Ad esempio, Schultz (2001) stima che sul mercato "corporate" USA i costi di negoziazione per l'apertura/chiusura di una posizione ammontino a circa 27 punti base. Più in generale, vi può essere incertezza circa il grado di liquidità (o di illiquidità) di un dato titolo in un dato momento, e gli investitori possono domandare un premio addizionale per assumere questo rischio¹⁵. In effetti, vari studi recenti ipotizzano che il premio per il rischio di liquidità possa costituire la seconda componente degli spread per importanza dopo la fiscalità. Driessen (2003) stima che esso si aggiri intorno al 20%; Perraudin e Taylor (2003) ottengono valori ancor più elevati¹⁶.

¹⁴ Collin-Dufresne et al. (2001) riscontrano che le variazioni dello spread tendono a essere fortemente correlate per i vari emittenti, ma non mostrano correlazione con le variabili macroeconomiche e finanziarie.

¹⁵ Un problema connesso, ma concettualmente distinto, è dato dal rischio di liquidazione (cfr. Duffie e Ziegler, 2003). Anche per l'investitore che persegue strategie di "buy and hold" sussiste sempre la possibilità che una posizione debba essere liquidata in condizioni di mercato tese. Di conseguenza, verrà richiesto un premio per questo rischio. Vi è tuttavia una bassissima probabilità che tale evento si verifichi, ed è pertanto raro che il rischio di liquidazione comporti un premio rilevante.

¹⁶ Cfr., ad esempio, Delianedis e Geske (2001), Dignan (2003), Janosi et al. (2001) e Longstaff et al. (2003).

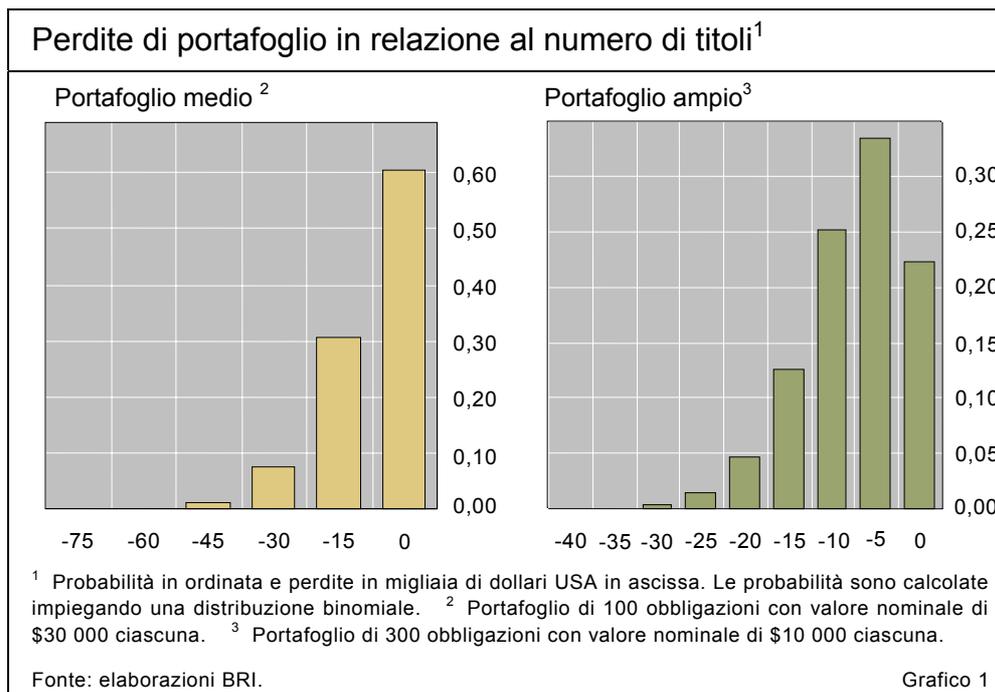
Le difficoltà di diversificazione

Una spiegazione finora trascurata dell'ampiezza degli spread è la difficoltà di diversificare il rischio di credito. In un portafoglio di obbligazioni private non di rado le perdite effettive superano quelle attese. Tutti gli studi sopra citati partono implicitamente dal presupposto che gli investitori possano neutralizzare questa componente inattesa del rischio di insolvenza diversificando in maniera adeguata il loro portafoglio. Nella pratica, peraltro, tale assunto potrebbe non essere valido e – in assenza di una piena diversificazione – il rischio di perdite impreviste verrebbe incorporato nello spread. Di fatto, la nostra ipotesi è che questo rischio possa senz'altro spiegare gran parte dello spread.

L'asimmetria della distribuzione dei guadagni e delle perdite è un fattore cruciale che rende più arduo diversificare i portafogli obbligazionari rispetto a quelli azionari. Nel caso delle obbligazioni, il rischio di insolvenza fa sì che sussista una probabilità significativa, ancorché bassa, di subire un'ingente perdita, senza alcuna possibilità di ottenere un guadagno corrispondentemente elevato. La distribuzione dei rendimenti presenta quindi un'asimmetria negativa, ossia una coda maggiormente allungata nella parte di sinistra. Ciò ostacola la diversificazione, poiché occorre un portafoglio estremamente ampio per minimizzare il rischio di perdite inattese. A nostro avviso, un portafoglio di siffatte dimensioni non è materialmente realizzabile. I rendimenti azionari, invece, presentano di norma una distribuzione molto più simmetrica, poiché le probabilità di forti perdite sono controbilanciate da probabilità di forti guadagni. Questa simmetria rende la diversificazione relativamente semplice, cosicché un portafoglio di appena trenta azioni appare già ben diversificato, a differenza di uno formato da trenta obbligazioni private.

L'asimmetria
ostacola la
diversificazione

Per illustrare la difficoltà insita nella diversificazione del rischio di credito si considerino due ipotetici portafogli di obbligazioni private del valore totale di



\$3 milioni ciascuno, suddivisi in parti uguali rispettivamente tra 100 e 300 titoli di diversi emittenti¹⁷. Si ipotizzi inoltre che gli emittenti abbiano probabilità di insolvenza identiche e indipendenti fra loro¹⁸. Il grafico 1 mostra le probabilità corrispondenti a perdite di diverso ammontare, supponendo una probabilità di insolvenza dello 0,5% per ciascun emittente e un tasso di recupero del 50% al verificarsi dell'evento di default. Le probabilità sono state calcolate utilizzando la densità binomiale. In entrambi i portafogli la perdita attesa è pari a \$7 500. La probabilità di perdite molto più ingenti rimane comunque significativa in ambedue i casi. Ad esempio, nel portafoglio di media ampiezza (100 titoli) vi è una probabilità superiore all'1% che le perdite ammontino a \$45 000, ossia al sestuplo di quelle attese. Si noti che tali perdite imprevedute sono già dell'ordine di grandezza degli spread creditizi. La diversificazione migliora aumentando da 100 a 300 il numero dei titoli in portafoglio, ma continua a essere insoddisfacente: la probabilità che si verifichi una perdita di \$25 000, cioè più del triplo della perdita attesa, è infatti superiore all'1%.

Le perdite effettive possono superare di molto quelle attese

Indicazioni tratte dalle CDO emesse a fini di arbitraggio

Il quesito che si pone ora è se, nella realtà, sia possibile per gli investitori disporre di portafogli obbligazionari abbastanza ampi da poter essere completamente diversificati. Per rispondere a questa domanda si possono esaminare ad esempio le CDO, e in particolare quelle emesse a fini di arbitraggio ("arbitrage CDO"). Si tratta di obbligazioni basate sulla cartolarizzazione di strumenti debitori a basso rating ed emesse in varie tranches, per la maggior parte quotate in genere AAA. Esse rivestono particolare interesse ai fini della nostra analisi, in quanto sono strutturate precipuamente in modo da sfruttare spread creditizi ampi rispetto alle perdite attese, e il loro successo dipende dalla capacità di diversificare il rischio di insolvenza. L'effettiva diversificazione ottenuta dovrebbe quindi fornire un riscontro oggettivo delle possibilità a questo riguardo.

Le CDO sfruttano l'enigma degli spread ...

La logica su cui si basano le "arbitrage CDO" è semplice: assumere una posizione lunga in uno strumento di bassa qualità e alto rendimento e una posizione corta in uno con caratteristiche opposte (alta qualità e basso rendimento). In linea di principio, dovrebbe trattarsi di una strategia rischiosa in quanto comporta una perdita in caso di ampliamento degli spread (che aumenterebbero più sulla posizione lunga che non su quella corta); ciò che la rende invece una tecnica di arbitraggio è il fatto che le CDO eliminano dall'equazione il rischio di incremento degli spread, trasformando fin dall'inizio crediti di bassa qualità in altri di qualità elevata e senza costi elevati in termini di differenziale di rendimento. La trasformazione implica che il debito di bassa qualità sia trattato come collaterale, e in parte accantonato a copertura di

¹⁷ Per semplicità viene qui considerata la sola probabilità di insolvenza. In pratica le perdite possono derivare anche da declassamenti e ampliamenti degli spread, che presumibilmente aumenterebbero la correlazione delle perdite di portafoglio. In generale, è importante tener conto di tali fattori integrando i rischi di credito e di mercato. Duffie e Singleton (2003), fra gli altri, mostrano come ciò possa essere effettuato.

¹⁸ Il ruolo delle correlazioni è trattato più oltre.

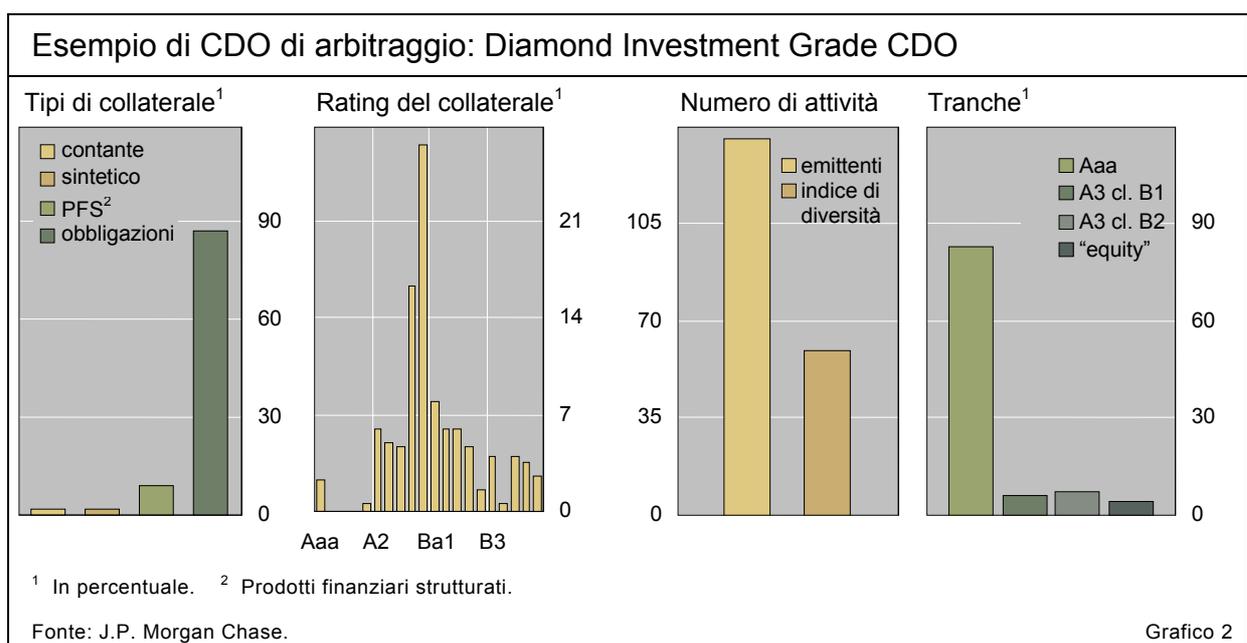
eventuali perdite per insolvenza. L'efficacia del meccanismo è assicurata, poiché lo scarto fra gli spread delle due categorie di strumenti è molto più ampio di quello fra le corrispondenti perdite attese.

... lucrando sugli scarti

A titolo illustrativo, si consideri un pool sottostante di titoli BBB, ognuno dei quali con una probabilità indipendente di insolvenza dello 0,5% su un anno e un tasso di recupero presunto del 50%, come negli esempi ipotetici sopra descritti. In questo caso, la perdita attesa sarebbe di 25 punti base in termini annui. Si supponga che lo spread su questi titoli sia di 175 punti. Se il pool sottostante è abbastanza ampio da assicurare una perfetta diversificazione, il gestore delle CDO non avrà da temere per le perdite impreviste da insolvenza: una volta accantonato lo 0,25% del pool a copertura delle perdite attese, i restanti titoli costituirebbero un portafoglio esente dal rischio di insolvenza, a fronte del quale il gestore potrà quindi emettere obbligazioni AAA. Il guadagno ottenuto con questa strategia sarà pari al differenziale di spread fra titoli BBB e AAA, meno il costo della sovracollateralizzazione: posto che lo spread sulle obbligazioni AAA sia di 50 punti, il guadagno ammonterà a 100 punti (125 del differenziale di spread meno 25 per la sovracollateralizzazione), una cifra eccezionalmente elevata per una strategia di arbitraggio.

Tuttavia, le opportunità di arbitraggio effettivamente disponibili non sono così attraenti, poiché i gestori delle CDO non sembrano essere in grado di costruire portafogli di attività sottostanti perfettamente diversificati, e devono pertanto accantonare un volume di collaterale assai maggiore per coprire le perdite impreviste da insolvenza. A titolo di esempio, il grafico 2 mostra la struttura di una tipica "arbitrage CDO", la Diamond Investment Grade CDO. Il portafoglio sottostante, pur combinando strumenti di diverso tipo, è costituito in prevalenza da obbligazioni BBB e rappresenta complessivamente 136 emittenti. Tuttavia, l'indice di diversità ("diversity score") assegnato da Moody's indica che, essendo le insolvenze correlate, il numero delle obbligazioni indipendenti si riduce a circa 60 (l'effetto delle correlazioni sarà trattato più

Ma le perdite impreviste possono essere pesanti ...



... e devono essere coperte da tranche subordinate

avanti)¹⁹. Dal grafico 1 si può dedurre che, in un portafoglio di 60 obbligazioni indipendenti, la distribuzione delle perdite potenziali assegna una probabilità significativa a perdite di grande ammontare, sicché il portafoglio non può dirsi ben diversificato. Le CDO sono emesse in quattro tranche, di cui quella “senior” con rating AAA rappresenta l’83% del valore nominale totale. La frazione subordinata (“equity tranche”) del 4% più le due tranches di secondo rango, pari al 13%, costituiscono la sovracollateralizzazione necessaria per proteggere la tranche AAA dalle perdite per insolvenza nel portafoglio sottostante. Dato che la perdita attesa è modesta, la sovracollateralizzazione richiesta funge quasi interamente da copertura a fronte di perdite impreviste.

Per i gestori di CDO tale sovracollateralizzazione rappresenta un costo che riduce i guadagni da arbitraggio. Essa dipende a sua volta dal grado di diversificazione ottenuto nel pool di attività sottostanti: quanto più questo grado è alto, tanto minore sarà il collaterale necessario per coprire le perdite impreviste da insolvenza e tanto maggiore il profitto ricavato dall’arbitraggio (per un esempio pratico, cfr. il riquadro seguente). Pertanto, i vantaggi della diversificazione dovrebbero fornire ai gestori di CDO un forte incentivo ad accrescere l’ampiezza del pool di attività sottostanti o, più specificamente, il numero di obbligati indipendenti in esso rappresentati.

È interessante rilevare che, nonostante questo incentivo, le “arbitrage CDO” di fatto non assumono dimensioni molto rilevanti: una tipica emissione di questo tipo strutturata su attività di qualità bancaria comprende circa 100 obbligati, cui corrisponde un indice di diversità che si aggira mediamente su 40 (tabella 3). Sono poche le CDO con un portafoglio sottostante di oltre 200 nominativi. Stando a quanto riferiscono operatori del mercato, possono occorrere svariati mesi per riunire il collaterale sottostante a una data struttura. Sembra che, al di là di un certo nucleo di titoli di riferimento, il costo per la ricerca di emittenti aggiuntivi aumenti rapidamente. In realtà, il fatto che il

I gestori di CDO non diversificano pienamente ...

Dimensione e struttura delle “arbitrage CDO” ¹		
CDO basate su collaterale in contante e gestione dei flussi di cassa		
	“Investment grade”	Ad alto rendimento
Totale ²	521,1	391,6
Tranche ²		
“senior”	273,5	142,0
“mezzanine”	142,5	253,3
“equity”	60,9	66,3
Numero di attività ³	100	150
Indice di diversità ³	40	45

¹ Dati medi all’emissione, nel periodo gennaio 1997–agosto 2003. ² In milioni di dollari USA.
³ Cifre arrotondate.

Fonte: J.P. Morgan Chase. Tabella 3

¹⁹ Nel valutare le CDO Moody’s assegna al pool di attività sottostanti un indice di diversità, inteso a misurarne l’effettiva dimensione in termini di numero di debitori con tempi di insolvenza indipendenti. Il punteggio rispecchia pertanto il grado di correlazione delle insolvenze stimato dall’agenzia di rating. L’effetto di tale correlazione sulla diversificazione è trattato in seguito.

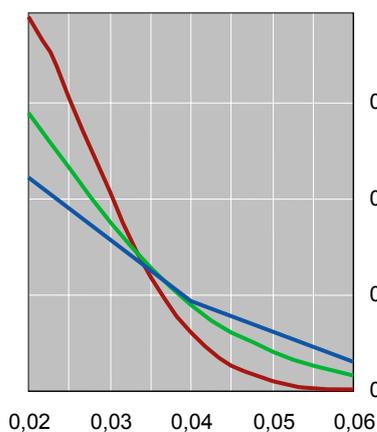
Diversificazione e sovracollateralizzazione nelle CDO

L'entità della sovracollateralizzazione è di fatto determinata dalle agenzie di rating, le quali stimano l'ammontare necessario per proteggere le tranche di rango primario dal rischio di insolvenza nel pool di attività sottostanti basandosi sulle probabilità associate al rating delle tranche stesse. L'entità della protezione dipende dunque in ampia misura dalla probabilità di perdite impreviste nel pool di collaterale, la quale è a sua volta funzione del grado di diversificazione.

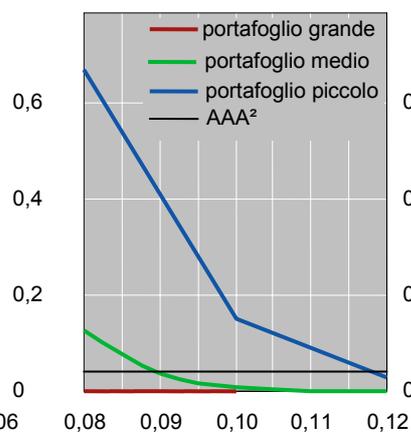
Il rapporto fra sovracollateralizzazione e diversificazione può essere desunto dal grafico seguente. Le tre curve del diagramma di sinistra, che corrispondono ad altrettanti pool di diverse dimensioni, indicano la probabilità che il rispettivo indice di insolvenza nel pool ecceda il rapporto di sovracollateralizzazione (riportato in ascissa). Come si può notare, quanto più grande è il pool, tanto minore è la probabilità di perdite eccedenti. Quindi, la quota di sovracollateralizzazione richiesta è fissata in modo che tale probabilità approssimi quella di insolvenza associata al rating AAA attribuito alla tranche protetta dal collaterale. Dal diagramma centrale si evince che tale quota si situa all'intersezione della curva delle probabilità di perdita con la retta orizzontale che rappresenta la probabilità di insolvenza della tranche "senior". Essa risulta inferiore per il pool sottostante di maggiori dimensioni. In altri termini, la diversificazione riduce la porzione di collaterale necessario per coprire le perdite impreviste a un dato livello di confidenza. Il diagramma di destra mostra i guadagni da arbitraggio in relazione all'ampiezza del pool. Nella fattispecie, i guadagni sono all'incirca equivalenti al differenziale di spread fra le obbligazioni BBB e AAA, moltiplicato per la differenza di taglio fra la tranche "senior" e quella "equity". Il fatto che la quota di sovracollateralizzazione continui a calare in funzione della dimensione del pool implica che anche i guadagni da arbitraggio aumentino in funzione di questa variabile.

Vantaggi della diversificazione

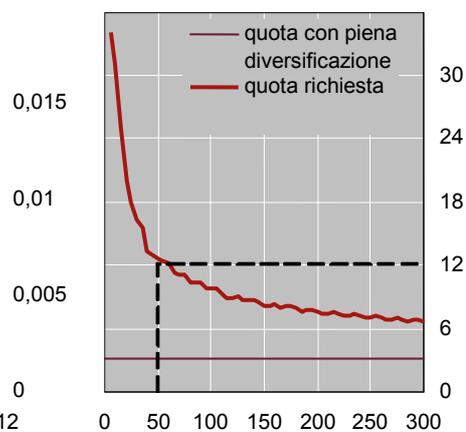
Probabilità di perdita¹



Sovracollateralizzazione richiesta¹



Diversificazione³



¹ Ascisse: rapporto fra il numero di insolvenze (N_D) e il numero totale di attività (N). Ordinate: probabilità che la quota delle insolvenze sia superiore a N_D/N . ² Probabilità di insolvenza di uno strumento AAA su un orizzonte di 5-7 anni.

³ Ascisse: numero di strumenti nel pool sottostante (N). La quota minima di sovracollateralizzazione (mc) è pari alla dimensione minima della tranche "equity" (in percentuale) necessaria per ottenere un rating AAA per la tranche "senior" di una CDO a due tranche. Nel calcolo si ipotizza che il pool sia costituito da strumenti BBB con uguali probabilità di insolvenza ($pB = 0,03$) su un orizzonte di 5-7 anni e tempi di insolvenza indipendenti. La quota con piena diversificazione è pari a $pB - pA$, dove $pA = 0,001$ è la probabilità di insolvenza di uno strumento AAA su un orizzonte di 5-7 anni.

Fonte: elaborazioni BRI.

collaterale più diffuso sia in genere costituito da strumenti "investment grade" piuttosto che da titoli ad alto rendimento, per i quali i potenziali profitti da arbitraggio sarebbero maggiori, induce a ritenere che la disponibilità di

collaterale costituisca un importante fattore limitativo²⁰. Si può quindi affermare che la piena diversificazione non è conseguita neppure da quegli investitori che ne trarrebbero maggiori benefici.

... e ciò spiega l'ampiezza degli spread

Date le difficoltà pratiche connesse con la diversificazione, gli investitori non riescono a evitare del tutto il rischio di perdite impreviste per insolvenza, che resta di fatto elevato e implica necessariamente un premio. Ed è questo premio di rischio che, a nostro giudizio, spiega in ampia misura l'enigma degli spread creditizi.

Il ruolo della correlazione delle insolvenze

Nella misura in cui le insolvenze tendono a essere concomitanti viene a ridursi il vantaggio apportato dalla diversificazione. Ad esempio, nel caso limite di un portafoglio composto da 100 nominativi ma con un indice di correlazione delle insolvenze del 100%, il profilo di rischio equivarrebbe a quello di un portafoglio composto da un unico obbligato. Nella pratica la correlazione dei default è difficile da stimare con esattezza²¹. Nondimeno, vi sono due fattori principali che concorrerebbero a determinare il grado di correlazione fra due emittenti: il merito di credito e l'eventuale appartenenza al medesimo settore economico.

Tanto più basso il rating quanto più forte la correlazione

In primo luogo, quanto maggiori sono le probabilità di insolvenza tanto più è probabile che due emittenti si rendano inadempienti contemporaneamente. Ad esempio, sia Zhou (1997) che Gersbach e Lipponer (2003) derivano analiticamente le correlazioni di insolvenza dalle correlazioni delle attività finanziarie, laddove le seconde servono a imporre un limite superiore alle prime. Zhou spiega che, nel caso di due società con basso merito di credito e una data correlazione delle attività, è sufficiente un calo relativamente modesto nel valore di queste ultime affinché all'insolvenza dell'una segua l'insolvenza dell'altra. Gersbach e Lipponer forniscono un esempio quantitativo in cui una correlazione delle attività del 40% e una probabilità di insolvenza dell'1% determinano una correlazione delle insolvenze dell'8%, mentre la stessa correlazione delle attività con una probabilità di insolvenza del 5% si traduce in una correlazione delle insolvenze del 14%.

In secondo luogo, due società operanti nello stesso settore economico hanno maggiori probabilità di rendersi contemporaneamente insolventi che non due entità appartenenti a settori diversi. Dopotutto, nel primo caso i rischi operativi sono presumibilmente analoghi e le correlazioni delle attività elevate. In effetti, gli operatori postulano spesso che le correlazioni delle insolvenze siano significativamente positive all'interno della stessa branca produttiva e trascurabili fra le imprese operanti in settori diversi. Secondo le stime elaborate da Moody's sulla base di un vasto campione di imprese con basso merito di

Le correlazioni fra settori diversi sono basse

²⁰ Anche altri fattori, quali il "moral hazard", potrebbero limitare le opportunità di profitto. Per un ulteriore approfondimento, cfr. Duffie e Singleton (2003), nonché Amato e Remolona (2003).

²¹ Esiste una vasta letteratura teorica sulla stima delle correlazioni delle insolvenze. Fra i metodi più noti figurano i modelli in cui la probabilità di default è specificata con una funzione di tipo "copula" o quelli "intensity-based", che la specificano in modo esplicito; entrambi impiegano in genere parametri derivati dalle stime della "dipendenza della coda inferiore" della distribuzione fra i valori dell'attivo delle imprese mutuarie. Cfr. Duffie e Singleton (2003).

credito, gli indici di correlazione intrasettoriale oscillano dal 6% per le imprese bancarie all'1% per quelle tecnologiche. Das et al. (2001) ricavano stime di correlazione intrasettoriale pari a ben il 25%²². In generale, tuttavia, i valori stimati tendono ad essere bassi.

Pur riducendone i vantaggi, non sono le correlazioni delle inadempienze a rendere più difficoltosa la diversificazione dei portafogli di obbligazioni private rispetto a quelli composte da altre attività. Il fatto che i rendimenti azionari siano assai più fortemente correlati delle probabilità di insolvenza rende meno diversificabili i portafogli composti di soli strumenti di capitale. A parità di possibilità di diversificazione, tuttavia, il pieno conseguimento di quest'ultima è comunque più arduo nel caso dei portafogli di obbligazioni societarie a causa dell'asimmetria dei rendimenti. Come accennato, per quanto piccolo possa essere un portafoglio azionario, esso può raggiungere un soddisfacente grado di diversificazione in quanto il rischio idiosincratico dei singoli rendimenti è trascurabile, mentre un portafoglio "corporate" – anche se di grandi dimensioni – è destinato a essere poco diversificato perché le perdite impreviste per insolvenza restano significative.

La correlazione è meno importante dell'asimmetria

Conclusioni e implicazioni

In questo articolo sono state esaminate varie possibili determinanti dell'ampiezza dei differenziali di rendimento fra obbligazioni societarie e titoli del Tesoro USA. In buona sostanza, l'analisi conferma che le perdite attese per insolvenza giustificano solo in piccola parte l'entità degli spread osservati. Sono state quindi analizzate le ipotesi e le evidenze concernenti l'importanza di altri fattori, quali la fiscalità, i premi per il rischio e per l'illiquidità. Sebbene questi possano avere un certo peso, non bastano a spiegare i motivi per cui i differenziali siano così ampi. La nostra ipotesi è gli spread rappresentino in larga misura il compenso per il rischio di perdite impreviste in caso di insolvenza, invariabilmente insito in un portafoglio di obbligazioni private.

Le perdite impreviste sono difficilmente evitabili in quanto il rischio di insolvenza determina una marcata asimmetria negativa nella distribuzione dei rendimenti obbligazionari. In altri termini, la diversificazione può neutralizzare il rischio di perdite impreviste solo creando portafogli di straordinaria ampiezza. A nostro parere, siffatti portafogli non sono materialmente realizzabili. A dimostrazione di ciò abbiamo preso in esame le "arbitrage CDO", i cui gestori hanno un forte incentivo a diversificare. Il numero relativamente ridotto di obbligazioni sottostanti a tali strutture conferma le difficoltà pratiche della diversificazione. Al di là di un numero limitato di titoli benchmark, la ricerca di strumenti addizionali sembra comportare costi notevolmente crescenti.

Un completa diversificazione è irrealizzabile ...

... perché è impossibile reperire un numero sufficiente di titoli

A parte le conseguenze per la diversificazione derivanti dall'offerta di obbligazioni societarie, vi sono altri aspetti tecnici tipici del mercato creditizio

²² Un'elevata correlazione determina una variazione nel profilo temporale dei tassi di insolvenza. Ad esempio, una probabilità media di default dell'1% in un portafoglio di 1 000 obbligazioni può comportare dieci insolvenze ogni anno in assenza di correlazione, ovvero venti insolvenze ogni due anni in presenza di correlazione.

che nell'articolo sono stati in gran parte trascurati. Lo sviluppo dei derivati su crediti e il fatto che alcuni operatori abbiano assunto ingenti posizioni speculative basate su strumenti quali CDO e CDS hanno sicuramente avuto, in taluni periodi, ripercussioni sugli spread. Quale sia l'importanza di questi fattori in relazione al livello medio degli spread è questione ancora da chiarire.

Le nostre argomentazioni circa la difficoltà di diversificare il rischio di credito e le incognite nella determinazione dei premi di liquidità richiedono entrambe ulteriori approfondimenti analitici. Si aggiunga che il costante sviluppo dei derivati su crediti potrebbe indurre in futuro una nuova trasformazione dei mercati creditizi, specie per quanto riguarda le opportunità di diversificazione e la liquidità. Nel lungo periodo non è da escludere che ne consegua una contrazione degli spread, ma restano ancora da stabilire la portata e la rapidità di un siffatto processo. In definitiva, una maggiore comprensione degli spread sulle obbligazioni private contribuirà a migliorare da un lato la gestione del rischio correlata alle insolvenze e la liquidità dei portafogli e, dall'altro, la formazione dei prezzi – e quindi l'efficienza – sui mercati delle obbligazioni societarie e degli strumenti derivati.

Riferimenti bibliografici

Altman, E.I. e V.M. Kishore (1998): *Defaults and returns on high yield bonds: analysis through 1997*, mimeo, NYU Salomon Center.

Altman, E.I., B. Brady, A. Resti e A. Sironi (2003): "The link between default and recovery rates: theory, empirical evidence and implications", *Journal of Business*, di prossima pubblicazione.

Amato, J.D. ed E. Remolona (2003): *Is there a credit premium puzzle?*, mimeo, BRI.

Collin-Dufresne, P.R. Goldstein e J. Helwege (2002): *Is credit event risk priced? Modeling contagion via the updating of beliefs*, mimeo, Carnegie Mellon University.

Collin-Dufresne, P.R. Goldstein e J. Spencer Martin (2001): "The determinants of credit spread changes", *Journal of Finance*, vol. LVI, n. 6, dicembre, pagg. 2177–2207.

Das, S.R., G. Fong e G. Geng (2001): "Impact of correlated default risk on credit portfolios", *Journal of Fixed Income*, dicembre, pagg. 9–19.

Delianedis, G. e R. Geske (2001): "The components of corporate credit spreads: default, recovery, tax, jumps, liquidity and market factors", *Paper 22–01*, The Anderson School at UCLA.

Dignan, J.H. (2003): "Nondefault components of investment-grade bond spreads", *Financial Analysts Journal*, maggio/giugno.

Driessen, J. (2003): *Is default event risk priced in corporate bonds?*, mimeo, University of Amsterdam.

- Duffee, G.R. (1996): *Treasury yields and corporate bond yield spreads: an empirical analysis*, mimeo, Federal Reserve Board.
- Duffie, D. e K.J. Singleton (2003): *Credit risk: pricing measurement and management*, Princeton University Press.
- Duffie, D. e A. Ziegler (2003): "Liquidation risk", *Financial Analysts Journal*, maggio/giugno.
- Elton, E.J., M.J. Gruber, D. Agrawal e C. Mann (2001): "Explaining the rate spread on corporate bonds", *Journal of Finance*, vol. LVI, n. 1, febbraio, pagg. 247–277.
- Fama, E. e K. French (1993): "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, pagg. 3–57.
- Frye, J. (2003): "A false sense of security", *Risk*, agosto, pagg. 63–67.
- Gersbach, H. e A. Lipponer (2003): "Firm defaults and the correlation effect", *European Financial Management*, vol. 9, pagg. 361–377.
- Janosi, T., R. Jarrow e Y. Yildirim (2001): *Estimating expected losses and liquidity discounts implicit in debt prices*, mimeo, Cornell University, Ithaca.
- Longstaff, F., S. Mithal ed E. Neis (2003): *The credit default swap market: is credit protection priced correctly?*, mimeo, UCLA.
- Nickell, P., W. Perraudin e S. Varotto (2000): "Stability of rating transitions", *Journal of Banking and Finance*, 24, pagg. 203–227.
- Perraudin, W.R.M. e A.P. Taylor (2003): *Liquidity and bond market spreads*, mimeo, Banca d'Inghilterra.
- Schultz, P. (2001): "Corporate bond trading costs: a peek behind the curtain", *Journal of Finance*, vol. LVI, n. 2, aprile, pagg. 677–698.
- Zhou, C. (1997): "Default correlation: an analytical result", FEDS paper 1997–27, Federal Reserve Board, maggio.

Fattori comuni alla base degli spread dei mercati emergenti¹

Le obbligazioni dei mercati emergenti sono divenute una classe di attività sempre più importante per i gestori di portafoglio, trasformandosi in una fonte primaria di finanziamento per i governi dell'area durante l'ultimo decennio. Gli spread su questi titoli tendono a muoversi in sintonia nel corso del tempo, e ciò fa ritenere che uno o più fattori comuni ne orientino i movimenti. Tuttavia, nonostante la rilevanza di quest'ultimo aspetto ai fini della gestione di portafoglio, la letteratura in materia di pricing delle attività ha dedicato scarsa attenzione sia al grado di varianza comune degli spread emergenti sia al numero delle determinanti che potrebbero influire su tale comovimento.

Scopo del presente saggio è quello di accertare in quale misura gli spread sul debito sovrano dei mercati emergenti reagiscono a forze che sono comuni ai vari mercati. Prendendo spunto dall'approccio adottato da Litterman e Scheinkman (1991) nell'analizzare la curva dei rendimenti sui titoli del Tesoro USA, nonché dal vasto lavoro di ricerca dedicato ai rendimenti azionari nel campo del pricing delle attività, questo studio impiega l'analisi fattoriale per stabilire il numero di fattori comuni che influiscono sulle variazioni degli spread obbligazionari dei mercati emergenti.

Dall'analisi che segue scaturiscono tre conclusioni di ordine generale. Primo, le forze comuni concorrono mediamente a un terzo della varianza totale dei movimenti giornalieri di ciascuno degli spread relativi al campione di partenza qui impiegato, costituito da 15 emittenti sovrani dell'area emergente; questo risultato è robusto a variazioni nel rating e nelle dimensioni del campione. Secondariamente, il primo fattore spiega l'80% circa della varianza comune, sebbene vi siano indicazioni preliminari della comparsa – negli ultimi anni – di un secondo fattore comune. In terzo luogo, il fattore primario potrebbe rispecchiare cambiamenti nella propensione al rischio degli investitori, così come evidenzia la sua elevata correlazione con le variabili economiche che si ritiene influenzino i mutamenti nei premi di rischio.

¹ Martijn Schrijvers, della Nederlandsche Bank, ha lavorato a questo progetto di ricerca durante il suo distacco presso la Banca dei Regolamenti Internazionali. Le opinioni espresse dagli autori nel presente saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI o della banca centrale olandese.

Pricing delle attività e gestori di portafoglio

Gli spread sulle emissioni sovrane dei mercati emergenti tendono a essere fortemente correlati tra paesi, ed è questo un fenomeno che ha importanti implicazioni per i gestori di portafoglio. Ad esempio, nel campione di 15 prenditori emergenti descritto di seguito, la correlazione media (per paese) tra il *movimento* giornaliero di ciascuna serie di spread e quello dell'Emerging Market Bond Index Global di J.P. Morgan (EMBI Global) nel periodo gennaio 1998–giugno 2003 è stata pari a 0,53². Mentre gli spread su alcune obbligazioni, come quelle di Turchia, Sudafrica e Cina, presentano correlazioni relativamente basse con l'EMBI Global, altri – fra cui quelli di Brasile, Messico e Corea – hanno correlazioni ben al di sopra di 0,6.

Dal punto di vista dei gestori di portafoglio, le determinanti che agiscono su tali spread, e il grado di eterogeneità nei movimenti di questi ultimi, sono fondamentali al fine di conseguire il livello appropriato di diversificazione del portafoglio. Nel considerare le strategie allocative è necessario individuare sia il numero sia la natura delle fonti comuni di varianza per ciascuna classe di attività. Ad esempio, un cambiamento nel clima globale di investimento può influire sulla propensione al rischio degli investitori e riflettersi quindi in movimenti di spread comuni ai vari paesi mutuatari. Anzi, con la crescente integrazione dei mercati emergenti nell'economia mondiale e l'aumento degli investitori "crossover", la rilevanza dei fattori globali, o comuni, quali determinanti degli spread obbligazionari emergenti può superare quella dei fattori idiosincratici³.

La ricerca dei fattori comuni ha radici antiche nella letteratura sul pricing delle attività. Gli studi iniziali si basavano sull'analisi della matrice di covarianza dei titoli per individuare le determinanti comuni dei rendimenti (Feeney e Hester, 1967; Farrell, 1974; Arnott, 1980). Più di recente i modelli fattoriali sono divenuti, nelle loro varie configurazioni, uno strumento corrente nell'analisi dei rendimenti obbligazionari. Questi modelli muovono dall'assunto che i rendimenti di titoli diversi siano correlati solo attraverso le reazioni a uno o più dei fattori specificati. Per le azioni, ad esempio, l'extrarendimento del mercato è l'unico fattore nel modello standard Capital Asset Pricing Model (CAPM), anche se molti sostengono che per i rendimenti azionari siano più appropriati modelli multifattoriali⁴. Inoltre, il modello Arbitrage Pricing Theory (APT) di Ross (1976), basato sull'ipotesi di assenza di arbitraggio, dimostra

Le strategie allocative dipendono dai comovimenti dei prezzi delle attività ...

... che possono essere scomposti in più fattori

² Questo dato può essere fuorviante a causa di differenze nelle ponderazioni dei paesi nell'EMBI Global. In alternativa, si potrebbe calcolare la media semplice di tutte le coppie di correlazioni tra le serie stesse. Il risultato cui si perviene è una correlazione media di 0,29.

³ Gli investitori "crossover" hanno un mandato relativamente ampio che permette loro di scegliere tra le attività dell'area sviluppata e quelle dei PVS, ponendo in tal modo gli strumenti dei mercati emergenti direttamente in concorrenza con altre attività. Sebbene molti investitori "crossover" siano vincolati a operare in strumenti di qualità bancaria ("investment grade"), i loro impieghi in titoli di mercati emergenti stanno aumentando grazie al migliorato merito di credito di alcuni grandi emittenti.

⁴ Cfr. Fama e French (1992, 1993, 1996) per i test del modello CAPM. Nel lavoro del 1996, ad esempio, essi mostrano come un modello trifattoriale riesca a spiegare adeguatamente la variazione degli extrarendimenti dei portafogli di azioni USA ponderati in base al valore.

che la parte sistematica dei rendimenti azionari può essere espressa come funzione lineare di un insieme di fattori. Tuttavia, non specificando il numero né la natura di tali fattori, questo modello ha dato origine a un ampio quanto dispersivo lavoro di ricerca su tali problematiche⁵. Per i titoli a reddito fisso, Litterman e Scheinkman (1991) applicano l'analisi dei fattori comuni ai rendimenti delle Treasury notes USA e individuano tre fattori in grado di spiegare una parte significativa della variabilità dei rendimenti lungo l'intera struttura per scadenze. Essi considerano questi fattori rappresentativi del livello dei tassi d'interesse, nonché dell'inclinazione e della configurazione della curva dei rendimenti.

Prendendo spunto da questi lavori, il presente studio applica l'analisi dei fattori comuni agli spread del debito sovrano dei mercati emergenti per individuarne le cause comuni di varianza e tentare di fornire una risposta ai seguenti quesiti: in quale misura i movimenti degli spread dei mercati emergenti sono influenzati da forze comuni? Quante e quali sono le singole forze comuni che ne determinano il comovimento? In altri termini, è possibile interpretare i fattori sottostanti in modo economicamente significativo?

Il debito dei mercati emergenti come categoria di attività

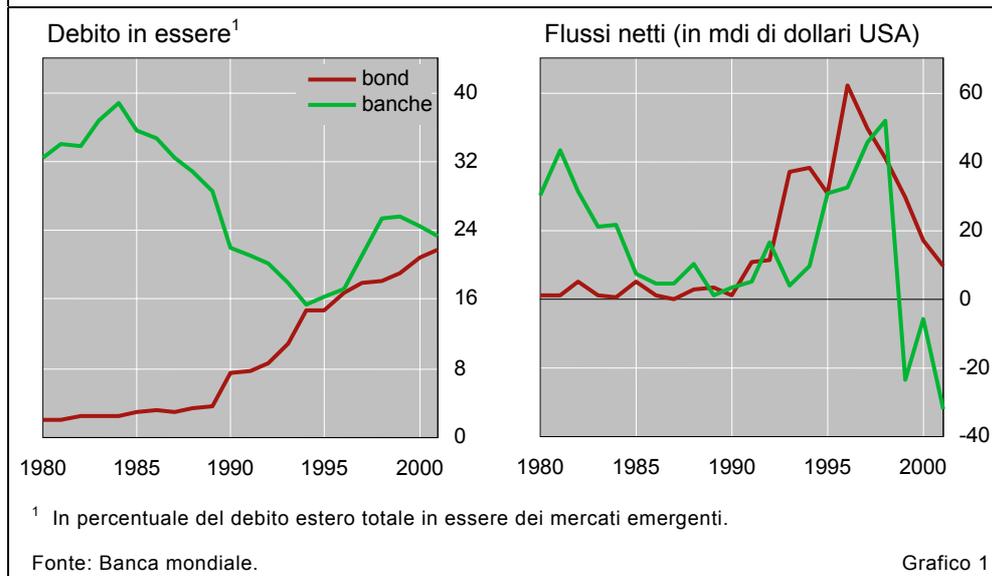
Anche se gli investimenti diretti esteri continuano a rappresentare la modalità di finanziamento di gran lunga più significativa, nel corso dell'ultimo decennio il mercato internazionale dei titoli di debito ha superato i prestiti bancari e i flussi creditizi ufficiali fino a divenire la seconda più importante fonte di capitale per i prenditori dei paesi emergenti. Tra il 1980 e il 1985 il finanziamento netto sotto forma di prestiti bancari costituiva il 26% di tutti i flussi di capitali privati a medio e a lungo termine diretti a questi mercati. Tuttavia, in seguito al maggiore accesso al finanziamento diretto, tra il 1996 e il 2002 il credito netto intermedio è sceso ad appena l'11% del finanziamento totale a quest'area, mentre le emissioni nette di titoli debitori sono balzate dal 2 al 35%. Attualmente, i prestiti bancari e le emissioni obbligazionarie incidono sul totale dell'indebitamento esterno in misura pressoché equivalente (grafico 1, diagramma di sinistra).

La transizione dal finanziamento bancario a quello obbligazionario venne innescata dalla crisi debitoria messicana del 1982, in seguito alla quale numerosi prestiti bancari in essere nei confronti di mutuatari emergenti furono ristrutturati in obbligazioni collateralizzate (i cosiddetti "Brady bond") tra la fine degli anni ottanta e i primi anni novanta. Questo processo di ristrutturazione ha impresso un impulso determinante alla rapida crescita dello stock di debito obbligazionario dei mercati emergenti, aumentato su base annua del 27% fino a toccare i \$485 miliardi nel 2002. Il 77% circa delle obbligazioni sovrane emesse negli ultimi dieci anni dai governi dell'area emergente era denominato in dollari USA, il 17% in euro e il 6% in yen.

Il mercato dei titoli di debito si è sviluppato dopo il piano Brady ...

⁵ Per citare solo alcuni autori nella vasta letteratura in materia, cfr. Trzcinka (1986), Brown (1989), Connor e Korajczyk (1993), Mei (1993a,b) e Harvey (1995).

Struttura del debito dei mercati emergenti



Negli anni recenti il finanziamento obbligazionario ha dato prova di migliore tenuta rispetto ai prestiti bancari. Le crisi asiatica e russa sul finire degli anni novanta, unitamente alla recente inadempienza dell'Argentina, hanno determinato un drastico calo del credito bancario: nel 1999 il saldo dei flussi netti di prestiti bancari ai prenditori dei mercati emergenti è divenuto negativo per la prima volta dopo vent'anni (grafico 1, diagramma di destra). I flussi obbligazionari, pur essendo anch'essi diminuiti, sono invece rimasti di segno positivo. Tuttavia, dai dati aggregati non si evince il significativo spostamento di flussi verso l'Asia a scapito dell'America Latina: nel 2002 i fondi affluiti a quest'ultima regione su base lorda sono diminuiti del 48%, per effetto soprattutto del deterioramento della situazione argentina in quell'anno.

Negli ultimi anni il mercato dei titoli di debito emergenti è cresciuto in misura considerevole, e con l'ampliarsi della base di investitori ne sono migliorate anche la liquidità e la trasparenza. Nel 1998 gli hedge fund contribuivano per il 30% alla sua attività complessiva, mentre i prestatori di qualità primaria (i cosiddetti "real money investor", come fondi pensione e altri investitori istituzionali) rappresentavano solo il 9% del mercato⁶. Nel 2002 la quota degli hedge fund si era ridotta al 10%, mentre quella degli investitori di qualità primaria era salita al 32%. Oggi, inoltre, un numero crescente di paesi può emettere obbligazioni a più lunga scadenza (ad esempio, a dieci anni), con notevoli vantaggi tanto per gli emittenti che desiderino ridurre la sensibilità ai tassi d'interesse quanto per i prestatori alla ricerca di opportunità d'investimento con duration più elevata. Una riprova della maturazione di tale mercato è il calo della quota dei "Brady bond" sul debito totale dell'area emergente. I paesi hanno riscattato queste obbligazioni per motivi di costo, giacché esse vengono di norma negoziate a sconto, con il risultato che l'incidenza di titoli Brady e altre emissioni ristrutturata in essere sullo stock dei

... ed è progredito di pari passo con l'ampliamento della base di investitori

⁶ Vi operano inoltre fondi comuni, clienti latino-americani e istituzioni finanziarie non USA.

titoli di debito internazionali emessi da paesi emergenti è scesa dal 49% del marzo 1995 al 12% del giugno 2003.

Varianza comune degli spread

Se per i mutuatari sono forse gli spread all'emissione a rilevare maggiormente, visto che esprimono il costo effettivo del capitale, si ritiene che i gestori di portafoglio siano più interessati agli spread sul mercato secondario. Questi ultimi, disponibili su base giornaliera, possono riflettere lievi mutamenti nel clima globale d'investimento in modo più accurato dei dati con minore frequenza. Pertanto, il campione prescelto comprende le componenti per paese dell'indice EMBI Global⁷. Il campione di partenza è rappresentato dai *movimenti giornalieri degli spread* di 15 mercati emergenti nel periodo 31 marzo 1997–18 giugno 2003. Per determinate finalità analitiche, di cui si dirà in seguito, viene fatto riferimento a un campione di paesi più ampio (su un arco temporale ridotto).

Nella parte restante di questa sezione si cerca di individuare il *numero* di forze comuni che influenzano gli spread dei mercati emergenti applicando l'analisi dei fattori principali. Questa tecnica empirica permette inoltre di stabilire per sommi capi la misura in cui le forze comuni, piuttosto che quelle idiosincratice, agiscono sui movimenti degli spread. In sintesi, l'analisi fattoriale rappresenta un metodo statistico mediante il quale la *varianza comune* di un insieme di variabili correlate viene estratta e utilizzata per formare nuove serie di variabili (o fattori) che "sintetizzano" quelle originarie. Per le serie altamente covariate pochi fattori comuni sono sufficienti a spiegare una parte significativa della covarianza. In questa sezione viene esaminato il grado di importanza dei fattori comuni e il modo in cui esso differisce a seconda del rating.

Varianza comune e numero di fattori

L'analisi fattoriale rivela che un solo fattore significativo è in grado di spiegare la parte comune di varianza nei movimenti giornalieri degli spread riferiti al campione di 15 paesi, un risultato in certa misura sorprendente data la presumibile complessità dei processi che disciplinano i mercati del debito sovrano⁸. Tale fattore singolo spiega il 95% circa della *varianza comune* dei sottostanti spread giornalieri. Ciò premesso, va detto che la parte comune

La varianza comune è spiegata quasi interamente da un unico fattore ...

⁷ L'indice EMBI Global ricalca la dinamica del rendimento totale e degli spread su strumenti debitori in dollari USA emessi da enti sovrani e parastatali dei mercati emergenti, e comprende "Brady bond", euroobbligazioni e prestiti. Giacché la quota di questi ultimi nell'indice è trascurabile (l'1,6% del totale) e la maggior parte del debito dei mercati emergenti è denominata in dollari, l'indice può rappresentare con buona approssimazione un portafoglio di obbligazioni di mercati emergenti. L'inclusione dei "Brady bond" può introdurre distorsioni di prezzo a causa della loro particolare struttura (ad esempio, la collateralizzazione). Inoltre, la differente duration media di ciascuna componente dell'EMBI Global a livello di paese può influire sull'intensità di reazione di ciascuno spread agli shock globali.

⁸ Il numero dei fattori rilevanti è determinato mediante il criterio di Kaiser, in base al quale vengono scartati quei fattori cui è attribuibile una varianza inferiore al contributo fornito da almeno una delle serie di spread sottostanti.

Pesi fattoriali e misure dell'unicità		
31 marzo 1997 – 18 giugno 2003		
Paese	Peso	Unicità
Argentina	0,364	0,867
Brasile	0,744	0,446
Bulgaria	0,733	0,462
Cina	0,258	0,934
Colombia	0,596	0,645
Corea	0,590	0,652
Ecuador	0,403	0,837
Malaysia	0,335	0,888
Messico	0,860	0,260
Nigeria	0,321	0,897
Panama	0,764	0,417
Perù	0,625	0,609
Sudafrica	0,418	0,825
Turchia	0,439	0,808
Venezuela	0,655	0,570
<i>Media</i>	<i>0,540</i>	<i>0,674</i>

Tabella 1

... rappresenta una quota relativamente modesta della varianza nei movimenti giornalieri degli spread. La “unicità” – “uniqueness”, o fattore unico – media (tra paesi), ossia la parte di varianza totale di ciascuno spread *non* spiegata dal fattore comune, è pari a 0,67, a indicazione del fatto che solo un terzo della varianza totale degli spread è mediamente riconducibile a forze comuni⁹.

Sebbene la parte comune di varianza presenti una struttura apparentemente semplice, nei movimenti degli spread permane una considerevole eterogeneità fra paesi. La tabella 1 riporta per ciascuno dei 15 mutuatari sovrani i pesi fattoriali – che misurano il grado in cui i singoli spread si muovono insieme al fattore comune – e l'unicità. Solo per quattro di essi (Messico, Panama, Brasile e Bulgaria) il fattore comune concorre a oltre la metà della varianza nella serie di spread sottostanti; in altri termini, il fattore comune ha una forte incidenza e le misure dell'unicità sono relativamente basse. Anche se non sembra esservi un profilo univoco tra i vari paesi, l'unicità media delle otto economie latino-americane è pari a 0,54, mentre quella dei tre paesi asiatici supera lo 0,82. Queste differenze regionali potrebbero essere indicative di una distorsione del campione, dato che l'America latina vi è maggiormente rappresentata. In alternativa, esse potrebbero derivare da differenze nella qualità media del debito, o nel rating, di queste regioni.

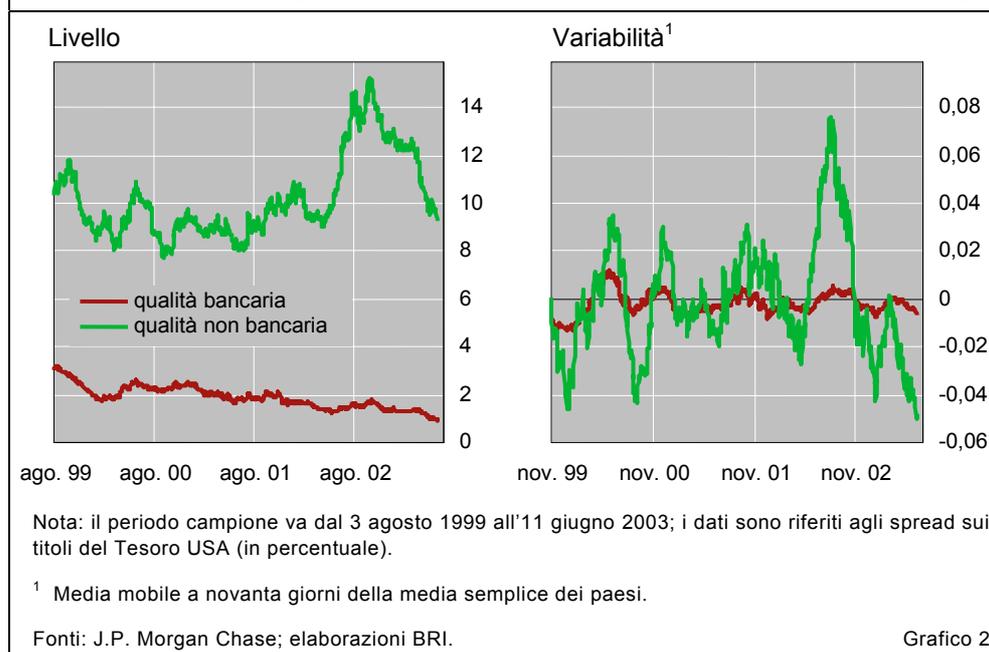
Per approfondire la questione in maniera più sistematica, l'analisi fattoriale viene applicata separatamente a gruppi di paesi di qualità bancaria (“investment grade”) e non bancaria (“non-investment grade”). Suddividendo il

... anche se resta elevata l'incidenza delle forze idiosincratice

Ripartizione del campione tra paesi di qualità bancaria e non bancaria

⁹ I test di robustezza su un campione di 21 paesi per il periodo 1998–2003 producono risultati analoghi.

Spread delle obbligazioni di mercati emergenti per classe di rating



campione (di 25 paesi) in questo modo, ci si attendono per ciascun gruppo misure di unicità media più basse rispetto al campione aggregato, nell'ipotesi che le determinanti di fondo degli spread obbligazionari varino a seconda della classe di rating¹⁰. D'altra parte, gli stessi fattori sottostanti potrebbero differire. Un paese è considerato di qualità bancaria se il suo debito in valuta è quotato da Standard & Poor's con un rating BBB- e oltre durante almeno la metà del periodo campione. In base a questo criterio sono stati individuati nove paesi di qualità bancaria e sedici di qualità non bancaria, riportati nella tabella 2.

Dal grafico 2, che riporta i differenti livelli medi degli spread per questi gruppi di paesi, nonché la maggiore volatilità media del debito di qualità non bancaria, si intuisce la potenziale importanza di tale suddivisione. Nel periodo agosto 1999–fine maggio 2002 lo spread medio del debito di qualità non bancaria è stato mediamente superiore a quello di qualità bancaria di 750 punti base. Questo divario è salito a 1 150 punti tra giugno 2002 e giugno 2003, di riflesso al deterioramento della situazione in Argentina e Brasile durante tale periodo. Analogamente, la *variazione giornaliera* degli spread sul debito di qualità non bancaria superava in media di 7 punti base quella del debito di qualità bancaria durante il primo periodo considerato, e di 13 punti durante il secondo.

Ciò nonostante, vi sono scarse indicazioni di persistenti differenze nelle fonti comuni di varianza tra le classi di rating. Secondo l'analisi fattoriale, ancora una volta un singolo fattore spiega in pratica l'intera varianza comune per ciascun gruppo. Inoltre, come rilevabile nella tabella 2, le misure

Mentre gli spread variano a seconda della classe di rating ...

... i fattori sottostanti sono assai simili

¹⁰ Per massimizzare il numero di paesi disponibili l'analisi impiega i dati giornalieri degli spread per il periodo 3 agosto 1999–11 giugno 2003.

Pesi fattoriali e misure dell'unicità per classe di rating					
3 agosto 1999 – 11 giugno 2003					
Qualità bancaria			Qualità non bancaria		
Paese	Peso	Unicità	Paese	Peso	Unicità
Cile	0,440	0,806	Argentina	0,311	0,903
Cina	0,560	0,686	Brasile	0,655	0,571
Corea	0,652	0,575	Bulgaria	0,487	0,763
Croazia	0,032	0,999	Colombia	0,607	0,632
Malaysia	0,645	0,583	Côte d'Ivoire	0,152	0,977
Polonia	0,632	0,601	Ecuador	0,259	0,933
Sudafrica	0,546	0,702	Filippine	0,648	0,581
Thailandia	0,515	0,735	Libano	0,261	0,932
Ungheria	0,366	0,866	Marocco	0,329	0,892
			Messico	0,754	0,432
			Nigeria	0,234	0,945
			Panama	0,702	0,507
			Perù	0,607	0,631
			Russia	0,325	0,894
			Turchia	0,522	0,728
			Venezuela	0,528	0,721
<i>Media</i>	<i>0,488</i>	<i>0,728</i>	<i>Media</i>	<i>0,461</i>	<i>0,753</i>

Tabella 2

dell'unicità media sono simili tra le classi e implicano che il fattore comune specifico a ciascuna categoria di rating concorre in media a un terzo della varianza complessiva di ciascuno spread sottostante. Applicando l'analisi fattoriale al gruppo di 25 paesi nel suo insieme, si ottiene una misura media dell'unicità (0,79) che è superiore, ma solo di poco, a quella di ciascun gruppo¹¹.

Nel complesso, i diversi fattori che influiscono sugli spread di qualità bancaria e non bancaria si muovono in sintonia (grafico 3), ma sembrano divergere a partire da metà 2002¹². Persiste inoltre una considerevole eterogeneità *all'interno della categoria* nei movimenti degli spread. Il fattore comune per la categoria "non investment grade" era salito a 0,35 (in termini di media mobile) a fine maggio 2002, in linea con l'aumento degli spread sottostanti sul debito dell'America latina all'epoca dell'inadempienza argentina e dell'incipiente crisi brasiliana. A gennaio 2003, tuttavia, i differenziali latino-americani risultavano diminuiti, e ciò è confermato dal repentino crollo del fattore comune "non-investment grade".

¹¹ L'analisi fattoriale applicata al campione aggregato di 25 paesi segnala la presenza di *due* fattori comuni, anche se il secondo supera di stretta misura il criterio di selezione. Questo aspetto è trattato nella sezione seguente.

¹² Questi fattori presentano un coefficiente di correlazione di 0,498, ma non risultano statisticamente diversi l'uno dall'altro.

Disparità nel tempo

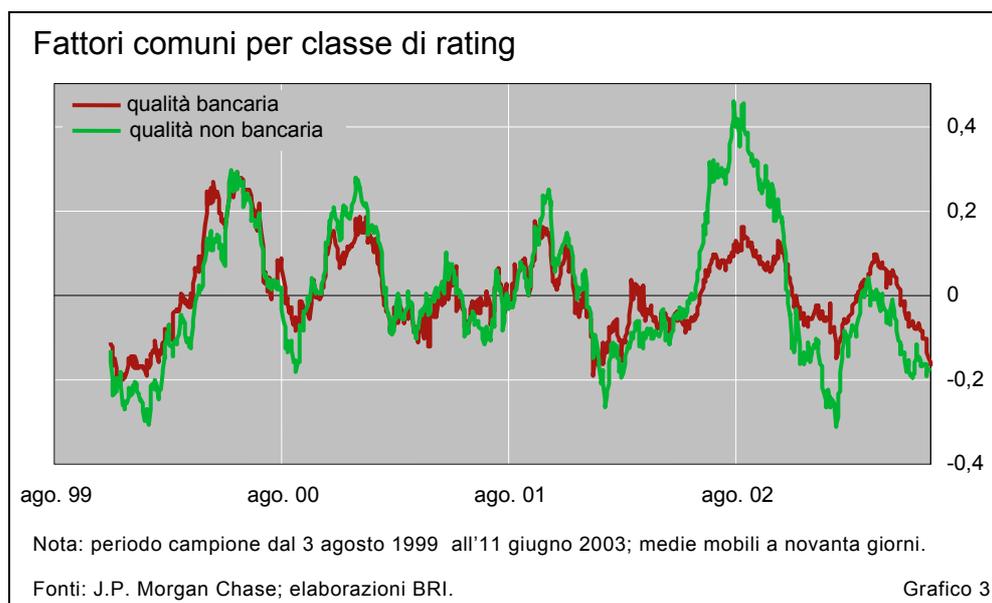
L'integrazione globale può influire sul numero di fattori comuni

Mentre l'analisi precedente individua al massimo un singolo fattore comune, il contesto macroeconomico globale e, presumibilmente, la corrispondente propensione al rischio dei gestori di portafoglio hanno subito sostanziali mutamenti tra il 1997 e il 2003 a causa dell'ascesa e della caduta dei mercati azionari mondiali. Nei fattori alla base degli spread dei mercati emergenti potrebbero pertanto essere intervenute modifiche strutturali che non emergono dalla precedente analisi aggregata. La continua integrazione dei mercati emergenti nell'economia globale indurrebbe a ritenere che i relativi spread divengano più sincronizzati con il tempo. Tuttavia, è altresì possibile che problemi di carattere locale – come le inadempienze di Russia e Argentina – e l'effetto asimmetrico del rallentamento economico mondiale abbiano ridotto il loro comovimento. In effetti, ciò sembrerebbe suffragato dalla divergenza riscontrata a partire da metà 2002 tra i fattori "investment" e "non-investment grade" (grafico 3).

Nella trattazione che segue viene ripreso il campione originario di 15 paesi ripetendo l'analisi fattoriale separatamente per ciascun anno e riportandone i risultati nella tabella 3. Per il periodo fino al 2000 compreso la varianza comune è ancora una volta riconducibile a un unico fattore: la porzione a questo attribuibile è infatti cambiata di poco, passando da 0,82 nel 1997 a 0,86 nel 2000. Tuttavia, la media delle misure dell'unicità tra i paesi è aumentata da 0,5 circa nel 1997 a 0,68 nel 2000. Quindi, mentre nei primi anni del periodo campione le componenti comuni hanno mediamente contribuito a metà della varianza totale negli spread dei mercati emergenti, in quelli successivi le forze idiosincratice hanno acquisito una maggiore importanza rispetto a quelle comuni, e ciò è in linea con l'ipotesi secondo cui gli operatori di mercato sarebbero divenuti più selettivi (cfr. anche BRI, 72^a Relazione annuale, 2002).

Nel periodo più recente è emerso un secondo fattore

Coerentemente con questa mutevole struttura di covarianza, per gli anni 2001 e 2002 viene individuato un secondo fattore, pur trattandosi di un



Numero dei fattori e varianza comune				
Anno	Fattori significativi	Proporzione fattore 1 ¹	Proporzione fattore 2	Unicità media ²
1997 ³	1	0,816	0,109	0,502
1998	1	0,818	0,092	0,489
1999	1	0,846	0,126	0,633
2000	1	0,863	0,155	0,683
2001	2	0,766	0,212	0,568
2002	2	0,779	0,187	0,625
2003 ⁴	1	0,780	0,119	0,671

¹ Parte di varianza comune spiegata dal fattore. ² Misurata sui 15 paesi del campione. ³ Dati per il periodo 31 marzo–31 dicembre 1997. ⁴ Dati per il periodo 1° gennaio–18 giugno 2003.

Tabella 3

riscontro quantomeno approssimativo¹³. La porzione spiegata dal primo fattore scende a 0,76 mentre aumenta attorno al valore di 0,2 quella attribuibile al secondo. Inoltre, l'unicità media cala a 0,56 nel 2001 e a 0,62 nel 2002, livelli comunque superiori a quelli per il 1997 e il 1998, ma che mostrano come le fonti comuni di varianza siano aumentate rispetto alle forze idiosincratichette sulla scia dei crolli dei mercati azionari. Ciò detto, non sembra riscontrabile un cambiamento *persistente* nella struttura di covarianza sottostante. L'analisi condotta per il primo semestre 2003, da cui emerge nuovamente un *singolo* fattore comune, indica che la misura dell'unicità è salita a 0,67, valore grosso modo corrispondente a quelli del 1999 e del 2000.

Valenza economica

L'analisi precedente mostra come le oscillazioni degli spread emergenti siano indotte in certa misura da una singola determinante comune, ma non fornisce indicazioni sulle forze economiche che potrebbero esserne all'origine. Questa sezione esplora tale aspetto nel tentativo di fornire un'interpretazione economicamente significativa del fattore comune. In base alla costruzione del modello, il fattore rappresenta una serie *astratta* che spiega la varianza comune (ovvero, una parte di essa) nei movimenti giornalieri degli spread. In quanto tale, esso sembra corrispondere con tutta probabilità a sviluppi nell'economia mondiale, cambiamenti nella disponibilità degli investitori ad assumere rischi o andamenti comuni all'intera area emergente.

L'intento è quello di analizzare la correlazione semplice tra la serie di fattori comuni e le variabili esplicative ipotizzate per questi trend mondiali. Sebbene non sia possibile individuare *esattamente* ciò che il fattore comune rappresenta, un simile esercizio può essere utile per stabilire quali andamenti globali tendano a essere preponderanti. Viene considerata, in particolare, la capacità esplicativa delle seguenti variabili: rendimento degli indici azionari S&P 500, FTSE e Nasdaq, tassi d'interesse USA a lungo e a breve termine,

¹³ Il secondo fattore comune per il 2001 e il 2002 è stato individuato applicando la regola di Kaiser, un criterio selettivo che resta tuttavia alquanto controverso. Per giunta, tale fattore supera solo di stretta misura questo test di selezione (rispetto al primo); ne consegue che il risultato potrebbe essere indotto non tanto da cambiamenti nelle grandezze economiche fondamentali quanto da rumore statistico.

inclinazione della curva dei rendimenti USA, prezzo del greggio e varie misure della tolleranza al rischio degli investitori, fra cui volatilità implicite giornaliere di Treasuries di varia scadenza, indice VIX, spread societario BBB e spread ad alto rendimento¹⁴. Ad eccezione delle volatilità implicite, tutte le serie sono espresse in termini di variazioni giornaliere.

Il fattore comune è correlato ai tassi d'interesse USA ...

Il fattore comune presenta una correlazione significativa con un certo numero di queste variabili (tabella 4). Tale risultato deriva sia dall'elevata correlazione tra molte delle variabili stesse sia dal fatto che, per definizione, il fattore comune rappresenta una combinazione di tutte le forze comuni che influenzano gli spread dei mercati emergenti. L'analisi evidenzia nel complesso una correlazione negativa del fattore comune con le variabili di tasso d'interesse USA e una positiva con le misure della tolleranza al rischio. In particolare, la relazione negativa implicita tra i movimenti giornalieri del tasso dei futures sui federal fund – un indicatore delle aspettative degli operatori sull'orientamento della politica monetaria statunitense – e gli spread dei mercati emergenti contrasta in certa misura con precedenti studi empirici basati su dati a più bassa frequenza (cfr. il riquadro seguente).

Una possibile spiegazione di questa correlazione negativa può essere rinvenuta nel contenuto informativo della pendenza della curva dei rendimenti USA, spesso impiegata come proxy della crescita economica attesa. Se aumenta l'ottimismo degli investitori circa le prospettive economiche dei paesi sviluppati, e si accentua di conseguenza la curva dei rendimenti, è prevedibile che anche le economie emergenti – specie quelle dipendenti dall'export – beneficino di un aumento della domanda. Ciò potrebbe a sua volta ridurre le probabilità di insolvenza sovrana e, quindi, i differenziali sulle emissioni dei

Correlazione tra fattore comune e variabili economiche	
Indici azionari	
Nasdaq	-0,280
FTSE	-0,324
S&P 500	-0,364
Tassi d'interesse USA	
Futures sui federal fund	-0,171
Rendimento Treasury bill a tre mesi	-0,084
Rendimento Treasury bond a 10 anni	-0,365
Inclinazione della curva dei rendimenti	-0,264
Altre misure	
Prezzo del greggio	-0,023
Indice VIX	0,419
Spread societario BBB	0,111
Spread ad alto rendimento	0,401
Nota: tutte le variabili sono espresse in termini differenziali.	
Tabella 4	

¹⁴ L'indice VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) è una stima di mercato della volatilità futura che si basa su una media ponderata delle volatilità implicite di otto opzioni OEX call e put. L'inclinazione della curva dei rendimenti USA è data dalla differenza tra i rendimenti dei titoli del Tesoro USA a dieci anni e a tre mesi.

PVS. Questo effetto verrebbe amplificato ove, in aggiunta, la tolleranza al rischio degli investitori e le loro aspettative di crescita futura fossero procicliche, in quanto il conseguente spostamento verso impieghi più rischiosi potrebbe comprimere ulteriormente gli spread emergenti.

Coerentemente con questa argomentazione, due delle variabili a elevata correlazione con il fattore comune sono direttamente collegate alla tolleranza al rischio degli investitori. L'indice VIX e lo spread ad alto rendimento presentano entrambi un coefficiente di correlazione superiore a 0,4, mentre questo è superiore a 0,1 nel caso dello spread BBB. L'ipotesi è ulteriormente suffragata da coefficienti relativamente alti di correlazione (negativa) tra fattore comune e indici dei mercati azionari¹⁵. A un rialzo nel rendimento dell'indice S&P 500, ad esempio, si associa un calo del fattore comune, e quindi degli spread. Nella misura in cui i rendimenti azionari e le variazioni nella tolleranza al rischio sono collegati tra loro, questa relazione negativa induce a ritenere che i cambiamenti nella propensione complessiva al rischio siano una componente significativa della varianza comune negli spread dei mercati emergenti.

... e a variabili collegate alla tolleranza al rischio

Conclusioni

Impiegando l'analisi dei fattori principali il presente studio individua un singolo fattore responsabile della parte comune di varianza nei movimenti giornalieri degli spread sulle emissioni sovrane per un campione di 15 economie di mercato emergenti. Questo fattore concorre mediamente a un terzo della varianza totale, e ciò implica pertanto che le determinanti idiosincroniche continuano a fornire la spiegazione più significativa di tali movimenti. Sebbene i differenziali sulle emissioni di qualità bancaria e non bancaria differiscano (in termini sia di livelli sia di volatilità), i fattori comuni per ciascuna di queste categorie sono sorprendentemente simili in un campione allargato di 25 paesi.

Al tempo stesso, vi sono indicazioni preliminari di una mutevole struttura di covarianza, come evidenzia il calo della quota di varianza totale attribuibile a componenti comuni e la comparsa di un secondo fattore comune successivamente al 2000. Ciò è illustrato dalla divergenza dei fattori sottostanti gli spread di qualità bancaria e non bancaria, dovuta probabilmente al deteriorarsi della situazione argentina nel 2001 e alla crisi brasiliana nel 2002.

Non mancano infine riscontri secondo cui il fattore comune rispecchierebbe cambiamenti nella tolleranza al rischio degli investitori. Benché sia impossibile attribuire una precisa valenza economica al fattore comune, la sua elevata correlazione con misure ad alta frequenza della tolleranza al rischio fa ritenere che la varianza comune degli spread sul debito dei mercati emergenti possa essere in gran parte spiegata da mutamenti nella propensione al rischio all'interno della comunità di investitori internazionali. Inoltre, nella misura in cui

¹⁵ Si ritiene che i cambiamenti nel fattore di sconto (ossia, il grado di avversione al rischio) siano responsabili di una parte significativa della volatilità dei prezzi azionari. Per una trattazione dell'argomento, cfr. Cochrane (2001).

Tassi d'interesse USA e spread obbligazionari dei mercati emergenti

Un risultato di rilievo dell'analisi fattoriale illustrata nel presente saggio è la correlazione negativa tra il fattore comune sottostante gli spread delle emissioni sovrane dei mercati emergenti e le variazioni giornaliere dei tassi d'interesse USA e dei futures sui federal fund. Ne consegue che un rialzo dei tassi USA o un loro incremento atteso, approssimato dal tasso futures sui federal fund, si associano a un calo degli spread dei mercati emergenti[Ⓞ]. Questo risultato va letto alla luce della vasta ma dispersiva letteratura sul rapporto tra politica monetaria USA e differenziali dei mercati emergenti. Alcuni studi individuano una relazione positiva (Arora e Cerisola, 2001), altri una negativa (Eichengreen e Mody, 1998), altri ancora escludono qualsiasi nesso (Kamin e von Kleist, 1999).

Questa mancanza di consenso origina dalla natura idiosincratICA di gran parte del lavoro empirico condotto in precedenza. I risultati variano a seconda dell'impiego di spread del mercato primario o secondario, dell'inclusione o esclusione di taluni prenditori dei mercati emergenti, del periodo temporale considerato e della tecnica di regressione impiegata (cfr. tabella). Inoltre, la maggior parte di quel lavoro si basava su dati a bassa frequenza, che consentono sì l'impiego di variabili economiche nazionali come regressori, ma impediscono ovviamente l'analisi dei movimenti di spread ad alta frequenza. Le risultanze dell'analisi fattoriale propendono per una relazione più sfumata, in cui le variazioni a lungo termine coincidono, mentre gli andamenti a breve divergono.

Quadro sintetico degli studi empirici sul debito dei mercati emergenti

Autori	Periodo campione	Frequenza dei dati	Variabile dipendente	Segno ¹
Dooley et al. (1996)	1986–92	annuale	Livello log. dei prezzi di mercato secondario	+ ²
Kamin e von Kleist (1999)	1991–97	non rilevante	Livello log. degli spread di mercato primario	- / 0 ³
Eichengreen e Mody (1998)	1991–96	non rilevante	Livello log. degli spread di mercato primario	- ⁴
Arora e Cerisola (2001)	1994–99	mensile	Livello log. degli spread di mercato secondario	+ ⁵
McGuire e Schrijvers (2003)	1997–2003	giornaliera	Variabilità e livello degli spread di mercato secondario	-

¹ Indica la relazione tra spread o rendimenti dei mercati emergenti e determinati tassi d'interesse USA. ² Dooley et al. (1996) riscontrano una relazione negativa significativa tra i tassi USA a dieci anni e il prezzo di mercato di titoli dei paesi emergenti. ³ Kamin e von Kleist (1999) elaborano un proprio indice dei mercati emergenti, ottenendo coefficienti (per lo più) non significativi per il tasso d'interesse sui titoli del Tesoro USA a un anno. ⁴ Eichengreen e Mody (1998) impiegano un indice Bondware dei mercati emergenti e rilevano una minore probabilità di emissioni da parte dei paesi emergenti in concomitanza con alti tassi d'interesse USA. ⁵ Arora e Cerisola (2001) pervengono a risultati significativi per 10 degli 11 paesi del campione.

Per facilitare il raffronto tra i risultati della presente analisi e quelli di studi precedenti è stato applicato il metodo dei minimi quadrati ordinari ("ordinary least squares", OLS) all'indice EMBI Global (e alle sue singole componenti nazionali), includendo come regressori le variabili dei tassi USA descritte nel corpo centrale del testo. Utilizzando il livello dell'EMBI Global come variabile dipendente, il coefficiente per il livello dei tassi USA (rendimento dei titoli a tre mesi o tasso futures sui federal fund) è di fatto positivo, ancorché non significativo, per il campione aggregato riferito all'intero periodo 1999–2003. Tuttavia, è interessante notare che lo stesso esercizio condotto su

[Ⓞ] Jeanneau e Micu (2002) riscontrano una comparabile relazione positiva tra il livello dei tassi reali a breve nei paesi industriali e il credito bancario ai mercati emergenti.

base annua produce risultati assai diversi. In quattro dei cinque anni considerati il coefficiente per il rendimento a tre mesi o per il tasso futures sui federal fund è negativo, e significativo solo in tre casi. Inoltre, la valenza esplicativa aumenta sensibilmente nelle equazioni riferite a ciascun anno.

Poiché la varianza degli spread è considerata una proxy dei rendimenti, il precedente esperimento è stato ripetuto dopo aver differenziato tutte le serie, una prassi corrente nella ricerca finanziaria empirica⁹. Semplici regressioni OLS calcolate su questi dati producono risultati analoghi; i cambiamenti attesi nella politica monetaria o nei tassi d'interesse USA sono correlati negativamente alle variabilità degli spread dei mercati emergenti sia per l'intero campione sia per ciascun anno e sono statisticamente significativi in tutti i casi. Inoltre, queste stesse regressioni sono state ripetute separatamente per ognuno dei 20 paesi: in 18 casi su 20 i coefficienti per le misure dei tassi USA sono statisticamente significativi e di segno negativo sia per l'intero campione sia su base annua. Nell'insieme questi risultati indicano che gli spread dei mercati emergenti *si muovono* in sintonia con i tassi d'interesse USA su periodi prolungati, ma che le dinamiche a breve sono governate da processi diversi.

⁹ Questa prassi ("first-differencing") permette di evitare i problemi econometrici causati dalla radice unitaria. Kamin e von Kleist (1999) riscontrano una non stazionarietà nei test effettuati sulla base di livelli.

i cambiamenti nella tolleranza al rischio e le aspettative economiche degli investitori hanno natura prociclica, questa ipotesi è corroborata dalla relazione negativa tra il fattore comune e le variabili rappresentative dei tassi d'interesse USA.

Riferimenti bibliografici

Arnott, R. (1980): "Cluster analysis and stock price movements", *Financial Analysts Journal*, 36, n. 3, novembre/dicembre, pagg. 56–62.

Arora, V. e M. Cerisola (2001): "How does US monetary policy influence sovereign spreads in emerging markets?", *IMF Staff Papers*, Washington, pagg. 474–498.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *72^a Relazione annuale*, Basilea.

Brown, S. (1989): "The number of factors in security returns", *Journal of Finance*, 44, n. 5, dicembre, pagg. 1247–1262.

Cochrane, J. (2001): *Asset pricing*, Princeton University Press, Princeton.

Connor, G. e R. Korajczyk (1993): "A test for the number of factors in an approximate factor model", *Journal of Finance*, 48, n. 4, settembre, pagg. 1263–1291.

Dooley, M., E. Fernández-Arias e K. Kletzer (1996): "Is the debt crisis history? Recent private capital inflows to developing countries", *World Bank Economic Review*, vol. 10, pagg. 27–50.

Eichengreen, B. e A. Mody (1998): "What explains changing spreads on emerging-market debt: fundamentals or market sentiment?", *NBER Working Papers*, n. 6408.

Fama, E. e K. French (1992): "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance*, 47, n. 2, giugno, pagg. 427–465.

- Fama, E. e K. French (1993): "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, n. 1, febbraio, pagg. 3–56.
- Fama, E. e K. French (1996): "The CAPM is wanted, dead or alive", *Journal of Finance*, 49, n. 5, dicembre, pagg. 1579–1593.
- Farrell, J. (1974): "Analyzing covariation of returns to determine homogenous stock groupings", *Journal of Business*, 47, n. 2, aprile, pagg. 186–207.
- Feeney, G. e D. Hester (1967): "Stock market indices: a principal components analysis", in D. Hester e J. Tobin (ed.), *Risk aversion and portfolio choice*, Wiley, New York.
- Harvey, C. R. (1995): "Predictable risk and return in emerging markets", *Review of Financial Studies*, 8, n. 3, pagg. 773–816.
- Jeanneau, S. e M. Micu (2002): "Credito bancario internazionale alle economie emergenti: flusso e riflusso negli anni novanta", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 55–68.
- Kamin, S. e K. von Kleist (1999): "The evolution and determinants of emerging market credit spreads in the 1990s", *BIS Working Paper* n. 68, maggio.
- Litterman, R. e J. Scheinkman (1991): "Common factors affecting bond returns", *Journal of Fixed Income*, pagg. 54–61.
- Mei, J. (1993a): "A semiautoregression approach to the arbitrage pricing theory", *Journal of Finance*, 48, n. 2, giugno, pagg. 599–620.
- Mei, J. (1993b): "Explaining the cross-section of returns via a multi-factor APT model", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, n. 3, settembre, pagg. 331–345.
- Ross, S. (1976): "The arbitrage theory of capital asset pricing", *Journal of Economic Theory*, 13, n. 3, dicembre.
- Trzcinka, C. (1986): "On the number of factors in the arbitrage pricing model", *Journal of Finance*, 41, n. 2, giugno, pagg. 347–368.

Credit default swap su obbligazioni sovrane¹

Negli ultimi anni si è assistito a una formidabile espansione del mercato dei derivati su crediti, ossia quei contratti finanziari i cui flussi di cassa dipendono da variazioni nella qualità creditizia di un'attività di riferimento. Secondo il Credit Derivatives Report della British Bankers' Association per il 2002, in termini di valori nozionali in essere tale mercato è cresciuto da \$40 miliardi nel 1996 a \$1,2 trilioni stimati a fine 2001; secondo le previsioni, esso dovrebbe raggiungere i \$4,8 trilioni entro la fine del 2004². La stessa fonte indica inoltre che i credit default swap (CDS) di tipo "single name", ovvero riferiti a un unico nominativo, rappresentano il 45% circa dell'intero mercato dei derivati creditizi.

Il presente studio prende in esame gli sviluppi sul mercato dei CDS, focalizzandosi in particolare sui segmenti dove le attività di riferimento sono costituite da titoli del debito pubblico. I CDS riferiti a soggetti sovrani – che hanno tratto notevole vantaggio dalla standardizzazione delle forme e delle definizioni contrattuali nel 1998 e 1999, nonché dalla ordinata esecuzione in occasione di recenti episodi di inadempienza – sono considerati i derivati creditizi più liquidi nei mercati emergenti. Proprio in virtù della loro elevata liquidità, questi strumenti ben si prestano a integrare i mercati delle attività sovrane sottostanti e ad accrescerne l'efficienza³.

Dopo una breve descrizione della funzione e della struttura dei CDS, il presente studio passa in esame i dati forniti da CreditTrade, una delle maggiori piattaforme per la contrattazione di derivati creditizi. Tali dati vengono quindi utilizzati per raffrontare i CDS su obbligazioni sovrane a quelli su titoli societari e bancari sotto vari aspetti, quali la concentrazione delle quotazioni per entità di riferimento, la composizione per rating, la scadenza e il prezzo.

¹ Durante la stesura del presente articolo Chamaree Suthiphongchai era distaccato presso la BRI dalla Banca di Thailandia. Le opinioni qui espresse sono degli autori e non riflettono necessariamente quelle delle istituzioni di rispettiva appartenenza. Gli autori desiderano ringraziare Anna Cobau per l'inestimabile assistenza prestata, nonché Jacob Gyntelberg e Haibin Zhu per le utili osservazioni fornite in fase di preparazione dello studio.

² In un più recente sondaggio condotto presso circa 200 istituzioni finanziarie, Fitch Ratings (2003) ha stimato in quasi \$1,7 trilioni le vendite di protezioni creditizie collegate a derivati.

³ Secondo alcuni studi, i differenziali denaro-lettera dei CDS riferiti a soggetti sovrani più liquidi si attesterebbero su 10–20 punti base, e quindi al disopra dei livelli generalmente osservati sul mercato a pronti; col tempo, tuttavia, la crescita dei volumi sul mercato dei CDS potrebbe determinare un calo di tali spread. Per un'analisi dettagliata, cfr. Dresdner Kleinwort Wasserstein Research (2002), nonché J.P. Morgan (2001) per precedenti lavori in materia.

Quadro di riferimento e fonti informative

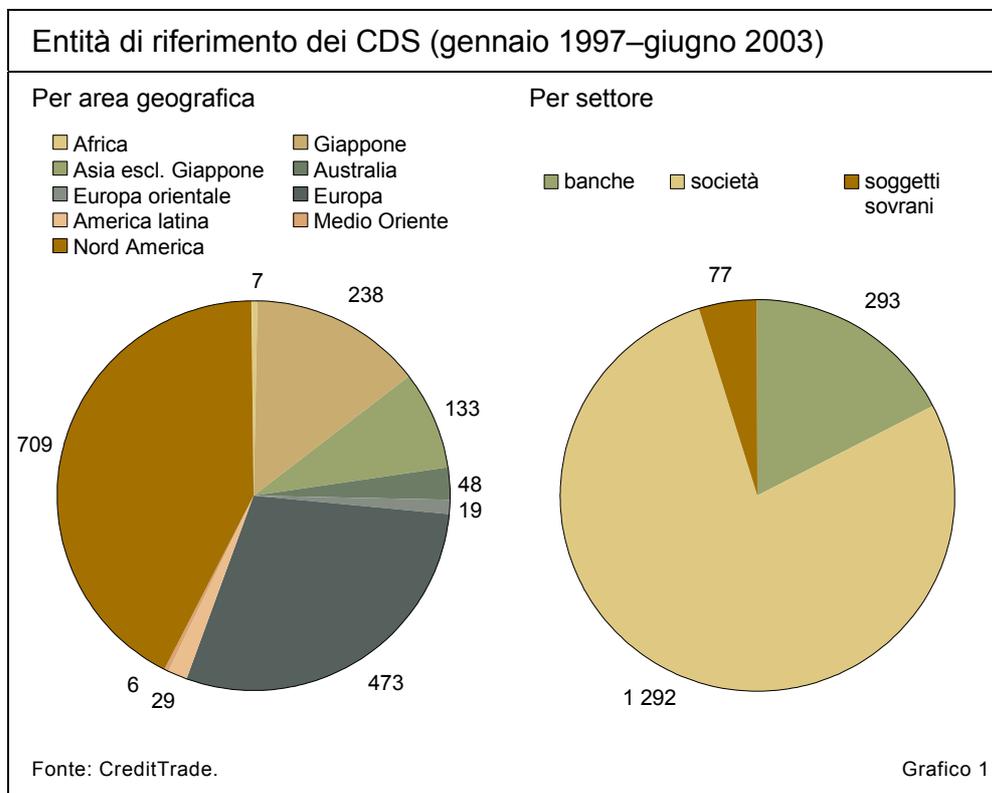
I credit default swap sono contratti di protezione del credito in forza dei quali la parte venditrice si impegna, dietro corresponsione di un premio rateale, a effettuare un pagamento contingente a favore dell'altra parte al verificarsi di un dato evento (cosiddetto "credit event"). All'acquirente della protezione il mercato dei CDS offre l'opportunità di ridurre la concentrazione delle esposizioni creditorie e il patrimonio vincolato a fini prudenziali, mantenendo al tempo stesso i rapporti di clientela. Al venditore della protezione esso consente di assumere posizioni su un periodo personalizzato, percependone i proventi senza doverle finanziare.

Per convenzione, i CDS sono quotati in termini di premio annuo in percentuale del valore nozionale dell'obbligazione sottostante. A determinate condizioni, tale premio dovrebbe coincidere all'incirca con lo spread creditizio (rendimento meno tasso privo di rischio) dell'obbligazione di riferimento di pari scadenza. Oltre a confermare tale assunto, l'analisi empirica indica che il premio dei CDS segue più da vicino lo spread sui tassi di swap in dollari che non quello sui tassi dei Treasuries⁴.

La fonte principale dei dati utilizzati nel presente articolo è CreditTrade, un importante intermediario per la negoziazione di crediti e derivati creditizi. Il suo database Market Prices elenca le offerte in acquisto e in vendita di broker e trader di CDS, così come altre caratteristiche della quotazione e dell'attività di riferimento. Oltre al prezzo (premio) in punti base, la banca dati mostra per ogni quotazione l'entità di riferimento, l'ammontare nozionale e il grado di

Le fonti riportano le quotazioni del premio, la data di riferimento ...

... e altre caratteristiche dell'attività sottostante



⁴ Cfr., ad esempio, le trattazioni di Zhu (2003) e di Hull et al. (2003).

prelazione (“seniority”) dell’attività sottostante, nonché il tipo di offerta (in acquisto o in vendita), la data della quotazione, i rating di Moody’s e Standard & Poor’s, la scadenza e il tipo di clausola di ristrutturazione.

Il database rileva inoltre le quotazioni – non particolarmente numerose – che hanno effettivamente dato luogo a operazioni transitate nel sistema. Nel 2002, ad esempio, solo il 6% delle quotazioni ha originato transazioni effettive. Ciò nonostante, le quotazioni sono senz’altro indicative, dal momento che – una volta immesse – sono vincolanti per gli operatori. Nel prosieguo impiegheremo le quotazioni inserite nel sistema come metro dell’attività di mercato.

Per ciò che concerne la copertura temporale e geografica, la banca dati si estende dal gennaio 1997 al giugno 2003 e contiene poco più di 400 000 quotazioni riferite a 1 662 diversi nominativi in tutto il mondo. Di questi, 1 292 sono imprese, 293 banche e 77 soggetti sovrani (grafico 1).

Crescita e sviluppo

La tabella 1, che riporta il numero complessivo di quotazioni di CDS registrate ogni anno nel database e classificate per tipologia di attività sottostante (societaria, bancaria o sovrana), mostra chiaramente come la loro crescita continui nel complesso a essere considerevole: 124% nel 2001 e 63,8% nel 2002. Il numero totale di quotazioni di CDS nel primo semestre 2003 superava di quasi il 53% quello registrato nel corrispondente periodo dell’anno precedente.

All’interno del mercato dei CDS, le quotazioni riferite a soggetti sovrani occupano una quota relativamente modesta, anche a causa del numero decisamente inferiore di nominativi negoziati; nel 2002 e nella prima metà del 2003 i CDS su titoli pubblici concorrevano a quasi il 7,4% delle quotazioni totali. Nello stesso periodo, la maggior parte delle quotazioni era riferita a imprese (78,6%), mentre le banche rappresentavano il 14% circa del totale. Nonostante ciò, il numero medio di quotazioni per entità di riferimento risulta maggiore nel caso dei soggetti sovrani che non per le altre categorie, a indicare un più elevato grado di concentrazione dell’attività in CDS su titoli pubblici, un aspetto, questo, che verrà discusso più avanti.

Relativamente poche, ma concentrate, le quotazioni di CDS su titoli sovrani

Numero di quotazioni per tipologia di CDS							
Tipologia	Numero di quotazioni						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ¹
Societari	196	1 892	11 726	22 538	55 679	102 039	88 817
Bancari	394	2 715	8 021	6 854	16 844	25 490	8 615
Sovrani	771	2 283	8 169	8 133	11 535	10 124	7 844
Totale	1 361	6 890	27 916	37 525	84 058	137 653	105 276
	Variazione rispetto all’anno precedente del numero di quotazioni e di contratti, in %						
Societari	.	865,3	519,8	92,2	147,0	83,3	96,9
Bancari	.	589,1	195,4	-14,5	145,8	51,3	-50,5
Sovrani	.	196,1	257,8	-0,4	41,8	-12,2	48,2
Totale	.	406,2	305,2	34,4	124,0	63,8	52,9

¹ Primo semestre; variazione rispetto alla prima metà del 2002.
Fonte: CreditTrade.

Tabella 1

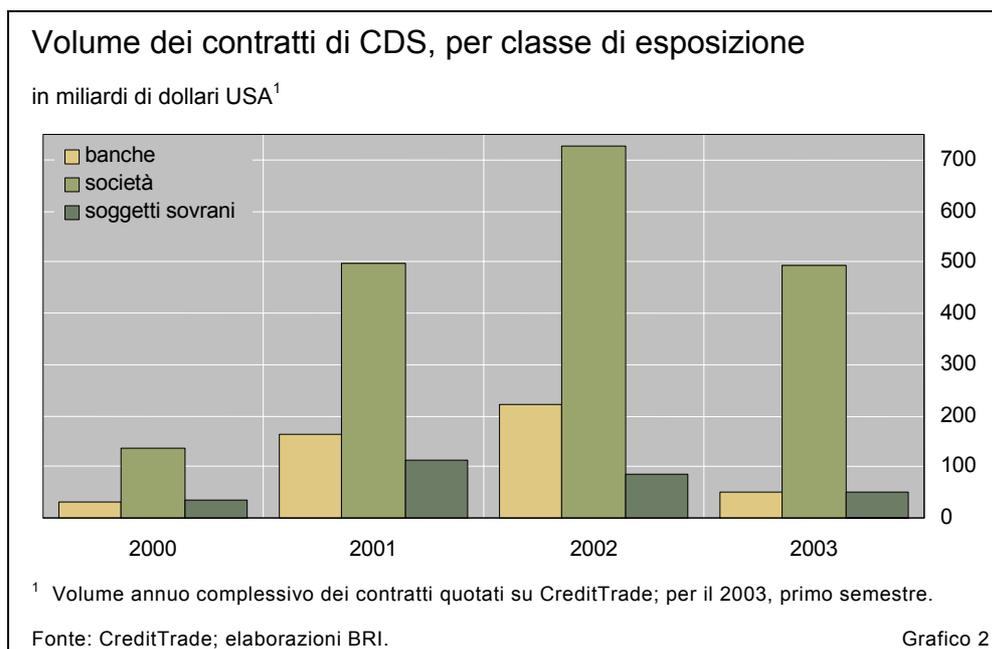
Benché costantemente inferiore a quella dei CDS su obbligazioni societarie, nei primi sei mesi del 2003 la crescita dei CDS su titoli pubblici ha nondimeno raggiunto su base annua la considerevole cifra del 48,2%, che rappresenta un significativo recupero dopo il calo dell'attività osservato nel 2002. Quest'ultimo era stato determinato per oltre un terzo dall'esclusione dell'Argentina dalla lista di entità di riferimento in seguito alla sua insolvenza verso la fine del 2001 e, per quasi tutta la quota restante, dalla flessione delle transazioni su entità asiatiche quali Cina, Corea e Thailandia. Nel 2003 tale flessione è peraltro rientrata, mentre è proseguita la crescita dei CDS riferiti ad altri soggetti latino-americani, come Brasile e Messico.

Andamenti analoghi contraddistinguono il *volume* complessivo dei contratti quotati, dove per volume si intende la somma delle quotazioni disponibili moltiplicata per l'ammontare dell'attività nozionale sottostante (grafico 2). Così definito, nel primo semestre 2003 il volume dei CDS su debito pubblico è aumentato rispetto al corrispondente periodo del 2002. La crescita è stata sì inferiore a quella dei CDS su obbligazioni societarie, ma di gran lunga superiore a quella dei volumi di CDS su titoli bancari, scesa su valori negativi.

Rispetto al segmento "corporate", la concentrazione per entità di riferimento delle quotazioni di CDS su debito pubblico appare molto marcata: i primi cinque nominativi – Brasile, Messico, Filippine, Giappone e Sudafrica – concorrono complessivamente a oltre il 40% delle quotazioni immesse su soggetti sovrani. Aggiungendo Colombia e Cina il totale si innalza a più del 50% (tabella 2). Per contro, alle prime cinque entità di riferimento di CDS su titoli societari fa capo solo il 7,7% delle quotazioni totali di CreditTrade nel relativo segmento.

La concentrazione dei CDS su titoli pubblici fra entità sovrane dei paesi emergenti presenta varie similitudini con la composizione del TRAC-X Emerging Markets, il nuovo indice CDS elaborato da J.P. Morgan Chase e Morgan Stanley. Ad esempio, la ponderazione assegnata ai primi tre nominativi

I volumi di CDS sul debito sovrano crescono più di quelli su titoli bancari



Concentrazione delle quotazioni di CDS su entità sovrane										
Entità di riferimento	Numero delle quotazioni					%	Rating medio ¹			
	2000	2001	2002	2003	Totale		2000	2001	2002	2003
Brasile	1 080	1 352	1 293	868	4 593	12,2	B+	B+	B	B
Messico	748	1 010	1 644	933	4 335	11,5	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Giappone	418	1 062	628	205	2 313	6,1	AA+	AA-	A+	A+
Filippine	821	740	436	209	2 206	5,9	BB+	BB+	BB+	BB
Sudafrica	94	518	717	683	2 012	5,3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Colombia	93	345	801	556	1 795	4,8	BB	BB	BB	BB
Cina	743	672	140	62	1 617	4,3	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Corea	533	636	138	287	1 594	4,2	BBB	BBB	A-	A-
Polonia	329	388	406	420	1 543	4,1	BBB+	BBB+	A-	A-
Venezuela	155	521	497	319	1 492	4,0	B	B+	B	B
Turchia	146	471	475	380	1 472	3,9	B+	B	B-	B-
Malaysia	302	685	256	85	1 328	3,5	BBB	BBB	BBB+	BBB+
Argentina	851	461	0	6	1 318	3,5	B+	.	.	.
Thailandia	494	562	121	37	1 214	3,2	BB-	BBB-	BBB-	BBB-
Russia	16	395	365	377	1 153	3,1	B-	B-	BB	BB
Altri paesi	1 310	1 717	2 207	2 417	7 651	20,3	.	.	.	.
Totale mercati emergenti	7 523	10 283	9 218	7 053	34 077	90,5	.	.	.	.
Totale	8 133	11 535	10 124	7 844	37 636	100,0	.	.	.	.

¹ Media di fine anno dei rating di Moody's e Standard & Poor's sulle transazioni registrate da CreditTrade. Tabella 2

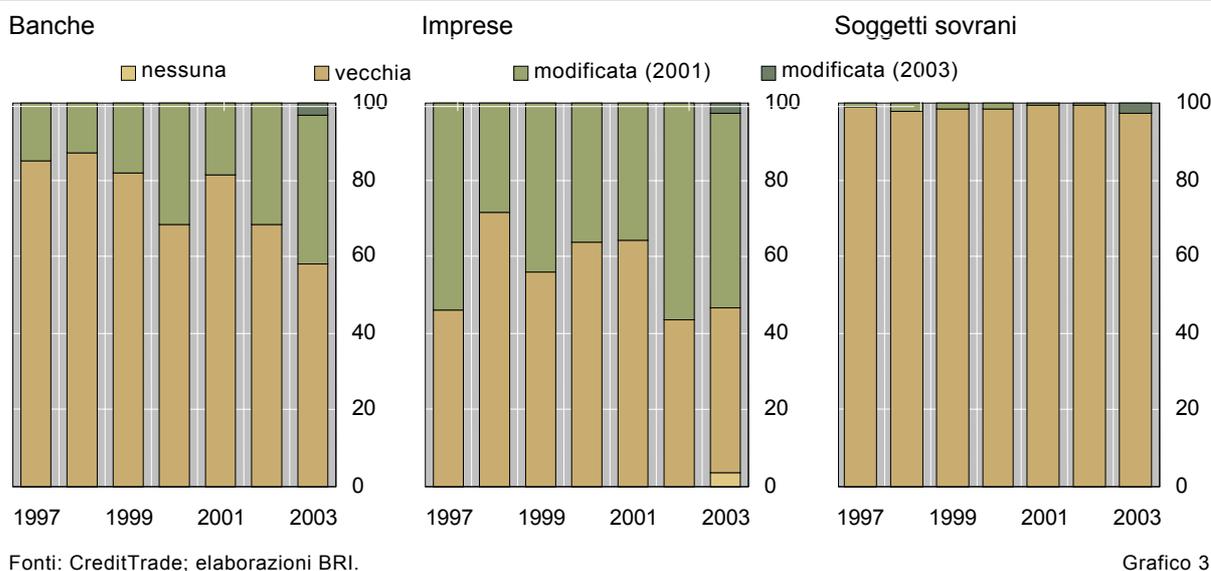
dell'indice (Messico, Russia e Brasile) è leggermente superiore al 37%, mentre i soggetti sovrani più attivamente quotati su CreditTrade nel 2003 (Messico, Brasile e Sudafrica) rappresentano più del 35% del campione per quell'anno. Sebbene i paesi non emergenti incidano per il 10% scarso sul totale dei CDS sovrani quotati su CreditTrade, una presenza significativa è quella del Giappone: i CDS su obbligazioni nipponiche costituiscono più del 6% delle quotazioni totali su soggetti sovrani durante il periodo 2000-03.

A differenza dei contratti su obbligazioni bancarie e societarie, la grande maggioranza dei CDS in essere riferiti a soggetti sovrani continua a essere regolata dalla vecchia clausola di ristrutturazione prevista nelle definizioni dell'ISDA del 1999 (grafico 3). Nel caso dei contratti su entità non sovrane stipulati in base a tale clausola, la compensazione richiesta dagli acquirenti della protezione è stata talvolta superiore alle perdite da essi effettivamente subite. Tali richieste ingiustificate sono state all'origine, nel 2001, di una versione modificata della clausola (ulteriormente affinata nel 2003), che molti venditori di protezione hanno incluso nei contratti di CDS su obbligazioni bancarie e societarie; i CDS su titoli pubblici sembrano invece aver recepito in misura minore la nuova formulazione, e ciò probabilmente perché nel loro caso la probabilità di attivare una ristrutturazione in assenza di un reale deterioramento della situazione finanziaria è considerata molto bassa. Nei mercati emergenti la maggior parte dei CDS su entità sovrane è orientata al titolo sottostante in termini di indicazione del "credit event" e di titolo consegnabile, e l'ipotesi di una ristrutturazione "opportunistica" è ritenuta meno percorribile nel caso di obbligazioni ad ampia diffusione.

I CDS sul debito sovrano si basano sulla vecchia clausola di ristrutturazione

Contratti di CDS in base alla clausola di ristrutturazione

in percentuale del numero totale dei contratti



I CDS su entità sovrane tendono più degli altri contratti analoghi a essere riferiti ad attività di qualità inferiore. Il grafico 4 mostra la distribuzione per categoria di rating dei volumi di CDS delle tre classi di attività di riferimento⁵. Poco meno del 40% delle obbligazioni sovrane sottostanti è valutato al di sotto della qualità bancaria (BB e inferiore), una quota ben superiore a quella relativa ai titoli bancari o societari di riferimento. Analogamente, le attività sovrane tendono ad avere un rating elevato (AAA o AA) nel 10–15% dei casi, misura inferiore al 20% osservato per i titoli bancari, ma comunque più elevata di quella delle attività societarie⁶.

I titoli pubblici collegati a CDS hanno in genere rating inferiori ...

I CDS su soggetti sovrani presentano in genere una distribuzione per scadenza del sottostante a forma di “U”, popolata da un numero di attività di riferimento a breve e a lungo termine maggiore rispetto agli omologhi strumenti su entità societarie (grafico 5). Ad esempio, il 30–40% delle obbligazioni quotate ha una scadenza superiore agli otto anni contro, rispettivamente, il 20 e il 10% scarsi delle obbligazioni “corporate” e bancarie. All’opposto, e con la sola eccezione del 2003, le quotazioni su attività a breve scadenza (pari o inferiore a quattro anni) sono in genere state più numerose nel caso dei CDS sul debito sovrano che non per gli altri tipi di CDS. Quest’ultima caratteristica è coerente con la quota relativamente elevata nel campione di soggetti sovrani con basso rating, che proprio per tale ragione spesso possono emettere solo titoli a breve termine.

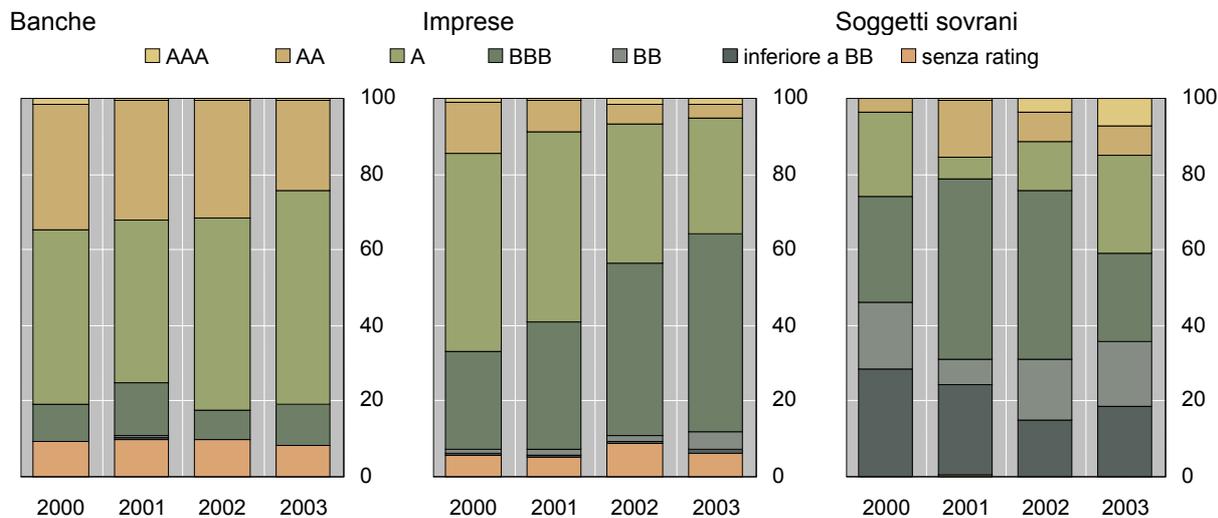
... e scadenze più brevi

⁵ Qualora per una medesima obbligazione di riferimento le valutazioni di Moody’s e Standard & Poor’s differiscano, viene utilizzato il rating medio.

⁶ Il divario tra CDS sul debito sovrano e sul debito societario all’interno del rango di qualità bancaria sembra essersi accentuato negli ultimi anni. Per quanto riguarda i titoli privati, vi sarebbe stato un lieve spostamento verso “reference asset” con rating inferiore (ossia, A e BBB), mentre l’inclusione di quotazioni su soggetti sovrani ad altissimo rating come Francia, Germania e Italia ha controbilanciato il passaggio del Giappone da A ad AA nel 2002.

Volumi di CDS in base al rating

in percentuale del volume totale



Fonti: CreditTrade; elaborazioni BRI.

Grafico 4

Premi sui CDS riferiti a passività sovrane

Come accennato in precedenza, il premio dovrebbe all'incirca corrispondere allo spread tra l'obbligazione di riferimento di pari scadenza e il tasso privo di rischio. Per questo motivo è ragionevole attendersi che il premio presenti una relazione trasversale piuttosto stretta con il rischio di credito dell'attività sottostante, espresso dal rating. In effetti, sembra esservi una relazione costantemente negativa tra rating e premi su CDS riferiti a entità sovrane (grafico 6).

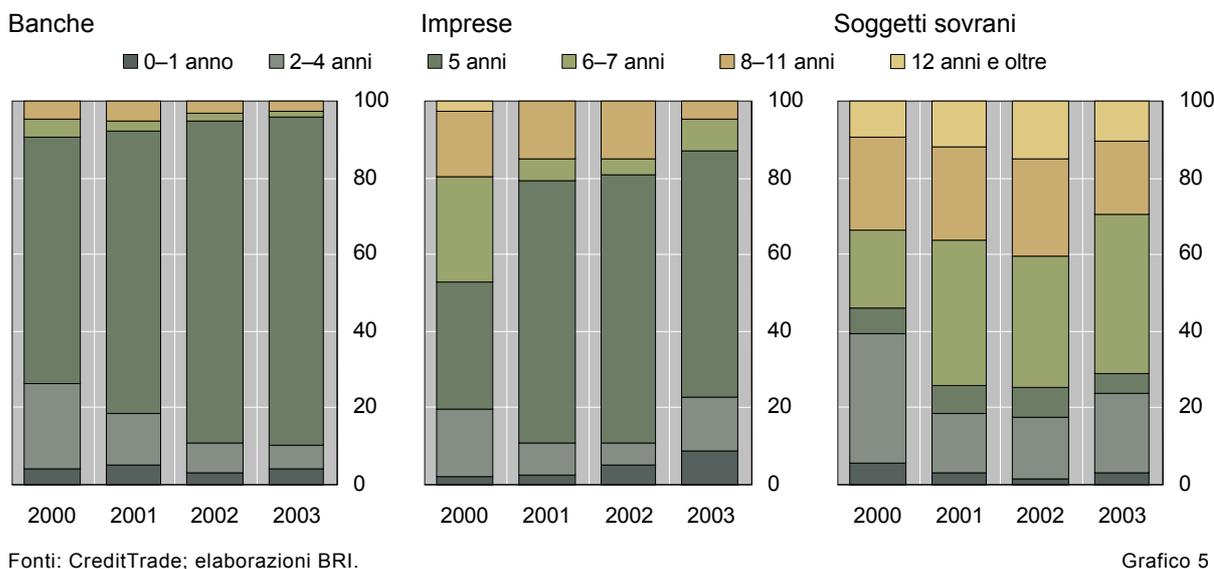
È interessante a questo punto confrontare i premi dei CDS su titoli sovrani con quelli dei CDS di altri segmenti, a parità di rating. A metà degli anni novanta Cantor e Packer (1995) avevano documentato come le obbligazioni sovrane a più basso merito di credito tendessero a essere quotate con spread più alti di quelle societarie. A molti anni di distanza questo assunto sembrerebbe ancora valido per i rating pari o inferiori a B: la curva dei valori equi Bloomberg è significativamente superiore per le obbligazioni sovrane in dollari USA quotate B che non per quelle societarie, sempre in dollari, quotate B2. Lo stesso vale anche nel caso dei CDS?

Il grafico 6 riporta le medie mensili nel periodo gennaio 2000–giugno 2003 dei premi sui CDS di tutte le categorie, per sei diverse classi di rating; dal suo esame emergono vari risultati. Nelle classi della fascia superiore (A o più) i premi quotati per i CDS su obbligazioni societarie tendono a essere costantemente più elevati di quelli relativi ai crediti sovrani. Ad esempio, nel 2003 lo spread sui CDS riferiti a titoli "corporate" quotati AAA ha superato di circa 30 punti base quello dei CDS su attività sovrane con rating comparabile; nel caso delle obbligazioni con rating AA e A, la differenza media si è aggirata rispettivamente su 40 e 50 punti base.

Così come i titoli pubblici a basso rating sono in genere quotati con spread superiori a quelli sui titoli privati ...

Volume di CDS in base alla scadenza

in percentuale del volume complessivo



Questi risultati possono essere giustificati dalle ridotte dimensioni del campione di soggetti sovrani ad alto rating per cui sono disponibili quotazioni di CDS, nonché dall'ampiezza relativamente elevata delle classi di rating usate per il raffronto. Ad esempio, nel caso dei titoli sottostanti quotati AAA, i due soggetti sovrani di riferimento – Germania e Francia – rappresentano in pratica l'intero campione delle quotazioni. Allo stesso tempo, i crediti di questi due paesi avrebbero probabilmente un rating superiore ad AAA, se tale rating fosse disponibile, sicché i corrispondenti CDS verrebbero ovviamente negoziati con premi inferiori a quelli di un campione di imprese. Analogamente, nel caso dei crediti con rating AA e A, le specificità del ristretto campione di obbligazioni sovrane che fungono da sottostante potrebbero spiegare la differenza tra i premi medi nelle diverse classi di rating⁷.

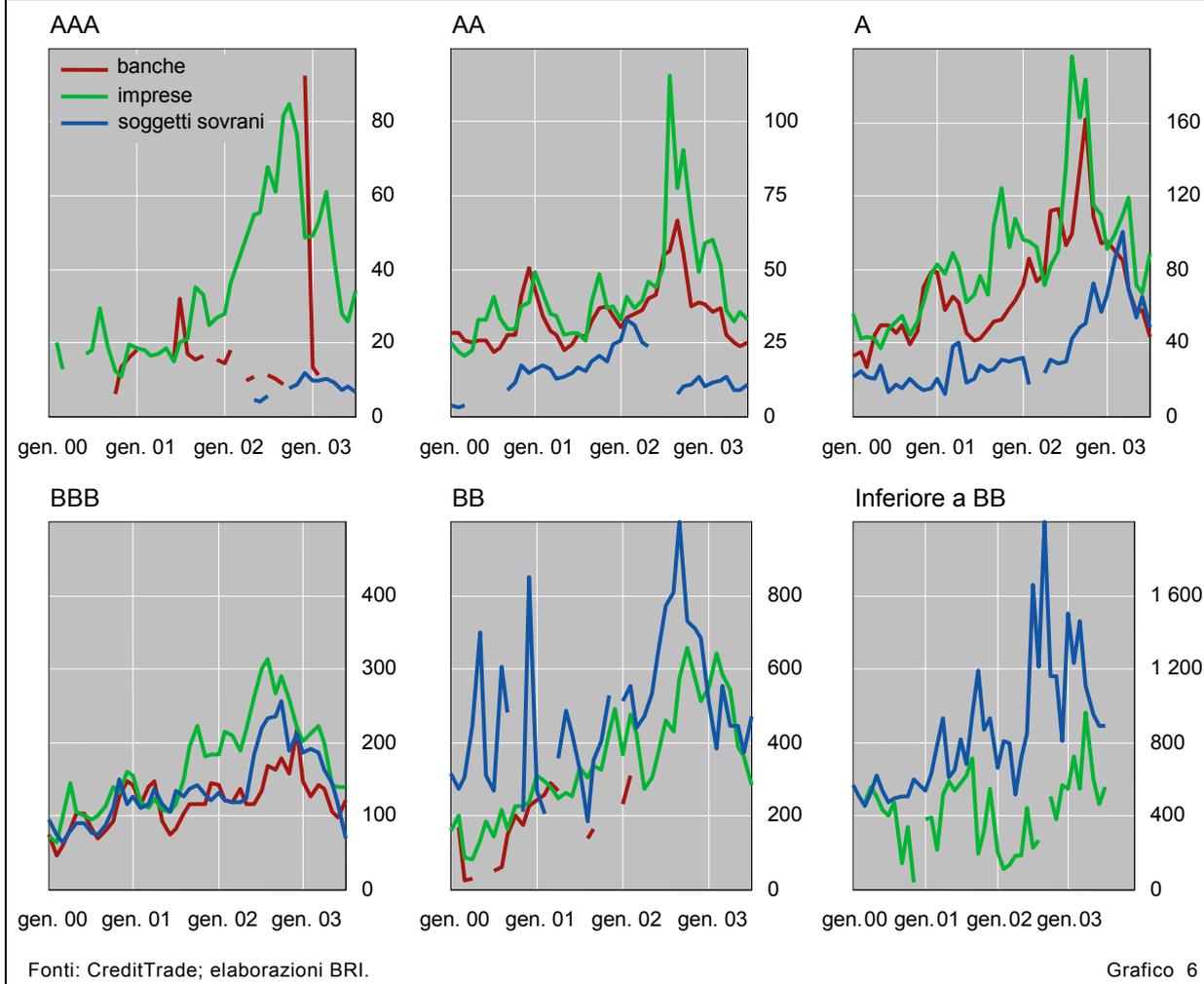
Tuttavia, il quadro cambia allorché si esaminano le attività di riferimento con rating inferiore. La differenza di premio tra CDS "corporate" e CDS sovrani è pressoché impercettibile per le classi BBB e BB, a riprova di una maggiore analogia nella definizione del prezzo di crediti sovrani e societari rispetto a quanto osservato negli anni novanta. Ciò nondimeno, nel caso di attività sottostanti con rating inferiore a BB, i crediti sovrani continuerebbero a essere quotati con un premio superiore: in media, esso si attesta il più delle volte significativamente al disopra di quello dei crediti societari. Nelle categorie di

... anche i premi dei CDS su titoli sovrani con basso rating tendono a essere maggiori

⁷ Riguardo alle quotazioni di CDS su titoli AA, nel 2001 e nella prima metà del 2002 la posizione preminente era occupata dal Giappone, che nel 2003 ha ceduto il posto a Italia, Belgio e Spagna. Questi ultimi tre paesi sono quotati AA+ e si collocano quindi nella fascia superiore della classe AA. Secondo numerosi osservatori, il mercato avrebbe un'opinione più ottimistica del merito creditizio nipponico che non le principali agenzie di rating. Allo stesso modo, il minore livello dei premi sui CDS della classe A potrebbe essere dovuto proprio alla posizione preminente ivi occupata dal Giappone nella seconda metà del 2002 e nel 2003, in seguito al declassamento del suo rating.

Premi sui CDS quinquennali, per classe di rating

media mensile, in punti base



rating più basse, in cui spiccano paesi come Argentina, Brasile e Turchia, si può ipotizzare che il mercato nutra maggiore incertezza circa i rendimenti nell'eventualità di un'insolvenza sovrana, e richieda pertanto un premio più alto di quello applicato ai CDS su attività "corporate" con rating equiparabile⁸.

Conclusioni

I CDS su crediti sovrani costituiscono un segmento modesto, ancorché in crescita, del mercato dei CDS. Dopo essere diminuite nel 2002, le quotazioni registrate di CDS sui titoli pubblici sono nettamente salite nel 2003: più del 90% di esse si riferiva a crediti del gruppo "emergente". Dall'analisi effettuata sulle quotazioni disponibili per questi contratti si evince che, rispetto ai CDS su titoli privati, gli scambi tendono a essere più concentrati su pochi nominativi e su attività sottostanti con scadenze piuttosto brevi, il che è coerente con la

⁸ Al fine di verificare che il risultato non fosse influenzato da osservazioni anomale, è stato calcolato – con esiti analoghi – il valore mediano dei premi per ogni categoria di rating e settore.

quota relativa di soggetti sovrani a basso rating in grado di collocare emissioni solo a scadenza ravvicinata.

Per quanto riguarda il pricing di CDS su titoli pubblici e CDS su titoli privati, si riscontra una sorprendente asimmetria tra le varie fattispecie, a seconda che il rating assegnato al sottostante sia alto o basso. Nel primo caso, i premi dei CDS su crediti sovrani sono generalmente inferiori a quelli dei corrispondenti strumenti sul debito societario; resta da vedere se ciò sia dovuto a ragioni di liquidità, o semplicemente alle ristrette dimensioni del campione di nominativi sovrani e al raggruppamento per ampie categorie di rating. Nel secondo caso, i premi medi dei CDS su crediti sovrani con bassissimo rating appaiono molto superiori a quelli dei CDS su titoli societari con basso merito di credito. Questo risultato è in linea con la maggiore incertezza nutrita dal mercato riguardo ai rendimenti conseguibili nell'eventualità di un'insolvenza sovrana.

Riferimenti bibliografici

British Bankers' Association (2002): *Credit Derivatives Report 2002*, settembre.

Cantor, R. e F. Packer (1995): "Sovereign credit ratings", *Current issues in economics and finance*, Federal Reserve Bank of New York, giugno.

Dresdner Kleinwort Wasserstein Research (2002): *Credit default swaps: a product overview*, settembre.

Fitch Ratings (2003): *Global credit derivatives: a qualified success*, 24 settembre.

Hull, J., M. Predescu e A. White (2003): "The relationship between credit default swap spreads, bond yields and credit rating announcements", *University of Toronto Working Paper*, ottobre.

J. P. Morgan (2001): *Emerging market credit derivatives*, novembre.

Xu, D. e C. Wilder (2003): "Emerging market credit derivatives: market overview, product analyses, and applications", *Deutsche Bank Global Markets Research*, maggio.

Zhu, H. (2003): "An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the CDS market", Banca dei Regolamenti Internazionali, non pubblicato, settembre.

Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico¹

La crisi asiatica del 1997–98 ha portato i policymaker a concludere che mercati interni del reddito fisso più ampi e spessi contribuirebbero a ridurre la vulnerabilità finanziaria di banche e imprese di fronte a improvvisi mutamenti nella percezione del rischio da parte degli investitori globali. Essendo più facilmente in grado di collocare prestiti in moneta nazionale, le società farebbero forse meno ricorso alle emissioni in valuta per ottenere finanziamenti a lungo termine. Ciò attenuerebbe il rischio di introdurre un'asimmetria valutaria fra cash flow e indebitamento, oltre che la tentazione di finanziare investimenti a lunga con debito bancario a breve.

Inoltre, la crisi ha evidenziato come maggiori livelli di riserve valutarie ufficiali possano contribuire anch'essi a ridurre la vulnerabilità finanziaria. Le economie asiatiche dotate di cospicue riserve – in particolare Cina, Hong Kong SAR, Singapore e Taiwan, Cina (di seguito Taiwan) – sembrano essere state risparmiate dagli effetti peggiori della crisi. Resta da vedere se si sia trattato di pura coincidenza o di causalità, certo è che le riserve valutarie della regione sono da allora cresciute fortemente (cfr. Aizenmann e Marion, 2002).

Queste due conclusioni sono in genere considerate distinte, ancorché complementari. Nel giugno 2003 un gruppo di banche centrali della regione Asia-Pacifico – l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia–Pacific Central Banks and Monetary Authorities)² – annunciò l'intenzione di investire circa \$1 miliardo in obbligazioni in dollari emesse da governi ed enti parastatali di otto economie della regione, aprendo in tal modo la possibilità di sfruttare il buon esito dell'accumulo di riserve allo scopo di far ulteriormente progredire i mercati obbligazionari locali. Il gruppo si prefisse inoltre di istituire un secondo fondo, destinato a investire nei mercati delle obbligazioni in moneta locale: "Dopo il lancio dell'Asian Bond Fund (ABF) in dollari USA, il gruppo EMEAP

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Brian Coulton, Jeong-Ho Hahn, T.K. Ogawa e i partecipanti ai seminari presso la Reserve Bank of Australia, l'Institute for Monetary Research di Hong Kong, la Banca di Corea e la Banca di Thailandia. Eventuali errori sono da attribuirsi esclusivamente all'autore.

² L'EMEAP comprende le autorità monetarie di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

provvederà a valutare come estendere il concetto dell'ABF ai titoli denominati nelle valute regionali, rafforzando così il contributo dell'iniziativa alla crescita in ampiezza e spessore dei mercati obbligazionari locali³.

Il presente saggio monografico individua una potenziale sinergia tra la crescita delle riserve valutarie e lo sviluppo dei mercati obbligazionari regionali, derivante dall'utilizzo di passività pubbliche per finanziare (o "sterilizzare") le disponibilità di riserve in valuta. Il fatto che tali passività abbiano comunemente assunto la forma di debito della banca centrale, tuttavia, non ha permesso di cogliere molte delle opportunità di sviluppare il mercato obbligazionario.

Dall'esperienza di Singapore si può intuire come i cambiamenti nelle prassi di gestione del debito pubblico da parte dei governi, e le corrispondenti modifiche nella struttura delle passività delle banche centrali, potrebbero contribuire a sfruttare appieno questo potenziale. In particolare, il governo può finanziare in eccesso il proprio fabbisogno di bilancio ("overfunding") e depositare quindi presso la banca centrale le eccedenze, che andranno così a sostituire le passività di quest'ultima verso gli operatori di mercato. Ciò produrrebbe ricadute positive sia per i mercati monetari della regione, che conseguirebbero un migliore equilibrio (nel senso definito oltre), sia per le banche centrali, che disporrebbero di titoli pubblici in quantità sufficiente a consentire l'ordinaria operatività PcT. Il maggiore ostacolo all'adozione della proposta deriverebbe probabilmente dalla naturale riluttanza dei ministri finanziari, nonché dei parlamenti, a espandere di conseguenza lo stock di debito pubblico. Tale ostacolo potrebbe tuttavia essere sormontato grazie all'impegno politico della regione a sviluppare i mercati obbligazionari locali.

Il presente contributo monografico verte sull'Est asiatico, in particolare su Corea, Indonesia, Malaysia, Taiwan e Thailandia⁴. In aggiunta, la Banca popolare di Cina, confrontata all'esigenza di sterilizzare un significativo aumento delle riserve valutarie, ha cominciato essa stessa a emettere ingenti quantità di titoli. Pertanto, i tempi sono maturi per esplorare la possibilità di mobilitare il debito pubblico a tale scopo. Anche l'India sembra approssimarsi allo stadio in cui si erano trovate in passato altre banche centrali allorché avevano cominciato a emettere propri strumenti debitori⁵.

Nelle sezioni che seguono vengono illustrate le operazioni necessarie a trasformare il debito della banca centrale verso gli operatori di mercato in debito pubblico *stricto sensu*, e i connessi vantaggi per il mercato obbligazionario e l'operatività della banca centrale. Saranno successivamente affrontate le problematiche correlate, tra cui il servizio dei depositi governativi presso la banca centrale, la duration del debito pubblico in eccesso, le implicazioni per i rating creditizi e la coerenza con il bilancio previsionale dello Stato.

³ Cfr. EMEAP (2003). Tutte le citazioni nel testo sono tradotte a cura della BRI.

⁴ La trattazione non concerne Hong Kong SAR, che non ha debito pubblico, così come non potrebbe estendersi al Cile, dove la banca centrale è l'unico emittente di titoli pubblici.

⁵ Al momento, tuttavia, la Reserve Bank of India non sarebbe autorizzata per legge a emettere propri titoli di debito.

“Overfunding” del disavanzo pubblico per trasformare il debito della banca centrale

Trasformazione del debito della banca centrale in debito governativo ...

Per unificare il mercato obbligazionario interno, il governo può finanziare in eccesso il proprio fabbisogno di bilancio al fine di sostituire il debito emesso dalla banca centrale nei confronti del mercato. Anzitutto, il governo vende strumenti debitori in quantità superiore a quella necessaria a finanziare eventuali disavanzi e rinnovare prestiti in scadenza (“overfunding”). Ciò produce un surplus di liquidità che il governo deposita presso la banca centrale, drenando in tal modo riserve bancarie. La banca centrale è quindi nella posizione di rimborsare agli operatori le passività in scadenza, reimmettendo in circolo riserve bancarie. Dal punto di vista del settore privato, ciò significherebbe essenzialmente una sostituzione dei crediti verso la banca centrale con attività verso il governo. Nella tabella 1 viene illustrato un caso di overfunding di proporzioni sufficienti a consentire alla banca centrale di acquistare in via definitiva un certo quantitativo di titoli di Stato da utilizzare successivamente in operazioni di politica monetaria.

... sulla scorta dell'esperienza di Singapore

Un'operazione simile è stata di recente effettuata a Singapore. Al fine di sviluppare il mercato obbligazionario locale, il governo ha più che raddoppiato il volume dei propri titoli in essere, innalzandone lo stock al 39% del PIL a fine 2001, malgrado gli avanzi di bilancio (cfr. Lian, 2002, pag. 184). Negli esercizi finanziari 2001/02 e 2002/03, i depositi collocati dal governo presso l'Autorità monetaria di Singapore (AMS) sono aumentati di SGD 21,7 miliardi, grazie soprattutto ai “proventi ottenuti dai maggiori collocamenti di titoli governativi di Singapore presso il pubblico e il Central Provident Fund Board per il tramite dell'Autorità [monetaria]”⁶. Ciò ha consentito all'AMS di ridurre la voce “Fondi per accantonamenti e altre passività” di SGD 10,9 miliardi nell'arco dei due

Meccanica dell'overfunding e del refunding	
<i>Governo:</i>	
<i>finanzia in eccesso i propri disavanzi e deposita il ricavato presso la banca centrale</i>	
Attività	Passività
+ depositi presso la banca centrale	+ titoli governativi
<i>Banca centrale:</i>	
<i>trasformazione della situazione patrimoniale ad opera dei depositi del governo</i>	
Attività	Passività
Riserve valutarie + titoli governativi	Base monetaria + depositi del governo – debito nei confronti del mercato
Tabella 1	

⁶ Questa citazione e la seguente sono tratte da AMS (2002), pag. 62 e AMS (2003), pag. 84.

Autorità monetaria di Singapore: alcune modifiche della situazione patrimoniale, 2001/02–2002/03			
in milioni di dollari di Singapore			
Attività		Passività	
Attività sull'estero ¹	+23 967	Fondi per accantonamenti e altre passività ²	-10 866
Titoli del governo di Singapore	+118	Depositi del governo di Singapore	+21 699
¹ Compresi SGD 15 986 derivanti dalla fusione del Currency Fund il 1° ottobre 2002. ² "(...) in ampia misura (...) indebitamento dell'Autorità presso il sistema bancario". Tabella 2			

anni, "grazie in ampia misura alla riduzione dell'indebitamento dell'Autorità presso il sistema bancario nel quadro delle operazioni di mercato monetario". Nel contempo, le disponibilità dell'AMS in titoli governativi di Singapore sono aumentate di SGD 118 milioni. "L'aumento è in linea con la politica dell'Autorità di accrescere il proprio portafoglio di titoli del governo di Singapore per un più attivo utilizzo nelle operazioni pronti contro termine nell'ambito della sua operatività a breve". A seguito di tali transazioni, si sono prodotte le modifiche mostrate nella tabella 2.

Vantaggi per il mercato obbligazionario e le operazioni monetarie

L'operazione di overfunding descritta in precedenza potrebbe offrire notevoli benefici, il principale dei quali consiste nell'accresciuta liquidità nel mercato secondario, riveniente dall'integrale consolidamento del debito pubblico. In alcune economie asiatiche la crescita dimensionale del mercato dei titoli governativi potrebbe essere significativa e raggiungere valori compresi tra il 137 e il 222%. A livello aggregato per i cinque mercati considerati, ciò si tradurrebbe in un ampliamento pari a \$220 miliardi. Nella sezione che segue si analizza il vantaggio generale di liquidità derivante dalla dimensione. Vengono quindi avanzate alcune quantificazioni della potenziale crescita dei mercati obbligazionari regionali conseguibile trasformando il debito della banca centrale in debito del governo.

Dimensione e liquidità dei mercati dei titoli governativi⁷

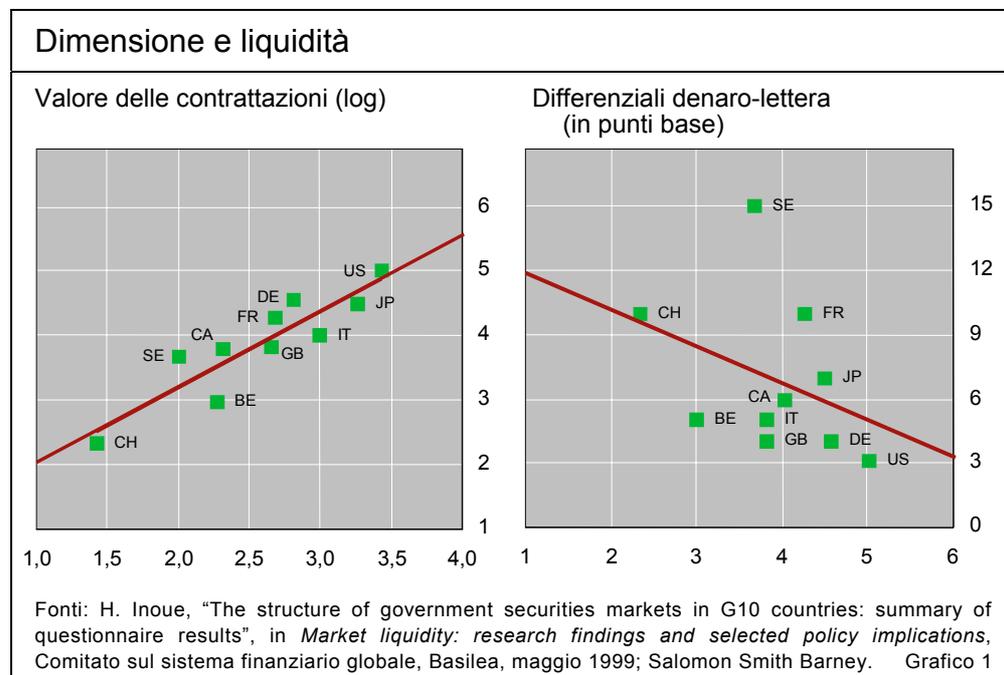
La relazione tra dimensione e liquidità dei mercati dei titoli governativi è complicata dal fatto che la prima presenta varie accezioni. In un mercato di market-maker sono in genere questi ad apportare liquidità, impegnandosi non solo a fornire quotazioni, ma anche ad assumere posizioni in proprio; la rilevanza del fattore dimensionale per la liquidità dipende quindi in questo caso dalle varie economie di scala nell'attività di market-making. Parimenti rilevante è la dimensione delle singole emissioni, che i gestori del debito possono accrescere mediante la concentrazione delle offerte su un numero minore di

Più ampie dimensioni accrescono gli scambi e la liquidità ...

⁷ Questa sezione si rifà a McCauley e Remolona (2000).

scadenze, la diluizione delle aste nel tempo o la riapertura di emissioni pregresse, nonché il riacquisto di titoli illiquidi. Riveste inoltre importanza la dimensione complessiva del mercato. La raccolta di informazioni da parte dei market-maker sulla futura evoluzione dei tassi d'interesse è un ambito in cui è possibile conseguire economie di scala. È infatti improbabile che in un mercato di titoli pubblici da \$500 miliardi il costo del reperimento di tali informazioni sia il decuplo di quello sostenuto in un mercato da \$50 miliardi. Analogamente, nella misura in cui sono realizzabili economie di scala nell'estrazione di informazioni dai flussi di ordini, anche il volume complessivo dell'attività di negoziazione può avere rilevanza.

I riscontri provenienti dai mercati obbligazionari dei paesi del G10 indicano che la dimensione influisce senz'altro sulla liquidità dei mercati dei titoli di Stato (grafico 1), pur non essendone l'unica determinante⁸. Quanto più elevate sono le consistenze in essere di titoli delle amministrazioni centrali offerti al pubblico, tanto maggiore sarà il turnover sui mercati a pronti e a termine e, di conseguenza, la liquidità misurata dalla strettezza ("tightness") dei differenziali denaro-lettera⁹. Vi sono nondimeno altri fattori che influiscono sulla liquidità, quali: le disponibilità di enti pubblici e altri investitori che perseguono strategie di "buy and hold"; l'incidenza delle emissioni benchmark sul debito in essere; l'organizzazione del settore dei dealer e l'assetto delle piattaforme di negoziazione; il regime fiscale; gli accordi di cessione di attività con patto di riacquisto; l'efficienza dei sistemi di compensazione e di regolamento (cfr. CSFG, 1999b).



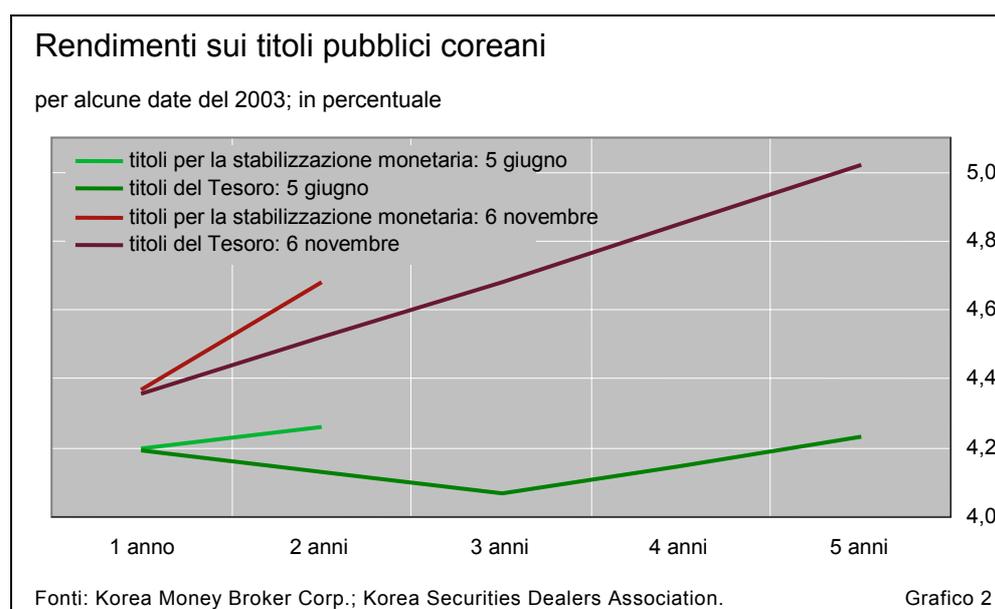
⁸ Cfr. CSFG (1999a).

⁹ Il differenziale denaro-lettera misura soltanto un aspetto della liquidità, giacché non dà conto dello spessore del mercato, ossia della sua capacità di assorbire ingenti ordini. Per una trattazione al riguardo, cfr. CSFG (1999a,b) e Borio (2000).

L'esperienza coreana ben illustra i benefici derivanti dal consolidamento del debito (della banca centrale e del governo). Il fatto che, a parità di scadenza, le due tipologie di strumenti siano negoziate a rendimenti diversi fa ritenere che la compresenza di due emittenti sovrani riduca la liquidità. La Banca di Corea colloca prestiti per la stabilizzazione monetaria con scadenza fino a due anni, mentre i titoli del Tesoro possono raggiungere i cinque o i dieci anni. Laddove vi è sovrapposizione di scadenze, ad esempio a un anno, i rendimenti delle due tipologie di debito non di rado differiscono (grafico 2); considerato che i due prenditori godono in pratica della stessa affidabilità creditizia, ciò sta a indicare che le rispettive emissioni vengono differenziate in sede di negoziazione. Se fossero raggruppate in un singolo strumento, esso potrebbe essere scambiato a un rendimento inferiore a quelli di entrambe: nel caso della liquidità, frazionamento è sinonimo di perdita. A suffragare tale affermazione è il basso (e spesso negativo) differenziale di rendimento tra l'obbligazione triennale, che è molto liquida e beneficia di un richiestissimo contratto future, e il titolo biennale per la stabilizzazione monetaria. Di fronte a una domanda così elevata per un'emissione benchmark, un singolo gestore del debito potrebbe senz'altro aumentare le emissioni triennali a scapito di quelle biennali.

... come mostrano i rendimenti sul debito del governo e della banca centrale in Corea

Come dimostra l'esperienza coreana, la trasformazione del debito della banca centrale in debito a più lungo termine potrebbe essere particolarmente vantaggiosa in quanto consentirebbe di aumentare le emissioni nel segmento benchmark a più lunga scadenza. Tale esperienza indica altresì che il funzionamento del mercato trarrebbe giovamento anche nell'ipotesi in cui il debito del governo si limitasse a sostituire quello della banca centrale sulle scadenze più brevi, tipiche di quest'ultimo.



Crescita potenziale dei mercati dei titoli governativi nell'Est asiatico

Il consolidamento del debito accrescerebbe notevolmente la dimensione dei mercati dei titoli governativi ...

In che misura la trasformazione del debito della banca centrale in debito del governo inciderebbe sui mercati dei titoli pubblici dell'Est asiatico? La risposta varia a seconda dei paesi. Rispetto ai livelli attuali, lo stock di debito governativo potrebbe crescere di circa un terzo in Indonesia, di oltre il 50% in Malaysia e Thailandia e di più del doppio in Corea e a Taiwan (tabella 3, grafici 3 e 4). In termini di liquidità, la differenza sarebbe notevole. Ad esempio, il mercato obbligazionario della Malaysia è dominato da investitori – come l'Employees' Provident Fund – che perseguono strategie di “buy and hold” (cfr. Harun, 2002). Se il livello del debito governativo aumentasse del 50%, un ammontare significativo di tale stock potrebbe essere disponibile per la negoziazione da parte di operatori più attivi.

Operazioni di politica monetaria e mercato dei pronti contro termine

... e consentirebbe alle banche centrali di acquisire debito pubblico per la gestione monetaria

La trasformazione del debito della banca centrale in debito governativo *stricto sensu* comporterebbe per l'azione monetaria tre vantaggi correlati: contribuirebbe a riequilibrare le operazioni di politica monetaria, consentirebbe alla banca centrale di effettuare transazioni pronti contro termine a fronte di titoli di Stato e potrebbe pertanto concorrere a un ulteriore sviluppo del mercato obbligazionario.

In primo luogo, la banca centrale potrebbe influire più saldamente sui tassi a breve se l'equilibrio strutturale del mercato monetario passasse da una situazione di avanzo a una di deficit. Attualmente, rimborsi a scadenza e pagamenti in conto interessi sul debito della banca centrale costituiscono

Crescita potenziale della dimensione dei mercati dei titoli governativi					
	Dimensione dei mercati dei titoli governativi		Debito della banca centrale verso il mercato		Dimensione a seguito dell'unificazione, in % di quella attuale
	Valuta locale	Miliardi di \$USA	Valuta locale	Miliardi di \$USA	
Indonesia ¹	398,2 trilioni	47,1	147,3 trilioni	17,3	137
Corea ²	81,5 trilioni	69,0	98,9 trilioni	84,0	222
Malaysia ³	109,6 miliardi	28,8	77,9 miliardi	20,5	171
Taiwan, Cina ¹	2,5 trilioni	73,5	2,8 trilioni	82,4	212
Thailandia ²	1 269,5 miliardi	30,5	648,0 miliardi	15,6	151
Totale	.	248,9	.	219,8	188

Nota: debito della banca centrale – Indonesia: certificati della Banca d'Indonesia, agosto 2003; Corea: titoli per la stabilizzazione monetaria, agosto 2003; Malaysia: obbligazioni della Banca centrale di Malaysia e depositi netti di banche, società finanziarie e banche d'affari presso la banca centrale (esclusi quelli per l'assolvimento degli obblighi di riserva), settembre 2003; Taiwan, Cina: certificati di deposito negoziabili, settembre 2003; Thailandia: passività nette a fronte di operazioni PcT con banche e altre istituzioni finanziarie, cessioni nette a termine di baht e obbligazioni della Banca di Thailandia, agosto 2003.

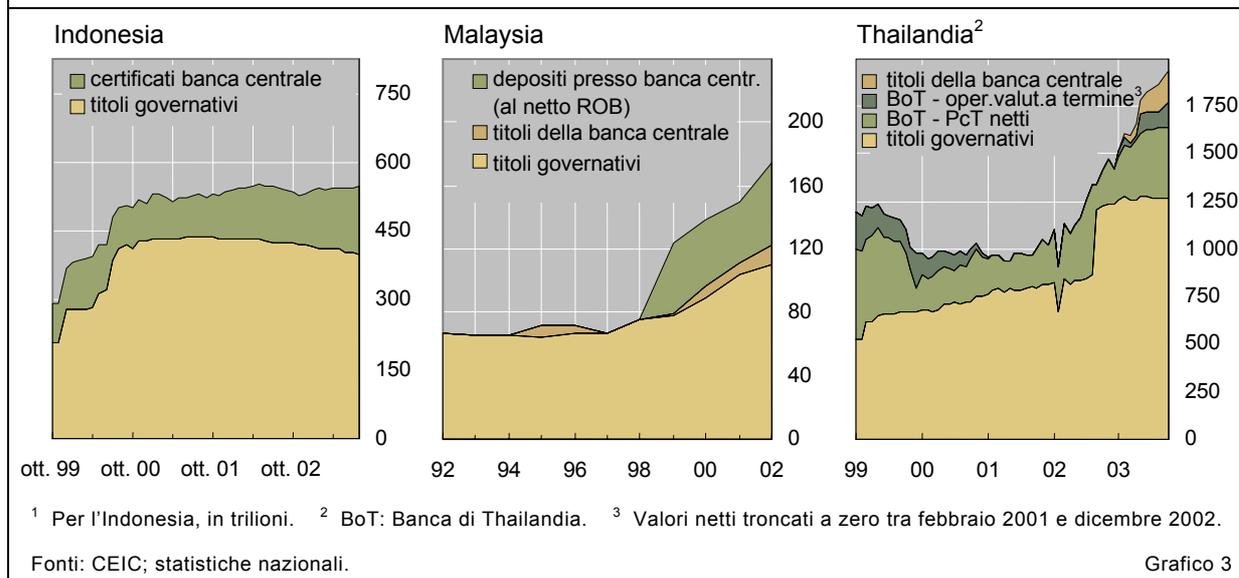
¹ Fine settembre 2003. ² Fine luglio 2003. ³ Fine dicembre 2002.

Fonti: CEIC; statistiche nazionali.

Tabella 3

Debito pubblico in essere in tre economie del Sud-Est asiatico

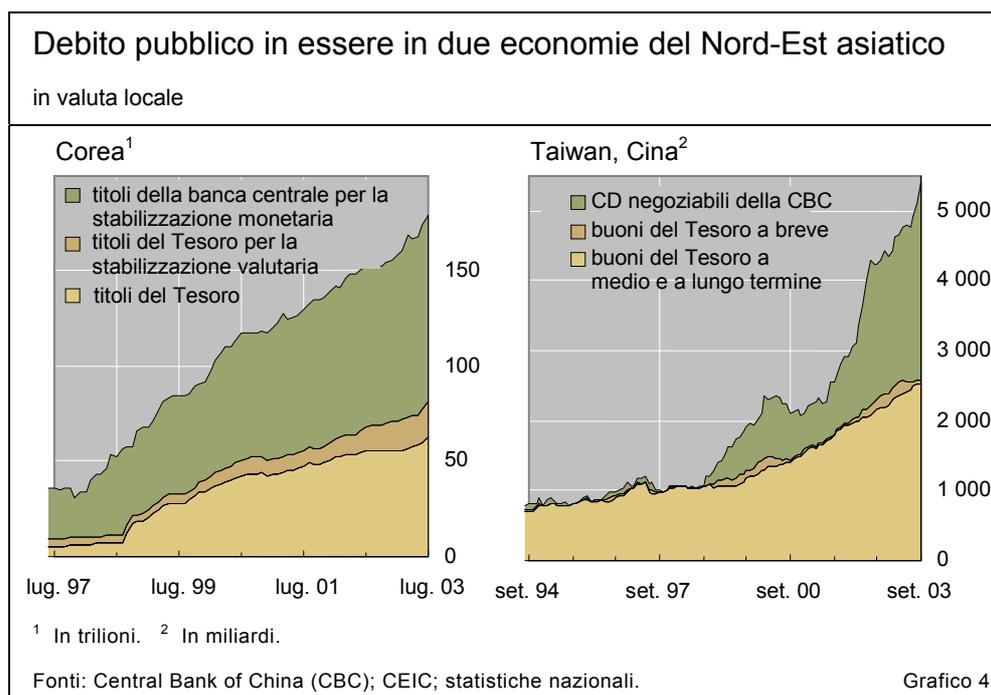
in miliardi di valuta locale¹



iniezioni predeterminate di riserve bancarie, che è necessario compensare con operazioni attive di assorbimento della liquidità. Un adeguato overfunding, insieme alla garanzia di stabilità dei depositi statali presso la banca centrale, potrebbero determinare una carenza strutturale di fondi sul mercato monetario, rendendolo così dipendente da periodiche immissioni di riserve da parte della banca centrale. Benché non tecnicamente necessaria ai fini di un'efficace conduzione della politica monetaria, una situazione in cui gli operatori di mercato devono rifinanziarsi presso la banca centrale è quella naturalmente prediletta dalla maggior parte dei banchieri centrali.

In secondo luogo, un adeguato overfunding fornirebbe alla banca centrale ingenti disponibilità di titoli pubblici. Ciò le consentirebbe di effettuare operazioni PcT (in acquisto e in vendita) impiegando titoli di Stato per drenare o immettere riserve bancarie. Inoltre, nella misura in cui la banca centrale può incoraggiare lo sviluppo di un mercato PcT – non solo per le proprie operazioni, ma anche per quelle tra gli stessi operatori di mercato – essa spronerebbe le banche a impiegare i titoli a garanzia, piuttosto che negoziarli in via definitiva, con potenziali benefici per la gestione del rischio di controparte.

In terzo luogo, lo sviluppo di un mercato PcT spesso e liquido che tragga beneficio dalle operazioni della banca centrale si tradurrebbe in un aumento dello spessore e della liquidità del mercato delle obbligazioni governative più in generale. Ne risulterebbero agevolati il finanziamento di posizioni a breve e l'accesso al mercato dei capitali delle società di intermediazione mobiliare di minori dimensioni, contribuendo a un allargamento del mercato dei dealer e a una più intensa attività di negoziazione.



Questioni aperte

Servizio dei depositi del governo

Duration

Agenzie di rating

Integrazione nella procedura di budget

Prima che il debito della banca centrale possa essere trasformato in debito governativo restano da risolvere diverse questioni pratiche. La prima riguarda il rendimento che la banca centrale dovrebbe pagare sui depositi del governo; fra le opzioni disponibili figurano la condivisione dei profitti e la corresponsione di un rendimento fisso¹⁰. Una seconda questione attiene alla scelta della durata media finanziaria dei titoli di Stato utilizzati per finanziare le riserve valutarie, scelta che andrebbe ponderata parallelamente a quella della duration delle disponibilità di riserve internazionali. Una terza problematica concerne l'eventualità che le agenzie di rating vedano l'aumento delle consistenze lorde di debito pubblico come un fattore negativo per il merito di credito sovrano. Ciò accadrebbe qualora si limitassero a considerare le passività lorde segnalate del governo. Al contrario, esse dovrebbero essere incoraggiate a porre maggiore enfasi sullo stock netto, tenendo quindi in debito conto le attività rappresentate dai depositi del governo presso la banca centrale (e, in ultima istanza, dalle riserve valutarie). Un'ultima questione verte infine sul modo in cui considerare, in sede di approvazione del debito pubblico nel bilancio preventivo, l'incerto impatto che la sterilizzazione avrà in un dato anno (è questo un problema di attualità per il Giappone, dove le riserve valutarie sono finanziate "al margine" con emissioni di titoli del governo). Si potrebbe in un primo momento autorizzare l'emissione di debito della banca centrale, che verrebbe poi trasformato nell'esercizio successivo.

¹⁰ L'Autorità monetaria di Hong Kong (2003) utilizza entrambe le opzioni per la remunerazione dei diversi depositi delle amministrazioni pubbliche. La Banca di Thailandia necessiterebbe di un provvedimento di legge che l'autorizzasse a remunerare i depositi pubblici. Per una presentazione delle prassi nei vari paesi industriali, cfr. Borio (1997, pagg. 60–62).

Per quanto tali questioni siano di difficile risoluzione, il maggiore ostacolo al consolidamento risiede probabilmente nella naturale riluttanza dei ministri finanziari ad aumentare lo stock di debito in essere, provvedimento di cui sono chiamati a rispondere pubblicamente, nel timore forse che tale espansione – seppur giustificata da fondati motivi – possa di fatto essere interpretata come un pretesto per ulteriori spese o tagli fiscali. Gli organi legislativi, da parte loro, potrebbero nutrire dubbi sull'argomentazione in base alla quale l'aumento del debito del governo si tradurrebbe in un aumento dei depositi presso la banca centrale. Ciò introdurrebbe un elemento di precarietà nella misura in cui il governo sarebbe in grado di prelevare a discrezione dal deposito per far fronte a esigenze impreviste, senza dover chiedere al parlamento di autorizzare un incremento del debito (cfr. Smith, 1937). Come si desume da quanto rilevato con riferimento alle agenzie di rating, tuttavia, è la disciplina di mercato a subentrare in certa misura a quella stabilita per legge in materia di massimali di indebitamento.

Conclusioni

Una volta risolte tali questioni, il debito della banca centrale usato per finanziare ampie disponibilità di riserve valutarie potrebbe essere consolidato con il debito del governo. In particolare, i proventi derivanti dall'emissione di titoli di Stato in quantità eccedente il fabbisogno di finanziamento pubblico potrebbero alimentare un deposito del governo presso la banca centrale. Ciò consentirebbe di assorbire le passività di quest'ultima.

Il consolidamento delle due tipologie di debito comporterebbe notevoli vantaggi. In termini dimensionali i mercati dei titoli di Stato potrebbero segnare tassi di incremento compresi tra il 137 e il 222%. Ove adeguatamente amministrata, una siffatta espansione accrescerebbe la liquidità di tali mercati e, di conseguenza, la loro attrattiva per gli investitori.

Riferimenti bibliografici

Aizenmann, J. e N. Marion (2002): "The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?", *NBER Working Papers*, n. 9266, ottobre.

Borio, C. (1997): *The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey*, *BIS Economic Papers*, n. 47 (luglio).

Borio, C. (2000): "Liquidità di mercato in situazioni di stress: alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 41–51.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999a): "Market liquidity: research findings and selected policy implications", *Working Group Reports del CSFG*, n. 11, maggio.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999b): "How should we design deep and liquid markets? The case of government securities", *Pubblicazioni CSFG*, n. 13, ottobre.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): "EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund", 2 giugno, www.emeap.org.

Harun, S. (2002): "The development of debt markets in Malaysia", *BIS Papers*, n. 11, giugno, pagg. 147–150.

Autorità monetaria di Hong Kong (2003): *Annual Report 2002*.

Lian, T. S. (2002): "Debt market development in Singapore", *BIS Papers*, n. 11, giugno, pagg. 183–189.

McCauley, R.N. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 58–67.

Autorità monetaria di Singapore (2002): *Annual Report 2001/2002*, agosto.

Autorità monetaria di Singapore (2003): *Annual Report 2002/2003*, agosto.

Smith, A. (1937): *The wealth of nations*, New York, Modern Library, vol. 5, cap. 3, "Of public debts".

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 due documenti sui servizi bancari elettronici ...

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato in luglio le versioni finali di due documenti, *Risk management principles for electronic banking* e *Management and supervision of cross-border electronic banking activities*¹, destinati a fornire linee guida prudenziali in materia di sicurezza e solidità dei servizi bancari elettronici. Il primo documento individua 14 principi di gestione del rischio che dovrebbero assistere le istituzioni bancarie nell'estendere le loro attuali strategie e procedure di sorveglianza alle operazioni bancarie elettroniche. Nello stesso ambito, il secondo documento definisce ulteriori principi per la gestione del rischio, riferiti in particolare alle operazioni internazionali.

... esprime apprezzamento per la documentazione FATF sul riciclaggio di denaro ...

Sempre in luglio il CBVB ha accolto con favore la nuova documentazione aggiornata della Financial Action Task Force (FATF) sulla lotta contro il riciclaggio di denaro illecito. Il Comitato ha potuto constatare come il documento *Dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela*, da esso pubblicato nell'ottobre 2001, abbia trovato riscontro nelle raccomandazioni della FATF in materia. Mentre il rapporto del CBVB trattava specificamente della gestione del rischio da parte delle banche, le raccomandazioni della FATF – sottolinea il Comitato – si riferiscono alle procedure antiriciclaggio di tutte le istituzioni finanziarie e non finanziarie.

... pubblica un rapporto sull'applicazione del Nuovo Accordo ...

In agosto il CBVB ha pubblicato il rapporto *Principi informativi per l'applicazione del Nuovo Accordo su base internazionale*. Mentre il Comitato procede verso il completamento del Basilea 2, questa pubblicazione interinale testimonia del lavoro svolto dall'Accord Implementation Group (AIG) nell'elaborare un insieme di principi destinati a promuovere una più stretta cooperazione pragmatica, nonché lo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza². Nel rapporto viene precisato che le attuali responsabilità

¹ I documenti iniziali erano stati pubblicati a fini di consultazione rispettivamente nel maggio 2001 e nell'ottobre 2002. Entrambi sono disponibili sul sito www.bis.org.

² L'AIG è stato istituito dal CBVB nell'intento di fornire alle autorità di vigilanza una sede per lo scambio di informazioni e orientamenti sull'applicazione del Nuovo Accordo.

internazionali delle autorità di vigilanza del paese di origine e del paese ospitante, così come definite nel Concordato di Basilea e nell'Accordo originario, manterranno la loro validità dopo l'introduzione del Nuovo Accordo. Quest'ultimo prevede altresì livelli più intensi di cooperazione tra supervisor.

Nello stesso mese il CBVB ha diffuso un nuovo documento a fini di consultazione in cui vengono fornite alle banche istruzioni pratiche sulla gestione consolidata dei rischi connessi con l'identificazione della clientela ("know-your-customer", KYC). Il rapporto, intitolato *Consolidated KYC risk management*, integra il citato documento del Comitato sul *Dovere di diligenza delle banche nell'identificazione della clientela*; esso esamina gli elementi fondamentali di un'efficace gestione delle politiche e delle procedure KYC presso le filiali e le filiazioni estere di banche, in particolare le prassi di accettazione e di identificazione della clientela, il regolare monitoraggio dei conti a più alta rischiosità e la gestione del rischio.

In settembre il CBVB ha pubblicato un'edizione riveduta dei *Principles for the management and supervision of interest rate risk*, che erano stati inizialmente diffusi in accompagnamento al secondo documento consultivo sul Nuovo Accordo del gennaio 2001. La nuova versione è stata distribuita a fini di consultazione.

... e un documento sul dovere di diligenza delle banche

Le prossime tappe verso il Nuovo Accordo di Basilea sul capitale

Il 10 e 11 ottobre 2003 i membri del CBVB si sono riuniti per discutere i commenti pervenuti sul Nuovo Accordo di Basilea.

Il CBVB ha ricevuto oltre 200 commenti sul suo terzo documento di consultazione ("CP3")[®]. Essi indicano che permane un ampio sostegno alla struttura del Nuovo Accordo, nonché consenso sulla necessità di adottare uno schema patrimoniale più sensibile al rischio.

Tutti i membri del Comitato hanno concordato sull'importanza di portare a compimento il Nuovo Accordo in tempi brevi e in modo rigoroso sotto il profilo tecnico e prudenziale. Il Nuovo Accordo dovrebbe offrire considerevoli vantaggi rispetto al sistema attuale. Si è ritenuto inoltre importante nel breve termine assicurare il maggior grado di certezza possibile alle banche, intente a pianificare e predisporre l'adozione delle nuove regole. I membri del CBVB si sono impegnati a lavorare con sollecitudine per risolvere entro la metà del 2004 le questioni ancora aperte.

Il Comitato ha inoltre riconosciuto l'importanza dei processi normativi nazionali in atto in varie giurisdizioni e la necessità di considerare il loro esito entro la scadenza considerata.

Il CBVB ha apprezzato gli sforzi che le banche stanno compiendo per attrezzarsi in vista della nuova regolamentazione patrimoniale e le ha invitate a proseguire in tal senso. Gli ulteriori approfondimenti attualmente all'esame del Comitato, e illustrati in questo riquadro, non dovrebbero ridurre l'esigenza per le banche di potenziare i propri database e sistemi di gestione del rischio per prepararsi all'applicazione del Nuovo Accordo.

Aree di approfondimento

I principali ambiti di intervento individuati dal CBVB per migliorare lo schema di regolamentazione sono: modifiche al trattamento complessivo delle perdite attese/inattese; semplificazione dello schema per la cartolarizzazione di attività, compresa l'eliminazione della formula prudenziale ("supervisory formula") e la sua sostituzione con un metodo meno complesso; revisione del trattamento riservato agli impegni per carte di credito e questioni connesse; revisione del trattamento di talune tecniche di mitigazione del rischio di credito. Il CBVB e i suoi gruppi di lavoro hanno elaborato un piano per affrontare tali tematiche.

[®] Disponibili sul sito www.bis.org.

Trattamento delle perdite attese e inattese

In relazione al trattamento IRB ("internal ratings-based") delle perdite su crediti, le attuali proposte prevedono che le banche mantengano una dotazione patrimoniale sufficiente ad assorbire perdite attese e inattese. I membri del CBVB riconoscono che questo approccio rappresentava un compromesso pratico per rimediare alle differenze esistenti nelle procedure contabili e nelle regole prudenziali nazionali in materia di accantonamenti. Tuttavia, alla luce dei commenti pervenuti sul CP3 e del successivo lavoro di ricerca condotto dai gruppi di lavoro, il Comitato ha deciso di riconsiderare la questione e di adottare un metodo basato sulle perdite inattese, previo adeguamento della definizione di patrimonio idoneo per le banche che impiegano il sistema IRB.

Le direttrici di massima della metodologia che il CBVB ha chiesto ai propri gruppi di lavoro di elaborare sono descritte nell'allegato al comunicato stampa diffuso sul sito internet della BRI l'11 ottobre. Il CBVB ha invitato le parti interessate a far pervenire i loro commenti in merito entro la fine del 2003. Benché il Comitato non ritenga che la nuova proposta modifichi sostanzialmente il meccanismo del Nuovo Accordo, esso la ha nondimeno considerata sufficientemente importante da meritare ulteriori approfondimenti.

Nel corso della riunione prevista per il gennaio 2004, il CBVB valuterà l'esito della consultazione sul trattamento delle perdite attese/inattese, esaminerà il connesso lavoro svolto sulla calibrazione del sistema IRB e passerà in rassegna i progressi compiuti nella soluzione delle altre questioni tecniche menzionate in precedenza. L'aspetto della calibrazione del sistema IRB sarà altresì valutato alla luce degli obiettivi del Comitato in materia di patrimonio totale. In quella occasione, verrà fornito un ulteriore aggiornamento sullo stato di avanzamento dei lavori. Il CBVB non ritiene che si renderà necessaria una modifica del metodo standard.

Calibrazione del Nuovo Accordo

Dopo aver altresì considerato l'importanza di assicurare che la calibrazione del Nuovo Accordo risponda ai suoi obiettivi, il Comitato ha deciso che prima dell'introduzione venga effettuato un riesame in materia sulla base di ulteriori informazioni. Alla luce di tale riesame, il CBVB proporrà, ove necessario, nuove rettifiche della calibrazione che non dovrebbero peraltro modificare la struttura fondamentale del Nuovo Accordo.

Forum per la stabilità finanziaria

L'FSF dibatte il tema delle vulnerabilità nei sistemi finanziari ...

In settembre il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) si è riunito per discutere tre ampie tematiche: vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale; fondamenta del mercato e corporate governance; centri finanziari offshore.

Per quanto concerne il primo argomento, il Forum ha constatato un generale miglioramento nelle condizioni finanziarie e crescenti, ancorché discontinui, segnali di una ripresa mondiale. I partecipanti hanno rilevato che, rispetto all'ultima riunione dell'FSF nel marzo 2003, le minacce recessive si erano attenuate, ma continuavano a sussistere potenziali rischi derivanti da squilibri interni e internazionali.

... incoraggia i lavori sul trasferimento del rischio di credito e sulle riassicurazioni ...

L'FSF ha inoltre esaminato le iniziative in atto per individuare e colmare le lacune informative nell'area del trasferimento del rischio di credito ("credit risk transfer", CRT). In particolare, i membri hanno incoraggiato il Joint Forum a proseguire nel progettato censimento dei partecipanti istituzionali al mercato CRT, nonché a valutare l'esigenza delle connesse informazioni prudenziali nell'ottica di preservare la stabilità finanziaria³. I membri hanno inoltre

³ Il Joint Forum è stato istituito nel 1996 sotto l'egida del CBVB, dell'International Organization of Securities Commissions e dell'International Association of Insurance Supervisors.

espresso apprezzamento per il lavoro portato avanti in quest'area dal Comitato sul sistema finanziario globale, che ha richiesto alle banche centrali del G10 di avviare entro la fine del 2004 la raccolta di dati separati sui credit default swap nell'ambito dell'indagine semestrale sui mercati degli strumenti derivati over-the-counter (OTC). Inoltre, l'FSF ha sollecitato gli organi di regolamentazione e le compagnie assicurative a procedere congiuntamente verso la soluzione di alcune complesse questioni concernenti il comparto delle riassicurazioni, accertandosi che i progetti volti a intensificare le informazioni su questo segmento, compresi i dati sul mercato globale delle riassicurazioni, siano atti a rafforzare la disciplina di mercato.

Per quanto concerne le fondamenta del mercato e la corporate governance, il Forum ha passato in rassegna i progressi e il grado di armonizzazione internazionale in alcune aree, fra cui la sorveglianza e gli standard in materia di revisione, le norme contabili, il rapporto tra agenzie di rating e analisti finanziari, nonché il lavoro svolto dall'OCSE in materia di governo societario.

Infine, l'FSF ha vagliato l'iniziativa OFC ("Offshore Financial Centres") – da esso lanciata nel maggio 2000 – in base a un rapporto elaborato dal personale dell'FMI sul programma per la valutazione dei centri offshore. Il Forum ha espresso soddisfazione per i progressi compiuti nella disciplina prudenziale e regolamentare di molti OFC e nella cooperazione in tali ambiti. Esso ha manifestato il proprio sostegno all'idea che il monitoraggio degli OFC divenga parte integrante dell'attività di sorveglianza dell'FMI sul settore finanziario. Secondo l'FSF la pubblicazione delle valutazioni del Fondo riveste particolare importanza quale strumento per accrescere la trasparenza e consentire a tutte le parti interessate di valutare la situazione dei singoli centri.

... passa in rassegna le iniziative riguardanti gli OFC

Altre iniziative

In luglio le banche centrali del G10 hanno annunciato la loro intenzione di effettuare l'indagine triennale sull'attività globale nei mercati dei cambi e dei derivati nei mesi di aprile e giugno 2004. Questa rilevazione prevede la raccolta di dati sul valore in dollari delle contrattazioni in strumenti valutari a pronti e in derivati OTC su valute e tassi d'interesse. Essa considera inoltre gli ammontari nozionali in essere e il valore lordo di mercato dei contratti su valute, tassi d'interesse, azioni, merci e crediti, nonché di altri derivati OTC. Lo schema dell'indagine – cui è stato apportato solo un modesto numero di affinamenti e precisazioni – resta sostanzialmente simile a quello della rilevazione condotta in aprile e giugno 2001, e si prefigge di ottenere informazioni sufficientemente complete e omogenee a livello internazionale sulle dimensioni e la struttura dei mercati dei cambi e dei derivati OTC, al fine di agevolare autorità e operatori nel monitoraggio degli andamenti globali e nel miglioramento della trasparenza di mercato.

Le banche centrali del G10 annunciano l'indagine triennale 2004

In agosto il Joint Forum ha pubblicato due rapporti che trattano una serie di questioni comuni ai settori bancario, mobiliare e assicurativo. Il primo rapporto, *Trends in risk integration and aggregation*, si basa su una rassegna di 31 istituzioni finanziarie; esso sottolinea l'importanza che rivestono una

Il Joint Forum pubblica documenti sull'integrazione dei rischi e sul rischio operativo

gestione dei rischi a livello di intera istituzione e i connessi sforzi per elaborare misure quantitative del rischio aggregato, ad esempio attraverso modelli interni di allocazione del capitale. Il secondo rapporto, *Operational risk transfer across sectors*, si fonda sulle interviste condotte presso 23 istituzioni finanziarie ed è incentrato sugli aspetti di gestione del rischio e di vigilanza collegati al trasferimento del rischio operativo dall'acquirente al venditore della protezione.

I Ministri finanziari
e i Governatori del
G10 elogiano
l'impiego delle CAC

Nella riunione di settembre i Ministri finanziari e i Governatori delle banche centrali del G10 hanno dibattuto della congiuntura mondiale e delle sfide cruciali che si presentano per le economie del Gruppo. Essi hanno inoltre elogiato l'impiego sempre più diffuso delle clausole di azione collettiva (CAC) nelle emissioni internazionali di soggetti sovrani, auspicando al tempo stesso che la loro inclusione divenga prassi corrente nelle emissioni obbligazionarie di tutte le principali giurisdizioni quale componente di rilievo dei meccanismi per la risoluzione delle crisi debitorie.

