

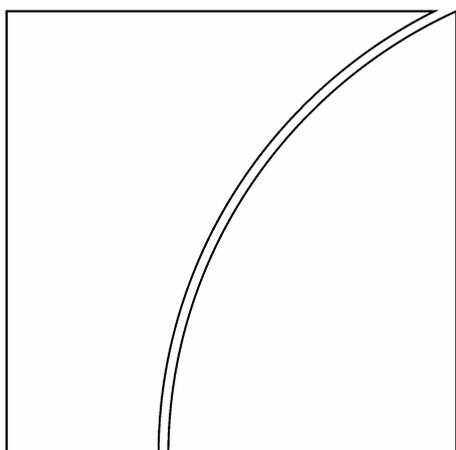


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2004

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 2004. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2004

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: la prospettiva di un innalzamento dei tassi scuote i mercati	1
<i>I rendimenti USA scontano un'ascesa dei tassi ufficiali</i>	1
<i> Mercati azionari in calo malgrado gli annunci positivi sugli utili</i>	5
<i> Si esaurisce la fase rialzista sui mercati del credito</i>	7
<i> Ondata di vendite sui mercati emergenti</i>	9
<i> Riquadro: Google e il pricing delle offerte pubbliche iniziali</i>	10
2. Il mercato bancario internazionale	13
<i> Ripresa dell'attività sul mercato interbancario</i>	13
<i> Aumentano i depositi dei mercati emergenti</i>	18
<i> Riquadro: Disponibilità estere di obbligazioni asiatiche: banche e insieme degli investitori</i>	24
<i> Riquadro: I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2004 ..</i>	29
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	31
<i> Vivace attività di istituzioni finanziarie ed emittenti a basso rating</i>	33
<i> Aumentano le emissioni in dollari a tasso variabile</i>	34
<i> Area dell'euro: intensa attività internazionale degli emittenti sovrani</i>	36
<i> Il mercato dell'eurocommercial paper continua a espandersi</i>	36
<i> Economie emergenti: la raccolta cresce ancora a ritmo sostenuto</i>	37
4. I mercati degli strumenti derivati	41
<i> I segnali di una crescita vacillante in Europa alimentano l'attività sul reddito fisso</i>	42
<i> La debolezza del dollaro continua a stimolare i contratti su valute</i>	46
<i> Riquadro: Problematiche nella compensazione di operazioni transfrontaliere in derivati</i>	48
<i> Il calo degli scambi in Corea frena il turnover mondiale in prodotti su indici azionari</i>	50
<i> Il segmento OTC si espande anche nella seconda metà del 2003</i>	50
<i> Riquadro: Esposizioni creditorie sui mercati derivati: alcune indicazioni dalle indagini ISDA</i>	54

Sezioni monografiche

L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap	57
<i> Marian Micu, Eli M. Remolona e Philip D. Wooldridge</i>	
<i> Il processo di rating</i>	57
<i> Dati relativi ai mercati azionari e obbligazionari privati</i>	58
<i> Il mercato dei credit default swap</i>	59
<i> Eventi di rating</i>	61
<i> Risultati empirici</i>	63
<i> Conclusioni</i>	66

I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale	69
<i>Guorong Jiang e Robert N. McCauley</i>	
<i>Dimensioni</i>	70
<i>Liquidità</i>	72
<i>Rendimenti nominali ed effettivi</i>	77
<i>Riquadro: Volatilità e liquidità in Asia</i>	78
<i>Conclusioni</i>	81
I contratti “non-deliverable forward” in valute asiatiche	83
<i>Guonan Ma, Corrinne Ho e Robert N. McCauley</i>	
<i>Caratteristiche degli NDF asiatici</i>	84
<i>Differenziali fra tassi onshore e offshore</i>	91
<i>Riquadro 1: Spread di rendimento fra tassi interni e tassi offshore</i> <i>impliciti negli NDF</i>	92
<i>Riquadro 2: Il mercato degli NDF in won coreani</i>	95
<i>Conclusioni</i>	96
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	99
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	100
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	101
Allegato statistico	A1
Sezioni monografiche nella Rassegna trimestrale BRI	B1
Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI	B2

Convenzioni adottate nella Rassegna

e	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: la prospettiva di un innalzamento dei tassi scuote i mercati

La prospettiva di un possibile aumento dei tassi ufficiali USA prima del previsto ha scatenato un'ondata di vendite sui mercati finanziari globali in aprile e agli inizi di maggio. Le reazioni insolitamente vigorose degli operatori in tutto il mondo ad alcuni annunci macroeconomici statunitensi hanno provocato secche perdite sui mercati azionari e delle obbligazioni sovrane ed emergenti.

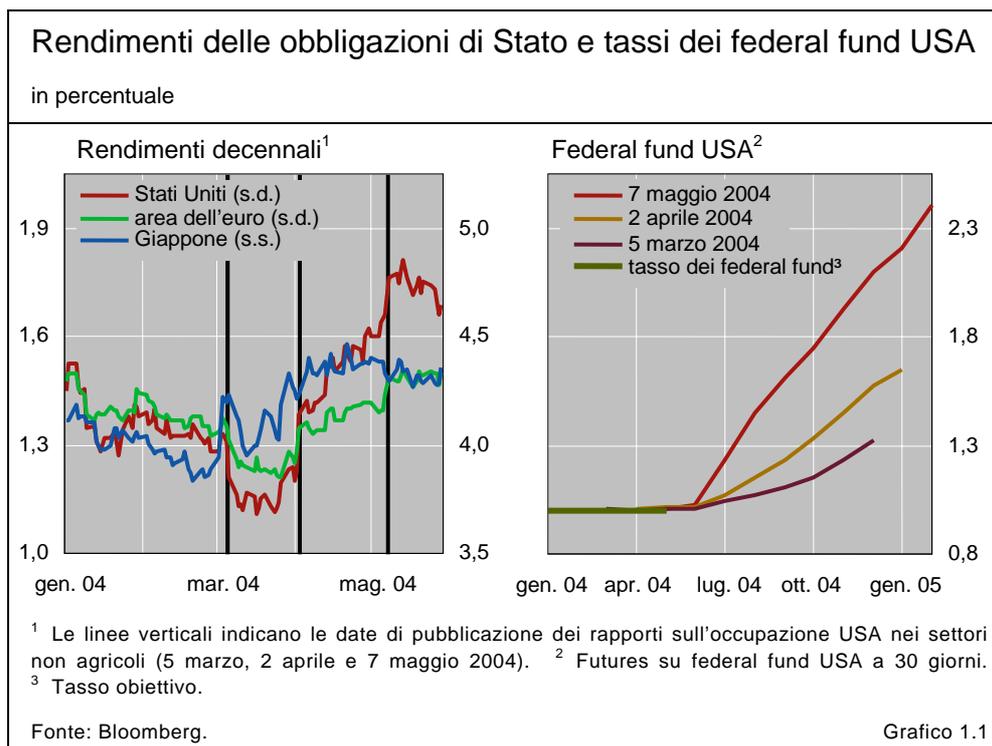
Sebbene quasi tutti i mercati abbiano accusato flessioni, alcuni sono stati più colpiti di altri. Di fatto, i comparti che in precedenza avevano seguito andamenti ravvicinati hanno cominciato a divergere. I rendimenti obbligazionari USA sono cresciuti più di quelli degli altri principali segmenti, sganciandosi in particolare dai rendimenti in euro. I titoli dei mercati emergenti hanno fatto registrare un ampliamento degli spread sensibilmente più elevato rispetto alle emissioni societarie ad alto rendimento, in parte a causa della maggiore importanza delle operazioni di "carry trade" di cui sono stati oggetto. Tra i mercati azionari sono stati quelli asiatici a subire i cali più ingenti, complici gli accresciuti timori di un possibile rallentamento nella crescita dell'economia cinese.

Malgrado l'entità delle vendite, le condizioni di mercato sono rimaste ordinate. Non vi sono pressoché stati segnali che le brusche oscillazioni dei prezzi abbiano causato nell'immediato problemi a emittenti o investitori; tuttavia, ciò non esclude che i soggetti più esposti a un aumento dei tassi di interesse possano ancora incontrare difficoltà nei mesi a venire.

I rendimenti USA scontano un'ascesa dei tassi ufficiali

Tra i primi di marzo e il mese di maggio i rendimenti obbligazionari sono saliti nelle principali economie, soprattutto negli Stati Uniti. Il tasso sulla Treasury note decennale ha guadagnato fra metà marzo e metà maggio oltre 100 punti base, superando quota 4,80%, il livello più alto da metà 2002. Il rialzo dei rendimenti è stato leggermente più marcato per le scadenze intermedie, di riflesso a un mutamento delle aspettative sia sui tempi che sull'entità dell'inasprimento monetario della Federal Reserve. Gli annunci determinanti per i mercati sono stati quelli sull'occupazione USA del 2 aprile e del 7 maggio, che hanno segnalato in entrambi i casi una crescita dei posti di lavoro nei settori

Rialzo dei rendimenti di pari passo con le aspettative di un inasprimento da parte della Fed



non agricoli molto al disopra delle aspettative degli operatori, innescando aumenti giornalieri di oltre 20 punti base nei rendimenti obbligazionari (grafico 1.1). Sul mercato del reddito fisso hanno parimenti influito le indicazioni di una sostenuta dinamica dei consumi negli Stati Uniti, nonché la dichiarazione rilasciata a chiusura della riunione del Federal Open Market Committee il 4 maggio, interpretata come il segnale di un atteggiamento meno attendista nel decidere un innalzamento dei tassi. Alla fine di maggio nelle curve forward corrette per i premi a termine erano implicite attese di un inasprimento a partire dal mese di giugno e di aumenti del tasso ufficiale per oltre 250 punti nei due anni successivi.

Per taluni aspetti la recente ondata di vendite è simile a quella verificatasi sui mercati obbligazionari mondiali nell'estate 2003. In particolare, in ambedue gli episodi i rendimenti sui Treasuries a lunga scadenza sono balzati di oltre 100 punti base in meno di due mesi. Del pari, l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni del Tesoro USA sembra esser stato in entrambi i casi amplificato dagli sforzi degli investitori volti a compensare l'allungamento della duration dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria ("mortgage-backed securities" – MBS) mediante la vendita di altri strumenti a reddito fisso a lunga scadenza.

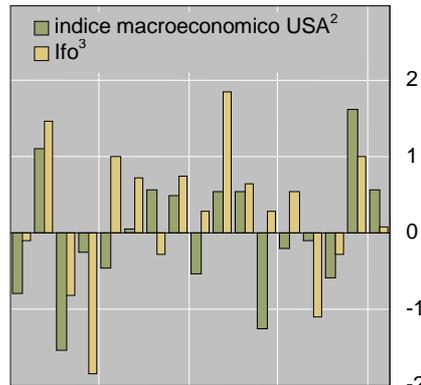
Nondimeno, vi sono state anche alcune importanti differenze. In primo luogo, la recente ascesa dei rendimenti USA è dovuta soprattutto ai positivi dati macroeconomici, specie quelli del mercato del lavoro (grafico 1.2). Siccome la Fed aveva lasciato chiaramente intendere che avrebbe atteso un netto miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro prima di procedere a un innalzamento dei tassi, non appena sono giunte cifre positive sull'occupazione i mercati obbligazionari si sono mossi per incorporare le aspettative di un tale inasprimento. Per contro, nell'estate 2003 l'aumento dei

L'ondata di vendite è simile a quella del 2003 ...

... ma in questa occasione è dovuta soprattutto ai dati positivi del mercato del lavoro

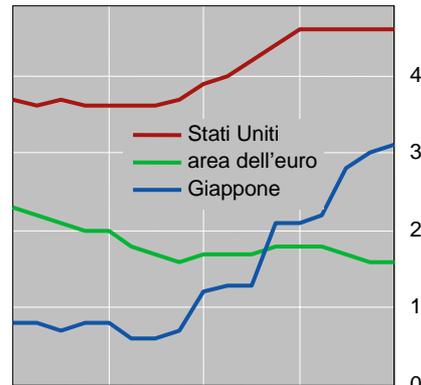
Dati macroeconomici e previsioni di crescita

Sorprese su dati macroeconomici¹



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

Previsioni di crescita per il 2004⁴



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

¹ Indici normalizzati delle "sorprese", definite come differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti. Le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive.

² Media ponderata degli indici normalizzati delle "sorprese" relativi ai seguenti annunci: indagine dell'ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo.

³ L'indice tedesco Ifo si basa sull'indagine dell'Institut für Wirtschaftsforschung sul clima di mercato. ⁴ Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente; previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics. Le osservazioni sono posizionate alla fine del mese in cui è stata effettuata la previsione.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

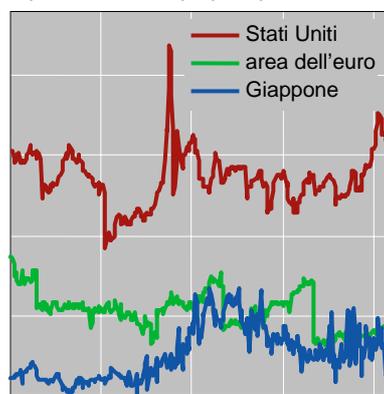
Grafico 1.2

rendimenti era stato indotto più dalle mutate aspettative circa la probabilità che la Fed ricorresse a misure non convenzionali di politica monetaria (come acquisti di titoli su ampia scala) in risposta al rischio di deflazione.

Una seconda differenza risiede nel fatto che durante l'episodio più recente l'impatto delle coperture di MBS sembra essere stato meno pronunciato che in passato. Ad esempio, sul mercato degli swap – dove l'effetto dei movimenti legati alla convessità è maggiore – a partire da fine aprile gli spread si sono

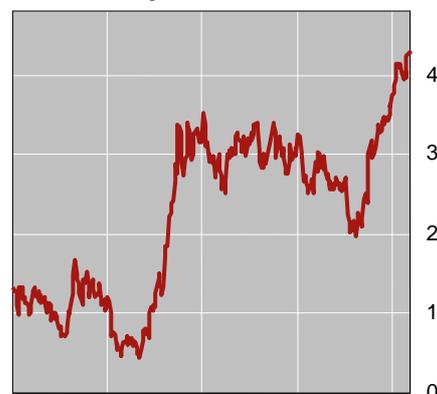
Mercati degli swap e dei prestiti ipotecari

Spread su swap quinquennali¹



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

Duration degli MBS²



gen. 03 mag. 03 set. 03 gen. 04 mag. 04

¹ Differenziale fra swap di tasso a cinque anni e rendimenti delle obbligazioni di Stato quinquennali; in punti base. ² Duration modificata aggiustata dell'indice Lehman Brothers MBS a tasso fisso.

Fonti: Bloomberg; Lehman Brothers.

Grafico 1.3

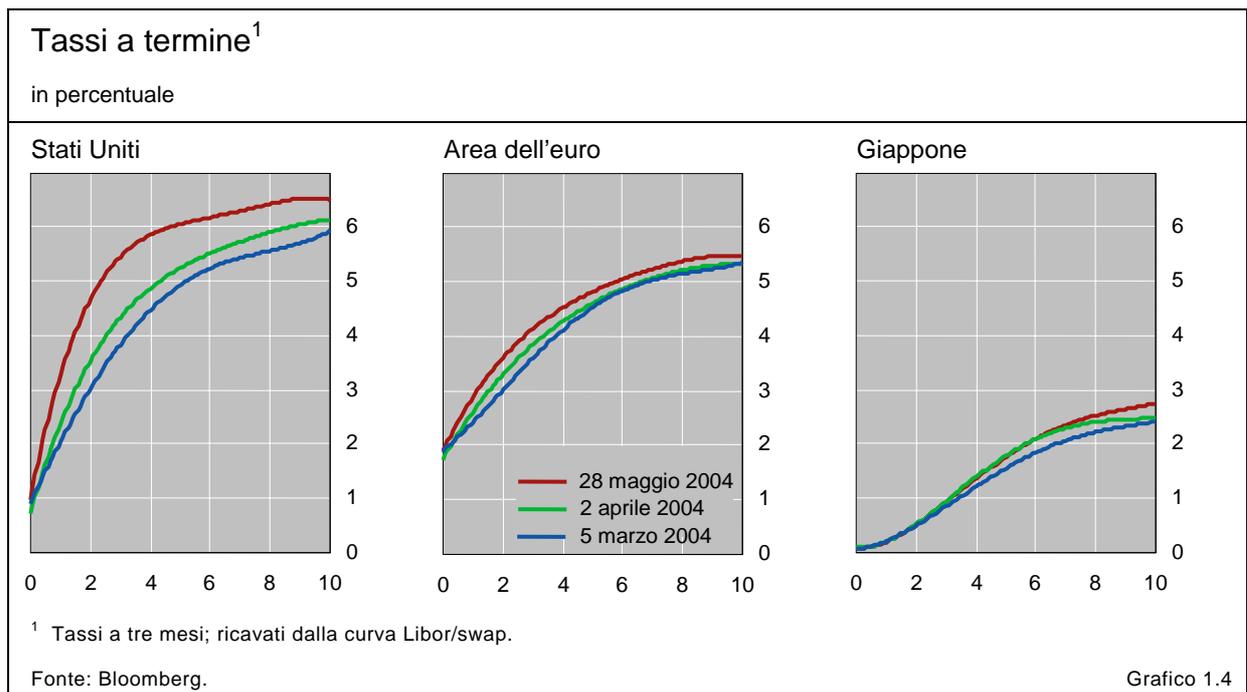
ampliati di circa 10 punti base, in modo peraltro molto più limitato e graduale di quanto non avessero fatto l'estate scorsa (grafico 1.3). All'epoca, il deterioramento delle condizioni di liquidità sui mercati degli swap aveva ingenerato ulteriori pressioni dirette in vendita su MBS e titoli di agenzie federali, mentre nel periodo in esame non vi è stata evidenza di condizioni di mercato disordinate.

Infine, diversamente da quanto accaduto nel precedente episodio, l'ultima ondata di vendite è stata molto meno pronunciata nei mercati obbligazionari maturi al di fuori degli Stati Uniti. Nell'area dell'euro la crescita dei rendimenti sul Bund è stata pari a meno della metà di quella osservata la scorsa estate (grafico 1.4), nonostante il fatto che il mercato considerasse meno probabile un taglio dei tassi da parte della BCE dopo la riunione del Consiglio direttivo il 1° aprile. Non solo i rendimenti sui Bund si sono sganciati da quelli in dollari in termini di livello, ma è diminuita in modo considerevole anche la correlazione eccezionalmente elevata che aveva caratterizzato le variazioni settimanali di tali rendimenti rispetto ai tassi in dollari tra fine 2003 e inizi 2004. Tale fenomeno ha probabilmente rispecchiato la sempre maggior concordanza di vedute sul fatto che i fondamentali macroeconomici dell'area dell'euro non erano altrettanto robusti, come indicavano le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita per l'area (grafico 1.2).

Nello stesso tempo, i rendimenti in Giappone sono lievemente saliti, ma in misura molto più moderata che negli Stati Uniti. Anzi, le già basse correlazioni tra i movimenti settimanali dei rendimenti su titoli del governo giapponese e dei rendimenti in dollari o sul Bund sono scese ulteriormente. In particolare, se la marcata flessione dei corsi azionari nipponici a partire da fine aprile ha accresciuto tra gli investitori interni la domanda di titoli pubblici, anche il paventato rallentamento economico della Cina – le cui importazioni avevano

Le cessioni sono state molto meno pronunciate nell'area dell'euro ...

... e i rendimenti giapponesi restano pressoché invariati sul segmento a breve



fornito un importante contributo alla crescita del Giappone nell'anno precedente – ha concorso a contenere i rendimenti del mercato obbligazionario. Inoltre, al contrario di quanto osservato sui mercati statunitensi ed europei, i rendimenti giapponesi sono rimasti bloccati sul segmento a breve della curva (grafico 1.4), probabilmente compressi da varie dichiarazioni della Bank of Japan che indicavano come la probabilità di un ritorno all'inflazione nel breve termine (e, per estensione, di un abbandono della politica di allentamento quantitativo) fosse ancora remota.

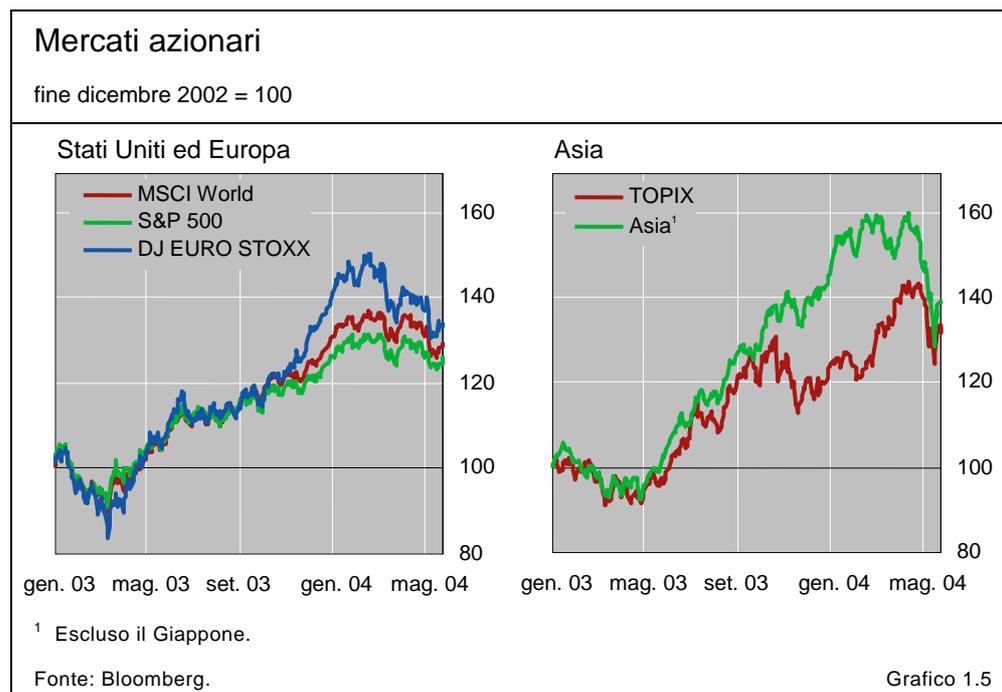
Mercati azionari in calo malgrado gli annunci positivi sugli utili

Calo dei mercati azionari nonostante le buone notizie sugli utili ...

Sebbene l'aumento dei rendimenti sui titoli pubblici sia fondamentale scaturito da un rafforzamento dell'economia USA, i mercati azionari delle principali economie hanno subito un calo (grafico 1.5), malgrado il continuo miglioramento degli annunci sugli utili (grafico 1.6). Ad esempio, sebbene oltre il 70% delle società costituenti l'indice S&P 500 avesse annunciato per il primo trimestre profitti superiori alle previsioni e gli indici di diffusione dei "profit warning" continuassero a salire, l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX sono scesi del 4 e del 3% rispettivamente dai primi di marzo agli ultimi di maggio.

... sulla scia dei timori di un innalzamento dei tassi ...

Questa debolezza si spiega principalmente con il fatto che i crescenti timori di un innalzamento dei tassi ufficiali hanno più che controbilanciato le sorprese positive riguardo agli utili. In realtà, gli operatori non hanno completamente ignorato gli annunci sui profitti. A titolo esemplificativo, le segnalazioni positive di eBay e Qualcomm il 21 aprile hanno contribuito ai forti guadagni segnati dai principali indici azionari statunitensi. Nondimeno, le revisioni delle aspettative sulla politica monetaria hanno svolto un ruolo dominante. Nell'insieme della settimana tra il 19 e il 23 aprile, per esempio,



gli indici di mercato sono rimasti stazionari in seguito all'audizione del Presidente del Federal Reserve Board Alan Greenspan dinanzi al Congresso, interpretata come indizio di un'accresciuta probabilità di un aumento dei tassi.

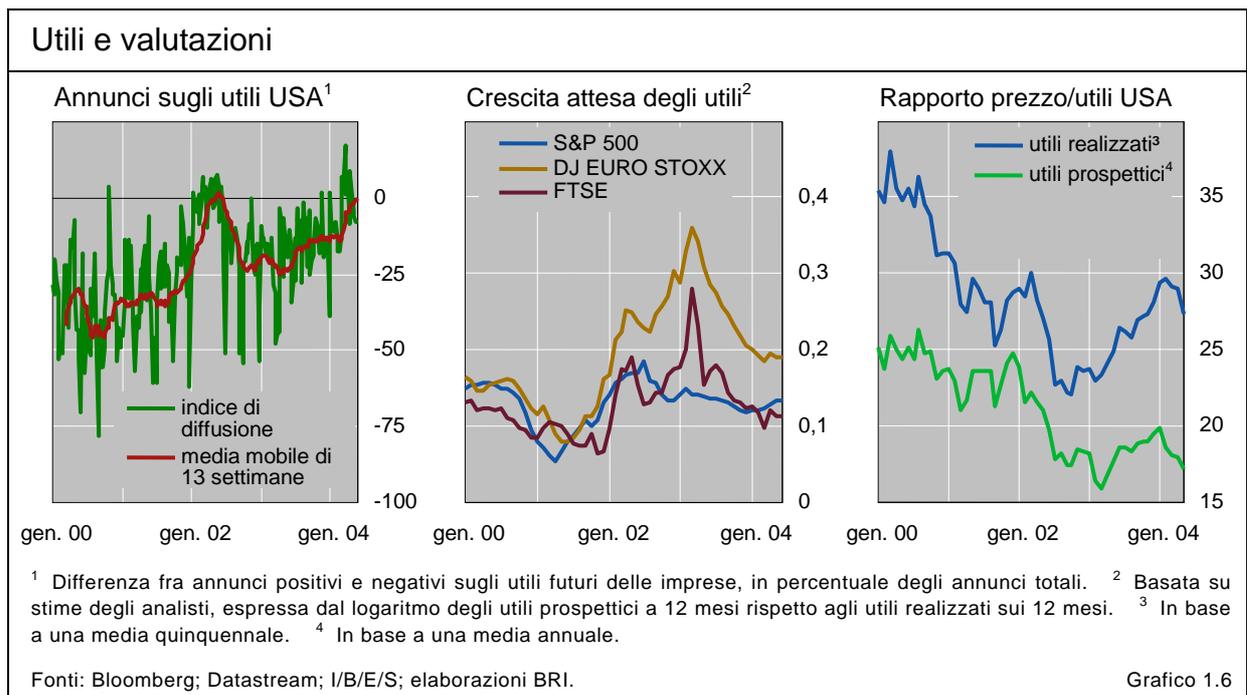
Tale evoluzione, osservabile a più riprese durante il periodo, emerge in modo particolarmente chiaro sulle frequenze giornaliere. Ad esempio, i principali indici azionari USA sono nettamente scesi il 13 aprile nonostante gli annunci positivi sugli utili di Merrill Lynch e Johnson & Johnson; lo stesso giorno la pubblicazione di cifre migliori del previsto in materia di vendite al dettaglio ha indotto i mercati ad anticipare il pronosticato inasprimento della Fed. Analogamente, i listini statunitensi sono bruscamente calati di fronte al rapporto sull'occupazione del 7 maggio, che segnalava dati superiori alle aspettative, benché la conferma della tanto anelata ripresa nel mercato del lavoro potesse plausibilmente stimolare un aumento dei redditi delle famiglie e della fiducia dei consumatori, oltreché dei tassi di interesse.

La parziale inversione del protratto incremento nella tolleranza al rischio degli investitori azionari sembra anch'essa aver influito sulle borse nel periodo sotto rassegna (grafico 1.7) L'aumento dell'avversione al rischio è stato percettibile soprattutto nell'Europa continentale. Dopo il marcato declino dei corsi azionari e l'impennata delle volatilità condizionate susseguita agli attacchi terroristici di Madrid dell'11 marzo, la misura dell'avversione al rischio per il DAX elaborata dalla BRI è sostanzialmente cresciuta. Anche l'indice riferito al mercato azionario USA evidenzia una maggiore avversione al rischio a partire da marzo.

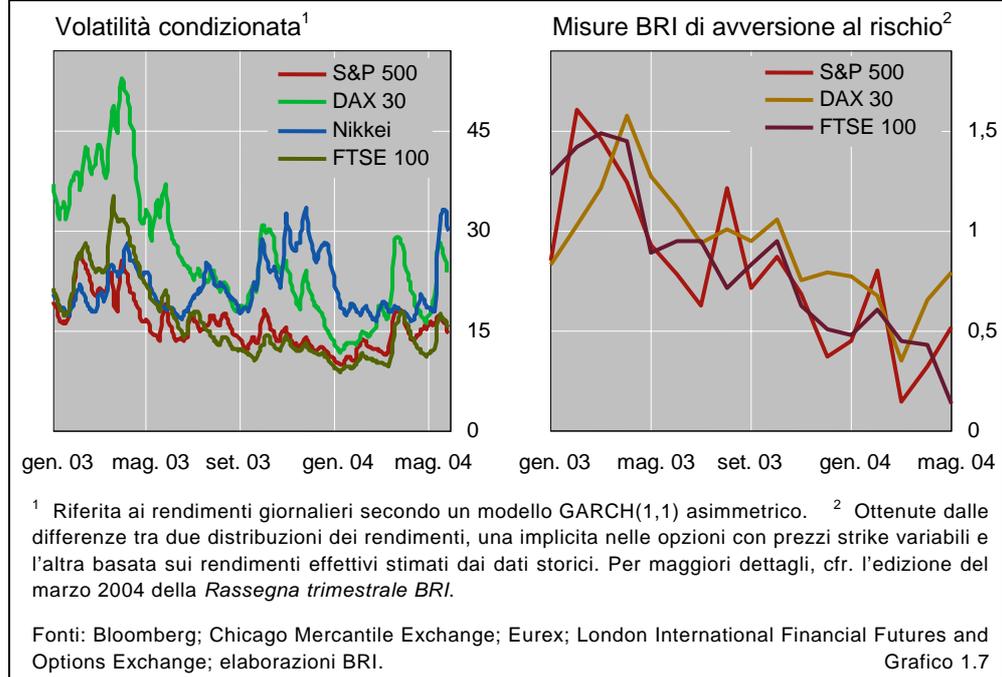
... e di una maggiore avversione al rischio

Da metà aprile l'ondata di vendite di titoli azionari è stata di gran lunga più pronunciata in Giappone e in altri mercati asiatici. Il TOPIX e gli indici ampi per l'Asia (escluso il Giappone) sono scesi rispettivamente del 6 e dell'11%.

L'ondata di vendite è più pronunciata in Asia



Volatilità e avversione al rischio nei mercati azionari



Il mercato nipponico è stato particolarmente volatile nel mese di maggio, nelle cui prime settimane si sono registrate le quattro maggiori oscillazioni di prezzo giornaliera dal mese di marzo. Tra queste figura la flessione del 10 maggio, la più ingente dagli attentati dell'11 settembre 2001. Sembra aver avuto un ruolo sostanziale il timore di un possibile rallentamento economico della Cina continentale, importante motore di crescita nella regione, specie alla luce delle misure annunciate dal governo di Pechino per limitare l'espansione del credito. Tra i fattori che hanno contribuito a questi andamenti figurano poi l'aumento dei prezzi del petrolio e i segnali macroeconomici sempre più contrastanti riguardo alla ripresa in Giappone. Ad esempio, l'annuncio il 13 maggio dei dati sugli ordinativi di macchinari – decisamente inferiore alle attese – ha concorso a un calo del 2% nel Nikkei 225.

Si esaurisce la fase rialzista sui mercati del credito

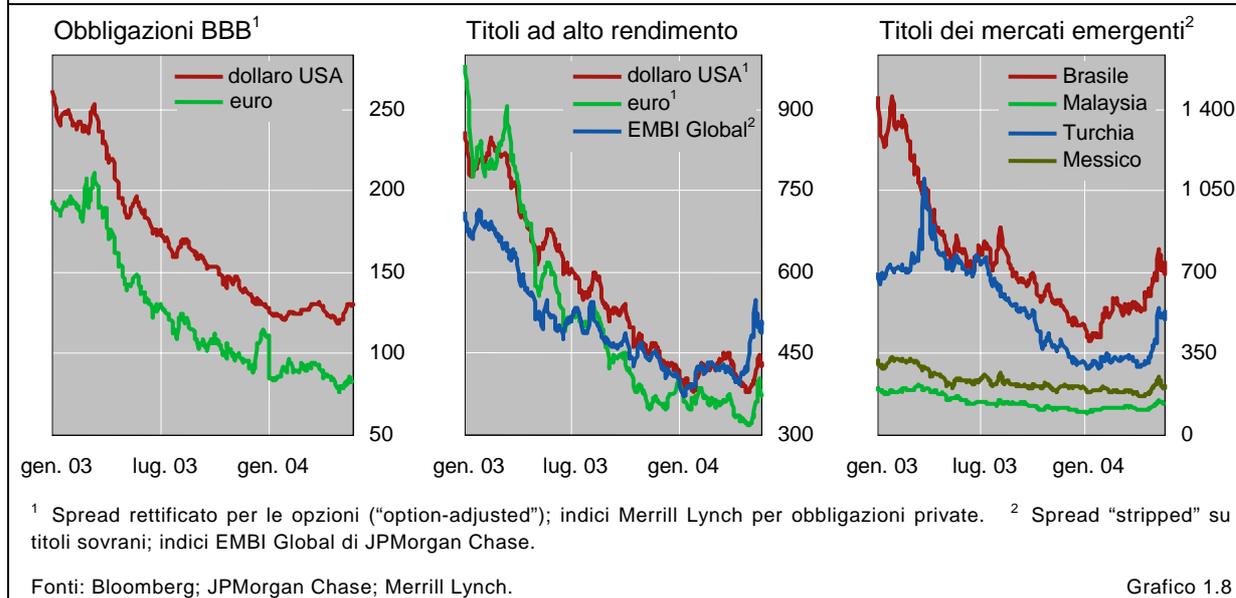
La prospettiva di un aumento dei tassi ufficiali USA in anticipo sul previsto ha posto fine alla lunga ascesa dei mercati creditizi. La tendenza calante degli spread sui titoli privati ed emergenti in atto dall'ottobre 2002 è rallentata agli inizi del 2004 e, nel caso di questi ultimi, ha subito un'inversione verso la fine di aprile.

Gli spread societari si muovono entro margini ristretti

Nei primi cinque mesi di quest'anno i differenziali sulle obbligazioni societarie si sono mossi entro margini relativamente ristretti; nel comparto del dollaro gli spread sui titoli BBB hanno oscillato tra 120 e 135 punti base (grafico 1.8). Come già osservato in occasione della tornata di vendite di titoli pubblici a metà 2003, il rialzo dei rendimenti a lungo termine in aprile e maggio

Spread creditizi

rispetto ai titoli governativi; in punti base



ha avuto un impatto solo modesto sugli spread delle obbligazioni private. Anzi, per gran parte del mese di aprile i differenziali sui titoli societari "investment grade" e "high yield" sono diminuiti anche in presenza di un aumento dei rendimenti pubblici e del ribasso dei corsi azionari. Essi hanno cominciato a risalire soltanto alla fine di aprile, e un mese dopo entrambi risultavano prossimi ai loro livelli di fine 2003. In effetti, se si escludono i minimi precedentemente toccati nel 2004, gli spread societari erano ancora ai valori più bassi dall'agosto 1998.

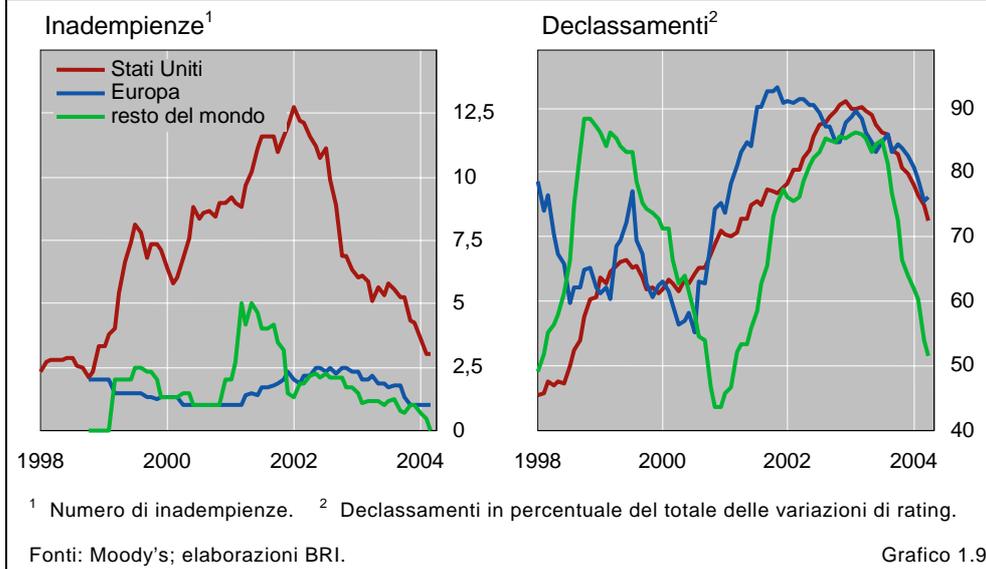
Un calo nella propensione al rischio degli investitori – o più precisamente una minore ricerca di rendimenti – ha esercitato pressioni al rialzo sugli spread creditizi in aprile e maggio. All'aumentare dei rendimenti sui titoli meno rischiosi, gli investitori precedentemente attratti dagli alti tassi offerti sulle obbligazioni societarie ed emergenti si sono riorientati verso i titoli di Stato, disimpegnandosi dalle attività a più alto rischio. Ad esempio, i fondi comuni USA specializzati nell'investimento in titoli ad alto rendimento e di mercati emergenti hanno registrato ingenti deflussi in aprile e soprattutto in maggio.

Al tempo stesso, ad arginare l'aumento degli spread societari sarebbe intervenuta la migliorata qualità del credito. Gli investitori sono sembrati fiduciosi nel fatto che la crescita dell'economia USA, in particolare, avrebbe favorito un ulteriore consolidamento dei bilanci societari, compensando ogni eventuale impatto negativo esercitato da tassi di interesse più alti. La sostenuta dinamica dei profitti societari nel primo trimestre 2004, insieme all'ulteriore calo di inadempienze e declassamenti, ha rafforzato tale fiducia (grafico 1.9). Anche l'esperienza storica rassicurava gli investitori, vista la tendenza degli spread societari a ridursi nelle fasi iniziali dei precedenti cicli di inasprimento monetario.

I miglioramenti della qualità creditizia limitano gli aumenti degli spread societari

Qualità creditizia delle imprese

imprese non finanziarie; media mobile di 12 mesi



Il ritmo moderato delle emissioni di titoli privati agli inizi del 2004 ha ulteriormente contribuito a contenere gli spread. Sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro il totale dei collocamenti di imprese non finanziarie è sceso nei primi quattro mesi di quest'anno di circa il 5% rispetto al corrispondente periodo del 2003, e ciò malgrado i minori costi di indebitamento. L'incremento degli utili ha ridotto il fabbisogno di finanziamento di molte società, mentre quelle con esigenze di raccolta si erano già in gran parte prefinanziate nel 2003. Alcuni prenditori hanno sfruttato il forte rialzo dei corsi azionari dello scorso anno per attingere nuovo capitale di rischio. In marzo General Electric – uno dei più grandi emittenti sul mercato delle obbligazioni societarie in dollari e uno dei pochissimi ad avere il rating massimo AAA – ha emesso nuove azioni per la prima volta dal 1961, raccogliendo \$3,8 miliardi destinati al riscatto di obbligazioni in essere. E verso la fine di aprile Google, società di ricerca su Internet, ha annunciato l'intenzione di mutuare \$2,7 miliardi con un'offerta pubblica iniziale ampiamente pubblicizzata (cfr. riquadro seguente).

Ondata di vendite sui mercati emergenti

Gli spread dei mercati emergenti si discostano da quelli sui titoli privati ad alto rendimento ...

In netto contrasto con le oscillazioni relativamente modeste degli spread societari, nei mesi di aprile e maggio i differenziali dei titoli di mercati emergenti hanno subito un brusco rialzo. L'ondata di vendite di questi strumenti durante il periodo è stata in effetti la più massiccia da metà 2002, quando le incertezze politiche in diverse importanti economie emergenti, unitamente al "repricing" del rischio di credito seguito alla rettifica contabile di WorldCom, avevano causato un'impennata degli spread sui titoli emergenti. A fine maggio 2004 questi erano saliti di 125 punti base rispetto ai minimi di gennaio, annullando i progressi dell'ultimo anno. Ciò nonostante, il loro livello

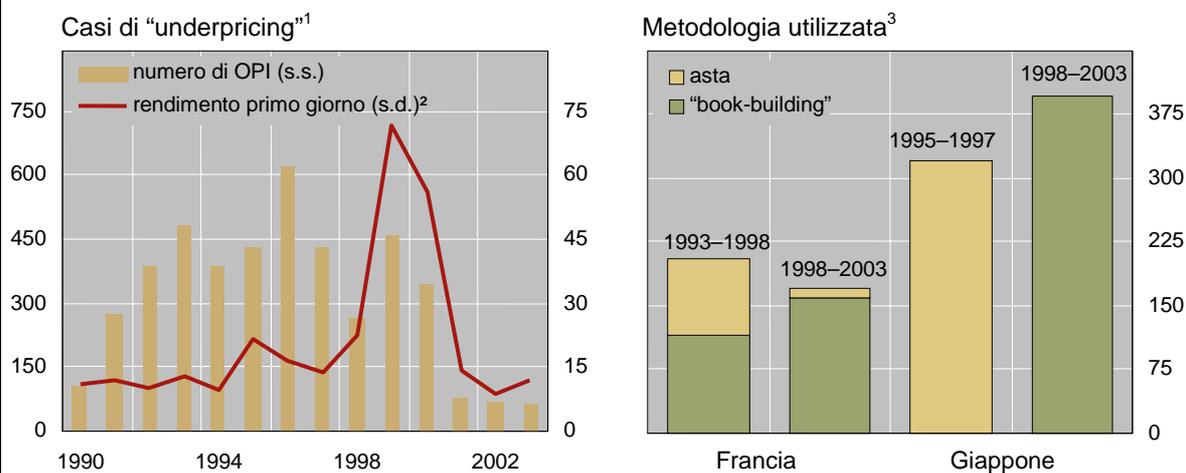
Google e il pricing delle offerte pubbliche iniziali

In aprile l'annuncio del previsto ingresso in borsa di Google, società specializzata nelle funzionalità di ricerca su Internet, ha destato grande interesse nei mercati finanziari. Ciò si spiega in parte con il fatto che si tratta senza dubbio dell'offerta pubblica iniziale (OPI) di gran lunga più importante dopo lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000 e il marcato rallentamento di questo tipo di emissioni che ne è conseguito negli Stati Uniti (cfr. grafico seguente). Anche l'importo pianificato dell'emissione – \$2,7 miliardi – è uno dei più elevati degli ultimi anni. Forse ancor più significativa è però l'intenzione comunicata da Google di determinare il prezzo dell'operazione attraverso un'asta elettronica, allo scopo di pervenire a “un processo equo ... che coinvolga sia i piccoli che i grandi azionisti”. Poiché la procedura di fissazione del prezzo tramite asta non è abituale per le OPI di imprese private, è stato da più parti ipotizzato che l'operazione di Google potrebbe produrre un cambiamento fondamentale nelle modalità di pricing delle OPI di grandi dimensioni.

Il procedimento più comunemente utilizzato nella quotazione in borsa di una società è il cosiddetto “book-building”, spesso criticato per la sua tendenza a sottovalutare il prezzo di emissione delle azioni^①. Secondo tale procedimento, l'intermediario capofila fissa un prezzo di offerta in consultazione con l'emittente, dopo aver raccolto le manifestazioni di interesse degli investitori. È questa la metodologia impiegata quasi sempre negli Stati Uniti, il maggiore mercato di OPI al mondo. Il “book-building” dà spesso luogo a prezzi di collocamento di gran lunga inferiori a quelli osservabili sul mercato il primo giorno di contrattazione, con uno scarto medio di ben il 70% in alcuni anni (cfr. grafico). Di conseguenza, gli ingenti importi che la società e gli investitori iniziali avrebbero potuto raccogliere vengono lasciati “a disposizione” dei destinatari dell'allocazione dell'OPI. In effetti, negli ultimi anni la negoziazione delle commissioni relative all'aggiudicazione di OPI nel quadro di accordi espliciti di ripartizione degli introiti è stata oggetto di numerose inchieste giudiziarie.

I modelli accademici della procedura di “book-building” si fondano spesso sull'ipotesi che le informazioni private riguardanti il valore delle società di prossima quotazione siano caratterizzate da un'ampia dispersione. In tale contesto, la sottovalutazione (“underpricing”) e l'allocazione discrezionale dei titoli possono costituire un mezzo per compensare gli investitori istituzionali

Offerte pubbliche iniziali



¹ Per le OPI negli Stati Uniti, in base ai dati raccolti in J. Ritter, *Some factoids about the 2003 IPO market*, University of Florida, gennaio 2004. ² Media a ponderazione uniforme della differenza, in percentuale, fra il prezzo di chiusura della prima giornata di contrattazione e il prezzo dell'offerta. ³ In base ai dati contenuti in F. Degeorge, F. Derrien e K. Womack, “Quid pro quo in IPOs: why book-building is dominating auctions”, *working paper*, marzo 2004, nonché F. Kerins, K. Kutsuna e R. Smith, “Why are IPOs underpriced? Evidence from Japan hybrid auction-method offerings”, *working paper*, settembre 2003; Japan Securities Dealers Association.

^① In base all'evidenza di più paesi, la cosiddetta modalità di collocamento “a prezzo fisso” (dove il prezzo è determinato prima che vengano raccolte informazioni sulla domanda) dà luogo a una frequenza degli episodi di sottovalutazione persino maggiore di quella del “book-building” (cfr. T. Loughran, J. Ritter e K. Rydqvist, “Initial public offerings: international insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*, giugno 1994).

a fronte dell'accurata rivelazione delle informazioni private in loro possesso. Allo stesso tempo, le aste aperte, che conferiscono a tutti gli investitori interessati la possibilità di determinare in via primaria il prezzo dell'offerta e l'allocazione, rappresentano un metodo alternativo di distribuzione e di scoperta del prezzo sperimentato in molti paesi. Le aste costituiscono il principale meccanismo di OPI in Israele e Taiwan, Cina. Inoltre, l'evidenza empirica sembra indicare che gli episodi di sottovalutazione sono significativamente meno frequenti nel caso delle aste che non in quello del "book-building".

Per la vendita delle azioni, Google ricorrerà a un'asta di tipo olandese (a prezzo uniforme), in cui tutti i partecipanti aggiudicatari devono corrispondere il prezzo minimo accolto. L'alternativa più comune è l'asta discriminante, in cui ciascun investitore aggiudicatario è tenuto a corrispondere il prezzo al quale ha formulato l'offerta²⁰. Sebbene quest'ultima procedura possa apparire vantaggiosa per la società emittente, l'investitore sa di andare incontro alla "maledizione del vincitore": il fatto che la propria offerta venga accolta equivale probabilmente a pagare un prezzo più elevato rispetto a quello dell'aggiudicatario marginale. Attenuando questo problema, l'asta di tipo olandese induce i partecipanti ad adottare strategie di offerta più aggressive. Di fatto, sia la teoria che gran parte dei riscontri sperimentali indicano che, per una data quantità di azioni, gli emittenti possono raccogliere maggiori fondi attraverso un'asta a prezzo uniforme che non tramite un'asta discriminante.

Nondimeno, i possibili vantaggi derivanti dalle procedure d'asta – olandese o di altro tipo – sembrerebbero smentiti dal fatto che esse vengono tuttora utilizzate solo di rado per le OPI negli Stati Uniti e che hanno perso terreno in vari altri importanti mercati. In Francia, ad esempio, mentre negli anni novanta venivano impiegate in egual misura sia la tecnica di "book-building" sia le aste, queste ultime sono attualmente in calo (cfr. grafico). In Giappone era comunemente in uso alla fine del decennio scorso un sistema ibrido in cui una prima fase di asta svolgeva un ruolo molto importante nella determinazione del prezzo di mercato; tuttavia, esso è stato praticamente abbandonato dopo l'introduzione della procedura di "book-building". Ciò fa ritenere che nella scelta della metodologia di classamento potrebbero prevalere fattori diversi dalla massimizzazione degli introiti per i soggetti proprietari della società al momento dell'OPI.

²⁰ I requisiti imposti dalla SEC prevedono che tutte le azioni di un'OPI siano vendute allo stesso prezzo, vietando di fatto il ricorso ad aste discriminanti per i collocamenti statunitensi. Google si è riservata il diritto di fissare un prezzo di offerta più basso di quello marginale risultante dall'asta, nel qual caso si procederà a un'assegnazione *pro quota* nei confronti di tutti i partecipanti che abbiano sottoposto un'offerta a un prezzo superiore a quello di collocamento.

– pari a circa 500 punti base – si manteneva ancora ben al disotto della media 1998–2003.

L'ondata di cessioni ha avuto inizio il 14 aprile, quando in particolare gli spread applicati al Brasile hanno segnato un balzo dopo l'ampia contrazione dei corsi azionari USA. Il 10 maggio i differenziali sulle emissioni sovrane in dollari del paese hanno toccato il massimo di 800 punti base – livello quasi doppio rispetto al minimo di gennaio – per scendere poi a circa 700 punti a fine maggio. Anche gli spread sulle obbligazioni turche hanno subito un forte aumento, specie dopo la diffusione del rapporto sull'occupazione USA il 7 maggio. Persino gli emittenti sovrani di qualità bancaria, tra cui Malaysia e Messico, sono stati interessati da un temporaneo ampliamento degli spread sulle loro emissioni internazionali.

Nella recente ondata di vendite l'andamento degli spread sui titoli emergenti si è sorprendentemente discostato da quello sulle obbligazioni private ad alto rendimento. I primi hanno cominciato a salire con due settimane di anticipo rispetto ai differenziali "high-yield", e in misura decisamente maggiore. Nella fase di ascesa dei mercati creditizi entrambi si sono mossi in

stretta sintonia, in parte sospinti dalla ricerca di alti rendimenti. Il loro andamento divergente in occasione della recente tornata di cessioni fa ritenere che sull'aumento degli spread nei mercati emergenti abbiano influito anche altri fattori, oltre all'esaurirsi della corsa degli investitori ai rendimenti.

Uno di questi fattori è l'incertezza circa l'evoluzione economica dei mercati emergenti. Mentre la qualità del credito delle società statunitensi ed europee dovrebbe continuare a migliorare anche in un contesto di tassi di interesse crescenti, molte economie emergenti appaiono vulnerabili a un'ascesa dei tassi. La prospettiva di un rincaro del petrolio e di un rallentamento della crescita in Cina offusca ulteriormente il panorama economico di alcuni mercati emergenti. I paesi con elevati disavanzi di bilancio, come Brasile e Turchia, paiono particolarmente esposti al rischio di un riorientamento dei flussi di capitale verso i mercati maturi a scapito di quelli emergenti. L'elevato volume di emissioni lanciate da mutuatari dell'area emergente nel primo trimestre 2004 ha evidenziato il loro fabbisogno di finanziamento esterno, specie alla luce dei decrescenti collocamenti delle imprese. Numerosi mutuatari dei mercati emergenti sono riusciti a raccogliere fondi a lungo termine a condizioni molto vantaggiose, e quindi a modulare la struttura per scadenze del loro debito (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Un miglioramento duraturo delle condizioni finanziarie sembrerebbe tuttavia presupporre un'accelerazione delle riforme macroeconomiche e strutturali.

Al divergente andamento tra gli spread sui titoli emergenti e quelli sull'alto rendimento ha concorso altresì l'accresciuta presenza sui mercati emergenti di hedge fund e altri investitori ad alto grado di leva. La raccolta di fondi a breve da investire in obbligazioni a rendimento più elevato è stata una strategia diffusa tra questi investitori durante l'ascesa dei mercati del credito. In operazioni di questo tipo il fattore liquidità gioca un ruolo importante a causa dell'eventualità che tali posizioni debbano essere rapidamente smobilizzate in caso di rialzo dei tassi di interesse o di ridimensionamento delle linee creditizie. Le obbligazioni dei mercati emergenti risultano aver avuto particolare successo come forma di investimento proprio in virtù della maggiore liquidità che offrono rispetto ai titoli privati con rating analogo. Per esempio, il taglio medio delle emissioni comprese nell'indice EMBI Global di JPMorgan Chase supera \$1,5 miliardi, rispetto a meno di \$300 milioni per le obbligazioni comprese nell'US High-Yield Master di Merrill Lynch. Inoltre, i "credit default swap" su obbligazioni sovrane di mercati emergenti sono fra i contratti più intensamente trattati. Di conseguenza, la liquidazione di "carry trade" in vista di un possibile rialzo dei tassi ufficiali USA ha avuto un impatto maggiore sul debito dei mercati emergenti che non su quello delle imprese.

... a causa delle incerte prospettive di crescita nell'area emergente ...

... e della liquidazione di "carry trade"

2. Il mercato bancario internazionale

Dopo la forte contrazione tra luglio e settembre, nel quarto trimestre 2003 l'attività sul mercato interbancario è tornata ai livelli osservati in precedenza durante l'anno. La ripresa è stata trainata dai crediti in dollari USA, erogati da banche nei centri offshore, nel Regno Unito e nell'area dell'euro a controparti situate in queste stesse aree o negli Stati Uniti. L'aumento delle attività interbancarie è ascrivibile non tanto ai consueti flussi intragruppo, quanto ai prestiti di nuova concessione. Sono pressoché ristagnati i crediti a mutuatari non bancari, che pure avevano dato segni di recupero nel terzo trimestre; il modesto aumento registrato è in gran parte dovuto all'attività dei centri offshore a favore di prenditori negli Stati Uniti, nonché ai nuovi prestiti verso altri centri finanziari.

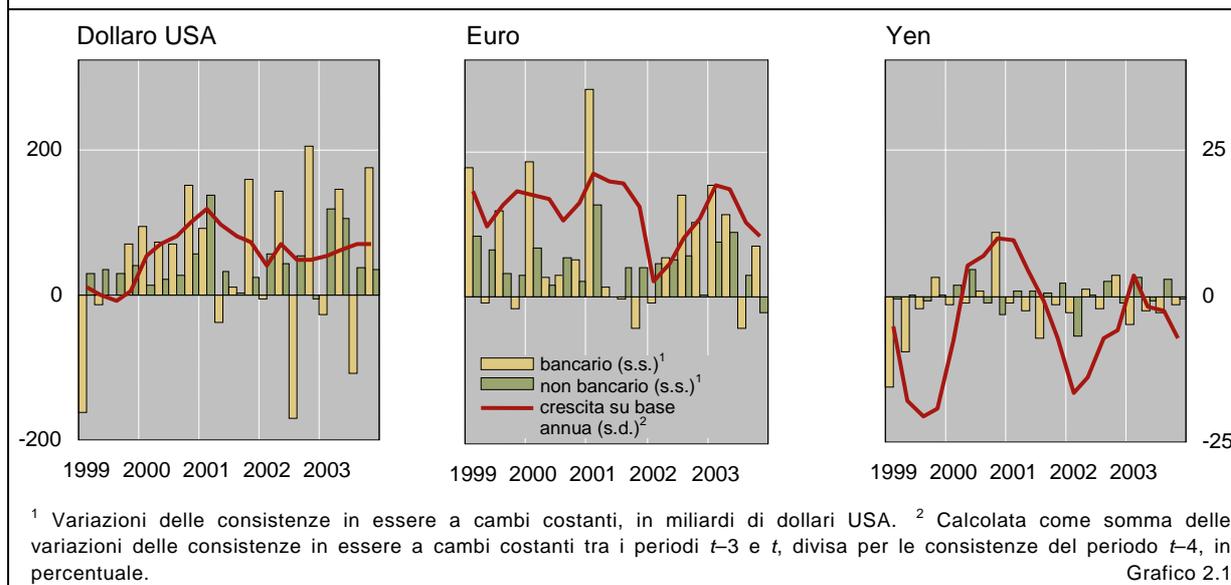
Benché in misura meno pronunciata rispetto ai periodi precedenti, nel quarto trimestre le esposizioni bancarie verso i mercati emergenti hanno continuato a evidenziare un lieve spostamento in favore di attività più sicure. Ciò si è tradotto in una flessione nell'incidenza degli impieghi verso l'America latina e nel parallelo aumento di quella dei crediti al settore pubblico in alcune regioni. Inoltre, è ulteriormente migliorato il rating medio di portafoglio per l'insieme dei mercati emergenti, grazie in parte agli innalzamenti del merito di credito di vari mutuatari sovrani. Queste tendenze dei flussi bancari si sono manifestate in un contesto caratterizzato da spread in calo e da una robusta attività di emissione di titoli di debito da parte di prenditori dei mercati emergenti.

Nel periodo sotto rassegna l'espansione dei depositi presso banche dell'area dichiarante alla BRI ha superato quella dei prestiti, generando su base netta aggregata un deflusso di fondi dalle economie emergenti. Ma se ciò vale per le regioni Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente e Africa, l'incremento delle attività verso i paesi dell'Europa emergente ha determinato afflussi netti verso quest'area.

Ripresa dell'attività sul mercato interbancario

I prestiti fra banche hanno segnato un forte recupero nel quarto trimestre 2003, riportando l'attività sul mercato interbancario ai livelli già osservati durante l'anno. Alimentate dalle operazioni in dollari (grafico 2.1), le posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI sono salite nel complesso di \$313 miliardi, pur facendo registrare il secondo rallentamento consecutivo – dal 9 all'8% – della

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



crescita in ragione d'anno. I timidi segnali di un rilancio della domanda di prestiti societari manifestatisi nel terzo trimestre non si sono intensificati nel quarto, sicché le attività verso mutuatari non bancari sono salite in misura solo modesta.

Parte da Londra la ripresa dell'interbancario

Dopo il sostanziale calo del periodo precedente, l'attività interbancaria ha segnato un progresso nel quarto trimestre, riportando i crediti totali agli alti livelli toccati nel corso dell'anno. L'aumento è stato pari a \$276 miliardi, due terzi dei quali attribuibili ai prestiti erogati da banche nel Regno Unito, in Belgio e nei centri offshore (tabella 2.1) e in gran parte affluiti a istituti situati in tali centri, nello stesso Regno Unito e nell'area dell'euro. Degno di nota è il fatto che quattro importanti sistemi bancari nazionali (britannico, statunitense, giapponese e tedesco) siano rimasti generalmente in secondo piano: le loro attività interbancarie mondiali sono diminuite, in alcuni casi per il secondo trimestre consecutivo (grafico 2.2, diagramma di sinistra).

Nonostante la ripresa, i crediti verso proprie dipendenze – di norma, la componente principale dei flussi interbancari – hanno di fatto subito una flessione nel periodo in esame. Globalmente, le banche svizzere e statunitensi hanno operato la maggiore riduzione dei prestiti intragruppo, scesi di \$25 miliardi. Escludendo queste partite, le nuove transazioni sull'interbancario sono cresciute di \$194 miliardi, grazie ai crediti concessi da banche svizzere con sede a Londra (\$137 miliardi) e da banche belghe in Belgio (\$70 miliardi).

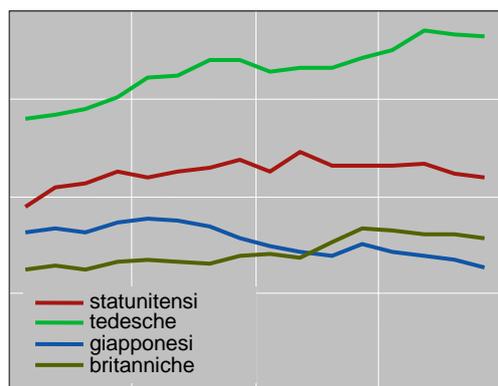
Non tutte le banche che si erano allontanate dal mercato interbancario nel terzo trimestre vi hanno fatto ritorno nel quarto. A livello di operatività globale gli istituti giapponesi, tedeschi e statunitensi hanno registrato la seconda contrazione trimestrale. Le banche giapponesi, un tempo i maggiori operatori sul mercato interbancario di Londra, hanno continuato a ridimensionare la

Recupero dei prestiti interbancari nel quarto trimestre ...

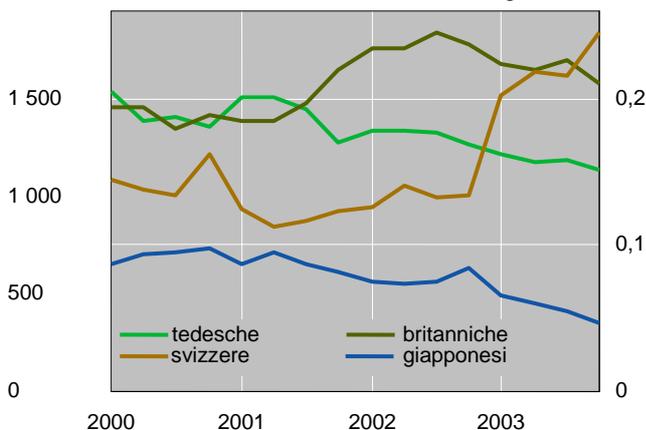
... malgrado il calo dell'attività intragruppo

Credito interbancario in base alla nazionalità delle banche

Stock di attività internazionali¹



Incidenza sull'interbancario del Regno Unito



¹ Consistenze in essere a cambi costanti (periodo base 4° trimestre 2003), in miliardi di dollari USA.

Grafico 2.2

propria attività internazionale; dopo quattro trimestri consecutivi di flessioni, la quota di crediti interbancari erogati da banche nipponiche a Londra è scesa al 5% del totale dell'attività interbancaria facente capo a questa piazza, rispetto all'8% di un anno prima (grafico 2.2, diagramma di destra)¹. Nonostante un aumento relativamente cospicuo dell'attività intragruppo, le banche tedesche hanno fatto registrare il secondo calo trimestrale: i loro crediti verso altre banche sono scesi su scala mondiale di \$70 miliardi, in seguito ai minori prestiti interbancari accordati dagli sportelli in Germania e dalle filiazioni londinesi. Le banche statunitensi hanno ridotto l'attività intragruppo di \$41 miliardi, accrescendo nel contempo le esposizioni creditorie verso altre banche per \$19 miliardi, intermediati per la quasi totalità dalle dipendenze nei centri offshore.

Ristagno dei prestiti alla clientela privata

Il modesto aumento dei prestiti alla clientela non bancaria ...

Dopo l'aumento relativamente ampio del terzo trimestre, nel periodo sotto rassegna i prestiti a mutuatari non bancari hanno ristagnato. Le attività totali verso tale categoria di prenditori sono aumentate di \$37 miliardi, costituiti per quasi i due terzi da nuovi crediti. Dietro il modesto dato aggregato si celano tuttavia movimenti alquanto pronunciati. In particolare, le attività totali in dollari USA sono cresciute di \$35 miliardi, nonostante la notevole contrazione dei crediti erogati da istituti negli Stati Uniti, mentre quelle in euro sono scese per la prima volta dall'introduzione della moneta unica.

L'attività creditizia internazionale a favore di imprese e altri mutuatari privati non bancari da parte delle banche dichiaranti, che aveva mostrato un iniziale recupero, sembra aver segnato il passo nel quarto trimestre. La ripresa degli investimenti di banche giapponesi in Treasuries e altri titoli di debito

¹ Dieci anni fa le banche giapponesi, all'epoca le maggiori sul mercato londinese, detenevano non meno del 26% delle attività interbancarie totali contabilizzate a Londra.

emessi da mutuatari negli Stati Uniti ha concorso a buona parte dei \$35 miliardi di incremento complessivo delle attività denominate in dollari. I dati consolidati della BRI indicano che i crediti internazionali delle banche giapponesi verso il settore pubblico statunitense sono cresciuti di \$11 miliardi, a \$191 miliardi, pari al 47% delle loro attività internazionali totali verso gli USA².

I dati BRI su base consolidata indicano altresì che nella maggioranza dei sistemi bancari lo spostamento dei flussi di portafoglio verso i settori privati non bancari – già osservato in vari paesi dell'area dell'euro nel terzo trimestre – non è proseguito in quello successivo. Benché le banche statunitensi abbiano effettivamente accresciuto le esposizioni verso tale settore, \$16 dei 26 miliardi di queste nuove attività internazionali sono affluiti a prenditori nel Regno Unito, nei centri offshore (principalmente le Isole Cayman) e in

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹								
	2002	2003	2002	2003				Stock a fine dic. 2003
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Attività internazionali totali	742,4	1 024,6	367,2	336,3	494,6	-119,3	313,0	15 928,9
sett. bancario	427,2	482,2	344,3	135,2	308,5	-237,2	275,7	10 255,8
sett. non bancario	315,2	542,4	22,9	201,1	186,0	118,0	37,3	5 673,1
Prestiti: sett. bancario	397,4	397,1	422,7	109,3	322,7	-274,6	239,6	8 767,3
sett. non bancario	103,8	279,9	-5,5	156,8	14,9	83,8	24,3	3 034,8
Titoli: sett. bancario	36,3	89,5	-51,8	18,5	-4,6	25,4	50,2	1 064,1
sett. non bancario	202,2	202,6	27,9	55,4	133,0	15,2	-1,0	2 344,4
Attività totali per valuta:								
dollaro USA	321,4	486,7	201,2	92,8	253,0	-68,7	209,7	6 285,9
euro	453,3	472,7	107,7	229,6	203,3	-11,3	51,2	5 977,8
yen	-40,3	-52,5	19,8	-12,2	-24,9	0,2	-15,6	781,2
altre valute ²	8,0	117,7	38,5	26,1	63,2	-39,5	67,7	2 884,0
Settore non bancario, per residenza								
Economie avanzate	315,1	454,7	75,0	148,6	160,0	101,8	44,3	4 449,3
Area dell'euro	117,4	154,5	6,1	57,2	67,6	50,4	-20,7	2 007,0
Giappone	4,1	37,7	0,5	21,5	15,6	6,5	-5,9	181,1
Stati Uniti	153,1	180,2	59,1	25,8	60,0	40,9	53,6	1 508,4
Centri offshore	18,8	101,2	-28,2	80,9	18,9	10,2	-8,8	623,9
Economie emergenti	-16,5	5,1	-23,8	-6,2	3,3	4,9	3,1	546,3
Non classificate ³	-2,2	-18,6	-0,1	-22,2	3,8	1,1	-1,3	53,6
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	44,5	413,7	36,1	180,6	88,8	51,7	92,5	2 339,3

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

² Sono inoltre aumentate le loro attività verso i settori pubblici della UE, specie di Germania, Italia e Regno Unito.

Lussemburgo, rispecchiando forse i più stretti legami creditizi con operatori finanziari non bancari³.

... rispecchia in gran parte l'attività di istituzioni finanziarie non bancarie

Le operazioni che hanno coinvolto in veste di prestatori o di mutuatari i centri offshore e altre importanti piazze finanziarie sono rimaste nel complesso significative nel quarto trimestre⁴. Le banche nei centri offshore sono state all'origine di un aumento del credito a mutuatari non bancari negli Stati Uniti; esse hanno accordato prestiti per \$40,5 miliardi, destinati probabilmente al finanziamento di società mobiliari affiliate e all'attività degli hedge fund. Al tempo stesso, le banche negli Stati Uniti hanno ridotto di \$22 miliardi l'attività verso prenditori non bancari nei centri offshore; al netto di questa cifra, i prestiti al settore non bancario dei centri offshore sono saliti di \$3,6 miliardi, soprattutto grazie ai fondi provenienti da banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Le posizioni creditorie verso la clientela non bancaria sono cresciute anche in altri importanti centri finanziari. Le banche dichiaranti, principalmente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, hanno concesso \$19 miliardi di nuovi prestiti a soggetti non bancari nel Regno Unito. Analogamente, le banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro hanno incanalato fondi per \$12 miliardi verso soggetti non bancari in Lussemburgo⁵.

Calo degli investimenti obbligazionari in euro dopo lo scandalo Parmalat

Il credito totale in euro a soggetti non bancari è sceso per la prima volta dall'inizio del periodo di rilevazione BRI. Il calo complessivo del quarto trimestre è il risultato di una significativa riduzione nelle disponibilità di titoli di debito internazionali. Nel trimestre in cui sono state rese note le irregolarità contabili del gruppo alimentare italiano Parmalat, le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto di \$24 miliardi le proprie disponibilità in obbligazioni emesse dal settore non bancario italiano. I tagli maggiori sono stati effettuati da Regno Unito e Francia, seguiti da Germania, Paesi Bassi e Spagna. In conseguenza di ciò, le attività rappresentate da titoli in euro del settore non bancario italiano sono scese a \$324 miliardi, pari al 24% delle disponibilità totali di titoli in euro di questo settore (rispetto al 25% del trimestre precedente e al 28% di un anno prima)⁶. I prestiti in euro sono cresciuti di \$13 miliardi, ma soprattutto grazie ai

³ La quota dei prestiti al settore privato non bancario è salita al 47% delle attività internazionali totali delle banche statunitensi, rispetto al 46% del trimestre precedente. Un'altra eccezione di rilievo sono state le banche britanniche: con l'aumento del credito a mutuatari privati non bancari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, esse hanno portato al 46% l'incidenza di questo settore sul totale delle loro attività internazionali, contro il 44% del trimestre precedente.

⁴ Secondo le statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, le attività internazionali complessive verso i centri offshore hanno raggiunto quota \$851 miliardi nel quarto trimestre, di cui il 73% nei confronti del settore privato non bancario.

⁵ Inoltre, all'interno dei singoli paesi dichiaranti \$42 miliardi di attività denominate in valuta estera sono stati fatti affluire ai residenti. Le banche nel Regno Unito hanno erogato prestiti al settore non bancario del paese per \$26 miliardi, mentre il credito accordato da istituti nei centri offshore ai residenti è ammontato a \$7 miliardi.

⁶ I titoli emessi da residenti di Italia e Germania rappresentano il 39% delle disponibilità complessive di titoli denominati in euro delle banche dichiaranti alla BRI. Le posizioni in essere in titoli di debito emessi in questi due paesi ammontano rispettivamente a \$363 e 370 miliardi, circa il doppio di quelle nei confronti della Francia (\$182 miliardi). Tale classe di attività costituisce il 58% dei crediti totali in euro verso l'Italia, contro il 40% appena verso la Germania.

nuovi crediti al settore non bancario lussemburghese. Sempre in Europa, la flessione di \$11 miliardi dei prestiti denominati in euro a entità non bancarie tedesche è stata in parte compensata dall'aumento di quelli affluiti alla stessa categoria di mutuatari in Portogallo, Grecia, Irlanda e Svezia.

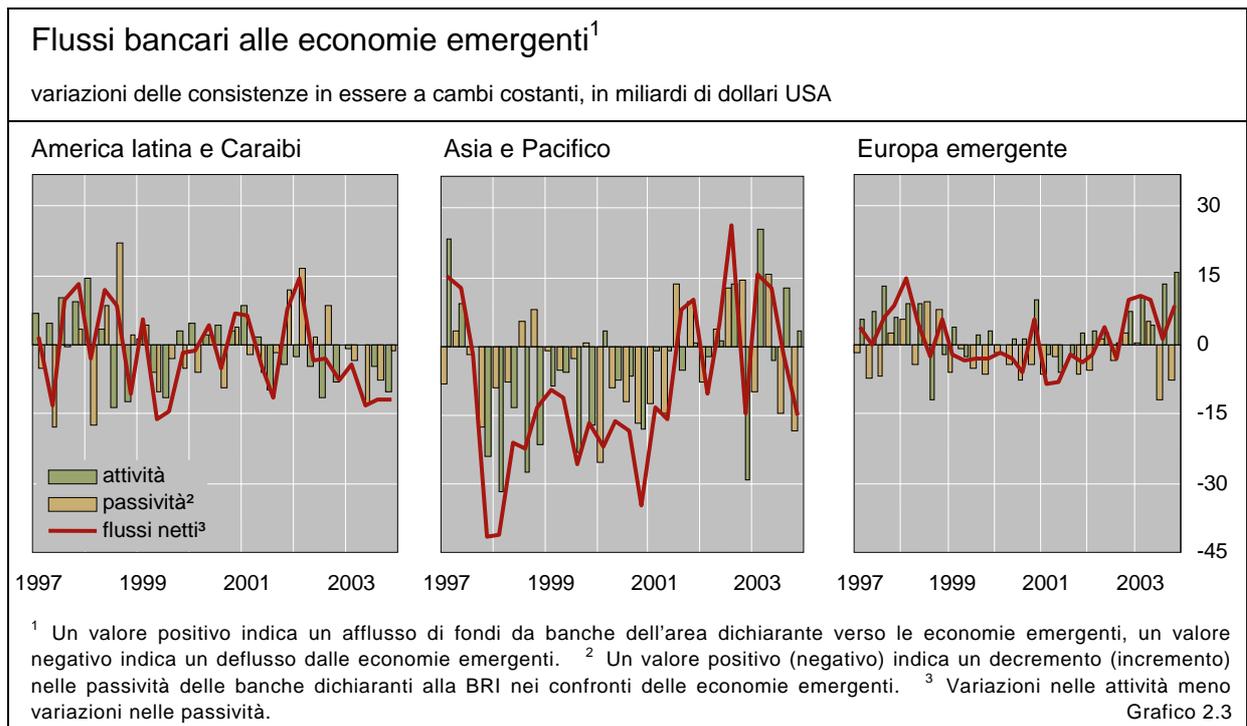
Aumentano i depositi dei mercati emergenti

Per il secondo trimestre consecutivo le economie emergenti hanno fatto registrare deflussi di fondi, seppure con chiare differenze a livello regionale. Un aumento relativamente cospicuo dei capitali depositati presso banche dell'area dichiarante da residenti dei mercati emergenti ha sopravanzato i nuovi crediti erogati a questi ultimi, generando un deflusso netto di \$29 miliardi (grafico 2.3 e tabella 2.2). La decima flessione trimestrale delle attività verso l'America latina e una singola transazione azionaria di elevato ammontare hanno fatto defluire dalla regione \$12 miliardi. I forti aumenti dei depositi effettuati da banche nelle regioni Asia-Pacifico, Medio Oriente e Africa hanno determinato anche in queste aree un saldo negativo dei flussi. Per contro, quasi tutti i paesi dell'Europa emergente hanno registrato afflussi netti di fondi, grazie ai maggiori prestiti erogati alla regione.

Stabili le attività verso l'area emergente

Benché indubbiamente meno marcate che nei trimestri precedenti, nel periodo in esame sono proseguite diverse tendenze indicative di una minore esposizione delle banche dichiaranti verso attività a più alto rischio. Ciò è avvenuto in un contesto caratterizzato da una sostenuta attività di emissione e dal calo degli spread nell'area emergente. Dopo aver piegato tendenzialmente verso il basso nell'ultimo anno, la quota complessiva delle attività bancarie

Ricomposizione dei portafogli mercati emergenti verso attività più sicure ...



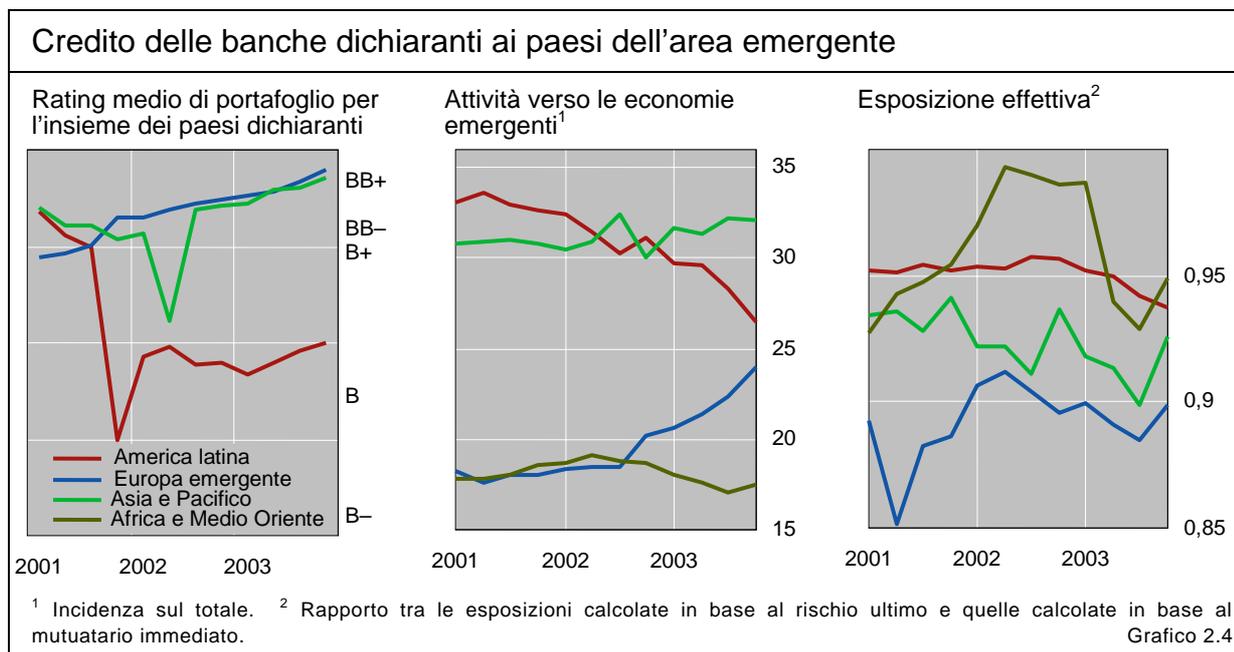
verso tali mercati è rimasta stabile per il secondo trimestre consecutivo, pur evidenziando uno spostamento verso le regioni con un rating creditizio mediamente più elevato. In termini relativi, le banche dichiaranti hanno operato per il quarto trimestre di seguito una ricomposizione dei portafogli di attività dei paesi emergenti a scapito dell'America latina e in favore dell'Europa emergente e dell'Asia-Pacifico.

... a scapito dell'America latina ...

Il miglioramento nel rating medio del portafoglio prestiti delle banche verso i mercati emergenti, anche se in parte dovuto al più elevato merito di credito di singoli mutuatari sovrani, ha rispecchiato la ridotta esposizione ai crediti più rischiosi (grafico 2.4, diagramma di sinistra)⁷. Le attività verso l'America latina, il cui rating medio (ponderato per le esposizioni) è stimato intorno al grado B di Standard & Poor's, sono calate al 26,5% delle posizioni creditorie totali verso l'area emergente, dal 28% del trimestre precedente e dal 31% registrato intorno alla fine del 2002 (grafico 2.4, diagramma centrale)⁸. Nel contempo, l'incidenza dell'Europa emergente, con rating medio prossimo a BB+ di Standard & Poor's, è salita al 24%, rispetto al 22% del periodo precedente, mentre quella dell'Asia-Pacifico è rimasta stabile al 32%.

... e in favore del settore pubblico

Sebbene nel complesso la distribuzione settoriale delle attività verso i mercati emergenti sia variata solo di poco rispetto al trimestre precedente, all'interno delle esposizioni nei confronti di alcune regioni (America latina, Medio Oriente e Africa) si è nuovamente osservata una ricomposizione in favore



⁷ I rating sul debito sovrano di Indonesia, Malaysia, Thailandia e Turchia sono stati innalzati da Standard & Poor's nell'ottobre 2003. Per maggiori dettagli, cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del marzo di quest'anno della *Rassegna trimestrale BRI*.

⁸ Il rating medio del portafoglio crediti ai mercati emergenti è calcolato come media ponderata dei rating sovrani Standard & Poor's di tutte le economie verso cui sono esposte le banche dell'area dichiarante. I pesi sono dati dalla quota di attività verso ciascun paese in base al rischio ultimo (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2003 per maggiori dettagli sul calcolo).

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2002	2003	2002	2003				Stock a fine dic. 2003
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale ²	Attività	-36,9	64,0	-37,0	33,0	-4,2	20,2	14,9	1 006,7
	Passività	-45,9	71,9	-11,0	11,0	-10,3	27,7	43,5	1 225,7
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	-2,3	-1,9	0,9	-5,4	-2,1	23,4
	Passività	0,0	-0,9	0,2	0,5	0,1	-2,2	0,7	24,9
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	-6,3	2,2	-1,7	1,4	-9,1	83,1
	Passività	-8,0	14,4	-4,3	3,3	6,6	7,9	-3,4	57,1
Cina	Attività	-12,4	13,5	-10,2	16,0	-6,4	4,9	-1,0	61,1
	Passività	-3,6	-6,4	-1,9	1,4	-11,3	1,8	1,8	89,4
Corea	Attività	8,2	-1,1	-6,4	2,3	-2,0	-1,8	0,3	76,5
	Passività	0,5	7,3	-4,8	-0,8	-6,1	1,6	12,6	40,0
Indonesia	Attività	-6,0	-4,7	-1,2	-1,1	-1,0	-1,9	-0,8	29,0
	Passività	-2,4	0,2	-0,5	0,4	-0,1	-0,5	0,3	12,5
Messico	Attività	3,1	-0,8	0,0	-0,5	-0,1	0,8	-0,9	65,4
	Passività	-11,4	6,2	1,7	4,5	2,2	-0,3	-0,1	62,2
Polonia	Attività	2,9	3,3	-0,4	0,9	0,9	1,0	0,4	33,2
	Passività	-3,1	-0,1	-2,5	0,8	-1,1	-1,0	1,2	18,7
Rep. ceca	Attività	2,3	3,7	0,3	0,7	0,5	0,8	1,7	19,4
	Passività	-3,7	-2,4	-2,7	-1,8	0,1	0,2	-0,9	10,1
Russia	Attività	3,6	12,1	2,4	1,8	1,7	2,8	5,8	49,1
	Passività	9,6	16,2	2,0	5,6	-4,4	7,2	7,8	57,7
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	1,5	-0,4	0,8	-0,9	-0,7	18,5
	Passività	2,7	9,7	1,4	0,6	4,8	1,4	2,8	32,1
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	-1,8	-0,3	0,3	0,0	-1,6	18,8
	Passività	-4,6	5,7	-1,2	2,5	-0,9	0,9	3,2	17,8
Turchia	Attività	-2,8	5,3	-0,1	2,4	-0,5	3,4	0,1	44,4
	Passività	0,0	-0,4	0,5	-3,9	1,5	1,0	0,9	20,5
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>10,1</i>	<i>21,8</i>	<i>3,3</i>	<i>5,7</i>	<i>1,4</i>	<i>5,7</i>	<i>9,1</i>	<i>126,8</i>
	<i>Passività</i>	<i>-6,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>-5,4</i>	<i>-2,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>2,0</i>	<i>0,5</i>	<i>66,9</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,8</i>	<i>-6,7</i>	<i>-8,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-6,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>1,9</i>	<i>130,1</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>1,5</i>	<i>-5,2</i>	<i>-11,8</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>251,4</i>

¹ Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. ² Insieme 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, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.2

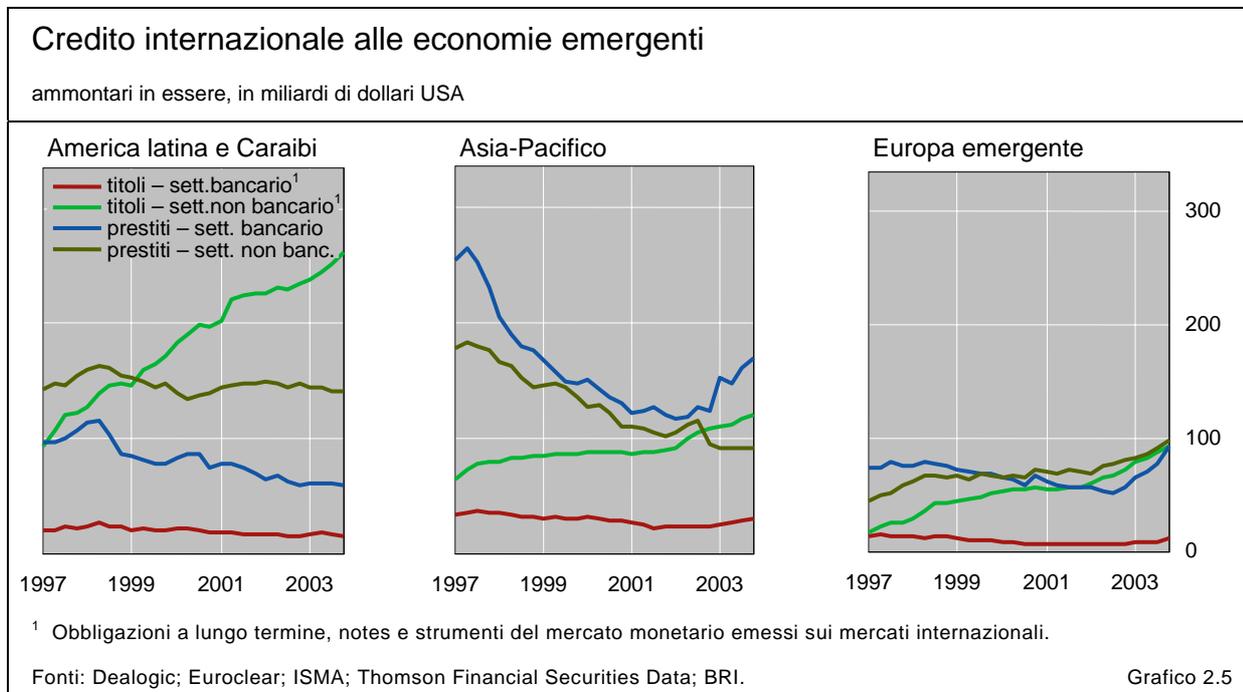
del settore pubblico. Le statistiche su base consolidata della BRI indicano che l'incidenza dei crediti verso questo settore ha raggiunto per l'America latina il 21% delle attività totali verso la regione, segnando il terzo aumento trimestrale consecutivo. La corrispondente quota per Medio Oriente e Africa è salita al 19%, rispetto al 17% del periodo precedente e al 14% di un anno prima.

Dopo tre flessioni trimestrali consecutive, l'incidenza delle attività in base al rischio ultimo sul totale delle posizioni creditorie internazionali – che misura l'esposizione effettiva delle banche dell'area dichiarante – è aumentata per varie regioni emergenti (grafico 2.4, diagramma di destra). Sul totale delle attività verso l'area, tale quota è salita al 93% nel quarto trimestre, rispetto al

91% del trimestre precedente, principalmente per effetto di operazioni nei confronti di Asia-Pacifico ed Europa emergente. In particolare, sono diminuiti i trasferimenti netti di rischio dalla Corea e dalla Cina, comprimendo il totale di tali trasferimenti dalla regione a \$35 miliardi, contro i \$45 miliardi del periodo precedente⁹. Per quanto riguarda l'Europa emergente, i maggiori prestiti in moneta locale alla Repubblica ceca hanno concorso a un incremento del ratio per l'intera regione; il rapporto fra le attività in base al rischio ultimo e quelle in base al mutuatario immediato si è innalzato al 90%, dall'88,5% dei due trimestri precedenti.

I prenditori dell'area emergente prediligono sempre più la raccolta obbligazionaria rispetto ai prestiti bancari

I prenditori dei mercati emergenti hanno mostrato nell'insieme una crescente preferenza per il finanziamento obbligazionario rispetto ai prestiti bancari. Il sostenuto livello delle emissioni di titoli di debito da parte di questa categoria di mutuatari e il calo dei relativi spread durante lo scorso anno fanno ritenere che per tutto il 2003 gli investitori in obbligazioni internazionali siano stati piuttosto ottimisti riguardo al rischio connesso con i mercati emergenti. Come mostra il grafico 2.5 – che affianca le statistiche bancarie internazionali della BRI ai dati sulle consistenze di titoli di debito – i prenditori dell'area emergente, specie quelli non bancari, hanno fatto sempre maggiore ricorso al canale obbligazionario a scapito di quello bancario per le loro esigenze di finanziamento. Ciò vale in particolare per l'America latina e l'Asia-Pacifico, due regioni che figurano agli estremi dello spettro di rating. La quota dei prestiti in essere sul totale dei crediti internazionali a mutuatari non bancari latino-americani è scesa al 35%, contro il 39 e il 56% registrati rispettivamente



⁹ Altri paesi mutuatari della regione – ossia India, Taiwan (Cina), Thailandia e Filippine – sono stati interessati, ancorché in misura minore, da movimenti simili.

a fine 2002 e fine 1997. Uno spostamento analogo si è osservato per l'Asia-Pacifico (cfr. riquadro seguente).

Deflussi netti dall'America latina per il settimo trimestre consecutivo

La riduzione del credito a tutti i settori dell'America latina ha portato al settimo trimestre consecutivo di deflussi di fondi dalla regione. Nel periodo in esame essi hanno raggiunto i \$12 miliardi, anche se dovuti in gran parte a una singola operazione bilaterale nei confronti di banche in Brasile. Escludendo tale transazione, le attività nette sono scese di \$6 miliardi. Fra il terzo e il quarto trimestre una flessione piuttosto marcata dei crediti alla regione – la decima consecutiva – ha innalzato dal 5 al 6% il tasso di contrazione sull'anno precedente. Le passività verso l'America latina sono rimaste nel complesso stabili, anche se i depositi rimpatriati da residenti brasiliani sono stati cospicui.

I deflussi rispecchiano un minor volume di prestiti ...

L'ampio deflusso netto dall'insieme della regione è riconducibile per quasi la metà a movimentazioni concernenti il Brasile. Tuttavia, contrariamente ai due trimestri precedenti – quando all'origine dei deflussi vi erano stati aumenti significativi dei depositi presso banche dell'area dichiarante – la più recente fuoriuscita di fondi è il risultato di un'ingente operazione azionaria. Una banca in Spagna ha trasferito a una società holding non bancaria (e pertanto non ricompresa nelle segnalazioni BRI) le proprie partecipazioni al capitale di un'omologa brasiliana. Di conseguenza, le attività totali delle banche in Spagna nei confronti del settore bancario brasiliano sono diminuite di \$7,2 miliardi, a \$410 milioni. Non tenendo conto di tale operazione, i flussi netti di fondi al Brasile, benché modesti, sono stati positivi per la prima volta in sei trimestri, poiché il rimpatrio di depositi ha più che compensato la riduzione dei prestiti a favore del paese. I mutuatari non bancari in Brasile hanno fatto rientrare capitali per \$2,5 miliardi, depositati principalmente presso banche negli Stati Uniti e in centri offshore, mentre gli istituti dell'area dichiarante hanno ridotto di \$2,3 miliardi i crediti al settore bancario del Brasile.

... e la riduzione delle partecipazioni al capitale di banche in Brasile

Ai flussi netti in uscita dalla regione ha concorso altresì un calo dei finanziamenti erogati a prenditori argentini. Il credito al settore non bancario del paese è diminuito per l'ottavo trimestre consecutivo, dando luogo a un deflusso netto di \$3 miliardi. La maggiore contrazione si è osservata nello stock di prestiti bancari statunitensi, ma si sono altresì ridotte le attività delle banche nell'area dell'euro, forse anche a causa di ulteriori cancellazioni di crediti a mutuatari argentini. Le attività complessive verso l'Argentina sono scese a \$23 miliardi, pari a poco meno del 9% del totale nei confronti dell'intera regione, contro l'11% di un anno prima.

Deflussi netti dall'Asia-Pacifico per un aumento dei depositi di banche in Corea

L'espansione dei depositi presso le banche dell'area dichiarante ha di gran lunga sopravanzato i nuovi finanziamenti all'Asia-Pacifico, dando origine al più ingente deflusso netto da questa regione a partire dal secondo trimestre 2001. Dopo il sostanziale aumento dei depositi di residenti indiani nel periodo precedente, un incremento ancor maggiore dei fondi depositati da residenti coreani nel quarto trimestre ha drenato fondi per un ammontare netto di \$15 miliardi. L'aumento dei fondi depositati all'estero è stato in parte

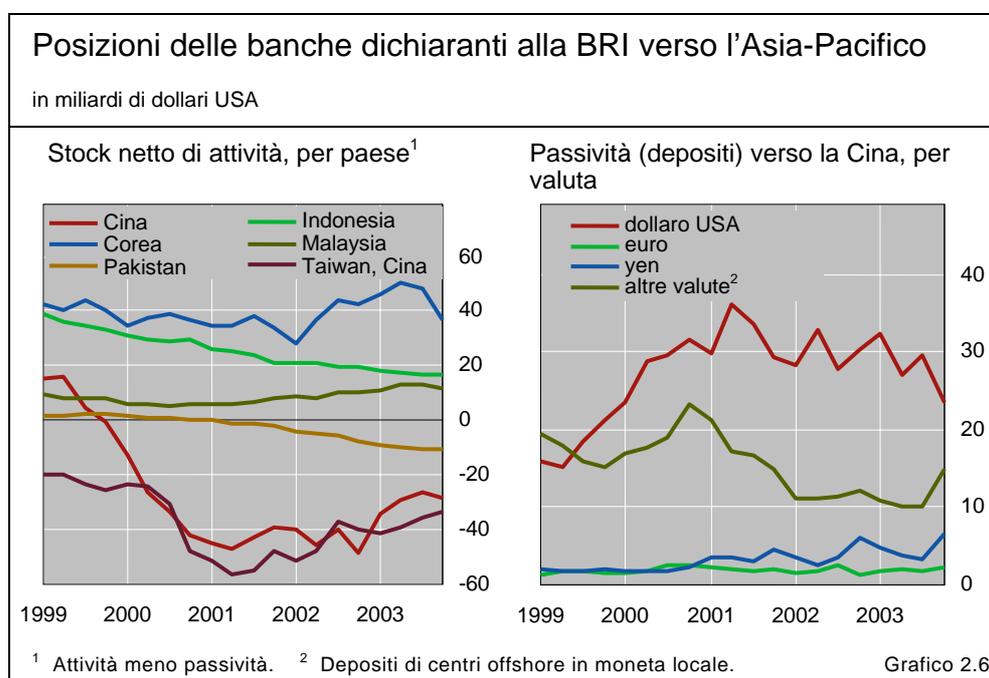
controbilanciato dai nuovi crediti alla regione. L'incremento dei prestiti a mutuatari di Taiwan (Cina)¹⁰ e India ha compensato il calo di quelli a residenti di Thailandia, Pakistan e Cina, portando le attività totali verso l'Asia-Pacifico a \$323 miliardi.

Depositi all'estero
di banche in
Corea ...

All'interno della regione Asia-Pacifico la Corea continua a essere il maggiore debitore netto verso le banche dichiaranti alla BRI. Eppure, i deflussi registrati dal paese per il secondo trimestre consecutivo sembrano aver posto un freno all'aumento dello stock di attività bancarie nette cominciato nel secondo trimestre 2002 (grafico 2.6, diagramma di sinistra). L'aumento dei depositi nel quarto trimestre dello scorso anno potrebbe aver in parte rispecchiato il protratto accumulo di riserve valutarie da parte della Corea, nonché un surplus di liquidità delle banche commerciali¹¹. Nel periodo in esame queste ultime hanno temporaneamente veicolato \$11 miliardi su depositi bancari in centri offshore e nel Regno Unito.

... e Thailandia

Anche i movimenti di fondi nei confronti di altri paesi hanno concorso ai deflussi netti dalla regione. Così come le loro omologhe coreane, le banche in Thailandia hanno collocato all'estero fondi in eccesso, in un trimestre in cui è proseguita l'ascesa delle riserve valutarie ufficiali. Esse hanno depositato \$3 miliardi (principalmente in dollari USA, ma anche in euro) presso banche nel Regno Unito, nei centri offshore e, in misura minore, in Svizzera e Spagna. Ciò ha innalzato le passività totali verso la Thailandia a \$17,8 miliardi, pari al 5% del totale per la regione (contro il 4% del trimestre precedente).



¹⁰ Di seguito, Taiwan.

¹¹ Nell'ultimo trimestre 2003 le riserve valutarie coreane sono salite a \$154,5 miliardi, rispetto ai \$140,8 miliardi del terzo e ai \$130,9 miliardi del secondo; la variazione percentuale annua del credito totale interno è scesa al 9,3%, dal 12,4% del terzo trimestre e dal 15,8% del secondo.

Disponibilità estere di obbligazioni asiatiche: banche e insieme degli investitori

Robert N. McCauley e Patrick McGuire

I policymaker dell'Est asiatico concordano ampiamente sull'auspicabilità di un'ulteriore integrazione finanziaria nella regione, ma non sembra esservi analogo consenso circa l'adeguata valutazione dell'attuale livello di integrazione. Gli analisti che si basano sul mercato sottolineano l'importanza della domanda asiatica – la cosiddetta “Asian bid”, ossia una rappresentazione sproporzionata degli acquirenti regionali – nei mercati primario e secondario delle obbligazioni in dollari emesse da governi, banche e imprese dell'Est asiatico[®]. Questo punto di vista è stato tuttavia messo in discussione con riferimento ai dati ufficiali del Giappone sulle disponibilità obbligazionarie dei residenti, che evidenziano come le posizioni in titoli di emittenti asiatici siano basse e in calo.

Allo scopo di far luce sull'entità delle preferenze (“bias”) regionali nell'investimento in titoli internazionali di emittenti dell'Asia orientale, il presente riquadro attinge a due diverse fonti di dati. Primo, le statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale, che rilevano le attività transfrontaliere delle banche sotto forma di obbligazioni, fornendo dettagli a livello di paese e una panoramica delle serie storiche; le banche sono naturali acquirenti di titoli obbligazionari, specie quelli con scadenza relativamente ravvicinata o tasso di interesse variabile, ma rappresentano solo un segmento di investitori. Secondo, l'indagine di portafoglio dell'FMI sulle disponibilità in titoli, che fornisce sì una più ampia copertura della base di investitori – tra cui quelli bancari e istituzionali – ma soltanto un'istantanea della situazione a fine 2002. I dati dell'FMI sono teoricamente universali, mentre quelli dell'area dichiarante alla BRI non comprendono la totalità delle principali economie asiatiche.

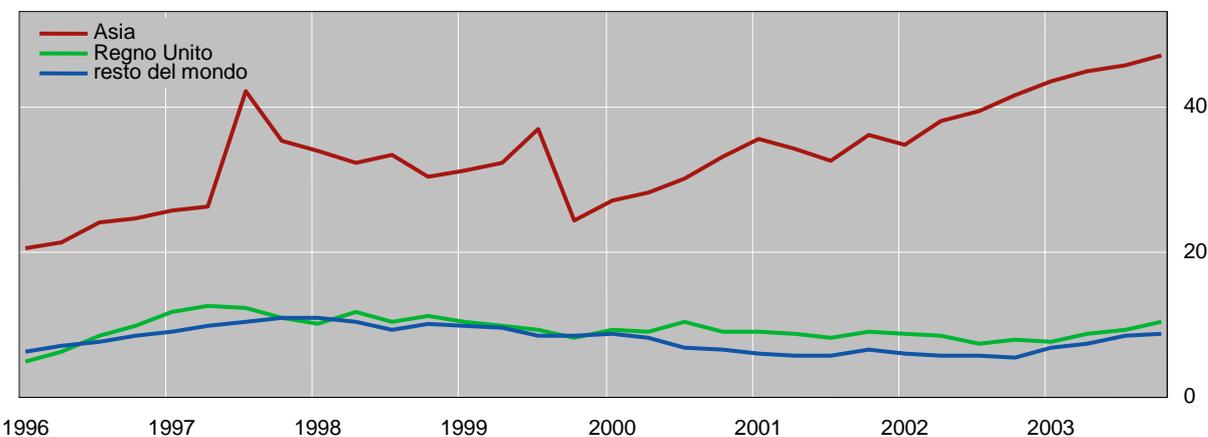
Statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale

Anche se utilizzate per delineare il profilo di un solo segmento della domanda degli investitori, le statistiche BRI sono circoscritte all'area dichiarante, che non ricomprende alcune importanti economie dell'Est asiatico. In particolare, mentre Hong Kong SAR, Giappone e Singapore partecipano da tempo alle segnalazioni, Australia e Taiwan hanno aderito solo di recente, mentre Cina, Corea, Malaysia e Thailandia ancora non figurano fra i paesi dichiaranti. Pertanto, nella misura in cui le banche in questi ultimi paesi detengono titoli emessi da economie limitrofe, le disponibilità asiatiche di obbligazioni della regione rilevate dalla BRI saranno inferiori agli importi effettivi. Le statistiche includono sia le obbligazioni internazionali sia quelle nazionali detenute all'estero, come ad esempio le disponibilità in titoli del Tesoro coreano detenute da banche a Hong Kong (che, a giudicare dai dati di flusso coreani, sono decisamente esigue)[®].

Dai dati della BRI sull'attività bancaria emerge in effetti l'esistenza di un “bias” regionale per quanto riguarda gli investimenti di banche asiatiche in obbligazioni dell'Asia. Ciò si evince da due elementi. Primo, nel quarto trimestre 2003 le banche dell'area dichiarante detenevano obbligazioni

Stima delle disponibilità in obbligazioni asiatiche presso le banche dichiaranti

in miliardi di dollari USA



[®] Cfr. F. Schmidt, *Asia's credit market: from high-yield to high-grade*, Singapore: Wiley Asia, cap. 2, 2004. [®] I dati coprono altresì alcune tipologie di titoli a breve, come i certificati di deposito, che esulano dalla questione in esame.

Investimenti obbligazionari internazionali a fine 2002

in milioni di dollari USA

Destinazione:	Provenienza:									Totale dall'Asia	Totale verso l'Asia	Quota asiatica ¹
	HK	ID	JP	KR	MO	MY	PH	SG	TH			
Cina	1 232	...	578	38	15	...	2	416	-	2 281	3 430	67
Corea	4 202	...	5 348	...	23	51	15	2 586	-	12 225	25 015	49
Filippine	...	5	1 389	81	...	4	...	595	-	2 074	7 805	27
Giappone	5 351	...	-	29	21	...	5	3 828	-	9 234	159 937	6
Hong Kong SAR	...	57	1 137	455	521	40	58	1 653	20	3 941	7 208	55
India	...	...	159	47	8	1	...	241	-	456	788	58
Indonesia	...	...	49	78	...	1	4	869	-	1 001	2 462	41
Macao SAR	...	...	-	...	...	...	...	...	-	0	1	0
Malaysia	2 085	3	1 823	332	3	...	9	1 830	-	6 085	8 844	69
Singapore	1 842	23	680	144	31	41	23	...	-	2 784	6 451	43
Taiwan, Cina	674	...	46	...	13	...	7	333	-	1 073	1 372	78
Thailandia	447	...	550	24	...	1	...	542	-	1 564	1 895	83
Totale verso l'Asia	15 833	88	11 759	1 228	635	139	123	12 893	20	42 718	225 208	19
Investimenti totali	123 528	703	1 135 519	9 608	2 637	471	1 553	52 830	1 344	1 328 193	7 733 214	17
Quota asiatica ¹	12,8	12,5	1,0	12,8	24,1	29,5	7,9	24,4	1,5	3,2	2,9	.
Quota invest. verso l'Asia ¹	7,0	0,0	5,2	0,5	0,3	0,1	0,1	5,7	0,0	19,0	.	.
Quota invest. verso l'Asia escluso il Giappone ¹	16,1	0,1	18,0	1,8	0,9	0,2	0,2	13,9	0,0	51,3	.	.

HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; JP = Giappone; KR = Corea; MO = Macao SAR; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia.

¹ In percentuale.

Fonte: FMI.

emesse da mutuatari dell'Asia escluso il Giappone[®] per un ammontare stimato in \$66 miliardi. In termini di scomposizione per paese, i principali beneficiari erano Singapore e Corea (come si evince dai dati BRI sulle emissioni obbligazionarie internazionali dell'Asia escluso il Giappone). Secondo, per due terzi del totale tali obbligazioni erano detenute in Asia, ivi compresi Hong Kong, Giappone, Singapore e Taiwan (cfr. il grafico a pagina precedente). La parte restante era detenuta per circa la metà da banche nel Regno Unito[®]. Le disponibilità in obbligazioni asiatiche delle banche dichiaranti del continente sono state compresse dalla concomitanza tra la perdita dell'accesso delle banche regionali ai mercati interbancari internazionali nel periodo del "premio Giappone" e la crisi asiatica, ma sono tornate a crescere da metà 1999.

[®] Ricomprende Hong Kong SAR, Macao SAR e Singapore, economie di norma classificate fra i centri offshore nell'ambito delle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale. [®] La scomposizione per paese delle disponibilità di obbligazioni internazionali segnalate dalle banche a Hong Kong è stimata mediante la scomposizione per paese dei prestiti, mentre le disponibilità obbligazionarie di Giappone e Singapore sono stimate dai dati su base nazionale relativi alle attività diverse dai prestiti.

Indagine dell'FMI sugli investimenti di portafoglio

L'indagine dell'FMI sugli investimenti esteri di portafoglio fornisce una matrice delle disponibilità obbligazionarie per l'Est asiatico e permette di inquadrarle in un contesto globale. Essa contiene i dati sulle posizioni a fine 2002 in titoli di debito a lungo termine denominati sia in valuta estera che in moneta nazionale. Tali dati vanno interpretati con una certa cautela poiché la scomposizione per paese è spesso incompleta.

I dati FMI denotano un livello non uniforme ma nel complesso elevato di "bias" regionale nelle disponibilità obbligazionarie per l'Asia escluso il Giappone. Quest'area detiene oltre la metà (51,3%) delle obbligazioni di mutuatari residenti (ultima riga della tabella). Nella prima colonna della tabella, ad esempio, si può notare come i residenti di Hong Kong abbiano investito il 12,8% del loro portafoglio obbligazionario internazionale in titoli asiatici; le dimensioni complessive di tale portafoglio fanno sì che Hong Kong concorra a una quota elevata (7%) degli investimenti internazionali in obbligazioni dell'Asia. Se si escludono le obbligazioni giapponesi, a Hong Kong fa capo il 16% delle disponibilità globali di titoli asiatici. Singapore investe in obbligazioni asiatiche una quota più elevata del suo portafoglio obbligazionario internazionale complessivo, ma – date le dimensioni del suo portafoglio – detiene una percentuale inferiore (13,9%) delle disponibilità globali di titoli dell'Asia escluso il Giappone. Questi dati confortano l'ipotesi di un "bias" regionale.

È interessante notare come non vi sia evidenza di preferenze regionali nel caso del Giappone, il paese asiatico che investe maggiormente all'estero. Sebbene le disponibilità giapponesi di obbligazioni asiatiche siano superiori a quelle di Hong Kong o Singapore (ultima riga della tabella), esse sono decisamente esigue dal punto di vista strettamente nipponico. Sul totale generale di \$7,7 trilioni di investimenti obbligazionari internazionali rilevati dall'indagine, circa \$225 miliardi (pari grosso modo al 3%) sono costituiti da titoli asiatici, di cui due terzi (\$160 miliardi) giapponesi. I titoli dell'Asia escluso il Giappone rappresentano pertanto circa l'1% delle disponibilità obbligazionarie globali. Anche gli investimenti del Giappone in titoli di altri paesi dell'Asia si collocano intorno all'1%, una percentuale che appare pressoché nella media. Malgrado le dimensioni del portafoglio e la prossimità geografica, quindi, il Giappone non detiene un ammontare sproporzionato di obbligazioni asiatiche. Una preferenza per i titoli della regione si riscontra invece nel caso degli investitori di Corea, Hong Kong, Indonesia, Macao (dove il regime di "currency board" nei confronti del dollaro di Hong Kong sembra esercitare un influsso), Malaysia e Singapore. Alla luce delle dimensioni degli investimenti, il "bias" regionale deriva per lo più dal comportamento dei gestori di portafogli di Hong Kong e Singapore. Il ruolo neutrale del Giappone da un lato e le preferenze regionali dei restanti paesi asiatici dall'altro sono all'origine dell'elevata incidenza nel continente degli investimenti internazionali in titoli dell'Asia escluso il Giappone (ultima colonna della tabella).

Ci si può ancora chiedere chi siano i titolari delle obbligazioni detenute nei centri finanziari di Hong Kong e Singapore. Nella misura in cui si tratta di disponibilità presso sussidiarie di banche con sede all'esterno della regione, è lecito domandarsi se si possa realmente parlare di "bias" regionale. Resta poi da vedere se gli investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione e i fondi pensione non detengano titoli in questi centri per finanziare passività nei confronti della rispettiva clientela non residente.

Sulla base dei dati esaminati, è possibile affermare che una quota sproporzionata di investimenti internazionali in obbligazioni emesse da mutuatari dell'Est asiatico è detenuta nei portafogli di banche e investitori istituzionali situati nella regione stessa. Se poi la titolarità ultima di tali investimenti sia in un modo o nell'altro analogamente concentrata nel continente asiatico rimane una questione aperta.

Un'analoga espansione dei depositi di residenti non bancari cinesi, unitamente alla contrazione dei crediti loro accordati da banche estere, è stata all'origine dei \$3 miliardi di deflussi netti dal paese. I soggetti non bancari cinesi hanno ritirato complessivamente \$0,9 miliardi di fondi in dollari USA depositati presso banche nel Regno Unito, accrescendo al tempo stesso di \$3 miliardi i depositi in valuta locale presso banche a Hong Kong SAR.

Diversificazione a scapito del dollaro USA nei depositi all'estero di banche in Cina

Se i depositi all'estero di banche in Cina sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al terzo trimestre in termini di volume, essi hanno nondimeno evidenziato un significativo cambiamento nella composizione per valuta (grafico 2.6, diagramma di destra). Il sistema bancario cinese nel suo insieme ha convertito in altre valute (principalmente asiatiche) il 7% circa dei suoi depositi complessivi in dollari, durante un trimestre in cui la moneta USA si deprezzava nei confronti sia dello yen sia di altre importanti divise. Le banche in Cina hanno rimpatriato depositi bancari in dollari per \$5 miliardi dagli Stati Uniti e per ulteriori \$2,6 miliardi da centri offshore. Nel contempo, esse hanno accresciuto per importi analoghi i depositi in yen presso banche in Giappone e quelli in valuta locale presso istituti di Hong Kong.

Secondo aumento record consecutivo dei crediti verso l'Europa emergente

All'origine degli afflussi netti vi sono un aumento senza precedenti delle attività verso l'Europa emergente ...

Come nel periodo precedente, anche nel quarto trimestre 2003 la crescita delle attività ha superato di gran lunga quella dei depositi all'estero, dando luogo ad afflussi netti verso l'Europa emergente per il quinto trimestre consecutivo. L'aumento dei crediti alla regione, pari a \$16 miliardi, è stato il più elevato dall'avvio delle rilevazioni BRI, surclassando il record (\$13 miliardi) segnato nel terzo trimestre. In conseguenza di ciò, le attività verso la regione sono salite al 24% del credito totale ai mercati emergenti, rispetto al 22% del trimestre precedente e al 20% di un anno prima. Di questa espansione, \$9 miliardi sono affluiti ai nuovi paesi membri della UE, in particolare a banche situate a Malta, nella Repubblica ceca, in Slovacchia e Ungheria, mentre la parte restante è per lo più imputabile ai nuovi prestiti concessi a banche in Russia. Sono aumentate anche le passività nei confronti della regione, di \$7,4 miliardi, dopo l'incremento ancor più consistente del terzo trimestre. All'origine di ciò vi sono ancora una volta i maggiori depositi effettuati da banche in Russia presso omologhe nell'area dichiarante alla BRI.

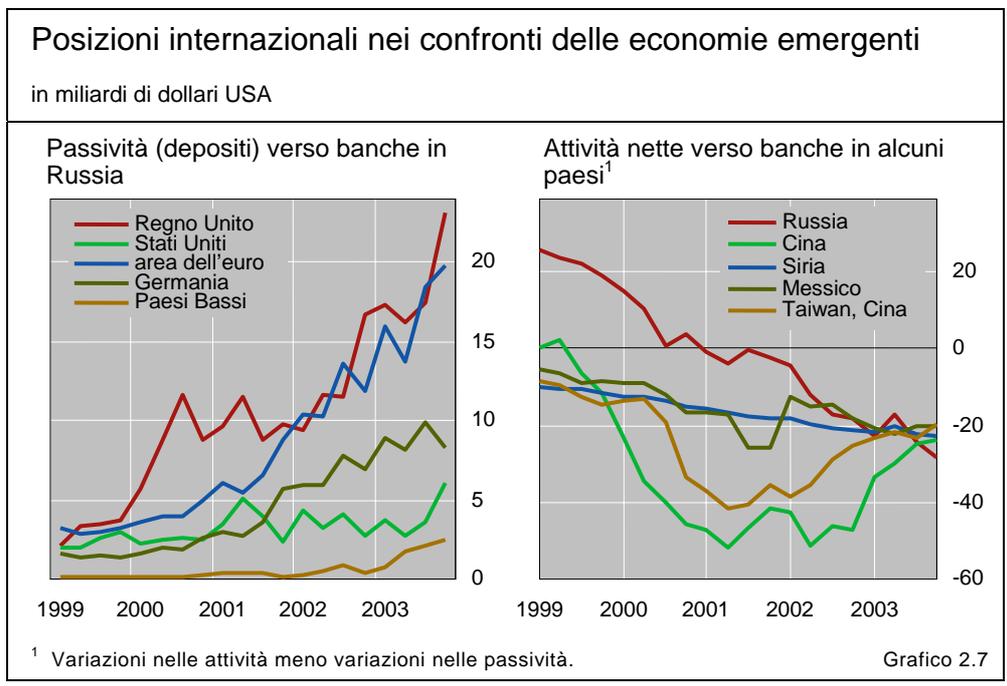
Diversamente dal trimestre precedente, quando gli investimenti in titoli governativi avevano fornito un importante contributo, nel periodo in esame l'espansione delle attività verso la regione va principalmente ascritta ai nuovi prestiti al settore bancario. Il totale delle attività verso questo comparto è aumentato di \$13 miliardi; nuovi crediti per complessivi \$9,4 miliardi sono stati concessi da banche nell'area dichiarante (principalmente in Austria, Regno Unito, Germania e Lussemburgo) a omologhe nei paesi europei emergenti (specie Russia, Malta, Repubblica ceca e Polonia). Le banche in Austria hanno inoltre incanalato al settore un ulteriore \$1 miliardo attraverso l'acquisto di titoli di debito emessi da banche in Ungheria, Russia e altri paesi.

... e i depositi all'estero di banche russe

Per il secondo trimestre consecutivo le banche in Russia hanno depositato ingenti somme all'estero, in concomitanza con un aumento delle riserve valutarie presso la banca centrale (grafico 2.7)¹². Di conseguenza, le passività totali nei confronti di tutti i settori del paese ammontano a \$57,7 miliardi; la

¹² Dopo la lieve diminuzione del terzo trimestre 2003, le riserve valutarie ufficiali detenute dalla banca centrale della Federazione russa (che comprendono le riserve facenti capo al Ministero delle Finanze) sono cresciute da \$58,3 a 73,2 miliardi nel quarto trimestre.

Russia diviene così all'interno dell'area emergente il quarto principale creditore lordo del sistema bancario internazionale (dopo Cina, Taiwan e Messico). Su base netta, l'espansione dei depositi del settore bancario in Russia nella seconda metà del 2003, insieme al rimpatrio di depositi esteri da parte di banche in Cina durante lo scorso anno, ha fatto del sistema bancario russo il principale erogatore di fondi tra i sistemi bancari dei paesi emergenti: esso fornisce su base netta \$28 miliardi alle banche dell'area dichiarante, seguito da Cina (\$24 miliardi) e Siria (\$23 miliardi)¹³. Nel trimestre in esame le banche in Russia hanno accresciuto i depositi in dollari USA nel Regno Unito e negli Stati Uniti per \$4,5 e 2,7 miliardi rispettivamente, e quelli in euro in Francia per \$2 miliardi.



¹³ I residenti russi di tutti i settori forniscono alle banche dell'area dichiarante \$8,5 miliardi su base netta complessiva.

I prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre 2004

Blaise Gadanez e Jesper Wormstrup

L'attività sul mercato dei prestiti consorziali internazionali nel primo trimestre – tradizionalmente fiacca – è stata ancora una volta trainata dal settore energetico. Le sottoscrizioni sono ammontate a \$244 miliardi, un volume che equivale su base destagionalizzata a quello del periodo precedente.

La raccolta dei prenditori statunitensi non si è discostata dalla media storica, con prestiti per \$132 miliardi, pari al 54% dell'attività internazionale complessiva. Le società più dinamiche sono state nuovamente quelle dei settori energetico ed elettrico, che hanno raccolto un totale di \$23 miliardi. Exxon Mobil Corp ha ottenuto una linea di credito rotativa per \$5,4 miliardi, l'operazione singola più ingente del periodo in esame. Negli ultimi trimestri si è assistito a un calo degli spread medi sui prestiti riferiti al prime rate USA ed erogati a mutuatari statunitensi, nonché a un allungamento della scadenza media dei prestiti. Questi sviluppi concordano con le recenti indicazioni di un allentamento nel primo trimestre dei criteri di affidamento per i prestiti commerciali e industriali negli Stati Uniti[®].

Il credito a prenditori dell'Europa occidentale è moderatamente cresciuto rispetto a un anno fa. Sono state allestite operazioni per \$69 miliardi, il 47% delle quali destinato a rifinanziamenti, una percentuale bassa in confronto agli standard storici. I finanziamenti collegati a operazioni di fusione e acquisizione hanno concorso al 23% del totale, in linea con le tendenze passate[®]. A ricevere gli importi più significativi sono state le imprese di distribuzione al dettaglio e di depurazione delle acque, nonché quelle del settore alberghiero.

La raccolta di prenditori dei mercati emergenti è stata eccezionalmente sostenuta: le sottoscrizioni hanno raggiunto il livello massimo mai registrato dal 1997 per un primo trimestre. Su un totale di \$21 miliardi, la quota più ragguardevole (\$8,6 miliardi) è andata ai mutuatari dell'Asia, grazie agli ingenti prestiti concessi alle industrie dell'elettronica e delle telecomunicazioni di Cina e Taiwan. Un consorzio internazionale ha allestito un'operazione di project finance per \$1 miliardo per finanziare la costruzione di un oleodotto fra la Turchia e l'Azerbaijan; erano 5 anni che residenti di quest'ultimo paese non partecipavano a un prestito consorziale.

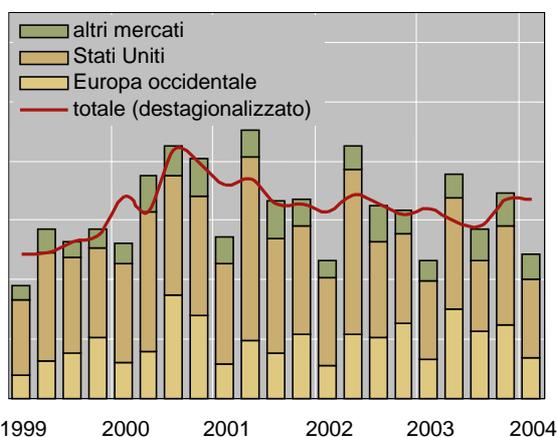
In previsione dell'ingresso nella UE, i mutuatari dei nuovi paesi membri hanno sospinto la raccolta dell'Europa emergente ai livelli massimi mai toccati nel primo trimestre dell'anno. Importi considerevoli sono stati assegnati a compagnie petrolifere polacche e al governo ungherese, che ha ottenuto un prestito stand-by da €500 milioni finalizzato alla gestione del debito e della liquidità. Ad aggiudicarsi la parte preponderante dei prestiti sindacati internazionali a favore di paesi candidati all'Unione europea negli ultimi anni sono state banche commerciali, società di telecomunicazione, nonché imprese energetiche e petrolifere.

Le operazioni di imprese messicane e cilene appartenenti ai settori energetico e dei trasporti hanno concorso a gran parte della raccolta latino-americana. In Africa e Medio Oriente l'attività è stata relativamente robusta, con sottoscrizioni per un totale di \$5,3 miliardi. National Iranian Oil Company ha ottenuto un credito al commercio per \$1,7 miliardi, l'operazione più elevata conclusa nel primo trimestre 2004 da un'entità appartenente all'area emergente.

Mercato internazionale dei prestiti consorziali

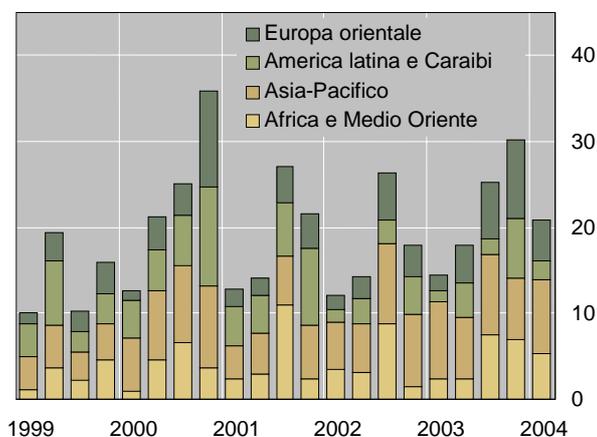
in miliardi di dollari USA

Prestiti sottoscritti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Prestiti alle economie emergenti



[®] Cfr. Federal Reserve Board, *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*, aprile 2004. [®] Le statistiche compilate dalla BRI non comprendono la linea creditizia per €16 miliardi allestita in favore di Sanofi-Synthelabo SA a sostegno dell'acquisizione di Aventis. Nel trimestre in esame questo prestito è stato finanziato, ma non sottoscritto.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Grazie alla ripresa dell'economia mondiale e alle favorevoli condizioni di finanziamento, nel primo trimestre 2004 i flussi di capitale nei mercati internazionali dei titoli di debito sono rimasti su livelli eccezionalmente elevati. Le emissioni nette sono salite a \$517,9 miliardi, segnando così il secondo record trimestrale consecutivo (tabella 3.1). Le emissioni annunciate di

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito								
in miliardi di dollari USA								
	2002	2003	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 011,4	1 470,4	357,7	349,6	303,4	459,8	517,9	12 051,5
Strumenti del mercato monetario ¹								
Commercial paper	1,7	75,4	55,4	3,7	-32,9	49,2	33,3	595,7
Obbligazioni e notes ¹	23,7	83,3	46,8	13,3	-25,4	48,7	8,9	420,9
A tasso variabile	1 009,7	1 395,1	302,4	345,8	336,3	410,6	484,5	11 455,8
Ordinarie a tasso fisso	198,8	392,7	66,7	74,1	98,1	153,9	154,2	2 961,9
Collegate ad azioni	800,8	981,2	235,4	271,1	233,9	240,8	337,3	8 143,0
Paesi sviluppati	10,2	21,1	0,3	0,6	4,3	15,9	-7,0	351,0
Stati Uniti	945,5	1 364,4	330,6	316,7	281,1	436,0	482,0	10 743,1
Area dell'euro	330,5	274,3	55,8	29,5	90,6	98,5	124,3	3 197,2
Giappone	479,1	768,7	211,9	208,2	124,9	223,8	231,3	5 119,9
Centri offshore	-22,7	-0,8	-3,5	-1,8	-3,7	8,1	6,3	280,0
Mercati emergenti	8,1	16,3	2,8	4,0	0,4	9,1	0,9	133,1
Istituzioni finanziarie	36,9	66,5	14,7	13,5	19,5	18,8	24,9	659,5
Private	833,4	1 189,3	274,0	248,1	256,5	410,7	414,0	8 849,5
Pubbliche	698,0	991,5	225,8	199,6	213,6	352,5	341,4	7 491,1
Imprese	135,4	197,8	48,2	48,5	42,9	58,2	72,7	1 358,4
Private	55,1	110,6	16,1	32,2	21,4	40,9	7,4	1 489,7
Pubbliche	44,4	92,8	8,4	29,5	17,7	37,2	-0,2	1 244,0
Governi	10,7	17,8	7,7	2,7	3,7	3,7	7,6	245,7
Organizzazioni internazionali	102,0	147,3	58,0	54,0	23,0	12,3	86,4	1 196,6
Per memoria: CP sull'interno ²	20,9	23,2	9,6	15,3	2,4	-4,2	10,1	515,7
di cui: USA	-102,9	-45,9	13,3	-27,2	-37,0	5,0	33,0	1 913,0
	-91,4	-81,3	-15,7	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	1 336,5

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il primo trimestre 2004, 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							
	2002	2003	2003				2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,3	2 884,4	759,1	755,9	657,2	712,3	1 018,0
Obbligazioni	1 164,9	1 610,0	436,5	424,6	343,9	405,0	606,5
Notes	934,5	1 274,4	322,6	331,3	313,3	307,3	411,5
A tasso variabile	602,5	963,9	231,5	233,6	241,2	257,6	355,6
Ordinarie a tasso fisso	1 454,1	1 832,5	509,4	505,8	389,1	428,2	645,6
Collegate ad azioni ¹	42,8	88,1	18,2	16,6	26,8	26,6	16,8
Dollaro USA	985,0	1 169,5	332,8	282,2	285,8	268,7	368,5
Euro	806,3	1 289,1	330,4	369,7	272,0	317,0	495,3
Yen	88,3	102,9	23,4	26,0	24,5	29,0	29,3
Altre valute	219,7	322,9	72,4	78,0	74,8	97,7	125,0
Istituzioni finanziarie	1 631,8	2 281,9	581,7	569,9	536,4	593,8	815,3
Private	1 361,2	1 920,0	488,6	467,7	455,3	508,5	688,3
Pubbliche	270,6	361,8	93,1	102,2	81,1	85,4	127,0
Imprese	211,4	270,7	56,7	78,1	67,0	68,8	63,1
di cui: settore telecom	46,0	54,8	23,3	9,5	8,0	14,1	11,6
Private	187,0	220,7	40,8	69,9	53,6	56,5	52,9
Pubbliche	24,5	50,0	15,9	8,3	13,4	12,3	10,1
Governi	171,8	239,4	81,6	79,2	39,0	39,6	109,6
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	39,1	28,6	14,7	10,1	30,1
Emissioni perfezionate	2 098,4	2 865,5	717,8	728,0	684,2	735,5	929,9
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 088,7</i>	<i>1 470,4</i>	<i>415,5</i>	<i>382,1</i>	<i>347,9</i>	<i>324,9</i>	<i>445,4</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

obbligazioni e notes, dilatate dalla necessità di rifinanziare cospicui volumi di prestiti in scadenza, hanno superato per la prima volta il trilione di dollari (tabella 3.2). I mutuatari sovrani – specie di Europa e America latina – sono stati fra i più attivi, mentre negli Stati Uniti e in Europa le istituzioni finanziarie hanno continuato a raccogliere fondi in misura consistente. Nel settore non finanziario, per converso, i collocamenti lordi hanno superato i rimborsi solo di stretta misura. Gli emittenti hanno in genere optato per obbligazioni ordinarie a tasso fisso ed è rallentato il ricorso a strutture collegate ad azioni.

La sostenuta attività di emissione è stata favorita dal livello storicamente basso degli spread creditizi su quasi tutta la gamma di rating. Nonostante il lieve aumento segnato nel corso del primo trimestre, i differenziali sono rimasti insolitamente esigui rispetto agli standard dell'ultimo quinquennio (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Ciò è a sua volta riconducibile alla ricerca di alti rendimenti da parte degli investitori, disposti ad assumere posizioni in certa misura più rischiose alla luce di rendimenti nominali straordinariamente bassi sulle attività prive di rischio.

Nel mese di aprile, in un contesto di aumento degli spread e di maggiori incertezze circa i tempi e le implicazioni del passaggio a un orientamento monetario meno accomodante negli Stati Uniti, i collocamenti sono rallentati in gran parte dei settori. Secondo alcuni dati preliminari, le nuove emissioni annunciate in quel mese sono state inferiori del 38% alla media mensile del primo trimestre. Nondimeno, le società a più basso rating e le economie emergenti europee avrebbero continuato la loro attività a ritmo sostenuto.

Vivace attività di istituzioni finanziarie ed emittenti a basso rating

Aumenta la raccolta delle istituzioni finanziarie

Nel primo trimestre la raccolta netta delle istituzioni finanziarie è rimasta su livelli storicamente elevati: \$414 miliardi, contro i \$411 del periodo precedente e una media trimestrale di \$297 miliardi nell'insieme del 2003. Per effetto del forte aumento dei rimborsi programmati, l'attività lorda delle istituzioni finanziarie ha registrato un balzo e le emissioni annunciate di obbligazioni e notes sono salite da \$594 a 815 miliardi. Tra i mutuatari più attivi figurano gli istituti per il finanziamento dell'edilizia residenziale negli USA e le banche europee.

I collocamenti delle imprese non finanziarie sui mercati internazionali dei titoli debitori sono stati invece relativamente ridotti: appena \$7 miliardi su base netta, rispetto ai quasi \$41 miliardi del periodo precedente e una media trimestrale di \$28 miliardi nel 2003. Le emissioni annunciate di nuove obbligazioni e notes sono scese da \$69 a 63 miliardi, nonostante il forte aumento dei rimborsi di titoli in scadenza.

Le imprese di qualità bancaria si rivolgono al mercato interno della CP ...

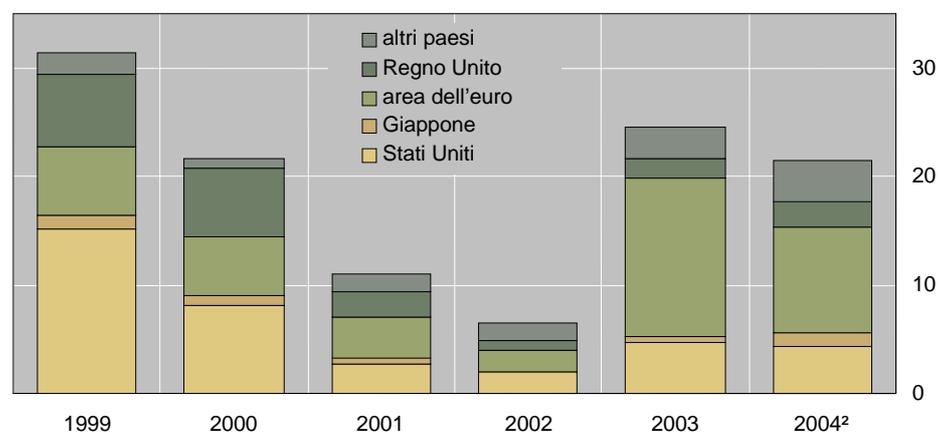
Il basso livello di attività netta del settore societario sul mercato internazionale è stato controbilanciato dalle maggiori emissioni di commercial paper (CP) sul mercato interno da parte di prenditori sia finanziari sia non finanziari. Nel primo trimestre la raccolta netta è salita a \$33 miliardi, dai \$5 miliardi del periodo precedente. Tale risultato è interamente ascrivibile all'impennata dei collocamenti netti di CP negli Stati Uniti, che hanno sfiorato i \$48 miliardi dopo diversi trimestri di flessione in termini di stock. La lenta dinamica delle emissioni obbligazionarie internazionali potrebbe indicare che, nelle fasi iniziali di un'espansione mondiale, le imprese sono riluttanti a indebitarsi a lungo termine e preferiscono finanziare una quota relativamente alta degli investimenti mediante posizioni a breve e fondi interni.

... mentre quelle a più basso rating preferiscono i mercati internazionali

Le imprese a più basso rating, tuttavia, hanno continuato a raccogliere sui mercati internazionali. Nel primo trimestre le emissioni annunciate di nuove obbligazioni high-yield da parte di prenditori dei paesi industriali sono ammontate a \$5,4 miliardi, in linea con la rapida evoluzione del 2003 (grafico 3.1). Come negli anni precedenti, tali titoli sono stati emessi per il 70% circa da imprese non finanziarie. Sorprendentemente, malgrado l'ampliamento degli spread creditizi l'attività del comparto ad alto rendimento non sembra essere rallentata in aprile. L'emissione decennale per €1,3 miliardi con rating B3/B annunciata in aprile dall'italiana SEAT Pagine Gialle rappresenta il più ingente prestito high-yield in assoluto.

Paesi sviluppati: emissioni di obbligazioni internazionali di qualità non bancaria¹

in miliardi di dollari USA; in base alla nazionalità dell'emittente



¹ Mutuatari con rating pari o inferiore a BB. ² Dati per il 2004 annualizzati in base alle emissioni del primo trimestre.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

Di riflesso alla ripresa dell'economia nipponica, per la prima volta dal 1999 le emissioni nette di titoli di debito dei prenditori giapponesi sono state positive per il secondo trimestre consecutivo, raggiugnandosi a \$6,3 miliardi, di cui \$3,8 ascrivibili a istituzioni finanziarie e \$2,5 a imprese non finanziarie. I collocamenti si sono ripartiti pressoché equamente tra dollaro, euro e yen.

Considerati nel loro insieme, i dati per il trimestre in esame delineano un quadro in cui, sullo sfondo di una ripresa mondiale lenta ma costante, sono stati concessi prestiti ai mutuatari che negli anni precedenti avevano avuto problemi di reperimento di fondi, come ad esempio emittenti a basso rating, proprietari di case in Europa, aziende private finanziate da banche e società giapponesi. Allo stesso tempo, i prenditori che nel 2003 avevano approfittato del calo dei tassi a lunga e dei minori spread (vedi le imprese di qualità bancaria) si sono concentrati sul rifinanziamento di titoli in scadenza e sull'aggiustamento della duration delle proprie passività. In aprile, all'aumentare delle turbolenze sui mercati, gli emittenti "investment grade" si sono ritirati, mentre i prenditori a più basso rating hanno mantenuto o incrementato la raccolta, coprendosi contro l'eventualità di un più difficile accesso ai capitali in un futuro prossimo.

Aumentano le emissioni in dollari a tasso variabile

Benché la composizione per valuta dei collocamenti sui mercati internazionali sia rimasta sostanzialmente invariata rispetto al quarto trimestre 2003 (tabella 3.3), gli emittenti in dollari si sono orientati verso i titoli a tasso variabile, mentre quelli in euro hanno preferito il tasso fisso. Negli ultimi anni gli annunci di nuove obbligazioni e notes denominate in dollari si sono in

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

in miliardi di dollari USA

		2002	2003	2003				2004
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Nord America	Dollaro USA	297,1	218,9	38,0	26,2	73,8	81,0	97,4
	Euro	40,2	52,0	16,3	6,3	14,9	14,6	14,3
	Yen	-7,0	-1,9	0,6	-1,8	-1,2	0,6	1,3
	Altre valute	12,3	25,1	1,9	7,6	6,0	9,6	11,8
Unione Europea	Dollaro USA	68,3	149,9	39,7	31,1	42,4	36,7	41,1
	Euro	462,6	742,2	203,5	212,4	116,6	209,7	221,3
	Yen	-26,2	-9,0	-4,5	-3,2	-3,5	2,2	1,9
	Altre valute	86,1	117,2	28,7	27,4	17,6	43,6	32,8
Altre aree	Dollaro USA	53,8	97,4	20,2	19,4	25,7	32,2	33,9
	Euro	20,1	39,6	8,1	14,5	8,9	8,1	41,2
	Yen	-10,1	6,9	-2,1	1,9	-2,2	9,2	1,8
	Altre valute	14,2	32,2	7,4	7,8	4,6	12,4	19,1
Totale	Dollaro USA	419,2	466,2	97,9	76,7	141,8	149,8	172,4
	Euro	522,9	833,8	227,8	233,2	140,3	232,4	276,8
	Yen	-43,3	-4,1	-6,0	-3,1	-6,9	12,0	5,0
	Altre valute	112,5	174,5	38,0	42,8	28,1	65,5	63,7

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

genere suddivisi all'incirca per il 25% sul tasso variabile e per il 75% sul tasso fisso. Nel periodo sotto rassegna, tuttavia, l'incidenza degli strumenti a tasso variabile sul totale è salita al 35%. Di conseguenza, la quota di emissioni a tasso variabile in dollari ha praticamente uguagliato quella in euro, che è stata pari al 36% nel primo trimestre di quest'anno, contro una media del 39% a partire dal 2000.

Non è chiaro il motivo per cui gli emittenti in dollari si siano orientati verso prodotti a tasso variabile allorché i rendimenti societari a lungo termine erano generalmente bassi, grazie al calo graduale dei tassi a lunga privi di rischio e ai minori spread creditizi. Se l'accresciuta incidenza delle istituzioni finanziarie all'interno del pool di mutuatari ha senz'altro svolto un ruolo, è anche vero che queste stesse istituzioni hanno intensificato a loro volta il ricorso a obbligazioni e notes a tasso variabile in dollari USA, che sono salite nel primo trimestre al 39% delle loro emissioni annunciate (contro il 31% dei quattro anni precedenti). Durante il periodo la curva dei rendimenti in dollari USA è risultata più ripida di quella in euro: il rendimento dei titoli di Stato decennali ha superato i tassi a tre mesi di 300 punti base circa per il dollaro e di 200 punti per l'euro; in termini relativi, tuttavia, la pendenza di entrambe le curve è rimasta sostanzialmente invariata rispetto alla dinamica osservata per quasi tutto il 2003. Gli emittenti in dollari potrebbero aver visto nei titoli a tasso variabile un modo per avvantaggiarsi dei bassi costi di finanziamento a breve prima di un aumento del tasso sui federal fund da parte della banca centrale statunitense,

nell'aspettativa di poter ancora mutuare fondi a lungo termine a costi relativamente contenuti una volta terminato il ciclo restrittivo.

Area dell'euro: intensa attività internazionale degli emittenti sovrani

L'aumento complessivo della raccolta netta nel primo trimestre è riconducibile a un'espansione ancor maggiore dei collocamenti netti dei governi dell'area dell'euro, balzati dai \$6,8 del trimestre precedente a \$75,6 miliardi; le loro emissioni annunciate sono salite da \$26 a 91 miliardi nello stesso periodo. In certa misura, tale intensa attività sconta un andamento stagionale, visto che dal 2000 i prenditori sovrani dell'area concentrano nel primo trimestre le loro emissioni. Tuttavia, i prestiti collocati in questo periodo dell'anno sono andati crescendo costantemente: \$23 miliardi nel 2000 e nel 2001, \$43 miliardi nel 2002 e \$55 miliardi nel 2003. In ciascun caso si è trattato principalmente di euroobbligazioni a tasso fisso in euro. Nel primo trimestre 2004 gli emittenti più dinamici sono stati l'Italia (\$29 miliardi su base netta), la Germania (\$16 miliardi, specie amministrazioni locali) e la Grecia (\$14 miliardi). Il volume delle singole emissioni è stato di norma ingente, e finalizzato a incoraggiare la liquidità. Ad esempio, il governo italiano ha emesso titoli trentennali per €4 miliardi in gennaio, titoli decennali per €5 miliardi in febbraio e obbligazioni a 16 anni per €8 miliardi in marzo.

Tali cifre rispecchiano in larga misura l'evoluzione attuale dei mercati finanziari europei, laddove i governi cercano di trarre vantaggio dalla moneta unica per estendere la propria base di finanziamento al di là dei mercati interni. A fine 2003 erano in essere sui mercati internazionali \$608 miliardi di obbligazioni sovrane di paesi dell'area dell'euro, rispetto a \$4,9 trilioni circa sull'insieme dei mercati nazionali. Mentre gli investitori in euro tentano di accrescere la diversificazione geografica dei propri portafogli, i prenditori sovrani – e in particolare i governi dei paesi minori dell'area – hanno ritenuto necessario diversificare le fonti di finanziamento. Il calo delle commissioni applicate dalle banche di investimento negli ultimi anni ha contribuito ad aumentare l'attrattiva delle sottoscrizioni a fermo sui mercati internazionali, a scapito delle emissioni in asta sul mercato interno. Il ricorso al canale internazionale è concentrato su un numero relativamente ristretto di governi dell'area, a indicare che tale processo si trova ancora in una fase precoce di sviluppo.

I mutuatari sovrani trainano l'aumento complessivo delle emissioni nette ...

... di riflesso all'ulteriore integrazione dei mercati dei capitali europei

Il mercato dell'eurocommercial paper continua a espandersi

Le emissioni lorde di eurocommercial paper (ECP, ossia CP emessa al di fuori del mercato di origine del debitore) sono salite da \$333 a 360 miliardi, contro una media trimestrale di \$300 miliardi nel 2003. Gran parte delle nuove emissioni sono state utilizzate per rinnovare prestiti in essere, sicché in termini netti esse sono ammontate ad appena \$9 miliardi. L'11% circa della raccolta lorda è riconducibile al settore non finanziario, una quota solo di poco superiore a quella osservabile sul mercato interno USA (9%).

Nonostante l'incidenza relativamente contenuta dell'ECP sulla raccolta netta complessiva, la crescita di questo mercato come veicolo di finanziamento

per il capitale circolante e come sbocco per gli investimenti a breve termine è degna di nota. Offrendo ai prenditori un'alternativa al credito bancario a breve, la CP riduce l'esposizione del sistema finanziario agli shock transitori che potrebbero colpire il sistema bancario. Il mercato è sempre più dominato dai mutuatari europei: il 75% circa delle emissioni lorde del primo trimestre è riconducibile a prenditori di paesi europei sviluppati, rispetto al 66% del primo trimestre 1999. Nello stesso periodo la quota di emissioni in euro e sterline britanniche è salita dal 38 al 66%. Come nel citato caso delle emissioni sovrane europee sui mercati internazionali, l'espansione dell'ECP costituisce anch'essa una tappa importante nello sviluppo dei mercati dei capitali europei.

Economie emergenti: la raccolta cresce ancora a ritmo sostenuto

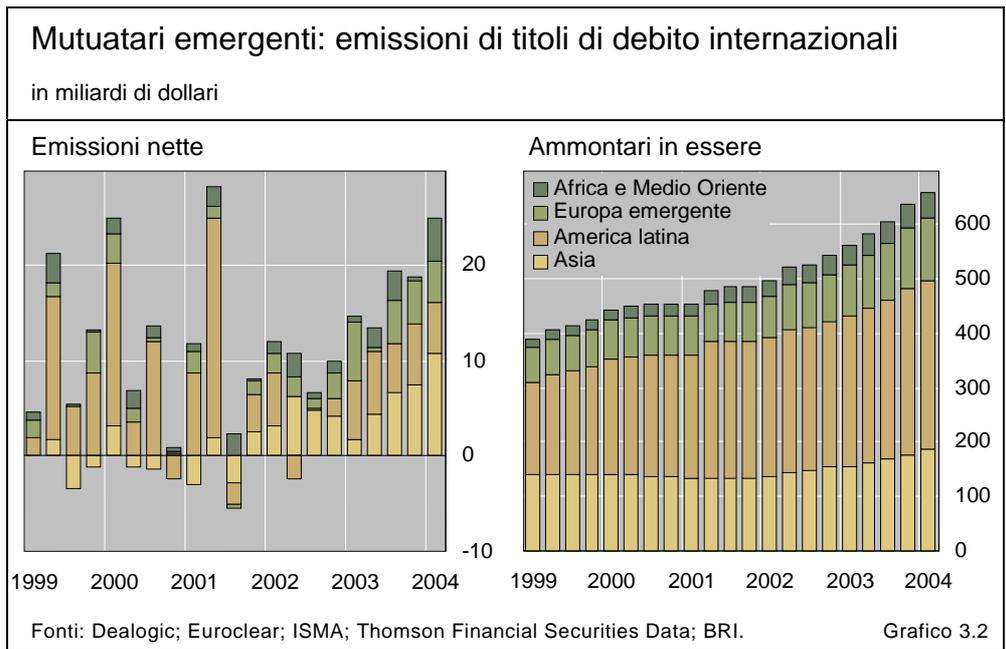
Aumenta la raccolta grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento

L'attività dei mutuatari emergenti sui mercati internazionali dei titoli di debito ha proseguito nella sua dinamica ascendente. Le emissioni nette sono salite da \$18,8 a 24,9 miliardi nel primo trimestre (grafico 3.2). I prenditori dell'area hanno beneficiato di favorevoli condizioni di finanziamento: gli spread sui loro prestiti hanno toccato in gennaio i minimi storici (cfr. il grafico 1.8 nel "Quadro generale degli sviluppi"). Anche dopo il lieve ampliamento di febbraio e marzo, dovuto in parte alla vivace attività di emissione, i differenziali sono rimasti molto bassi se rapportati al recente passato.

L'ondata di vendite che ha interessato in aprile le obbligazioni dei paesi emergenti ha tuttavia determinato un rallentamento dell'attività di raccolta: secondo dati preliminari, in tale mese le nuove emissioni annunciate sono state inferiori del 25% alla media storica del primo trimestre. Il calo si è distribuito in modo omogeneo fra America latina, Asia, Africa e Medio Oriente. L'attività nei paesi emergenti europei è rimasta invece vigorosa, di riflesso al favorevole clima di mercato in vista dell'allargamento dell'Unione europea in maggio.

I mutuatari asiatici sono stati particolarmente attivi nel primo trimestre, con emissioni nette totali per \$10,7 miliardi, il livello più alto dal 1997. Soggetti privati coreani – specie istituzioni finanziarie – hanno raccolto \$4,6 miliardi, mentre il settore delle imprese non finanziarie taiwanesi ha mutuato fondi per \$2,1 miliardi. Anche vari emittenti sovrani asiatici hanno collocato prestiti per un ingente ammontare. La Repubblica delle Filippine ha lanciato titoli internazionali per \$2,0 miliardi, oltre la metà dei quali (\$1,18 miliardi) destinata allo scambio di varie emissioni in essere (in gran parte con scadenza fra il 2007 e il 2009) contro una nuova obbligazione 2011 a tasso fisso. La Repubblica di Indonesia – promossa da Standard & Poor's a B nell'ottobre scorso e quotata CCC+ solo un anno fa – è tornata con notevole successo sui mercati mobiliari internazionali: dopo un'assenza di sette anni, il 10 marzo ha raccolto \$1 miliardo con un'obbligazione decennale a tasso fisso; nonostante il basso merito di credito, l'emissione è stata chiusa ad appena 277 punti base al disopra del Treasury decennale, uno spread inferiore a quello di emissioni sovrane equiparabili con rating più elevato (come ad esempio quelle della Repubblica delle Filippine e della Repubblica di Turchia). Anche la Repubblica Islamica del Pakistan ha fatto ritorno al mercato dopo oltre sei anni di assenza,

La Repubblica di Indonesia si riaffaccia sul mercato



collocando il 19 febbraio un'obbligazione quinquennale a tasso fisso per nominali \$500 milioni. Fonti di mercato hanno segnalato una richiesta insolitamente forte di titoli asiatici da parte degli investitori USA, anche se gli operatori della regione hanno continuato a sottoscrivere una quota sproporzionata di emissioni asiatiche (cfr. il riquadro a pag. 24).

In America latina la raccolta netta è interamente riconducibile agli emittenti sovrani, che hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento all'inizio dell'anno per effettuare collocamenti consistenti, spesso di titoli con scadenza a 20 o 30 anni. Fra i mutuatari figurano sia paesi che partecipano frequentemente ai mercati internazionali – come la Repubblica federale del Brasile, gli Stati Uniti del Messico e la Repubblica Bolivariana del Venezuela – sia quelli con una presenza più sporadica. Quest'ultimo gruppo comprende la Repubblica del Cile, la Repubblica del Costa Rica e il Governo della Giamaica, che tra gennaio e gli inizi di febbraio hanno colto l'occasione per soddisfare l'intero fabbisogno di finanziamento esterno previsto per il 2004.

Anche nell'Europa emergente l'attività è stata dominata dai soggetti sovrani. Il principale emittente è stato la Repubblica di Polonia, che ha raccolto \$3,1 miliardi: un nuovo prestito quinquennale per €1,5 miliardi agli inizi di gennaio – che per il paese rappresenta l'importo più elevato in sede di prima emissione – è stato seguito in marzo da un incremento per €700 milioni dell'emissione benchmark corrente nel segmento decennale, che ha toccato così l'importo di €3 miliardi, record della regione. Per giunta, con il lancio di una nota quinquennale per nominali CHF400 milioni, il paese è divenuto il primo mutuatario sovrano emergente a raccogliere in franchi svizzeri da oltre cinque anni. Fra i prenditori privati spiccano le istituzioni finanziarie russe, con \$1,2 miliardi di emissioni nette. Precedentemente in Russia i collocamenti privati sui mercati internazionali erano appannaggio delle grandi società, soprattutto dei settori estrattivo e delle telecomunicazioni. L'ingente raccolta delle istituzioni finanziarie, che va ad aggiungersi ai \$4,2 miliardi netti già

I bassi costi di finanziamento agli inizi del 2004 richiamano i mutuatari sovrani latino-americani ...

... e dell'Europa emergente

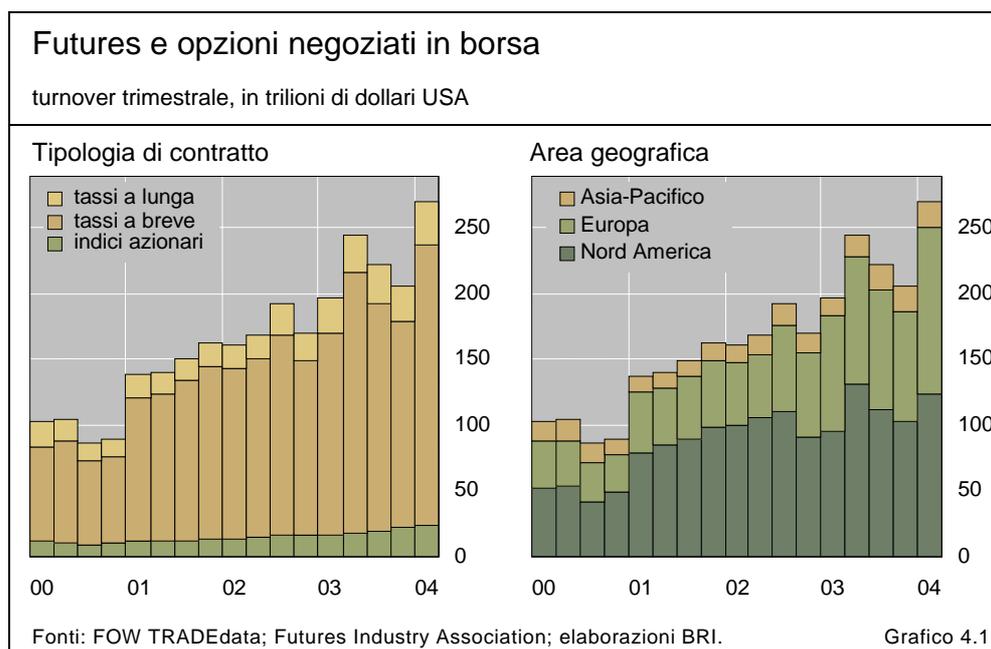
collocati dal settore nel 2003, rappresenta pertanto un'ulteriore tappa nel ritorno della Russia ai mercati finanziari internazionali dopo la moratoria del 1998.

Anche altri mutuatari sovrani dell'Europa emergente hanno effettuato emissioni nel periodo sotto rassegna. Agli inizi dell'anno la Repubblica di Turchia ha approfittato dei bassi costi di finanziamento per emettere nel giro di poche settimane un'obbligazione trentennale da \$1,5 miliardi e una decennale per €1 miliardo. Analogamente, ai primi di gennaio la Repubblica d'Ungheria ha coperto un terzo delle sue emissioni internazionali programmate per il 2004 con un'obbligazione a 10 anni da €1 miliardo. Altri collocamenti significativi nel trimestre sono quelli della Repubblica di Lettonia (un prestito decennale per €400 milioni), della Repubblica di Lituania (€600 milioni, a nove anni) e del Governo dell'Ucraina (\$600 milioni, a sette anni). Alimentate da questa intensa attività dei mutuatari sovrani, le emissioni lorde dell'Europa emergente hanno segnato nel primo trimestre il massimo storico di \$11,8 miliardi.

Le accresciute emissioni di istituzioni finanziarie in Israele, Sudafrica e negli Emirati Arabi Uniti hanno determinato livelli record di attività in Africa e Medio Oriente. La società israeliana Teva Pharmaceutical Industries Ltd ha raccolto l'importo più elevato (\$1,1 miliardi) con due obbligazioni convertibili lanciate attraverso un veicolo finanziario negli Stati Uniti. Nella categoria degli emittenti sovrani, l'emissione più consistente della regione è stata effettuata dalla Banque Centrale de Tunisie (che raccoglie fondi in valuta per conto dello Stato) con un titolo settennale a tasso fisso per €450 milioni, il più ingente prestito in euro mai collocato dal paese.

4. I mercati degli strumenti derivati

Il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati finanziari rilevate regolarmente dalla BRI è tornato a crescere nel primo trimestre 2004. Il valore totale delle contrattazioni in prodotti su tassi di interesse, indici azionari e valute è ammontato a \$272 trilioni, con un aumento del 31% rispetto al trimestre precedente (grafico 4.1). Si tratta del maggiore incremento percentuale dal primo trimestre 2001, quando l'espansione aveva toccato il 55%. Gli scambi di contratti sul reddito fisso e su valute sono stati particolarmente vivaci, crescendo in entrambi i casi di circa il 35%; l'attività su indici azionari è risultata al confronto modesta, con un aumento di appena il 9%. Il turnover mondiale nell'arco del trimestre è stato sospinto da un marcato recupero dell'attività in marzo, quando gli scambi giornalieri in molte borse hanno raggiunto nuovi record. L'attività in opzioni su tassi a breve europei e in futures su titoli di Stato tedeschi si è fatta decisamente intensa allorché fra gli operatori è prevalsa la convinzione che i deboli dati economici avrebbero indotto la BCE ad abbassare i tassi ufficiali. Per la prima volta le negoziazioni complessive di strumenti a reddito fisso sulle borse europee hanno superato in termini di valore quelle sui mercati nordamericani.



I più recenti dati semestrali pubblicati dalla BRI sulle posizioni aggregate nel mercato dei derivati over-the-counter (OTC) mostrano una vivace attività nella seconda metà del 2003, con un aumento del 16% – a quasi \$200 trilioni – dell'ammontare nozionale dei contratti in essere. L'incremento, che fa seguito a un'espansione del 20% nel semestre precedente, appare particolarmente soddisfacente se raffrontato al calo del 3,8% delle posizioni aperte nei mercati regolamentati. All'opposto, i valori lordi di mercato dei contratti negoziati fuori borsa sono scesi del 12% negli ultimi sei mesi del 2003, dopo aver evidenziato una dinamica positiva di crescita dal 2001. La flessione è in gran parte riconducibile al segmento degli swap di tasso di interesse, vista la relativa stabilità dei rendimenti durante il periodo di rilevazione.

I segnali di una crescita vacillante in Europa alimentano l'attività sul reddito fisso

Nel primo trimestre 2004 il volume aggregato degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso è fortemente aumentato – del 34%, a \$247 trilioni – dopo il calo del 9% nel periodo precedente. La crescita è riconducibile agli intensi scambi nei due maggiori segmenti, ossia i contratti del mercato monetario e quelli su titoli di Stato. I primi – compresi quelli riferiti ai tassi su eurodollaro, Euribor ed euroyen – hanno guadagnato il 35%, salendo a \$213 trilioni, mentre le contrattazioni di strumenti a più lungo termine (tra cui quelli su obbligazioni governative statunitensi, tedesche e giapponesi) sono aumentate del 25%, a \$33 trilioni.

Netto aumento dell'attività sul reddito fisso ...

Un aspetto degno di nota dell'attività sul reddito fisso nel primo trimestre è stato il volume senza precedenti toccato dalle transazioni in marzo, pari a \$98 trilioni a livello globale, con un aumento del 40% rispetto a febbraio e del 49% rispetto alla media mensile del 2003.

... specie in marzo ...

Gli scambi sono stati intensi in tutte le principali regioni. L'incremento più pronunciato si è avuto in Europa, dove il turnover trimestrale ha segnato un balzo del 53% (a \$122 trilioni), contro il 20% (a \$112 trilioni) del Nord America e l'8% (a \$11 trilioni) dell'Asia-Pacifico. In conseguenza di ciò, il volume dell'attività sul reddito fisso nelle piazze europee ha per la prima volta superato quello nelle borse valori nordamericane.

L'aumento percentuale messo a segno in Europa nel trimestre in esame è il secondo più elevato dal 1993, anno in cui la BRI ha iniziato a raccogliere dati trimestrali sull'attività di borsa in strumenti derivati¹. Insolitamente alte sono state le contrattazioni in strumenti del mercato monetario, il cui turnover è salito di quasi il 60%, a \$102 trilioni (grafico 4.2); all'interno di questo segmento, i futures sono cresciuti del 38%, a \$68 trilioni, e le opzioni collegate del 126%, a \$34 trilioni. Vivaci anche gli scambi di prodotti a più lungo termine, soprattutto su titoli governativi tedeschi, con un'espansione del 29%, a

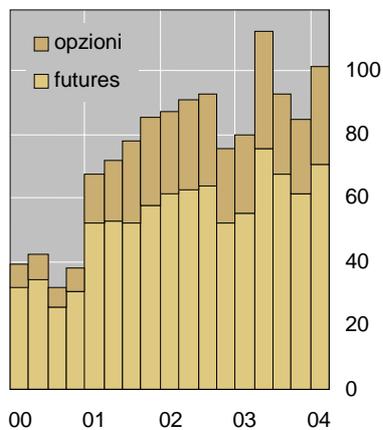
... e sugli strumenti del mercato monetario europeo

¹ Il massimo incremento percentuale in assoluto, pari al 65%, è stato registrato nel marzo 2001.

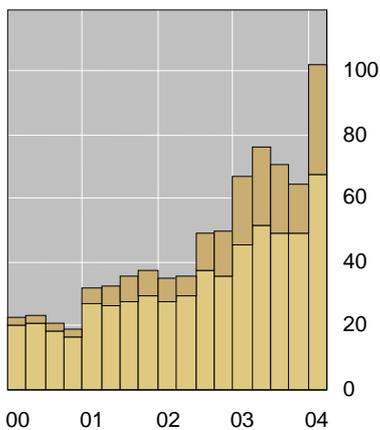
Contratti su tassi di interesse a breve

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

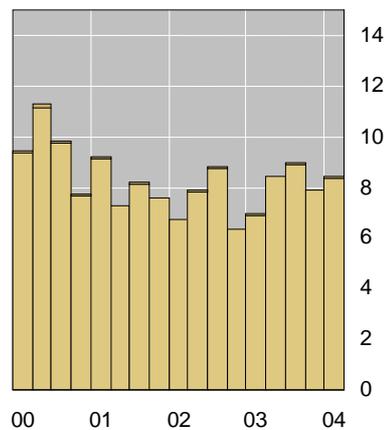
Nord America



Europa



Asia-Pacifico



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

Grafico 4.2

Rilevanza dei fattori macroeconomici in Europa

\$20 trilioni (grafico 4.3); i futures sono cresciuti del 29%, a \$18 trilioni, e le relative opzioni del 40%, a \$2 trilioni. L'intensificarsi dell'attività europea sul reddito fisso ha rispecchiato gli andamenti macroeconomici, e in particolare le mutevoli aspettative dei mercati finanziari sulla politica monetaria (cfr. oltre), ma potrebbero avervi contribuito anche altre tendenze di più lungo periodo. Dall'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999, i mercati del reddito fisso dell'area dell'euro sono divenuti sempre più liquidi: ciò potrebbe aver favorito l'attività di copertura e di posizionamento sui mercati dei derivati.

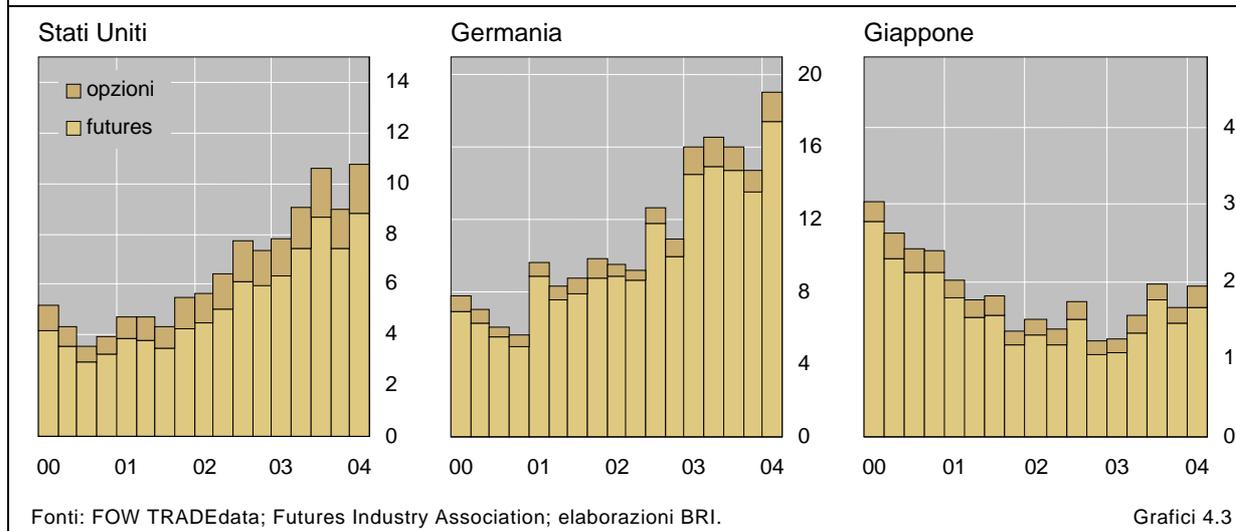
Impennata dell'attività in strumenti del mercato monetario ...

Gli scambi aggregati sul reddito fisso in Europa hanno raggiunto un nuovo massimo in marzo. Nell'ultima settimana del mese le condizioni sui mercati monetari dell'area dell'euro – che erano rimaste relativamente calme per gran parte del primo trimestre – hanno subito un repentino mutamento. Il 24 marzo i prezzi di futures e opzioni su tassi Euribor sono balzati ai massimi degli ultimi nove mesi e il valore complessivo delle relative contrattazioni sull'Euronext.liffe è salito a livelli record in seguito alle dichiarazioni di esponenti della BCE secondo cui la fiducia dei consumatori nell'area dell'euro non teneva il passo con la fase corrente di ripresa e vi era spazio di manovra per la politica monetaria. Tali affermazioni hanno rafforzato negli operatori le attese di un'imminente riduzione dei tassi ufficiali. Il 24 e 25 marzo il volume delle transazioni in opzioni riferite ai futures sull'Euribor è stato insolitamente elevato, superando di un margine significativo quello degli stessi futures. Gli scambi di opzioni su tassi del mercato monetario tendono spesso ad aumentare relativamente a quelli dei futures allorché gli operatori rivedono le attese sui tassi a breve o non concordano sull'orientamento della politica monetaria. Il 25, 26 e 30 marzo il prezzo dei futures sull'Euribor ha raggiunto nuovi picchi, ma l'attività è tornata su volumi più "normali".

... soprattutto opzioni ...

Contratti su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



I contratti su titoli di Stato tedeschi hanno evidenziato un andamento leggermente diverso da quello osservato sui mercati monetari. Nei primi due mesi dell'anno i mercati obbligazionari dell'area dell'euro si sono mossi all'interno di una fascia di oscillazione alquanto ristretta, reagendo in maniera per lo più pacata agli annunci macroeconomici statunitensi. Tale situazione è tuttavia mutata drasticamente agli inizi di marzo. In particolare, il 5 del mese le negoziazioni sull'Eurex sono salite a livelli record per la brusca reazione dei mercati finanziari alle statistiche di febbraio sull'occupazione USA dei settori non agricoli, risultate di molto inferiori alle attese. L'attività si è impennata nuovamente il 29 marzo, quando il calo del cambio euro/dollaro ai minimi dell'anno ha provocato vendite di obbligazioni dell'area. Alcuni operatori hanno fatto rilevare che il turnover sui titoli di Stato tedeschi potrebbe essere stato sostenuto dagli aggiustamenti di "carry trade" comportanti posizioni corte in dollari e lunghe in euro. Di fronte alle minori aspettative di un inasprimento monetario statunitense indotte dai deboli dati sull'occupazione e alla persistente debolezza economica in Europa, tali strategie speculative erano divenute appetibili agli occhi degli operatori nella prima parte del mese.

... e contratti su titoli di Stato tedeschi

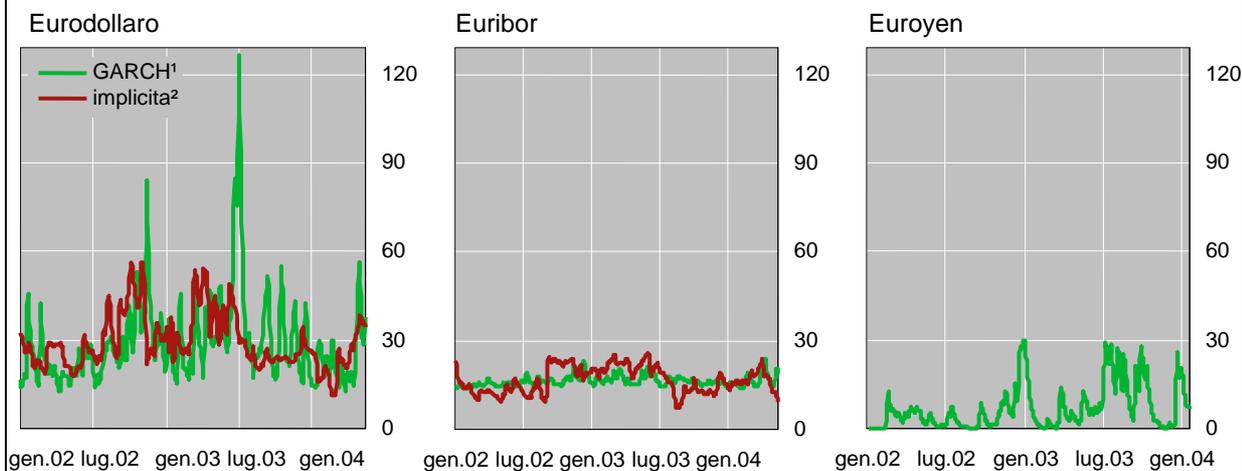
L'attività nel comparto a reddito fisso in Nord America è cresciuta meno che in Europa. Essa è stata però piuttosto vivace: sia gli strumenti del mercato monetario sia quelli a più lungo termine hanno segnato aumenti del 20%, a \$101 e \$11 trilioni rispettivamente. Come gli omologhi contratti europei, anche i futures su tassi del mercato monetario USA sono aumentati più lentamente rispetto alle opzioni collegate (+15%, a \$71 trilioni, contro +32%, a \$31 trilioni). Tale andamento si osserva anche per futures e opzioni su Treasuries, i primi saliti del 18%, a \$88 trilioni, e le seconde del 28%, a \$20 trilioni. Fatta eccezione per alcune giornate di marzo (cfr. oltre), le condizioni di mercato in Nord America non sono state particolarmente volatili nel trimestre (grafico 4.4).

Attività sul reddito fisso in Nord America piuttosto vivace ...

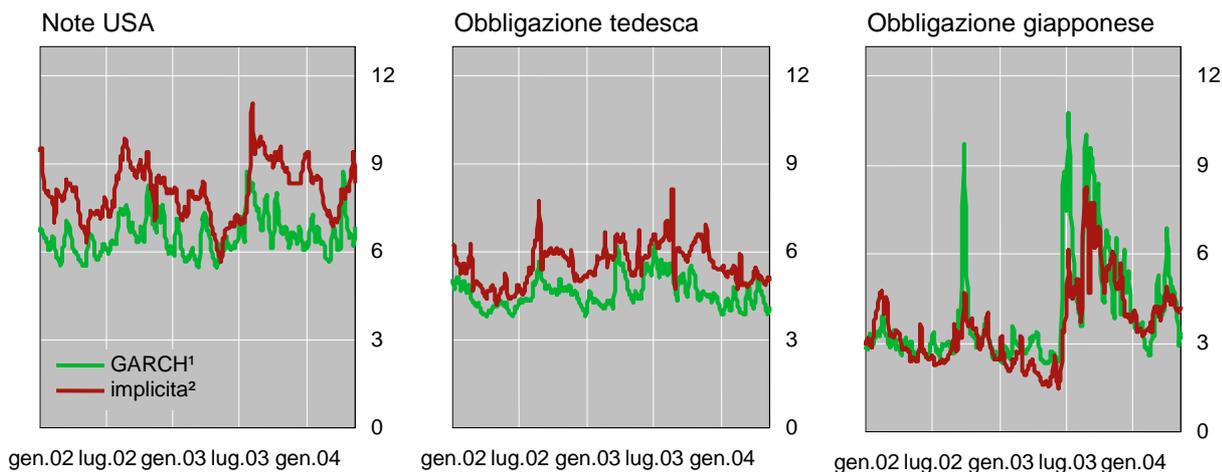
Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni

Mercati monetari



Mercati dei titoli pubblici (scadenze decennali)



¹ Volatilità condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere di rendimenti su eurovalute e prezzi obbligazionari, in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 4.4

... grazie all'evoluzione delle prassi di gestione del rischio ...

... e alla maggiore concorrenza fra le borse

Fonti di mercato segnalano che l'attività nella regione potrebbe essere stata sostenuta dalle mutate prassi di gestione del rischio degli intermediari. Alcuni degli utilizzatori più attivi di derivati, compresi gli operatori sul grande mercato ipotecario statunitense, avrebbero reagito alle turbolenze della scorsa estate adeguando frequentemente le proprie coperture sui mercati a pronti e a termine, e accrescendo il ricorso alle opzioni. Tali cambiamenti hanno lo scopo di attenuare le potenziali pressioni sui bilanci esercitate da variazioni improvvise nelle condizioni di mercato. L'aumento dell'attività USA sul reddito fisso potrebbe altresì essere collegato alla vigorosa risposta delle borse di Chicago alla sfida competitiva posta dall'apertura in febbraio di Eurex US,

un'affiliata interamente elettronica della borsa tedesco-svizzera Eurex AG². Il Chicago Mercantile Exchange (CME) e il Chicago Board of Trade (CBOT) hanno reagito offrendo incentivi finanziari addizionali a varie categorie di operatori, specie per l'uso delle proprie piattaforme telematiche.

Anche negli Stati Uniti le negoziazioni di strumenti a reddito fisso hanno toccato nel complesso nuovi massimi in marzo. Gli scambi di contratti sull'eurodollaro presso il CME hanno segnato un nuovo record giornaliero dopo la pubblicazione dei dati sull'occupazione USA nei settori non agricoli il 5 marzo; i volumi sono aumentati sostanzialmente su base mensile, ma l'attività è rimasta inferiore al massimo storico del giugno 2003. I contratti del CBOT su notes e bond del Tesoro USA hanno mostrato una dinamica senza precedenti; dopo il picco giornaliero del 5 marzo, essi sono stati oggetto di vivaci scambi anche nell'ultima settimana del mese, specie il 26 marzo, quando i mercati statunitensi del reddito fisso hanno risentito dell'annuncio di dati migliori del previsto su redditi delle famiglie e clima di fiducia delle imprese.

Nella regione Asia-Pacifico l'espansione dell'8% del primo trimestre è il frutto di influssi contrastanti. Per ciò che concerne l'Asia il calo dell'11% di Singapore ha più che compensato l'aumento del 14% in Giappone, determinando nell'insieme del continente un calo del 2%, a \$7 trilioni. In Oceania la crescita è stata robusta e il turnover totale è salito del 37%, a \$4 trilioni. Dopo il minimo raggiunto nel quarto trimestre 2002, l'attività in Australia ha messo a segno un notevole recupero. Alcuni dei fattori alla base di tale aumento, fra cui l'impiego di derivati per la copertura dell'emissione di obbligazioni societarie, sono stati trattati nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2004.

Anche l'attività USA sul reddito fisso sale a livelli record in marzo

Andamenti contrapposti dell'attività sul reddito fisso nell'Asia-Pacifico

La debolezza del dollaro continua a stimolare i contratti su valute

Il turnover dei derivati valutari negoziati nelle sedi regolamentate, che per valore rappresentano solo una quota esigua dei derivati finanziari di borsa monitorati dalla BRI, ha raggiunto nel primo trimestre 2004 la cifra di \$2 trilioni, con un aumento del 35% rispetto al trimestre precedente.

L'attività è stata influenzata dall'andamento del dollaro, che nella prima quindicina di febbraio è ulteriormente calato rispetto a gran parte delle valute principali, per poi segnare una netta ripresa fino ai primi di marzo (grafico 4.5). Come spesso avviene all'invertirsi di una tendenza di mercato, il volume aggregato delle transazioni si è impennato raggiungendo un nuovo record in marzo, quando i contratti sulla coppia dollaro/euro – la più attivamente scambiata – sono saliti del 25%, a \$290 miliardi, mentre un'espansione ancora maggiore si è osservata per i contratti su altre importanti valute. Le transazioni

Aumenta il turnover dei derivati valutari ...

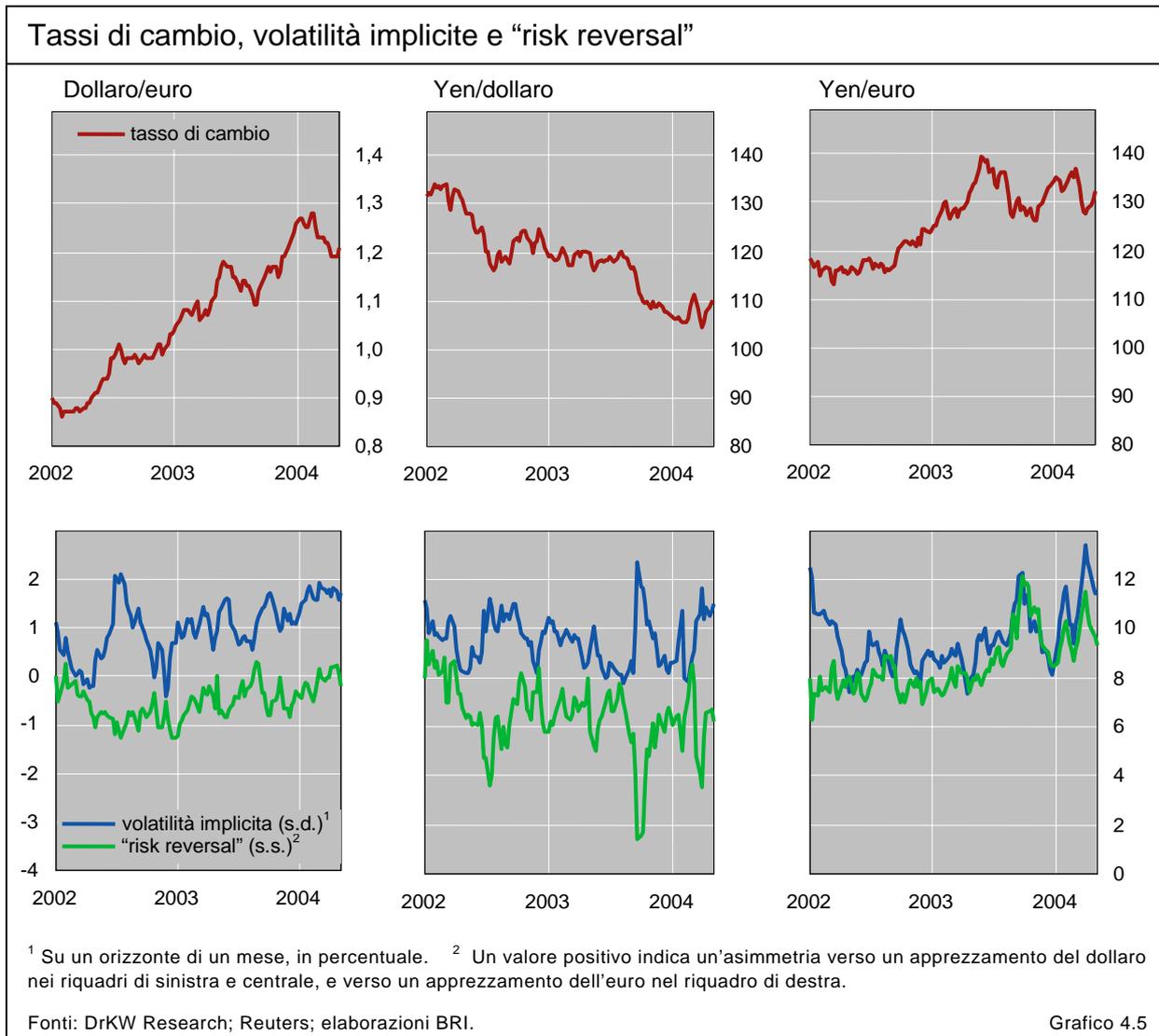
... per effetto di un'inversione di tendenza

² Eurex US si è inizialmente concentrata su futures e opzioni riferiti a notes e bond del Tesoro USA, ma intende espandere la propria offerta ad analoghi strumenti su titoli di Stato tedeschi e a futures sugli indici europei DAX e Dow Jones Euro STOXX 50 SM. Clearing Corporation, con sede a Chicago, funge da organo di compensazione per Eurex US negli Stati Uniti. In caso di approvazione da parte della Commodity Futures Trading Commission USA, verrà istituito un collegamento di compensazione globale fra Clearing Corporation ed Eurex Clearing AG.

in dollari USA con contropartita in yen, sterline, dollari canadesi e franchi svizzeri sono cresciute rispettivamente del 53, 61, 57 e 56%.

Ripresa dei contratti valutari dagli inizi del 2003

Dal primo trimestre 2003 gli scambi di prodotti su valute hanno segnato un costante recupero dopo una lunga fase di discesa. Ciò è ascrivibile soprattutto al significativo aumento dell'attività in futures sul cambio dollaro/euro presso il CME, la principale borsa al mondo per gli strumenti valutari. Gli scambi di contratti aventi ad oggetto le principali valute confluite nell'euro (dollaro/marco e dollaro/franco francese) erano bruscamente calati in vista dell'introduzione della moneta unica all'inizio del 1999, ma da allora sono stati rimpiazzati dal nuovo contratto sulla coppia dollaro/euro, il cui turnover è oggi di gran lunga superiore a quello segnato dai contratti sulle valute preesistenti nella prima metà degli anni novanta. Secondo operatori di mercato, l'introduzione da parte del CME della negoziazione 24 ore su 24 dei contratti valutari nell'aprile 2001 ha concorso, insieme alle recenti oscillazioni del dollaro nei confronti dell'euro, ad ampliare il novero dei trader che trattano tali strumenti.



Problematiche nella compensazione di operazioni transfrontaliere in derivati

Il rapido incremento dei mercati regolamentati per la negoziazione di derivati finanziari si è accompagnato alla crescente internazionalizzazione delle borse valori e degli schemi di compensazione[®]. Questi ultimi hanno lo scopo di fornire agli operatori modalità sicure ed efficienti per eseguire e regolare i contratti transfrontalieri. Il presente riquadro descrive brevemente i vari tipi di collegamenti di compensazione e affronta alcune delle problematiche di ordine sistemico a essi correlate.

Ruolo centrale delle stanze di compensazione nei mercati derivati

Nei mercati organizzati di strumenti derivati la stanza di compensazione svolge il ruolo di controparte centrale (CC), interponendosi fra i contraenti originari nella veste di venditore per ogni acquirente e di acquirente per ogni venditore alle condizioni concordate dai contraenti stessi. La CC si impegna a garantire l'integrità finanziaria dei mercati derivati mediante un sistema di rivalutazione e regolamento giornalieri dei contratti. A sostegno di tale processo, l'esposizione dei singoli partecipanti alla compensazione viene "collateralizzata" dal pagamento di un margine iniziale basato sulla volatilità del particolare contratto oggetto di scambio.

Poiché i contratti negoziati in borsa sono standardizzati, gli obblighi assunti possono di fatto essere trasferiti con facilità da una controparte all'altra. Il detentore di una posizione corta (o lunga) in un determinato contratto può estinguere la propria obbligazione assumendo una nuova posizione di segno opposto nello stesso contratto, una procedura nota come *offsetting* (compensazione in senso stretto) o *closing-out* (chiusura). Ciò è quanto avviene in pratica, dato che la quasi totalità dei contratti viene chiusa di norma prima della scadenza. L'intervento della CC permette di compensare su base netta qualunque posizione in modo semplice, e quindi di effettuare un elevato volume di operazioni senza creare ulteriori rapporti fra i contraenti. Ciò riduce in misura sostanziale il rischio creditizio di controparte.

Tipi di collegamenti di compensazione

I vari collegamenti operativi e di compensazione esistenti possono essere ricondotti a due principali categorie: collegamenti di compensazione unilaterale (CCU) e sistemi di compensazione reciproca (SCR).

I CCU prevedono di solito l'intervento di una CC *interna*, che affianca la borsa primaria, e di una CC o borsa *esterna*, i cui membri hanno parimenti la facoltà di negoziare il contratto. Nel tipo più semplice e comune di CCU, le operazioni effettuate su borse esterne vengono compensate dalla CC interna conformemente alle norme che la disciplinano. Ciò avviene in genere durante l'orario operativo della stanza interna, ma è anche possibile prolungare l'orario di negoziazione (nel qual caso, è la CC esterna ad assumere il rischio di controparte per un periodo di tempo limitato).

A differenza dei CCU, gli SCR consentono agli operatori di scegliere la CC cui ricorreranno per la compensazione, la gestione dei margini e la collateralizzazione delle proprie posizioni[®]. In un SCR, queste possono essere trasferite da una CC all'altra alla data e al prezzo stabiliti in sede di negoziazione. Gli operatori possono avvalersi di questo trasferimento designando un contratto come "transazione SCR" prima della sua esecuzione. Ciò consente loro di aprire una posizione su una borsa e liquidarla sull'altra mediante un'operazione di segno opposto, e pertanto di gestire meglio il rischio overnight. Ciascuna CC funge da controparte sia nel contratto con il proprio aderente sia in quello compensativo con l'altra CC. Entrambe le CC sono reciprocamente esposte ai rischi derivanti da questi accordi. Era un SCR il primo collegamento in assoluto fra sedi organizzate per lo scambio di prodotti derivati, istituito nel 1984 fra CME e SIMEX (oggi SGX). Natura simile avrebbe il collegamento di compensazione globale previsto fra Eurex AG ed Eurex US.

Rischi particolari connessi con la compensazione transfrontaliera

Nell'offrire servizi di compensazione transfrontaliera, le CC incorrono in alcuni particolari rischi, che devono essere gestiti in maniera oculata.

[®] Per una trattazione più dettagliata di alcuni degli aspetti affrontati in questo riquadro, cfr. il rapporto del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento *Clearing arrangements for exchange-traded derivatives*, Basilea, marzo 1997. [®] Cfr. J. McPartland, "Open architecture clearing", in *Outlook 03*, 2002, pagg. 18-22, disponibile all'indirizzo www.futuresindustry.org.

Alcuni esempi di collegamenti fra stanze di compensazione

Stanza di compensazione	Tipo di collegamento	Anno di introduzione	Contratti coperti
CME-SIMEX/SGX	SCR	1984	Su eurodollaro ed euroyen
Euronext.liffe/TIFFE	Trasferimento automatico di posizioni aperte	1995	Su euroyen
CME-MEFF RV	CCU	2001	Su indici azionari riferiti a vari indici S&P europei
Eurex AG-Eurex US	Collegamento di compensazione globale	Programmata	Su titoli di Stato e indici azionari USA, nonché su titoli di Stato tedeschi e indici azionari europei

Fonti: BCE; borse che trattano strumenti derivati; BRI.

Rischio di inadempienza – In qualunque CCU la CC esterna garantisce i contratti dei propri membri e si assume il rischio di inadempienza fino al trasferimento delle posizioni. Ciascuna CC può trovarsi in difficoltà sia quando l'altra accetta il trasferimento delle posizioni di un proprio partecipante in posizione di insolvenza, sia quando cerca di trasferire posizioni a un membro inadempiente dell'altra CC. In un SCR le CC sono vicendevolmente esposte in quanto membri di un sistema di compensazione: un problema finanziario presso una di loro può propagarsi immediatamente all'altra.

Rischio di consegna – Sussiste parimenti un rischio di questo tipo nel caso in cui i contratti derivati prevedano la consegna dell'attività sottostante (in luogo del regolamento per contanti). In qualità di membro peculiare nella compensazione dell'altra controparte, una CC può essere abbinata a un membro di tale organismo per la consegna o il ritiro dello strumento sottostante fungendo da agente per conto del proprio aderente. Difficoltà possono provenire dalle differenze nel fuso orario, nella valuta e nei giorni di festività nazionali.

Rischio di regolamento delle operazioni in cambi – Molti prodotti oggetto dei CCU sono denominati in valuta. Nell'effettuare i pagamenti connessi al loro regolamento, la CC si avvale spesso di conti in valuta presso banche interne, le quali dipendono dalle loro corrispondenti estere per il perfezionamento dei trasferimenti interbancari per conto della CC. Differenze di fuso orario, mancata coincidenza delle festività nazionali e la necessità per le banche di ottenere conferma dell'avvenuta ricezione del pagamento da parte della corrispondente estera possono allungare i tempi di chiusura rispetto a quelli normalmente occorrenti per una transazione in moneta locale. Tali problemi implicano che le CC devono adeguare i sistemi e le procedure di gestione del rischio in modo da coprire il rischio di regolamento delle operazioni in cambi.

Rischio giuridico – Il quadro giuridico che disciplina la compensazione dei derivati non è di norma lo stesso nei vari paesi coinvolti nella compensazione o nel regolamento transfrontalieri di un dato contratto. Le operazioni effettuate attraverso una catena di intermediari e/o di CC sollevano interrogativi in merito alla legislazione applicabile. Nel caso in cui un operatore inadempiente detenga la maggior parte delle sue attività in una giurisdizione straniera, potrebbero insorgere conflitti legali suscettibili di creare difficoltà per la CC, gli intermediari e altri operatori.

Rischi di custodia e di intermediazione – Il ricorso a intermediari per la compensazione di contratti derivati espone gli operatori a rischi di perdite potenziali nei casi di insolvenza, negligenza o frode degli intermediari stessi. Le autorità di regolamentazione richiedono in genere a questi ultimi di tenere le attività e le posizioni in derivati dei loro clienti separate dalle proprie. Nel regime più comune le posizioni e le attività della clientela vengono aggregate in un conto accentrato, ma restano distinte da quelle di proprietà dell'aderente alla compensazione.

Rischio operativo – È il rischio connesso con le tecnologie utilizzate nei collegamenti operativi e, in particolare, con l'eventualità che si verifichino interruzioni di servizio, problemi informatici o di controllo delle versioni dei programmi applicativi, nonché guasti nelle reti di telecomunicazione. Un'interruzione operativa in un sistema può ritardare la compensazione nell'altro.

Il calo degli scambi in Corea frena il turnover mondiale in prodotti su indici azionari

Nel primo trimestre 2004 i contratti su indici azionari hanno registrato un'evoluzione più modesta rispetto a quelli su tassi di interesse e su valute, aumentando di appena il 9%, a \$24 trilioni. L'attività è stata diseguale fra le principali aree geografiche. Gli scambi nella regione Asia-Pacifico, soprattutto in opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana, sono diminuiti del 10%, a \$8 trilioni. Tali contratti, introdotti nell'ottobre 1997, costituiscono dal 2001 uno dei principali motori del turnover globale di strumenti su indici azionari. Il recente rallentamento potrebbe indicare che gli scambi nei periodi precedenti erano stati esasperati da fattori ciclici, oppure che il mercato è entrato ora nella fase di "maturità" del suo ciclo di vita.

Attività diseguale per gli strumenti su indici azionari ...

Sulle piazze nordamericane ed europee l'attività è invece aumentata del 16% (a \$9,7 trilioni) e del 34% (a \$6 trilioni) rispettivamente. Gli scambi sono cresciuti del 33%, a \$3 trilioni, in Germania – primo mercato europeo per i derivati su indici di borsa – e del 57%, a \$1 trilione, nel Regno Unito – secondo mercato del continente. Quest'ultimo dato è riconducibile non soltanto agli intensi scambi su Euronext.liffe, ma anche alla crescente attività su EDX London, che ha iniziato a operare nel giugno 2003³.

Come nei segmenti del reddito fisso e dei cambi, anche in quello degli indici azionari il turnover aggregato ha segnato un nuovo record in marzo. La netta flessione dei listini in Nord America ed Europa a partire dai primi del mese – apparentemente causata dalla convinzione che la fase rialzista cominciata nel marzo 2003 stesse volgendo al termine – ha probabilmente indotto gli investitori a ricercare protezione sui mercati dei derivati. Questa necessità è illustrata dal lieve calo della tolleranza al rischio degli investitori azionari, che da tempo andava aumentando (cfr. "Quadro generale degli sviluppi" e grafico 1.7).

... pur con nuovi record in marzo

Il segmento OTC si espande anche nella seconda metà del 2003

Dopo essere saliti del 20% nella prima metà del 2003, gli ammontari nozionali in essere sul mercato dei derivati OTC sono ulteriormente aumentati del 16% nella restante parte dell'anno, raggiungendo \$197 trilioni a fine dicembre (tabella 4.1). Mentre nel primo semestre tale andamento si era accompagnato a una decisa espansione dell'attività di borsa (+60%), nel secondo quest'ultima ha subito un calo del 3,8% (grafico 4.6).

Crescita dei mercati OTC nel secondo semestre 2003 ...

L'attività fuori borsa è stata vivace in tutti i principali segmenti del mercato; gli ammontari in essere di prodotti su azioni, tassi di interesse e valute sono aumentati rispettivamente del 35,3, 16,6 e 10,8% (grafico 4.7). Rispetto al periodo precedente, la crescita è fortemente accelerata nel primo segmento, mentre ha subito un rallentamento negli altri due. Fra i contratti su tassi di

... e attività intensa in tutti i segmenti

³ EDX London è stata istituita a partire dalla sezione derivati azionari della OM London Exchange (operativa dal 1989) ed è partecipata congiuntamente da London Stock Exchange e OM AB.

Mercato globale dei derivati OTC¹

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA

	Ammontari nozionali				Valori lordi di mercato			
	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003	Fine dic. 2003	Fine giugno 2002	Fine dic. 2002	Fine giugno 2003	Fine dic. 2003
Totale generale	127 509	141 679	169 678	197 177	4 450	6 360	7 908	6 987
A. Contratti in cambi	18 068	18 460	22 088	24 484	1 052	881	996	1 301
Contratti a termine secco e riporti in cambi	10 426	10 719	12 332	12 387	615	468	476	607
Swap su valute	4 215	4 503	5 159	6 371	340	337	419	557
Opzioni	3 427	3 238	4 597	5 726	97	76	101	136
B. Contratti su tassi di interesse ²	89 955	101 658	121 799	141 991	2 467	4 266	5 459	4 328
Forward rate agreement	9 146	8 792	10 270	10 769	19	22	20	19
Swap	68 234	79 120	94 583	111 209	2 213	3 864	5 004	3 918
Opzioni	12 575	13 746	16 946	20 012	235	381	434	391
C. Contratti collegati ad azioni	2 214	2 309	2 799	3 787	243	255	260	274
Forward e swap	386	364	488	601	62	61	67	57
Opzioni	1 828	1 944	2 311	3 186	181	194	193	217
D. Contratti su merci ³	777	923	1 040	1 406	79	86	110	128
Oro	279	315	304	344	28	28	22	39
Altri	498	608	736	1 062	51	58	88	88
Forward e swap	290	402	458	420	...	...	...	...
Opzioni	208	206	279	642	...	...	...	...
E. Altri ⁴	16 496	18 330	21 952	25 510	609	871	1 083	957
Esposizione creditoria lorda ⁵	.	.	.	.	1 317	1 511	1 750	1 986

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.

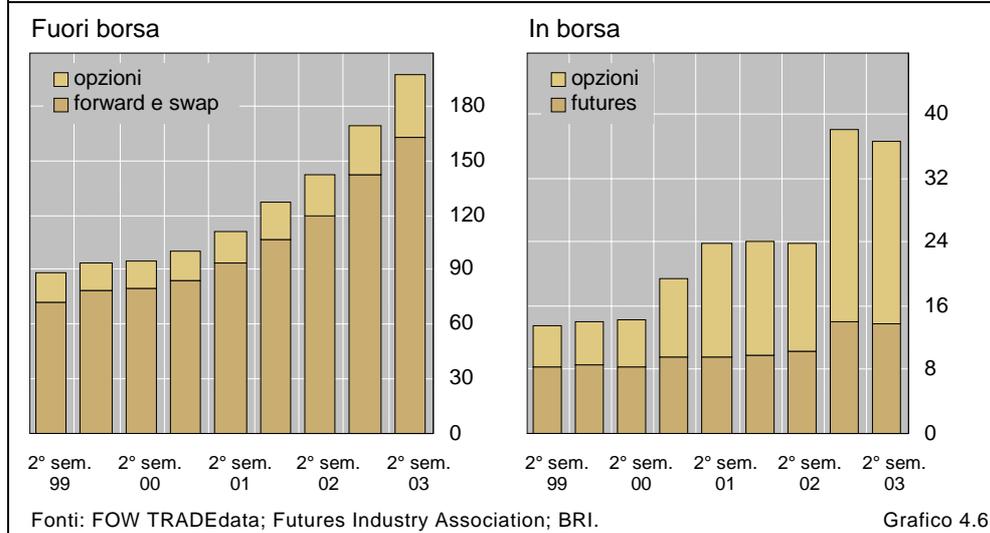
Tabella 4.1

interesse fanno eccezione gli swap in yen, saliti del 29% in termini di ammontari nozionali, al migliorare delle prospettive per l'economia giapponese (grafico 4.8). Gli andamenti del mercato OTC nel 2003 hanno ulteriormente accresciuto la supremazia dei prodotti di tasso di interesse, che a fine dicembre rappresentavano il 72% delle posizioni nozionali complessive.

I valori lordi di mercato, che misurano il costo di sostituzione dei contratti in essere nell'ipotesi che questi siano regolati l'ultimo giorno di ciascun periodo di segnalazione, hanno registrato un calo del 12%, a \$7 trilioni, dopo essere aumentati in misura notevole nei due periodi precedenti (rispettivamente del 43 e del 24%). La flessione ha riguardato soprattutto gli swap di tasso di interesse, che tra fine giugno e fine dicembre sono scesi in termini di valori lordi da \$5,0 a 3,9 trilioni. Ciò va ricondotto alla relativa stabilità dei tassi di interesse a livello mondiale dopo il breve periodo di turbolenza dei primi due mesi del semestre.

Posizioni globali in strumenti derivati

ammontari in essere, in trilioni di dollari USA



Nell'insieme del 2003 i derivati su tassi di interesse sono cresciuti a un ritmo non più osservato dal 1998. Questo segmento è costituito per la stragrande maggioranza da swap, che a fine dicembre rappresentavano il 90% del totale. Oltre che dalla crescita strutturale che contraddistingue l'attività OTC dal 2001, nella seconda metà del 2003 l'espansione degli strumenti su tassi di interesse sembra essere stata trainata sia da un effetto direzionale sia da uno di volatilità. Il primo ha coinciso con la reazione degli investitori al netto aumento dei tassi durante l'estate, mentre il secondo ha rispecchiato le preoccupazioni circa il possibile andamento futuro dei rendimenti, come indicano gli elevati livelli di volatilità implicita.

L'effetto direzionale è stato determinato in particolare dalla drastica ascesa dei rendimenti obbligazionari USA fra metà giugno e fine agosto, che ha alimentato una forte domanda di copertura di titoli garantiti da ipoteche ("mortgage-backed securities" – MBS). L'aumento dei tassi ha ridotto gli incentivi al rifinanziamento dei mutui per i proprietari di case negli Stati Uniti, producendo un allungamento nella duration degli MBS. In base all'indice ipotecario di Lehman Brothers, questa è passata da circa sei mesi a metà giugno a oltre tre anni agli inizi di agosto. Per ripristinare la durata media finanziaria originaria dei propri portafogli, i detentori di tali titoli sono intervenuti assumendo posizioni corte su tassi di interesse a lunga. Lo strumento di copertura prescelto a tale scopo è stato il contratto swap a cinque anni per il pagamento di tasso fisso contro variabile.

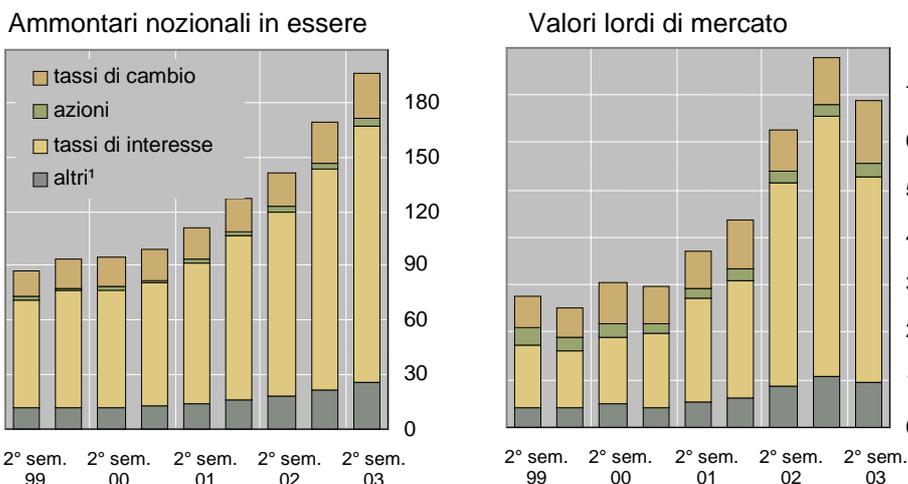
L'importanza dell'effetto di volatilità emerge dall'elevata correlazione fra la crescita dei contratti OTC su tassi di interesse e il livello di volatilità implicito nei prezzi delle opzioni sui tassi Libor. Alla frequenza semestrale, la correlazione fra queste due variabili è significativa e positiva dal 1995, ed è

Scambi OTC su tassi di interesse trainati dalla copertura di MBS ...

... e dall'elevata volatilità del mercato ...

Derivati globali OTC

in trilioni di dollari USA, per principali categorie di rischio



¹ Posizioni stimate delle istituzioni che non segnalano su base regolare.

Fonte: BRI.

Grafico 4.7

nettamente cresciuta dal 1999, fino a sfiorare l'80%⁴. Un'elevata volatilità implicita indica che gli investitori nutrono preoccupazioni maggiori del consueto riguardo alla possibilità di variazioni consistenti dei tassi di interesse. Ciò tende a spingere verso l'alto gli ammontari nozionali sia degli swap sia delle opzioni. Nel primo caso, l'aumento deriva dal fatto che l'incertezza sui tassi di interesse induce gli investitori a mantenere più attivamente le proprie coperture, spesso ricorrendo agli swap di tasso. Nel secondo caso, l'aumento si verifica allorché alcuni operatori si muovono per tutelarsi da oscillazioni dei tassi utilizzando varie strutture opzionali come swaption, cap e floor. Nella seconda metà del 2003, quando la volatilità era insolitamente elevata, le opzioni di tasso sono salite del 18%, determinando per l'insieme dell'anno un incremento del 50% nei valori nozionali.

Il rapporto positivo tra volatilità e crescita in termini di ammontari nozionali per i derivati OTC è l'opposto di quello osservato in genere nei mercati regolamentati, dove la correlazione fra volumi e volatilità è positiva alla frequenza giornaliera, ma diventa negativa o comunque trascurabile se si aggregano i volumi su base mensile o trimestrale⁵. Poiché i derivati negoziati in borsa sono di norma strumenti estremamente liquidi, gli investitori si orientano inizialmente su di essi in risposta alla volatilità. Successivamente, tuttavia, li integrano con contratti OTC i quali – seppur meno liquidi – possono essere adattati alle specifiche esigenze al fine di pervenire a una maggiore precisione.

... a differenza dei derivati negoziati in borsa

⁴ La BRI ha iniziato a raccogliere dati sul mercato OTC nel 1998. Il calcolo della correlazione utilizza i dati anteriori dell'ISDA.

⁵ Cfr. M. Micu e S. Jeanneau: "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003.

Esposizioni creditorie sui mercati derivati: alcune indicazioni dalle indagini ISDA

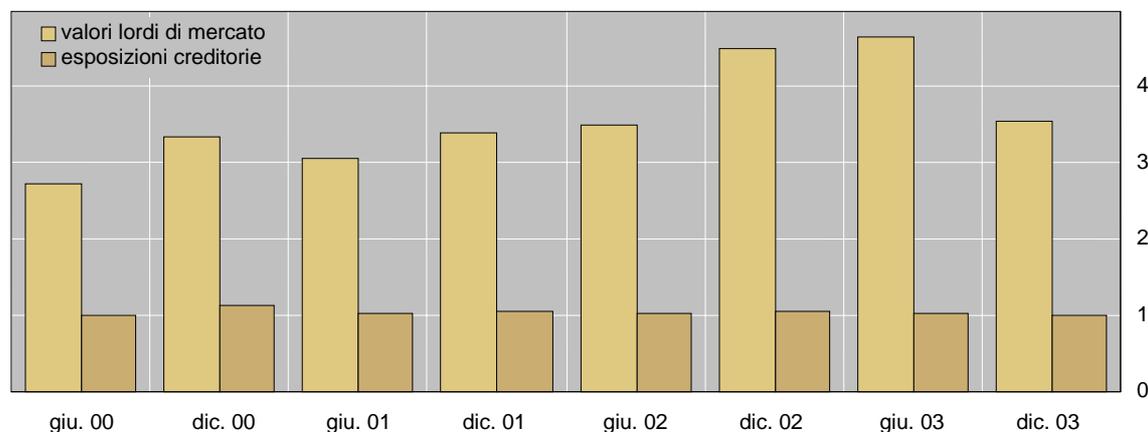
I valori lordi di mercato – che misurano il costo di sostituzione dei contratti l'ultimo giorno di un dato periodo di segnalazione – forniscono un'indicazione più accurata dell'esposizione creditoria sui mercati derivati rispetto agli ammontari nozionali in essere. Nella misura in cui un contratto ha un costo di sostituzione positivo, una delle parti si trova esposta al rischio di inadempienza della sua controparte, a meno che l'esposizione non sia stata coperta mediante garanzie collaterali o altre prassi di attenuazione del rischio. I valori lordi di mercato sono in netto aumento dal 2001, di riflesso alle variazioni dei tassi di interesse connesse con il deciso allentamento monetario nelle principali economie, il brusco calo dei corsi azionari e il deprezzamento del dollaro. Nella seconda metà del 2003, tuttavia, essi hanno registrato una flessione significativa, pari al 12%, a seguito dello stabilizzarsi dei tassi di interesse attorno a livelli storicamente bassi e di una minore volatilità della fase ascendente delle quotazioni di borsa.

I valori lordi di mercato forniscono però una misura solo approssimativa del rischio creditizio. Di fatto, essi tendono a sovrastimare le esposizioni effettive poiché non tengono conto degli accordi bilaterali di netting e di altri meccanismi per la riduzione del rischio, quali la collateralizzazione. Se si prendono in considerazione queste poste, l'esposizione creditoria delle banche dichiaranti in strumenti derivati a fine 2003 scende dai \$7 trilioni indicati dai valori lordi di mercato a \$2 trilioni, ossia l'1% degli ammontari nozionali in essere. Inoltre, mentre l'incidenza dei valori lordi di mercato sugli ammontari in essere è salita dal 2,7 al 4,7% tra il 1998 e il giugno 2003, quella dell'esposizione creditoria è rimasta pressoché costante attorno all'1% (cfr. grafico seguente). La notevole differenza fra valori lordi di mercato ed esposizione creditoria – sia in termini assoluti sia in rapporto agli ammontari nozionali in essere – potrebbe indicare che il crescente ricorso ai derivati OTC si è accompagnato all'adozione di più sofisticate tecniche di gestione del rischio, favorita forse dalle cospicue perdite verificatesi durante i numerosi episodi di turbolenza finanziaria dello scorso decennio.

Una recente indagine^① dell'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) – condotta presso le prime 500 società del mondo, dislocate in 26 paesi e rappresentative di un campione ben diversificato di settori industriali – evidenzia un massiccio ricorso ai derivati da parte delle imprese. Il 92% del campione consultato ha dichiarato di utilizzare tali strumenti a fini di copertura dei rischi finanziari, soprattutto per le posizioni su tassi di interesse (85%) e su valute (78%). Con riferimento alle altre classi di rischio, solo il 24% si premunisce contro il rischio di oscillazioni dei prezzi delle merci e l'11% contro quelle dei corsi azionari. È interessante notare che l'uso dei derivati non è influenzato da fattori geografici: la percentuale di imprese che li utilizza è pressoché identica nelle principali economie.

Valori lordi di mercato ed esposizioni creditorie in rapporto agli ammontari nozionali OTC

in percentuale



Fonte: BRI.

^① La trattazione contenuta in questo riquadro si fonda sui risultati delle tre seguenti indagini, condotte dall'ISDA di recente e disponibili sul suo sito internet: *Derivatives usage by the world's 500 largest companies*, *Counterparty credit exposure among major derivatives dealers* e *ISDA margin survey 2004*.

Le società che ricorrono ai derivati sono consapevoli anche del rischio di mercato connesso con tali strumenti. Un'altra indagine ISDA ha preso in esame l'uso del collaterale presso un campione di 97 imprese. In base alle risposte, a fine 2003 tali garanzie erano stimate in poco più di \$1 trilione, con un aumento del 40% rispetto a un anno prima, per un totale di 55 000 contratti in essere (+29%). I mezzi liquidi – soprattutto in dollari USA ed euro – sono i collateralizzati usati più frequentemente, seguiti dai Treasuries. Oltre la metà delle controparti risiede negli Stati Uniti e in Canada, il 22% in Europa e solo il 3% nei paesi emergenti.

L'indagine si prefiggeva inoltre di determinare la misura della protezione offerta dal collaterale, e a tal fine richiedeva alle imprese di segnalare la percentuale di copertura dei volumi operativi e delle esposizioni creditorie. Nel complesso, a fine 2003 tale percentuale era salita al 50%, contro il 30% di fine 2002. Essa è stata massima per entrambi i parametri nel caso dei prodotti di tasso di interesse, ma è cresciuta in misura significativa anche nei segmenti dei derivati su azioni e su crediti. Circa il 50% delle società interpellate utilizza collaterale a garanzia delle proprie transazioni, con un incremento di 20 punti percentuali rispetto all'indagine del 2003 (cfr. tabella). Mentre il tasso di copertura delle transazioni su tassi di interesse è rimasto stabile, quello dei derivati azionari e creditizi risulta aumentato.

Anche se l'utilità dei derivati nella gestione del rischio finanziario è ampiamente riconosciuta, tali strumenti comportano nondimeno rischi di altra natura. Uno dei timori più frequenti delle autorità di vigilanza e di regolamentazione è la struttura del mercato OTC, dove l'alta concentrazione dell'attività di market-making può far convergere i rischi di credito su pochi intermediari. In tali circostanze, l'inadempienza di un operatore potrebbe provocare perdite rilevanti per le sue controparti e innescare così una reazione a catena. Stando ai risultati di altre due indagini dell'ISDA (cfr. la nota a piè di pagina precedente), i market-maker sarebbero consci dei rischi inerenti alle proprie attività, e avrebbero adottato una serie di provvedimenti volti a limitare l'impatto della volatilità finanziaria sul valore dei propri portafogli. Una di queste indagini, condotta presso 17 intermediari, mostra che in media l'81% delle cinque esposizioni principali è garantito da collaterale, sicché la quota non coperta è inferiore al 20%. Restrungendo l'analisi ai 10 intermediari maggiori, il tasso di copertura sale al 91%, e quindi ad appena il 9% la percentuale non garantita. La significatività della riduzione del rischio indotta dalla collateralizzazione è desumibile dalla quota delle esposizioni creditorie, prima e dopo l'uso del collaterale, sull'esposizione complessiva della controparte. Per i 10 maggiori intermediari l'incidenza delle esposizioni non collateralizzate è mediamente pari al 14,5%, ma scende ad appena l'1,2% per quelle garantite. In media, la concentrazione delle esposizioni nette – espressa dalla somma delle cinque principali esposizioni nette collateralizzate dei 10 maggiori intermediari – si approssima al 2%. Ciò sta a indicare l'importanza che gli intermediari annettono al rischio di controparte e come essi tentino di limitarlo attraverso l'uso del collaterale.

Volumi operativi ed esposizioni collateralizzate presso le società interpellate

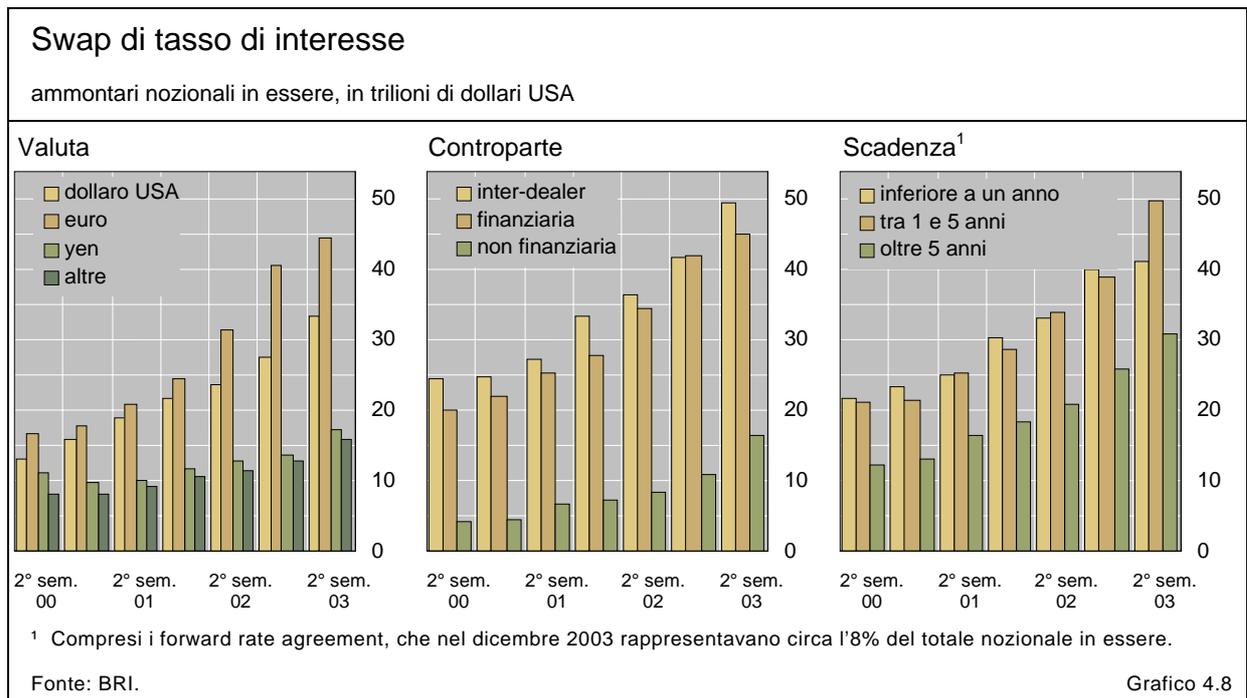
	Percentuale di volumi operativi		Percentuale di esposizioni	
	Indagine 2003	Indagine 2004	Indagine 2003	Indagine 2004
Totale derivati OTC	30	51	29	52
su: tassi di interesse	53	58	48	55
valute	21	24	28	37
azioni	27	45	24	52
metalli	18	24	18	40
prodotti energetici	16	26	15	30
crediti	30	45	25	39

Fonte: ISDA margin survey 2004.

Crescono i derivati valutari per le aspettative di un indebolimento del dollaro

Anche i derivati valutari hanno registrato una vigorosa espansione nella seconda metà del 2003, e a fine periodo risultavano cresciuti in termini di ammontari nozionali dell'11%, a \$24 trilioni. Le transazioni a termine secco e gli swap di valute sono tuttavia rimasti pressoché invariati, in prossimità di

\$12 trilioni. Gran parte della crescita è riconducibile alle opzioni, il cui ammontare nozionale è cresciuto di quasi il 25%, a \$5,7 trilioni, dopo l'eccezionale incremento del 42% nei primi sei mesi del 2003. La vivacità degli scambi di questi strumenti va ricondotta alle aspettative di un deprezzamento del dollaro nei confronti sia dell'euro sia dello yen, aspettative mantenute per tutto il 2003, come evidenzia l'indicatore del "risk reversal" (grafico 4.5). Esse sono state rafforzate dalla pubblicazione di dati economici peggiori del previsto in estate e, in settembre, dalla dichiarazione rilasciata a conclusione del vertice di Dubai dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali del G7, interpretata dagli operatori come un appello in favore di un dollaro più debole.



L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap¹

Gli annunci di rating influenzano i differenziali dei credit default swap. L'impatto è più pronunciato nel caso di review negative e declassamenti che non in quello di modifiche dell'outlook.

Classificazione JEL: G10, G14.

È opinione diffusa che le agenzie di rating esercitino un influsso significativo sui mercati creditizi. Anzi, le loro decisioni sono talvolta ritenute responsabili dell'aumento dei costi di raccolta per gli emittenti interessati. Ad esempio, nel febbraio 2003 gli spread sulle obbligazioni della tedesca ThyssenKrupp, operante nei settori siderurgico e ingegneristico, si sono ampliati di ben 60 punti nei giorni successivi all'annuncio di Standard & Poor's di un possibile declassamento della società². Un'attenta analisi dell'impatto degli annunci di rating sui prezzi dei credit default swap effettuata su un ampio novero di mutuatari conferma come i rating di fatto veicolino informazioni al mercato. Anche gli annunci anticipati da precedenti movimenti degli spread sembrano contenere informazioni aggiuntive rilevanti ai fini della fissazione del prezzo.

Il processo di rating

Fra gli eventi di rating figurano le variazioni del merito di credito ...

I rating creditizi forniscono una misura sintetica, ancorché soggettiva, del merito di credito relativo degli emittenti. Essi non costituiscono una misura precisa del rischio di insolvenza, ma favoriscono piuttosto il raffronto tra i vari mutuatari attraverso l'uso di classi di rischio standardizzate. Sebbene ogni agenzia di rating definisca queste ultime in base a criteri propri, la corrispondenza tra le classi delle diverse agenzie è molto chiara agli operatori. Le due principali agenzie internazionali sono Moody's e Standard & Poor's. Moody's attribuisce rating che variano da Aaa per i titoli di debito meno rischiosi a Baa3 per i titoli di qualità bancaria a più alto rischio; i corrispondenti valori di Standard & Poor's vanno da AAA a BBB-.

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

² Standard & Poor's aveva espresso timori riguardo all'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali di ThyssenKrupp. La società fu declassata da BBB a BB+ due settimane dopo l'annuncio.

Oltre ai rating le agenzie annunciano anche *outlook*, *review* e *credit watch*. Gli *outlook* rispecchiano la percezione del valutatore – positiva, negativa o stabile – riguardo alla probabile evoluzione della qualità creditizia di un emittente sul medio periodo (un orizzonte compreso in genere tra i 12 e i 18 mesi). Essi vengono solitamente modificati quando viene rilevato un cambiamento nel profilo di rischio che non sia ritenuto sufficientemente duraturo da richiedere l'assegnazione di un nuovo rating. Inoltre, un mutamento dell'*outlook* non conduce sempre a una modifica del rating. I termini *review* e *credit watch* sono sinonimi; entrambi forniscono un'indicazione più incisiva rispetto agli *outlook* circa i futuri cambiamenti di rating (di seguito sarà utilizzato unicamente il termine *review*)³. Il rating degli emittenti posti sotto osservazione per un avanzamento o un declassamento viene di norma modificato qualche settimana dopo la *review*. Tuttavia, come talora avviene, si può procedere a un rialzo o a un ribasso del rating anche senza preannunciare modifiche nell'*outlook* o nella *review*.

... gli outlook ...

... e le review

Le agenzie dispongono di un accesso privilegiato alle informazioni sui mutuatari e dedicano ingenti risorse all'analisi di tali informazioni. Outlook, *review* e rating si basano sia su dati di pubblico dominio concernenti la situazione operativa e finanziaria degli emittenti, sia su informazioni private ottenute in via riservata da questi ultimi⁴. Inoltre, le decisioni di rating incorporano i giudizi qualitativi formulati dalle agenzie riguardo ai piani e all'efficacia di gestione. Alcuni operatori, soprattutto banche e grandi investitori istituzionali, godono di simili vantaggi informativi. Numerosi altri investitori si basano invece sui rating per valutare la qualità creditizia di emittenti e prestiti obbligazionari.

Accesso privilegiato delle agenzie di rating alle informazioni

Dati relativi ai mercati azionari e obbligazionari privati

Nella misura in cui gli investitori avvertono che le società di rating dispongono di un vantaggio informativo, gli eventi di rating dovrebbero avere un impatto immediato sugli spread creditizi: questi dovrebbero adeguarsi prontamente per incorporare le nuove informazioni trasmesse attraverso gli *outlook*, le *review* o i rating. Studi effettuati in passato sul contenuto informativo dei rating creditizi non hanno prodotto risultati omogenei. Alcuni di essi giungono alla conclusione che gli eventi di rating, e in particolare i declassamenti, influiscono significativamente sui prezzi, mentre altri non rilevano alcun impatto.

Prendendo in esame il mercato USA delle obbligazioni societarie, Katz (1974) sostiene che i corsi si adeguano ai cambiamenti di rating, seppure con leggero ritardo. Inoltre, non vi sono variazioni di prezzo anteriormente all'annuncio di un mutamento di rating, a riprova del fatto che gli investitori non anticipano la variazione. Per converso, Hettenhouse e Sartoris (1976), nonché Weinstein (1977) concludono che le quotazioni obbligazionarie reagiscono ad

Studi passati sui mercati azionari e obbligazionari privati ...

³ Il termine *review* è utilizzato da Moody's, *credit watch* da Standard & Poor's.

⁴ Negli Stati Uniti le agenzie di rating non sono soggette alla "fair disclosure regulation" della Securities and Exchange Commission. Introdotta nel 2000, tale prescrizione vieta alle società di comunicare selettivamente al mercato informazioni di natura confidenziale, ma permette loro di condividere informazioni riservate con le agenzie di rating.

altre informazioni diffuse prima del cambiamento di rating. Steiner e Heinke (2001) analizzano il mercato obbligazionario internazionale rilevando significativi movimenti di prezzo fino a 100 giorni operativi prima della modifica di rating. Ciò nonostante, i corsi obbligazionari continuano a muoversi dopo l'annuncio effettivo di declassamenti e outlook negativi, anche se non nel caso di avanzamenti e outlook positivi.

Altri studi si incentrano sui mercati azionari, dai quali ci si può attendere un più immediato impatto di prezzo a motivo della loro maggiore liquidità. I risultati non sembrano peraltro differire da quelli ricavati dai mercati delle obbligazioni private. Secondo Pinches e Singleton (1978), il contenuto informativo dei mutamenti del rating di titoli di debito è trascurabile. E sebbene Griffin e Sanvicente (1982) dimostrino che i sovrarendimenti azionari dopo un declassamento sono significativamente negativi, quelli che seguono un miglioramento mancano di significatività statistica.

Ulteriori studi introducono variabili di controllo allo scopo di isolare meglio l'impatto degli eventi di rating sui prezzi. Ancora una volta i risultati non sono uniformi. Kliger e Sarig (2000) esaminano la reazione dei corsi azionari e obbligazionari alla revisione del sistema di rating di Moody's nel 1982; ne concludono che, sebbene i nuovi punteggi alfanumerici si basassero esattamente sulle stesse informazioni dei precedenti rating alfabetici, l'annuncio dei nuovi rating ebbe un impatto sulle quotazioni di entrambi i mercati. Hand et al. (1992) prendono in considerazione le passate modifiche di rating e outlook, separando gli annunci a seconda che siano stati preceduti o meno da altri eventi di rating: in entrambi i casi i declassamenti sono pienamente anticipati dagli operatori e non hanno quindi un impatto simultaneo sui prezzi delle azioni.

Nei paragrafi che seguono tenteremo di ampliare la letteratura sul valore informativo dei rating creditizi in due modi. Innanzitutto, ci soffermeremo sui credit default swap, che spesso sono più liquidi delle obbligazioni societarie riferite allo stesso emittente. In secondo luogo, terremo conto di vari eventi precedenti di rating, inclusi i cambiamenti di outlook e le review di diverse agenzie. Hull et al. (2003), forse i primi ad analizzare l'impatto degli eventi di rating sui prezzi dei credit default swap, rilevano che gli spread su questi strumenti tendono ad anticipare gli annunci negativi di rating. Essi, tuttavia, non prendono in esame i precedenti eventi di rating.

Il mercato dei credit default swap

I tentativi di misurare la significatività informativa degli eventi di rating sono stati ostacolati dal fatto che i mercati del credito figurano storicamente tra i mercati finanziari meno liquidi. Le emissioni di obbligazioni private sono spesso di taglio modesto; in molti casi incorporano opzioni o altre caratteristiche peculiari che ne rendono complesso il pricing; sono difficili da prendere in prestito e, quindi, da vendere allo scoperto in previsione di un ampliamento degli spread; una volta collocate presso investitori istituzionali, tendono ad essere negoziate solo in minima parte. A causa di questa carenza di liquidità, è

... non concordano
sull'ipotesi secondo
cui i rating veico-
lano informazioni
aggiuntive

Questo studio si
basa sui credit
default swap ...

tutt'altro che facile capire se le variazioni di prezzo siano indotte dagli eventi di rating (o da altre informazioni) oppure da fattori specifici.

Con il credit default swap è stato creato un nuovo strumento creditizio in grado di offrire un vantaggio in termini di liquidità (ed è ciò che si ritiene avvenga in misura sempre maggiore). Un credit default swap (CDS) si configura in sostanza come un contratto di assicurazione contro le perdite derivanti da insolvenza. In un contratto CDS l'acquirente della protezione creditizia corrisponde al venditore della medesima una commissione periodica analoga al differenziale fra il rendimento del titolo e il tasso di interesse privo di rischio. In caso di insolvenza del debitore di riferimento, l'acquirente trasferisce di norma al venditore il debito dovuto dall'inadempiente, in cambio del versamento in un'unica soluzione di un importo pari al valore facciale del debito. La liquidità del mercato dei CDS è favorita dalla standardizzazione delle clausole contrattuali⁵, nonché dalla facilità con cui è possibile assumere posizioni corte acquistando la protezione creditizia.

... vista la loro maggiore liquidità

Utilizzando i dati MarkIT, società fornitrice di statistiche su derivati creditizi basata a Londra, abbiamo compilato un campione di prezzi giornalieri di CDS per 694 entità di riferimento su un periodo di tre anni (dal 1° gennaio 2001 al 31 dicembre 2003). I prezzi sono quelli delle transazioni effettive⁶. Il campione ricomprende istituzioni finanziarie e società non finanziarie con sede nell'area dell'euro, in Giappone, nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Svezia e Svizzera. Sono esclusi i soggetti con rating superiore ad AA o inferiore a BB poiché tendono ad essere meno liquidi; le negoziazioni di CDS si concentrano sulle entità quotate A e BBB (grafico 1)⁷. Inoltre, sono considerati solo i contratti con scadenza a cinque anni, poiché presentano la liquidità maggiore.

La liquidità è concentrata fra i soggetti con rating A e BBB

Nell'esaminare l'impatto degli eventi di rating sui prezzi è importante tener conto di possibili fattori sistematici a livello di intero mercato che potrebbero determinare movimenti simultanei di tutti i prezzi. Ad esempio, un aumento degli spread potrebbe derivare più dalla divulgazione di informazioni macroeconomiche peggiori del previsto che non da un evento di rating verificatosi lo stesso giorno. Per tener conto di ciò, costruiamo un indice di spread per un dato rating creditizio e lo portiamo in detrazione da ogni spread di CDS con pari rating. In altri termini, gli spread vengono aggiustati per i movimenti di prezzo comuni ai vari spread applicati a una determinata classe di rating.

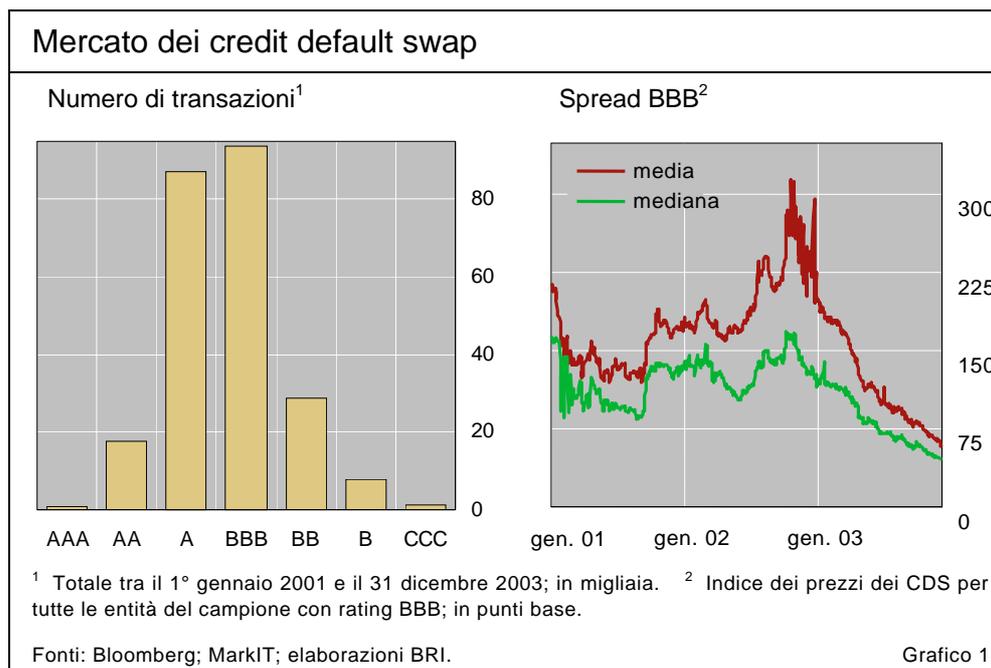
È importante tener conto dei fattori sistematici ...

La costruzione dell'indice può produrre un impatto significativo sui risultati successivi. Idealmente, l'indice dovrebbe comprendere gli spread di tutte le entità di riferimento aventi rating analogo. Indici ampi di mercato di questo tipo

⁵ Sono oggetto di scambio diversi tipi di contratti CDS e la principale differenza tra di essi è la definizione di insolvenza o evento creditizio. In particolare, non vi è omogeneità di trattamento per le ristrutturazioni del debito (cfr. BRI, 2003, pagg. 124–125).

⁶ Per una data entità di riferimento la quotazione giornaliera è calcolata come media dei corsi di tutte le transazioni effettuate nella stessa giornata.

⁷ Nel caso in cui un'entità sia quotata diversamente dalle varie agenzie ("split rating"), viene considerata la valutazione più bassa. Per semplicità, utilizzeremo i codici alfabetici di Standard & Poor's.



sono da tempo disponibili per le obbligazioni societarie; tuttavia, essendo probabile che le fluttuazioni del premio di liquidità siano maggiori per questi titoli che non per i CDS, gli indici obbligazionari possono difficilmente costituire proxy affidabili per gli spread dei CDS. Sul mercato dei CDS sono stati di recente lanciati indici ampi, in particolare TRAC-X e iBoxx, ma soltanto verso la fine del periodo considerato. Di conseguenza, sull'esempio di Hull et al. (2003) costruiamo un indice basato sui prezzi del nostro campione.

Benché Hull et al. (2003) calcolino uno spread medio, un indice basato sul valore mediano degli spread rappresenta forse in maniera migliore il campione. La distribuzione degli spread per ogni dato rating tende a presentare un'asimmetria altamente positiva. Come si osserva nel grafico 1, la media della distribuzione può essere pesantemente influenzata da una o due osservazioni estreme. La mediana fornisce pertanto una misura più accurata della tendenza centrale.

Eventi di rating

... e dei precedenti eventi di rating

Nell'esaminare il valore informativo dei rating creditizi è importante considerare altri due fattori, oltre a quelli sistematici cui si è accennato poc'anzi. In primo luogo, i cambiamenti di rating sono spesso preceduti da altri annunci di rating che possono anticipare la nuova valutazione. Ciò vale soprattutto per le review che, come rilevato in precedenza, si traducono in genere in una variazione di rating nel giro di poche settimane. In secondo luogo, sovente le agenzie di rating non agiscono simultaneamente: il cambiamento di rating da parte di un'agenzia potrebbe essere già stato anticipato da un'altra.

Per tener conto di questi fattori, abbiamo separato gli eventi di rating preceduti da altri eventi analoghi nei 60 giorni operativi precedenti da quelli non preceduti da altri eventi. Ad esempio, abbiamo tenuto distinti i cambiamenti di

Distribuzione degli eventi negativi di rating				
numero di eventi durante il periodo campione 2001–03				
	Tipologia dell'evento			Tutti gli eventi
	Outlook negativo	Review negativa	Declassamento	
Tutti gli eventi	386	754	870	2 010
Moody's	176	424	421	1 021
Standard & Poor's	210	330	449	989
Senza eventi precedenti ¹	237	521	374	1 132
Con eventi precedenti ¹	149	233	496	878
per tipologia di evento ² :				
outlook negativo	35	15	18	68
review negativa	80	126	382	588
declassamento	76	118	235	429
per fonte ^{2,3} :				
stessa agenzia	77	57	360	494
agenzia diversa	112	206	347	665

¹ Nei 60 giorni operativi precedenti l'evento di rating. ² Alcuni eventi sono stati preceduti da più di un evento, e pertanto la somma della distribuzione degli eventi precedenti (per tipologia e per fonte) è maggiore della cifra riportata alla voce "Con eventi precedenti". ³ Agenzia che ha annunciato l'evento di rating precedente.

Fonte: Bloomberg. Tabella 1

rating preceduti da review da quelli non preceduti da altri annunci. Sono stati considerati gli annunci sia di Moody's sia di Standard & Poor's, e unicamente gli eventi per cui sono disponibili dati sugli spread di CDS nei 60 giorni prima dell'evento.

Per identificare gli eventi precedenti è stato scelto un periodo di 60 giorni, in quanto sembra improbabile che le agenzie attendano oltre prima di intervenire a fronte di informazioni rilevanti (e, difatti, nel campione 2001–2003 il periodo medio tra una review e un declassamento è di 49 giorni operativi). La finestra dell'evento è ulteriormente suddivisa in quattro intervalli temporali: da 60 a 21 giorni prima del nuovo evento (outlook, review o rating); da 20 a 2 giorni prima; dal giorno prima al giorno dopo; da 2 a 20 giorni dopo l'evento. Se i "rating event" sono pienamente anticipati, gli spread dovrebbero adeguarsi prima del verificarsi dell'evento, e quindi durante il primo o il secondo intervallo. Se gli annunci di rating contengono informazioni rilevanti ai fini del pricing, il loro effetto sugli spread dei CDS dovrebbe essere ravvisabile entro un giorno dal loro annuncio, ossia nel terzo intervallo. Nel caso di CDS meno liquidi, il pieno impatto di un evento di rating potrebbe prodursi nel quarto intervallo.

Sulla base di questi criteri, il campione comprende 2 010 eventi negativi di rating e 325 positivi. La distribuzione degli eventi negativi è riportata nella tabella 1. I declassamenti rappresentano il 43% degli eventi negativi, le review il 38% e i cambiamenti di outlook il 19%. Il 44% degli eventi negativi è stato preceduto da altri eventi di rating. Nel 60% circa dei casi, gli eventi precedenti sono costituiti da annunci di rating effettuati da altre agenzie.

Quasi la metà di tutti gli eventi negativi è stata preceduta da altri eventi di rating

Risultati empirici

Per valutare l'impatto degli eventi di rating sugli spread dei CDS sono stati adottati due semplici metodi statistici. Il primo è un test basato sulla media: l'ipotesi nulla postula che la media dei cambiamenti degli spread dei CDS corretti per l'indice di mercato sia maggiore di zero per eventi di rating negativi e minore di zero per eventi di rating positivi⁸. Il secondo è un test non parametrico in base al segno, effettuato sul valore mediano delle variazioni degli spread aggiustati⁹; l'ipotesi nulla postula che tali variazioni presentino per metà segno positivo e per l'altra metà segno negativo.

Sebbene i test siano stati effettuati per eventi di rating sia positivi sia negativi, di seguito saranno presentati solo i risultati riguardanti gli eventi negativi. Infatti, anche se i risultati per gli eventi positivi potrebbero segnalare l'assenza di informazioni rilevanti ai fini del pricing, il numero di tali eventi nel campione è troppo basso per fornire risultati statisticamente significativi.

Impatto dei declassamenti

Come si evince dalla tabella 2, i declassamenti hanno un impatto altamente significativo sugli spread dei CDS. Anche quando è preceduto da altri eventi di rating, l'annuncio di un downgrade produce comunque un effetto significativo.

Gli eventi positivi sono troppo pochi per fornire risultati significativi

I declassamenti hanno un impatto altamente significativo sugli spread dei CDS ...

Impatto dei declassamenti sugli spread dei CDS					
variazione media degli spread dei CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base					
Classe di rating	Numero di eventi	Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento			
		[-60 / -20)	[-20 / -1)	[-1 / +1]	(+1 / +20]
Eventi non preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	50	–	–	–	–
A/A	132	–	–	8 **	–
BBB/Baa	114	23 **	15 **	15 **	44 *
BB/Ba	42	–	–	–	–
Eventi preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	24	–	–	–	–
A/A	142	33 ***	20 **	8 ***	–
BBB/Baa	196	87 ***	76 ***	52 ***	–
BB/Ba	76	165 ***	94 **	64 *	–

Nota: *** indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, ** al livello del 5% e * al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero.

Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI. Tabella 2

⁸ Si ipotizza che le variazioni degli spread aggiustati siano indipendenti e abbiano una distribuzione *t* di Student con *n*-1 gradi di libertà, dove *n* è il numero di eventi nel campione.

⁹ Tale tipo di test ha il vantaggio di non imporre ipotesi distributive sulla variazione degli spread aggiustati, ma presenta altresì lo svantaggio di non essere specificato correttamente in caso di distribuzione asimmetrica delle variazioni di spread.

L'impatto è massimo per le entità con rating A e BBB, mentre è marginale o nullo per quelle quotate AA e BB. Il maggiore impatto sui soggetti A e BBB rispecchia forse l'avversione degli investitori verso gli emittenti che rischiano di perdere il rango di qualità bancaria (divenendo "fallen angel"). A molti investitori istituzionali è fatto divieto di detenere obbligazioni al disotto dell'"investment grade", il che li porta spesso a ridimensionare i titoli di mutuatari che rischiano di divenire "fallen angel" molto prima che questi siano declassati al disotto di BBB-. Le turbative nel mercato statunitense della commercial paper agli inizi del 2001 e l'ondata di vendite sui mercati del credito a metà 2002 sono altrettanti esempi estremi dell'allontanamento degli investitori da titoli considerati a rischio di declassamento (BRI, 2001 e 2003).

Gli spread tendono ad ampliarsi molto prima dell'annuncio di un downgrade, e ciò vale soprattutto laddove questo è preceduto da altri eventi. Gli annunci di rating o di altro tipo effettuati nei 60 giorni precedenti il declassamento paiono produrre sugli spread aggiustati un impatto più marcato di quello del declassamento effettivo. Nel caso in cui questo non sia preceduto da altri eventi di rating, gli spread aggiustati delle entità quotate BBB aumentano anch'essi ben prima del declassamento. Tuttavia, in assenza di eventi di rating precedenti, gli operatori non sembrano anticipare i declassamenti di entità quotate A. Ciò è forse riconducibile al fatto che essi consacrano maggiori risorse all'analisi della qualità creditizia dei mutuatari con la tripla B – che rispetto a quelli con rating A hanno maggiori probabilità di trasformarsi in "fallen angel" – e potrebbero quindi adeguarsi più rapidamente alle nuove informazioni sulle prospettive di questi prenditori.

... anche quando vengono anticipati

Impatto delle review negative

Anche l'annuncio di una review negativa ha un impatto altamente significativo sugli spread aggiustati dei CDS. Anzi, gli operatori reagiscono alle review e ai declassamenti con la stessa intensità. Ciò concorda con l'intento della review, che è quello di mettere in guardia contro un imminente cambiamento di valutazione.

Gli investitori reagiscono alle review e ai declassamenti con la stessa intensità

Così come per i declassamenti, l'impatto di una review è significativo indipendentemente dal fatto che essa sia o meno preceduta da altri eventi di rating (tabella 3). E ancora una volta l'effetto è massimo per le entità quotate A e BBB. Rispetto ai declassamenti, le review hanno un impatto più significativo sugli spread aggiustati dei soggetti BB, ma stranamente solo quando sono precedute da altri eventi di rating: le review a sorpresa non hanno effetti significativi sugli spread aggiustati dei mutuatari di questa classe di rating.

Gli operatori sembrano anticipare le review negative, come mostrano gli aumenti generalizzati degli spread delle entità quotate A, BBB e BB nei 60 giorni precedenti. Gli spread per i soggetti A e BBB continuano ad ampliarsi anche durante i 20 giorni successivi alla review. Una spiegazione di questa risposta ritardata potrebbe risiedere in una carenza di liquidità. Tuttavia, dato che le classi A e BBB dei mercati di CDS sono considerate le più liquide, non è neanche da escludere che alla base degli ampliamenti successivi vi siano nuove informazioni.

Impatto delle review negative sugli spread dei CDS					
variazione media degli spread su CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base					
Classe di rating	Numero di eventi	Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento			
		[-60 / -20)	[-20 / -1)	[-1 / +1]	(+1 / +20]
Eventi non preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	41	–	–	6 *	–
A/A	174	4 *	14 ***	6 **	7 **
BBB/Baa	177	19 ***	7 **	26 ***	49 **
BB/Ba	61	76 ***	28 **	–	–
Eventi preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	12	–	–	–	–
A/A	70	12 **	23 ***	12 ***	15 *
BBB/Baa	89	32 ***	45 ***	56 ***	34 **
BB/Ba	44	82 ***	71 **	131 **	–
Nota: *** indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, ** al livello del 5% e * al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero.					
Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI.					
					Tabella 3

Impatto degli outlook negativi

I cambiamenti di outlook hanno solo un impatto marginale

I cambiamenti di outlook hanno l'impatto meno significativo sugli spread dei CDS, in termini sia statistici che economici. Come accennato in precedenza, i cambiamenti di outlook hanno la finalità di indicare le tendenze a lungo termine

Impatto degli outlook negativi sugli spread dei CDS					
variazione media degli spread su CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base					
Classe di rating	Numero di eventi	Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento			
		[-60 / -20)	[-20 / -1)	[-1 / +1]	(+1 / +20]
Eventi non preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	14	–	–	–	–
A/A	62	–	–	2 *	–
BBB/Baa	52	–	–	4 *	–
BB/Ba	22	–	–	9*	–
Eventi preceduti da altri eventi di rating					
AA/Aa	4	–	–	–	–
A/A	39	14 *	–	2 *	–
BBB/Baa	41	–	–	5 **	–
BB/Ba	29	–	–	–	–
Nota: *** indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, ** al livello del 5% e * al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero.					
Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI.					
					Tabella 4

della qualità creditizia, e possono condurre o meno a cambiamenti di rating. Non sorprende, pertanto, che il loro effetto sugli spread sia solo marginale.

L'impatto dei cambiamenti di outlook sembra essere più significativo – pur restando comunque contenuto – per i potenziali “fallen angel” che non per gli altri prenditori. Come mostra la tabella 4, un cambiamento di outlook ha un impatto maggiore di zero a livelli di significatività inferiori al 10% solo per le entità quotate BBB e solo se preceduto da altri eventi di rating. Un cambiamento di outlook sembra avere il massimo valore informativo quando è inserito all'interno di una serie di annunci negativi riferiti a un emittente che rischia di perdere lo status di qualità bancaria.

Conclusioni

I dati relativi al mercato dei credit default swap indicano che gli eventi negativi di rating hanno un impatto altamente significativo sugli spread creditizi. L'effetto è massimo per le review negative e i declassamenti, e minimo per i cambiamenti di outlook. L'impatto è inoltre significativo anche quando gli eventi di rating sono anticipati da un precedente ampliamento degli spread dei CDS.

Va notato che i risultati sono simili a prescindere dal fatto che gli annunci siano o meno preceduti da altri eventi di rating. Considerando che gli eventi precedenti sono per oltre la metà cambiamenti di rating effettuati da altre agenzie, i risultati suggeriscono che due rating potrebbero avere un contenuto informativo maggiore di una singola valutazione; sia il primo che il secondo rating sembrano presentare informazioni rilevanti ai fini del pricing. Cantor et al. (1997) giungono a risultati simili, rilevando come nel caso di “split rating” entrambe le valutazioni influenzino gli spread dei titoli societari.

L'impatto degli eventi di rating è massimo per i mutuatari quotati A e BBB. Tale fenomeno potrebbe rispecchiare la maggiore liquidità di questi segmenti del mercato dei CDS o, in alternativa, l'avversione degli investitori nei confronti degli emittenti che rischiano di divenire “fallen angel”. In tale ultimo caso, l'impatto degli annunci di rating potrebbe essere attenuato promuovendo l'integrazione dei mercati dei titoli “investment grade” e “high-yield”, in modo da ridurre i costi connessi con la perdita del rango di qualità bancaria. Ciò richiederebbe un cambiamento nelle prassi di gestione del rischio creditizio da parte degli investitori istituzionali, ponendo maggiore enfasi sulla valutazione interna del merito di credito a scapito dei rating delle agenzie. Sarebbe altresì necessario rivedere gli statuti e i regolamenti che in molti casi impediscono alle istituzioni regolamentate di investire in titoli di debito a basso rating¹⁰.

Il doppio rating avrebbe un contenuto informativo maggiore del rating singolo

L'impatto è massimo quando è a rischio lo status di qualità bancaria

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): *71^a Relazione annuale*, 11 giugno.

¹⁰ Negli Stati Uniti otto statuti e 47 regolamenti federali, nonché oltre 100 leggi e regolamenti statali fanno riferimento ai rating creditizi (Senato degli Stati Uniti, 2002, pag. 102).

——— (2003): *73^a Relazione annuale*, 30 giugno.

Cantor, R., F. Packer e K. Cole (1997): "Split ratings and the pricing of credit risk", *Journal of Fixed Income*, vol. 7, n. 3, dicembre, pagg. 72–82.

Griffin, P.A. e A.Z. Sanvicente (1982): "Common stock returns and rating changes: a methodological comparison", *Journal of Finance*, vol. 37, issue 1, pagg. 103–119.

Hand, J.R.M., R.W. Holthausen e R.W. Leftwich (1992): "The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices", *Journal of Finance*, vol. 47, issue 2, pagg. 733–752.

Hettenhouse, G. e W. Sartoris (1976): "An analysis of the informational value of bond rating changes", *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 16, estate, pagg. 65–76.

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

Katz, S. (1974): "The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency", *Journal of Finance*, vol. 29, issue 2, pagg. 551–559.

Kliger, D. e O. Sarig (2000): "The information value of bond ratings", *Journal of Finance*, vol. 25, issue 6, pagg. 2879–2902.

Pinches, E.G. e J.C. Singleton (1978): "The adjustment of stock prices to bond rating changes", *Journal of Finance*, vol. 33, issue 1, pagg. 29–44.

Senato degli Stati Uniti (2002): *Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs*, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 8 ottobre.

Steiner, M. e V. Heinke (2001): "Event study concerning international bond price effects of credit rating actions", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 6, pagg. 139–157.

Weinstein, M. (1977): "The effect of a rating change announcement on bond price", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pagg. 329–350.

I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale¹

La liquidità dei mercati obbligazionari asiatici in moneta locale varia a seconda di alcuni fattori: dimensioni complessive, volumi trattati, taglio delle emissioni e concentrazione dei portafogli. Di recente, grazie alla redditività dei prodotti a più alto rendimento, le obbligazioni in valuta locale hanno registrato una performance complessivamente migliore di quella dei titoli del Tesoro statunitense.

Classificazione JEL: E440, G150, H630, O160.

I governi dell'Asia orientale stanno incentrando varie iniziative di cooperazione finanziaria sullo sviluppo dei mercati obbligazionari regionali. Nel giugno 2003 undici banche centrali hanno annunciato la costituzione di un pool di riserve ufficiali per circa \$1 miliardo da investire in obbligazioni in dollari USA emesse da governi ed enti parastatali di otto delle undici economie della regione; esse hanno inoltre stanziato fondi da destinare all'investimento in titoli denominati in moneta locale (EMEAP, 2003 e 2004).

Quali sono le caratteristiche che rendono le obbligazioni asiatiche in valuta locale una classe di attività così interessante? Questa è la domanda cui tenta di rispondere il presente saggio monografico, che dopo un'introduzione ai mercati obbligazionari asiatici in moneta locale ne analizza le dimensioni e la liquidità, descrivendo infine la loro performance negli ultimi anni.

Se la dimensione dei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale fa di questi strumenti una categoria di attività potenzialmente importante, diversi fattori ne limitano nondimeno la liquidità. A partire dalla crisi asiatica, tali mercati – e i loro segmenti più liquidi – sono cresciuti fino a superare nettamente le dimensioni del mercato obbligazionario asiatico in dollari USA. La liquidità varia moltissimo tra i vari mercati della regione, alcuni dei quali hanno raggiunto considerevoli volumi di scambi, specie nell'Asia nord-orientale. Dall'analisi effettuata si riscontra l'importanza del fattore dimensionale per la liquidità: mercati più ampi beneficiano di maggiori volumi operativi, che favoriscono a loro volta differenziali denaro-lettera più stretti. Presentano inoltre una maggiore liquidità i mercati con emissioni di ammontare medio più elevato. A parità di dimensioni, la concentrazione dei portafogli tra

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

investitori che perseguono strategie di “buy and hold” tende a deprimere la liquidità. Una più ampia base di investitori, estesa a operatori non residenti, potrebbe pertanto migliorare la liquidità, forse in particolar modo nei periodi di stress.

Quantomeno, l'esperienza recente indica che questi mercati hanno offerto rendimenti di tutto rispetto, nonostante la minore liquidità. Anche se le obbligazioni in moneta locale presentano rendimenti superiori o inferiori a quelli dei Treasuries, nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 le obbligazioni asiatiche hanno reso su base non coperta più dei titoli del Tesoro USA con duration analoga. Tale risultato è dovuto in ampia misura ai guadagni in conto capitale e ai maggiori rendimenti per i titoli con tassi di partenza più alti. Si rimanda ad analisi future la questione di stabilire in che misura tali titoli si adattino ai portafogli obbligazionari globali.

Dimensioni

Dopo la crisi del 1997–98 i mercati obbligazionari asiatici in valuta locale hanno registrato una rapida crescita. Tra il 1997 e il 2002 le loro dimensioni (esclusi Australia, Giappone e Nuova Zelanda) sono più che raddoppiate. Il totale delle consistenze in essere ha raggiunto \$1,2 trilioni a fine 2002, pari a

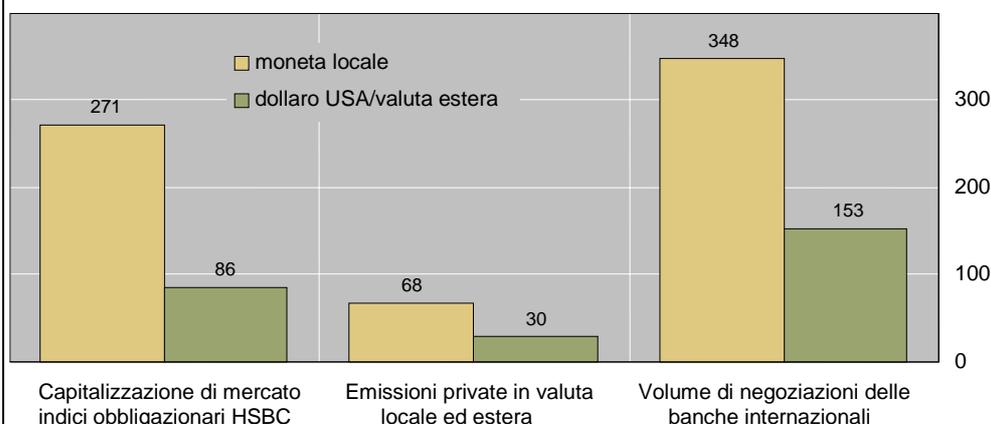
Consistenze in essere per oltre \$1 trilione ...

EMEAP: dimensione dei mercati obbligazionari locali nel 2002						
Economia	Mercato obbligazionario		di cui:			
	mdi di \$USA	% del PIL	titoli pubblici		titoli societari ¹	
			mdi di \$USA	% del totale	mdi di \$USA	% del totale
Australia	208	53	71	34	58	28
Cina	465	38	243	52	10	2
Corea	381	76	96	25	151	40
Filippine	26	34	25	97	1	3
Giappone	6 735	161	4 838	72	753	11
Hong Kong SAR	68	42	15	22	5	7
Indonesia	56	31	54	96	2	4
Malaysia	83	87	34	41	38	46
Nuova Zelanda	18	29	18	..	..	..
Singapore	53	60	33	62	3	5
Thailandia	47	38	29	61	7	14
Totale	8 140	115	5 456	67	1 027	13
Totale escluso il Giappone	1 405	48	618	44	274	19
Totale esclusi Australia, Giappone e Nuova Zelanda	1 179	48	528	45	216	18
<i>Per memoria:</i>						
<i>India</i>	<i>156</i>	<i>34</i>	<i>154</i>	<i>99</i>	<i>2</i>	<i>1</i>
<i>Taiwan, Cina</i>	<i>107</i>	<i>38</i>	<i>61</i>	<i>57</i>	<i>33</i>	<i>31</i>
<i>Stati Uniti</i>	<i>16 324</i>	<i>156</i>	<i>4 537</i>	<i>28</i>	<i>2 421</i>	<i>15</i>

¹ Escluse le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie.
 Fonti: Deutsche Bank (2003); Hong Kong Monetary Authority; Reserve Bank of New Zealand; CEIC; ISF; BRI.
 Tabella 1

Obbligazioni in moneta locale e in valuta nell'Est asiatico: dimensioni, emissioni, volumi scambiati

in miliardi di dollari USA



Nota: la capitalizzazione di mercato si basa sugli indici obbligazionari asiatici HSBC in moneta locale e in dollari USA al marzo 2004. I dati sulle emissioni private dal 1998 al 2003 sono tratti da Fernandez e Klassen (2004). I volumi degli scambi di obbligazioni ed euroobbligazioni in moneta locale segnalati da banche internazionali per il 2003 sono tratti da EMTA (2004).

Fonti: Bloomberg; BondWare; EMTA; HSBC.

Grafico 1

circa il 50% del PIL regionale (tabella 1)². Questa sorprendente espansione rispecchia sia gli interventi ufficiali volti a sviluppare canali alternativi di intermediazione finanziaria sia il fabbisogno di finanziamento connesso con le ristrutturazioni bancarie e i disavanzi pubblici.

Malgrado la rapida crescita, i mercati asiatici delle obbligazioni in valuta locale presentano ancora tassi di sviluppo tutto sommato insufficienti. Le loro dimensioni sono esigue se rapportate a quelle di Stati Uniti o Giappone – dove lo stock di obbligazioni interne supera il 150% del PIL – e risultano composti per metà da titoli pubblici. Il finanziamento societario resta dominato dal credito bancario e dal capitale di rischio³. In aggiunta, questi mercati sono in certa misura segmentati – sia fra di loro sia rispetto ai mercati globali del reddito fisso – a causa, fra l'altro, delle ritenute fiscali, di fattori regolamentari e legali, di infrastrutture carenti.

La quota accessibile all'investimento è molto inferiore al totale in essere, pur essendo tutt'altro che trascurabile. Nel marzo 2004 l'universo di obbligazioni locali asiatiche disponibili agli investitori, definito dall'indice HSBC Asian Local Currency Bond (ALBI), aveva una capitalizzazione di circa \$270 miliardi, pari a meno di un quarto degli 1,2 trilioni di dollari in essere.

² I dati della tabella 1 relativi ai titoli pubblici non comprendono gli strumenti debitori delle banche centrali, e sono pertanto sottostimati. In diverse economie la banca centrale emette proprie passività per sterilizzare gli acquisti di valuta estera (McCauley, 2003). In Corea, ad esempio, i titoli di stabilizzazione monetaria con scadenza originaria fino a due anni ammontano ora a KRW100 trilioni, quasi lo stesso importo delle obbligazioni sovrane totali riportato in tabella. Passività analoghe, ma con scadenze in genere più brevi, vengono emesse in Cina, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.

³ Profilo, questo, osservabile anche in Europa.

... solo in parte prontamente disponibili all'investimento ...

L'indice di HSBC non include le obbligazioni cinesi a causa dei controlli sui movimenti di capitale. Sono inoltre escluse le obbligazioni indonesiane per la ricapitalizzazione bancaria, in ragione della loro illiquidità, nonché quelle al dettaglio thailandesi, emesse espressamente per gli investitori locali nel 2002 allo scopo di coprire i costi dei salvataggi bancari.

Rispetto agli omologhi denominati in valuta, tuttavia, i mercati dei titoli in moneta locale hanno dimensioni nettamente maggiori, attraggono emissioni più massicce e registrano volumi di scambi nel complesso più elevati. Anche la porzione disponibile per l'investimento nei mercati locali supera quella del mercato obbligazionario asiatico in dollari USA (grafico 1), in base sia all'indice HSBC Asian US Dollar Bond (ADBI, con una capitalizzazione che si aggira intorno a \$86 miliardi) sia all'analogo indice JPMorgan Asia Credit (circa \$94 miliardi). Sul mercato primario le emissioni in moneta locale hanno di recente prevalso sull'attività in valuta tanto nel settore pubblico quanto in quello privato (Reserve Bank of Australia, 2003; Fernandez e Klassen, 2004). Per ciò che concerne il mercato secondario, basti osservare che le sole multinazionali finanziarie partecipanti all'Emerging Markets Traders Association (EMTA) dichiarano per il 2003 volumi di scambi in titoli asiatici in moneta locale pari a oltre il doppio di quelli delle obbligazioni asiatiche internazionali. È segnalato un numero maggiore di transazioni in titoli internazionali unicamente per le obbligazioni cinesi, filippine e indonesiane.

... ma in misura comunque maggiore rispetto ai titoli asiatici in dollari USA

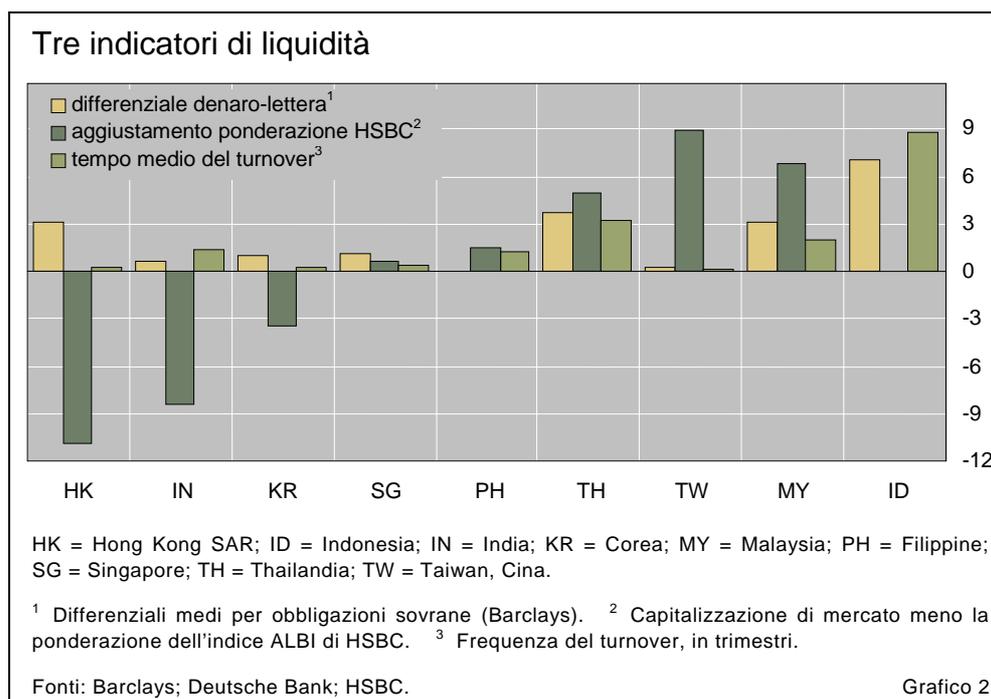
Liquidità

In un mercato liquido le transazioni possono essere effettuate in modo rapido ed economico senza incidere sul prezzo. La liquidità presenta diverse dimensioni: strettezza dei margini, spessore, immediatezza e resilienza (CSFG, 2000). La strettezza dei margini è espressa dal differenziale fra i prezzi in acquisto e in vendita, come lo spread denaro-lettera in un mercato basato sulle quotazioni. Lo spessore fa riferimento alla dimensione delle transazioni che possono essere eseguite senza causare variazioni di prezzo; l'immediatezza alla rapidità con cui riescono a essere eseguiti gli ordini; la resilienza alla facilità con cui i prezzi tornano alla normalità dopo temporanei squilibri o perturbazioni negli ordini. Non sono da escludere trade-off fra le diverse dimensioni della liquidità. Ad esempio, la concorrenza fra market-maker o la regolamentazione possono restringere il differenziale denaro-lettera a scapito dello spessore, giacché la minore redditività riduce il capitale destinato all'attività di market-making. Un mercato liquido dei titoli di Stato riveste importanza per la liquidità di cassa o di finanziamento, in quanto accresce la capacità delle istituzioni finanziarie di acquisire mezzi monetari tramite la vendita delle obbligazioni.

Misurazione della liquidità

Alla luce delle diverse dimensioni della liquidità vengono esaminati tre diversi indicatori: la valutazione di un market-maker, il turnover e il differenziale denaro-lettera. Come si vedrà, i tre indicatori mostrano una sostanziale coerenza tra loro (grafico 2).

Tre misure



La valutazione effettuata da HSBC in materia di liquidità, accessibilità e infrastrutture porta la banca ad attribuire all'interno del suo indice obbligazionario locale una ponderazione maggiore o minore di quanto sarebbe giustificato dalla sola capitalizzazione di mercato. I mercati di Corea, Hong Kong SAR e India hanno ponderazioni assai elevate, poiché sono ritenuti avere una liquidità e un'accessibilità migliori rispetto ad altri mercati.

Sostanzialmente parallela a questa valutazione è l'indicazione offerta dal volume di scambi e dal suo rapporto con la capitalizzazione di mercato. In base alla frequenza del turnover, Hong Kong, Taiwan (Cina)⁴, Corea e Singapore beneficiano di mercati obbligazionari più liquidi.

Un'analoga indicazione è fornita dagli spread denaro-lettera medi segnalati. Questi vanno da circa 1 punto base per Corea, India, Singapore e Taiwan a 7 punti base per l'Indonesia. In genere, tali differenziali risultano stretti anche se raffrontati a quelli praticati nei liquidi mercati dei titoli del Tesoro USA, che variano da 0,5 punti base per i Treasury bill a 3 punti per i Treasury bond. Benché secondo Fleming (2003) il differenziale denaro-lettera sia il migliore indicatore di liquidità, la sua strettezza nell'Est asiatico potrebbe in parte rispecchiare prescrizioni governative o di borsa che limitano gli spread dei market-maker. L'apparente liquidità segnalata dal più basso differenziale potrebbe essere compensata da un minor spessore del mercato.

Determinanti della liquidità

Passando dalla misurazione della liquidità alla valutazione delle sue determinanti entrano in gioco diversi fattori (CSFG, 2000). Dal lato dell'offerta, le dimensioni dei mercati obbligazionari asiatici – che, secondo Eichengreen e Luengnaruemitchai (2004), sarebbero empiricamente correlate alle dimensioni

⁴ Di seguito, Taiwan.

dell'economia stessa – potrebbero contribuire alla carenza di spessore e di liquidità. Inoltre, il taglio contenuto delle singole emissioni, possibile conseguenza dello scarso spessore dei mercati, potrebbe altresì deprimere gli scambi e pertanto concorrere a carenze di liquidità. Dal lato della domanda, un'esigua base di investitori, dominata da banche commerciali locali e/o da un fondo previdenziale pubblico, potrebbe sbilanciare il mercato obbligazionario in una direzione o nell'altra, spingendo gli operatori a vendere o ad acquistare tutti nello stesso momento. L'assenza o l'onerosità degli strumenti di copertura ed eventuali restrizioni alla vendita allo scoperto potrebbero accrescere sui mercati obbligazionari le compravendite basate su strategie "momentum" e scoraggiare un'ampia partecipazione degli investitori. Infine, una contabilità basata sul costo storico anziché sul valore di mercato potrebbe condurre all'adozione di strategie "buy and hold", che riducono la liquidità di mercato (Mohanty, 2002).

È stato riscontrato che la dimensione dei mercati asiatici influisce sulla loro liquidità (grafico 3, diagrammi superiori). Un mercato più ampio tende ad accompagnarsi a maggiori volumi di scambi (variabili entrambe logaritmiche), che a loro volta determinano un restringimento degli spread denaro-lettera. Anche se leggermente più tenue, tale relazione è simile a quella intercorrente fra dimensione, turnover e liquidità osservata nei mercati dei titoli di Stato del G10 e ascritta alle economie di scala nell'attività di market-making (McCauley e Remolona, 2000).

Basandosi sulla presenza di un attivo mercato dei futures su obbligazioni sovrane, nonché sugli scarti denaro-lettera nei mercati del G10, McCauley e Remolona (2000) fissano la soglia dimensionale critica per un mercato liquido intorno ai \$100-200 miliardi. In Asia, la Cina e l'India hanno superato tale soglia, mentre Corea e Taiwan vi si stanno approssimando. L'esperienza dell'Australia indica tuttavia che, nelle giuste circostanze, una dimensione nettamente inferiore può comunque garantire la liquidità dei mercati a pronti e a termine dei titoli pubblici (Australia, 2003). In circostanze meno favorevoli, peraltro, la soglia di \$100-200 miliardi potrebbe rivelarsi troppo bassa.

Singole emissioni di importo elevato sono un sintomo dello spessore del mercato, di per sé un indicatore di liquidità, ma possono anche favorire la liquidità stessa attirando un maggior numero di scambi. In Asia il taglio medio delle emissioni è correlato negativamente agli spread denaro-lettera, e i mercati obbligazionari dove esso è più elevato presentano una più alta liquidità (grafico 3, diagramma in basso a sinistra). Spiccano anche in questo caso Cina e India, con emissioni singole mediamente superiori ai \$3 miliardi. Pertanto, anche se lo sviluppo di mercati obbligazionari liquidi è senz'altro più agevole nelle grandi economie che non nelle piccole, un'attenta gestione del debito può indurre una liquidità maggiore di quella giustificata dalle sole dimensioni del mercato.

Un modo per accrescere l'importo delle emissioni consiste nell'aggregare passività di diverso tipo. Nelle economie asiatiche ciò può avvenire agendo sulla struttura per scadenze o sui prenditori del settore pubblico. Per quanto

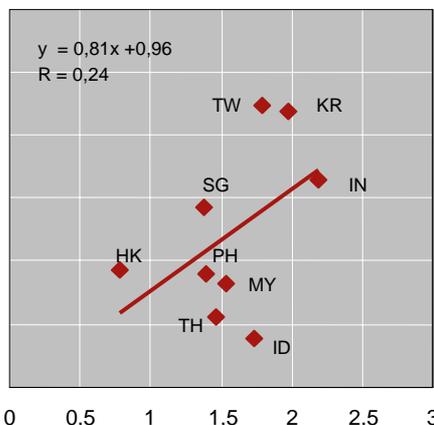
Fattori dal lato dell'offerta: dimensione complessiva ...

... e importo delle singole emissioni

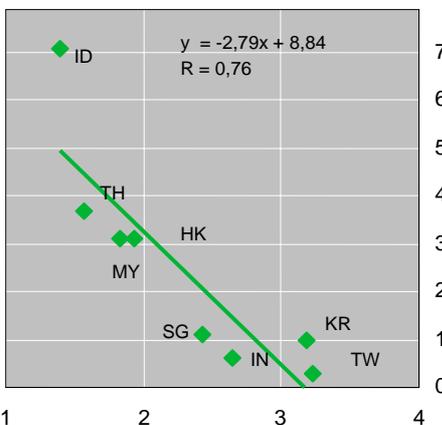
Liquidità dei mercati obbligazionari dell'Est asiatico

dimensione del mercato, volume degli scambi, importo delle emissioni e concentrazione

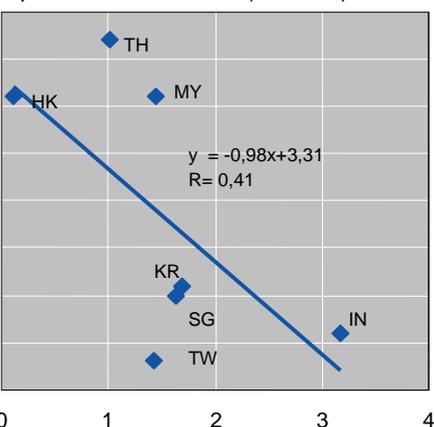
Dimensione del mercato (ascissa)¹ e volume degli scambi (ordinata)¹



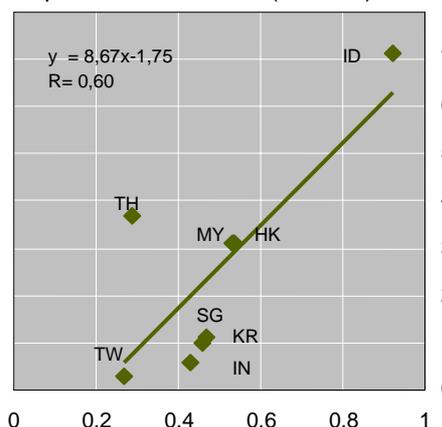
Volume degli scambi (ascissa)¹ e spread denaro-lettera (ordinata)²



Importo delle emissioni (ascissa)¹ e spread denaro-lettera (ordinata)²



Concentrazione dei portafogli (ascissa)³ e spread denaro-lettera (ordinata)²



¹ In miliardi di dollari USA; variabili logaritmiche. ² In punti base. ³ Indice Herfindahl-Hirschman.

Fonti: Barclays Capital; Bloomberg; Deutsche Bank; HSBC; elaborazioni BRI.

Grafico 3

concerne le scadenze, la scelta è fra un'attività di emissione concentrata su titoli benchmark da un lato, e l'offerta di una curva dei rendimenti continua, accompagnata da un contestuale allungamento delle scadenze dall'altro. I paesi industriali con attivi di bilancio tendono a concentrare le emissioni su alcuni grandi prestiti benchmark per preservare la liquidità. In India, Taiwan e Thailandia sembrano esservi margini per aumentare le dimensioni delle emissioni benchmark, in quanto il rapporto fra taglio massimo e taglio minimo o medio è comparativamente basso in tali paesi (almeno per quanto riguarda le emissioni rientranti nell'indice ALBI di HSBC). Nel contempo, la presenza di molteplici emittenti pubblici suddivide il mercato in segmenti relativamente meno liquidi. Si potrebbe considerare la proposta di unificare ciascun mercato dei titoli pubblici nell'Est asiatico, sovrainvestendo il fabbisogno di bilancio del governo e depositando il ricavato presso la banca centrale, e sostituire così le passività di quest'ultima verso gli operatori di mercato, come suggerito da McCauley (2003).

Una base di investitori ristretta, dominata da banche, ostacola lo sviluppo di un mercato secondario liquido per le obbligazioni. In media, i titoli di debito asiatici emessi sull'interno sono detenuti per oltre la metà da banche, una quota significativamente superiore a quella di altri mercati emergenti o di alcune economie sviluppate. È stato osservato che una maggiore concentrazione degli investimenti a reddito fisso si accompagna a spread denaro-lettera più ampi, a riprova che in Asia la concentrazione pregiudica la liquidità (grafico 3, diagramma in basso a destra). La concentrazione dei portafogli obbligazionari è misurata dall'indice standard Herfindahl-Hirschman (HH), definito come somma dei quadrati delle quote di mercato. Quanto maggiore è l'indice HH, tanto più alta è la concentrazione del mercato. Un'accresciuta partecipazione di investitori istituzionali ed esteri – la cui assenza si nota, a differenza di quanto avviene sui mercati azionari della regione – potrebbe contribuire a ridurre la concentrazione di mercato e migliorare così la liquidità.

Fattori dal lato della domanda: ampia base di investitori ...

L'applicazione di ritenute alla fonte potrebbe limitare l'interesse degli investitori esteri per le obbligazioni asiatiche in moneta locale (Takeuchi, 2004). Nella maggior parte dei casi e ad eccezione di Hong Kong, ciò costituisce un problema, sebbene non sia chiaro fino a che punto i bassi livelli di investimento estero nei mercati locali siano riconducibili alla perdita di interesse ovvero al tempo e agli sforzi necessari per ottenere il rimborso di tali ritenute. In Corea gli investitori esteri sembrano partecipare al mercato principalmente attraverso l'assunzione di posizioni lunghe in futures (anziché a pronti) su titoli pubblici triennali, a indicazione del fatto che proprio la ritenuta fiscale potrebbe rappresentare il vincolo.

La carenza di mercati di copertura, come quelli degli swap di tasso di interesse e dei futures su obbligazioni sovrane, e l'insufficiente sviluppo di mercati di finanziamento come quelli pronti contro termine potrebbero ridurre la liquidità nei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale (Barclays, 2003; Hohensee e Lee, 2004). Tranne Hong Kong e Singapore, in molti paesi i mercati degli swap sono inattivi o inadeguatamente sviluppati, soprattutto a causa di restrizioni regolamentari e della mancanza di tassi di riferimento affidabili. La negoziazione di futures in borsa è stata sperimentata nelle piazze di Hong Kong, Singapore, Corea, Taiwan, Malaysia e India, ma ha raggiunto una massa critica soltanto nel caso dei futures su obbligazioni triennali in Corea. Lo sviluppo dei mercati PcT è diseguale, ostacolato da questioni regolamentari e fiscali. La maggior parte delle transazioni coinvolge banche centrali e l'attività "inter-dealer" – esigua – è circoscritta a Corea, Malaysia e Singapore. Benché la copertura a termine di gran parte delle valute della regione sia soggetta a restrizioni, i sempre più liquidi "non-deliverable forward" potrebbero facilitare gli investimenti esteri nei mercati delle obbligazioni in moneta locale fornendo appropriati strumenti di copertura (Ma et al., 2004).

... e mercati per le operazioni di copertura

La liquidità in situazioni di stress

Le misure e le determinanti della liquidità dei mercati in condizioni normali potrebbero non essere più valide in situazioni di stress, e ciò porrebbe un serio problema ai mercati dei titoli asiatici in moneta locale. Persino mercati

Improvvisi e massicci ritiri di fondi nei mercati obbligazionari

obbligazionari ben sviluppati possono mostrare tensioni in periodi di ribassi, come nel 1994 o a metà 2003 (Borio e McCauley, 1996). Viste le loro dimensioni ridotte, la minore liquidità e una base di investitori meno diversificata, in periodi di stress i mercati dell'Est asiatico possono incorrere in difficoltà ancora maggiori.

Corea e Thailandia forniscono un esempio di come i mercati, al pari delle istituzioni finanziarie, possano essere potenzialmente soggetti a improvvisi e massicci ritiri di fondi (Borio, 2000). Benché tale fenomeno possa originare dal "centro" del mercato, come quando gli operatori cominciano a nutrire dubbi sulla reciproca solvibilità e liquidità (rischio di controparte nel mercato OTC), i recenti casi asiatici mostrano che brusche corse ai ripari possono iniziare anche in "periferia", ossia tra gli investitori finali: in risposta a movimenti avversi dei prezzi dovuti a tassi di interesse generalmente più elevati o a impreviste inadempienze di emittenti, gli investitori obbligazionari provenienti da istituzioni finanziarie non bancarie hanno cercato di disimpegnarsi. Ciò ha obbligato le istituzioni finanziarie a liquidare a loro volta le proprie posizioni, determinando un prosciugamento della liquidità sui mercati del reddito fisso (cfr. il riquadro)⁵.

Rendimenti nominali ed effettivi

I rendimenti nominali delle obbligazioni asiatiche si situano al di sopra o al di sotto di quelli dei Treasuries

I rendimenti nominali delle obbligazioni asiatiche in moneta locale mostrano una considerevole dispersione, situandosi sia al di sopra sia al di sotto di quelli dei buoni del Tesoro USA. Gli spread fra le due tipologie di titoli variano da -270 a +1 350 punti base, mentre i rendimenti nominali delle obbligazioni sovrane asiatiche in dollari USA sono uniformemente più elevati di quelli delle equivalenti Treasury notes statunitensi, con differenziali che oscillano tra i 50 e gli 800 punti base (tabella 2). I titoli obbligazionari locali di Singapore, Taiwan e, più di recente, Hong Kong SAR sono negoziati con rendimenti inferiori a quelli dei Treasuries comparabili. A Singapore e Taiwan i bassi tassi ufficiali e l'atteso rafforzamento della valuta locale nei confronti del dollaro hanno concorso a un calo dei rendimenti. Benché a Hong Kong le obbligazioni abbiano in genere offerto un premio rispetto ai corrispondenti titoli del Tesoro USA, rispecchiando il rischio di un "disancoraggio" valutario, dal settembre 2003 le attese di un apprezzamento del renminbi hanno spinto i rendimenti nominali obbligazionari di Hong Kong al di sotto di quelli statunitensi. A causa dei controlli sui movimenti di capitale, in Cina e Malaysia i rendimenti nominali sono inferiori a quelli USA, malgrado il cambio fisso con il dollaro e l'assenza, fino al 2003, di aspettative di un apprezzamento. In Thailandia i bassi tassi ufficiali e l'atteso rafforzamento della moneta hanno compresso i rendimenti per buona parte dello scorso anno, ma più di recente questi sono stati oggetto di pressioni derivanti da un'accelerazione della crescita e dal deciso rientro della minaccia deflazionistica.

⁵ Non è chiaro se alle perdite di liquidità in situazioni di stress concorrano anche le infrastrutture di compensazione e regolamento in Asia, che si ritiene non attenuino a sufficienza i rischi nelle varie fasi del processo di regolamento (Braeckeveld, 2004).

Volatilità e liquidità in Asia

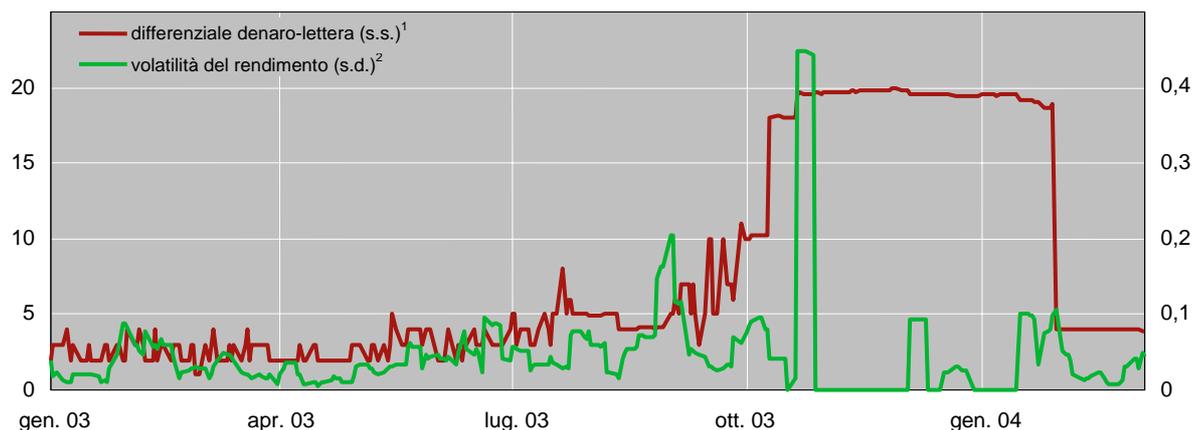
Agli inizi del 2003 il mercato obbligazionario coreano è incorso nella sua terza crisi dopo quella asiatica del 1997–98. Gli elementi comuni delle tre crisi sono stati una brusca revisione della valutazione di un'impresa privata (Daewoo, Hyundai o SK Group/LG Card), massicci disinvestimenti da fondi comuni obbligazionari da parte di famiglie e imprese, vendite precipitose di titoli (soprattutto pubblici), illiquidità e, infine, intervento del governo.

Più di recente, l'ondata di vendite sui mercati dei titoli del Tesoro USA nell'estate 2003, con il concorso di sviluppi interni alla regione, ha prodotto episodi di volatilità sui mercati obbligazionari asiatici in moneta locale, influenzando negativamente sulla liquidità. Nella seconda metà del 2003 i rendimenti delle obbligazioni decennali di Cina, Singapore, Taiwan e Thailandia sono stati tutti inferiori a quelli delle omologhe Treasury notes.

In Cina l'incremento degli obblighi di riserva in settembre, l'aumento dell'inflazione e le aspettative di un'elevata offerta di titoli pubblici hanno condotto a massicce cessioni in un mercato obbligazionario dominato dalle banche commerciali. Tra settembre e novembre i rendimenti decennali sono cresciuti dal 2,9 al 3,9%. Ciò ha determinato un prosciugamento della liquidità sul mercato primario; alcuni prestiti non sono stati collocati integralmente e nuove emissioni di titoli del Tesoro sono state cancellate.

L'ondata di vendite sul mercato obbligazionario in baht thailandesi è stata scatenata dalla volatilità nei mercati dei Treasuries. Tuttavia, fattori interni (allentamento delle restrizioni ai deflussi di capitali, incerta tempistica delle emissioni sovrane e dinamica vigorosa del mercato azionario) hanno spinto al rialzo i rendimenti in baht anche dopo la stabilizzazione dei mercati USA. Il calo nel valore delle attività nette dei fondi comuni che operano sul reddito fisso è stato pronunciato a causa della mancanza di strumenti di copertura. Ne sono conseguiti ritiri di fondi da parte degli investitori. I fondi comuni hanno dovuto vendere titoli per far fronte alle richieste di rimborso, e ciò ha compresso ulteriormente i corsi obbligazionari. Con l'aumento della volatilità di prezzo a partire da giugno, gli spread denaro-lettera sono sostanzialmente aumentati, passando in un primo momento da circa 3 a 10 punti base, per sfiorare poi i 20 punti (cfr. grafico). Sebbene i differenziali denaro-lettera siano aumentati anche nei mercati dei Treasuries USA sullo sfondo di condizioni volatili, i movimenti del mercato thailandese sono stati molto più ampi e persistenti (Kos, 2003): il volume giornaliero degli scambi è crollato da circa 10 miliardi a meno di 1 miliardo di baht.

Obbligazione di Stato thailandese 2012: volatilità dei rendimenti e spread denaro-lettera



¹ In punti base. ² Deviazioni standard delle variazioni giornaliere di rendimento nella settimana precedente.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI.

Negli ultimi tre anni l'investimento in strumenti con rendimenti nominali relativamente elevati avrebbe tendenzialmente prodotto una redditività effettiva maggiore in termini di valuta locale (tabella 2). Le obbligazioni a più alto rendimento di India e Filippine hanno conseguito risultati migliori per effetto sia

delle plusvalenze patrimoniali indotte dal calo dei rendimenti nominali, sia del più alto tasso offerto. Le obbligazioni con rendimenti nominali inferiori a quelli dei Treasuries di pari scadenza hanno fruttato generalmente di meno in termini di valuta locale.

Poiché i tassi di cambio nei confronti del dollaro sono stati in media relativamente stabili durante il periodo, i diversi rendimenti effettivi in valuta locale hanno prodotto soddisfacenti rendimenti effettivi in dollari. Tale conclusione emerge da un raffronto tra i rendimenti effettivi totali delle obbligazioni asiatiche in moneta locale segnalati da HSBC (su base non coperta, in termini di valuta locale e di dollari) e quelli dei Treasuries USA elaborati dalla FEAAF (Federazione europea degli analisti finanziari). Dato che queste serie di rendimenti effettivi sono disponibili solo a livello di indici, abbiamo scelto l'appropriato indice FEAAF corrispondente alla duration di ciascun indice asiatico.

In base a tali indici, nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 i rendimenti effettivi totali delle obbligazioni locali asiatiche hanno superato quelli dei titoli del Tesoro USA di pari scadenza (grafico 4). In particolare, il rendimento effettivo totale in dollari USA dell'indice obbligazionario locale HSBC durante tale periodo supera di circa 24 punti percentuali quello effettivo dei Treasuries equiparabili⁶. Ad eccezione di Cina, Malaysia e Singapore (dove i rendimenti nominali sono stati generalmente bassi e le valute stabili), nell'arco dei 39 mesi considerati le obbligazioni locali asiatiche hanno riportato in ciascuna economia rendimenti effettivi in dollari USA superiori a quelli dei Treasuries.

Risultati migliori
rispetto ai
Treasuries ...

Differenziali di rendimento nominale e rendimenti effettivi			
in percentuale			
	Differenziale di rendimento ¹ al 31 gen. 2001	Differenziale di rendimento ¹ al 1° mar. 2004	Rendimento effettivo dell'indice ²
Cina, a 11 anni	-1,64 ³	0,44	10,94
Corea, a 3 anni	0,93	2,64 ⁴	25,99
Filippine, a 3 anni	11,94 ⁵	9,60	54,88
Hong Kong SAR, a 5 anni	0,61	-0,33	25,42
India, a 10 anni	5,45	1,29	81,65
Malaysia, a 10 anni	-0,01	0,69	14,30
Singapore, a 10 anni	-1,42	-0,71	16,16
Taiwan (Cina), a 10 anni	-0,04	-1,44	35,65
Thailandia, a 10 anni	-0,27	0,42	23,20

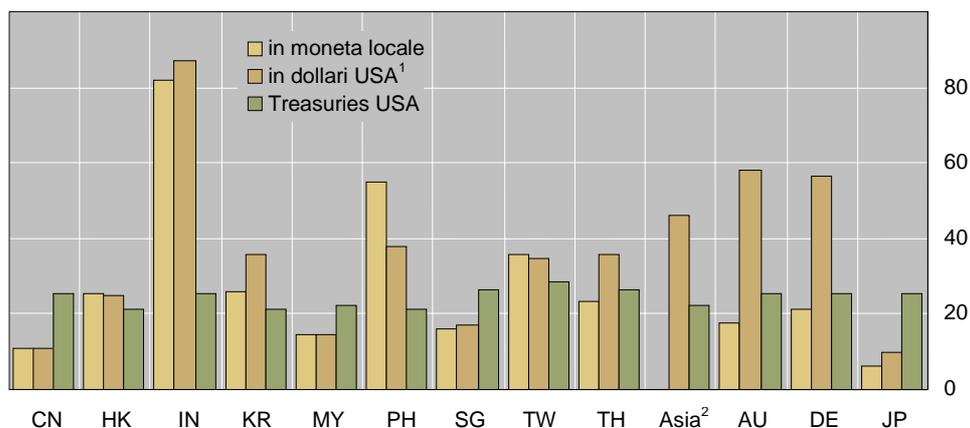
¹ Rispetto ai titoli del Tesoro USA di pari scadenza. ² Gennaio 2001–marzo 2004; rendimento effettivo dell'indice in termini di valuta locale; elaborazioni HSBC. ³ 11 ottobre 2001. ⁴ 27 febbraio 2004. ⁵ 19 ottobre 2001.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI. Tabella 2

⁶ L'indice complessivo di rendimento effettivo totale delle obbligazioni locali asiatiche ALBI di HSBC copre Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia, ed è calcolato in termini di dollari USA. Esso esclude la Cina, il cui mercato obbligazionario non è aperto agli investimenti esteri.

Rendimenti effettivi: raffronto tra titoli asiatici e Treasuries

gennaio 2001–marzo 2004



AU = Australia; CN = Cina; DE = Germania; HK = Hong Kong SAR; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan, Cina.

¹ Su base non coperta. ² Paesi asiatici riportati, escluso il Giappone.

Fonti: Bloomberg; HSBC; elaborazioni BRI.

Grafico 4

L'apprezzamento del cambio ha di fatto contribuito significativamente alla migliore performance di Corea e Thailandia, dove i rendimenti effettivi in dollari hanno superato quelli in valuta locale di 10–13 punti percentuali. Nelle Filippine, benché la debolezza della valuta abbia ridotto i rendimenti interni di 17 punti, la perdita è stata più che compensata dai maggiori tassi nominali offerti e dai guadagni in conto capitale. Come già rilevato, nel periodo in esame questi fattori hanno concorso a rendimenti effettivi più elevati in India e, in misura minore, a Hong Kong⁷.

La redditività delle obbligazioni locali asiatiche può essere raffrontata a quelle dei titoli in dollari australiani, euro e yen giapponesi. Nel corso dei 39 mesi esaminati i rendimenti effettivi totali in dollari dei titoli asiatici sono stati inferiori di circa 10 punti percentuali a quelli in dollari australiani o in euro a causa del vigore del dollaro australiano e dell'euro nei confronti del dollaro USA⁸, ma hanno superato quelli delle obbligazioni giapponesi.

Considerato il maggiore rischio di credito delle obbligazioni asiatiche, questi rendimenti effettivi non basterebbero di per sé a rendere tali titoli appetibili per gli investitori. I rating creditizi assegnati alle obbligazioni sovrane asiatiche in moneta locale sono in genere più elevati di quelli attribuiti agli analoghi titoli in dollari (Kisselev e Packer, 2004). Tuttavia, tali obbligazioni hanno ottenuto in media un rating A/A2 nel periodo campione, più basso di quello assegnato ai Treasuries o agli stessi titoli di Stato europei e australiani,

... ma non rispetto alle obbligazioni in euro o in dollari australiani

Minore qualità creditizia

⁷ Cfr. Remolona e Schrijvers (2003) su obbligazioni a più alto rendimento e redditività.

⁸ Quest'analisi dei rendimenti effettivi viene condotta nell'ottica di un investitore in dollari USA, il che è appropriato per molti portafogli gestiti in Asia. Per un investitore in euro la classificazione sarebbe la stessa: investire su base non coperta in obbligazioni denominate in euro o in dollari australiani avrebbe fruttato i rendimenti effettivi maggiori, seguiti dall'investimento in obbligazioni asiatiche e, infine, da quello in titoli del Tesoro USA.

quotati ai massimi. Inoltre, nello stesso periodo si è osservata in Asia una tendenza ascendente dei rating, che dovrebbe accrescere i rendimenti effettivi.

Conclusioni

Dopo la crisi del 1997–98 i mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno raggiunto dimensioni ragguardevoli. Le condizioni di liquidità variano sostanzialmente fra le varie economie. Le dimensioni dei mercati e singole emissioni di importo maggiore giocano a favore della liquidità, che è invece ostacolata dalla concentrazione dei portafogli obbligazionari tra investitori “buy and hold”. Ciò implica che i provvedimenti volti a consolidare i diversi segmenti di mercato – come l’emissione di pochi ma ingenti prestiti e l’unificazione delle passività del governo e della banca centrale – contribuirebbero a migliorare la liquidità. E altrettanto farebbero gli sforzi tesi a sviluppare i mercati per la copertura e a creare un’ampia base di investitori. Tali misure potrebbero ridurre la probabilità di un inceppamento dei mercati delle obbligazioni in moneta locale in presenza di mutamenti nelle preferenze per la liquidità o di stress di altra natura.

Nella maggior parte delle economie dell’Est asiatico gli investimenti su base non coperta in obbligazioni del continente denominate in moneta locale avrebbero di recente fruttato – in termini di dollari – rendimenti effettivi superiori a quelli di analoghi investimenti in titoli del Tesoro USA, ma inferiori a quelli di obbligazioni denominate in dollari australiani o in euro. I mercati delle obbligazioni in moneta locale a più alto rendimento, che hanno beneficiato di guadagni in conto capitale, hanno contribuito massimamente a tale risultato. In certa misura, tali rendimenti rispecchiano anche un maggiore rischio di credito.

Riferimenti bibliografici

Australia, Commonwealth of (2003): “Statement 7: budget funding”, Budget for 2003-04, Canberra, maggio.

Barclays (2003): “The Asian bond market: from fragmentation to aggregation”, Asian Rates and Credit Research, Barclays Research, Singapore, settembre.

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

Borio, C. e R. McCauley (1996): “The economics of recent bond market volatility”, *BIS Economic Papers*, n. 45, luglio.

Braeckvelt, F. (2004): “Clearing, settlement and depository issues in Asia”, paper presentato alla conferenza Korea University/BRI “Asian bond markets: issues and prospects”, Seoul, marzo.

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

Deutsche Bank (2003): “Asian local bond markets”, Emerging Markets – Global Markets Research, Singapore, giugno.

Eichengreen, B. e P. Luengnaruemitchai (2004): "Why doesn't Asia have bigger bond markets?", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

EMEAP (2003): "EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund", 2 giugno.

———— (2004): "EMEAP central banks announce the initial structure of the Asian Bond Fund 2", 15 aprile.

Emerging Markets Traders Association (2004): *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19 febbraio.

Fernandez, D.G. e S. Klassen (2004): "Choice of currency by East Asia bond issuers", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Fleming, M.J. (2003): "Measuring treasury market liquidity", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, settembre.

Hohensee M. e K. Lee (2004): "A survey of hedging markets in Asia – a description of Asian derivative markets from a practical perspective", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Kisselev, K. e F. Packer (2004): "Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

Kos, D. (2003): "Recent trends in US government debt markets", EMEAP Forum, Hong Kong SAR, 15 dicembre.

Ma, G., C. Ho e R. McCauley (2004): "I contratti 'non-deliverable forward' in Asia", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

McCauley, R. (2003): "Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

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

Mohanty, M.S. (2002): "Improving liquidity in government bond markets: what can be done?", *BIS Papers*, n. 11, giugno.

Remolona, E. e M. Schrijvers (2003): "Ricerca del rendimento: alcune alternative a disposizione dei gestori di riserve", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.

Reserve Bank of Australia (2003): "Bond market development in East Asia", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, dicembre, pagg. 1–8.

Takeuchi, A. (2004): "Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.

I contratti “non-deliverable forward” in valute asiatiche¹

Gli scambi di contratti “non-deliverable forward” nelle valute asiatiche sono cresciuti negli anni recenti. I tassi di interesse offshore impliciti in tali contratti differiscono in misura significativa dai tassi interni e sono indicativi di pressioni al rialzo sulla maggior parte delle divise asiatiche.

Classificazione JEL: F310, G150, G180, N250.

Esistono per sei valute asiatiche mercati attivi, ampi e crescenti di contratti “non-deliverable forward” (NDF, ovvero contratti a termine senza facoltà di consegna). Questi mercati offshore costituiscono una parte importante dei mercati valutari globali e asiatici, bilanciando la domanda e l'offerta in presenza di controlli sui movimenti di capitale (Ishii et al., 2001 e Watanabe et al., 2002).

Sebbene i mercati degli NDF abbiano talvolta rappresentato una sfida per i policymaker, l'aumento degli scambi in tali strumenti potrebbe nondimeno rivelarsi benefico per lo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici in moneta locale. Le autorità monetarie guardano naturalmente con sospetto a tali operazioni speculative all'estero e ai loro possibili effetti di contagio sull'interno, e la tendenza generale a partire dalla crisi del 1997–98 è stata quella di limitare ulteriormente le interazioni tra mercati onshore e offshore. Tuttavia, mercati liquidi di NDF potrebbero rivelarsi utili per gli investitori internazionali di portafoglio, fornendo loro un mezzo altrimenti non disponibile per premunirsi contro il rischio di cambio. Tale possibilità assume particolare rilevanza per gli investitori obbligazionari. Di conseguenza, i mercati di NDF possono in teoria favorire gli investimenti esteri nei sempre più sviluppati mercati obbligazionari asiatici in valuta locale, accrescendone la diversificazione e la liquidità (Jiang e McCauley, 2004).

Dopo aver tracciato le caratteristiche dei mercati di NDF in Asia, questo studio monografico analizza la segmentazione di mercato fra i tassi di interesse interni e quelli esterni impliciti in tali strumenti. Fra le caratteristiche considerate figurano il turnover, la liquidità, la volatilità, gli operatori e le

¹ Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

interazioni fra gli NDF asiatici. L'analisi si incentra sulle implicazioni delle oscillazioni degli spread fra il tasso di interesse interno sulla valuta considerata e il corrispondente tasso di interesse offshore implicito nell'NDF.

Caratteristiche degli NDF asiatici

Gli NDF sono derivati su cambi negoziati fuori borsa. Anziché mediante consegna delle due valute sottostanti, i contraenti regolano la transazione per differenziale, versando in una valuta convertibile (di solito il dollaro USA) una somma proporzionale allo scarto fra il cambio a termine fissato nel contratto e quello a pronti registrato alla scadenza. Gli NDF si distinguono inoltre dai contratti deliverable (con facoltà di consegna) in quanto la loro negoziazione avviene al di fuori della giurisdizione diretta delle autorità delle valute coinvolte e la fissazione del loro prezzo non è vincolata dai tassi di interesse interni.

I mercati degli NDF offrono agli investitori esteri un mezzo alternativo per la copertura di esposizioni in moneta locale, ovvero uno strumento speculativo con cui assumere posizioni offshore nella valuta nazionale. L'utilizzo dei mercati asiatici di NDF da parte di non residenti rispecchia in parte le restrizioni poste al loro accesso ai mercati a termine interni (tabella 1). Tuttavia, in taluni casi (come quello della Corea) gli operatori residenti svolgono parimenti un ruolo importante nei mercati dei contratti denominati nella loro valuta di origine (Hohensee e Lee, 2004). Per alcune valute asiatiche gli NDF esistono almeno dalla metà degli anni novanta. L'inasprimento dei controlli susseguito alla crisi asiatica potrebbe talvolta averne favorito la crescita.

I motivi dell'origine di questi strumenti offshore possono essere illustrati dall'introduzione dell'NDF in rupie indonesiane agli inizi del 2001 (Goeltom, 2002 e Watanabe et al., 2002). Prima del gennaio di quell'anno, i contratti a termine deliverable in rupie erano attivamente trattati all'estero, soprattutto a Singapore, e i non residenti fruivano di un facile accesso ai finanziamenti in tale valuta. Per ridurre le pressioni speculative sulla rupia, in quel mese la banca centrale dell'Indonesia proibì o limitò i prestiti e i trasferimenti bancari in moneta locale a favore di non residenti, nonché le relative transazioni in derivati. Riducendo di fatto la consegnabilità della valuta indonesiana al di fuori del paese, tali misure prosciugarono gli scambi di contratti a termine deliverable in rupie. Per soddisfare la domanda estera a fini di copertura o di

Definizione ...

... e finalità degli NDF

Gli NDF nascono in risposta alle restrizioni sui movimenti di capitale

Accesso ai mercati a termine interni da parte di non residenti	
Renminbi cinese	Assenza di operatori non residenti
Rupia indiana	Consentito, ma transazione soggetta a requisiti specifici
Rupia indonesiana	Consentito, ma soggetto a restrizioni e limitazioni
Won coreano	Consentito, ma transazione soggetta a requisiti specifici
Peso filippino	Consentito, ma soggetto a restrizioni e limitazioni
Nuovo dollaro taiwanese	Ammessi solo operatori residenti
Fonti: HSBC (2003); dati nazionali.	
Tabella 1	

Turnover medio giornaliero degli NDF in Asia

in milioni di dollari USA

Fonti delle stime	HSBC (metà 2003)	Deutsche Bank (2003–04)	EMTA (1° trimestre 2003)	Lehman Brothers (giugno 2001)	Forward e swap su valute ¹ aprile 2001
Renminbi cinese	1 000	50	150	50	55
Rupia indiana	100	20–50	38	35	1 628
Rupia indonesiana	100	50	65	50	301
Won coreano	500	700–1 000	1 350	500	4 025
Peso filippino	50	20–30	38	35	301
Nuovo dollaro taiwanese	500	300–500	250	250	922
Totale delle sei valute	2 250	1 140–1 680	1 890	920	7 232
<i>Incidenza sul totale di forward, swap su valute e NDF ad aprile 2001¹</i>	<i>25,1%</i>	<i>13–19%</i>	<i>20,7%</i>	<i>11,3%</i>	

¹ Turnover giornaliero in base ai dati BRI (2002).

Fonti: Leven (2001); HSBC (2003); Emerging Markets Traders Association (2003); Deutsche Bank (2003); Hohensee e Lee (2004); BRI (2002).

Tabella 2

speculazione, nei mesi seguenti si sviluppò gradualmente un mercato offshore di NDF in rupie².

Turnover

Predominio degli
NDF asiatici su
scala mondiale

Gli NDF asiatici concorrono alla stragrande maggioranza del turnover mondiale di questi strumenti. In particolare, gli NDF in won coreani, nuovi dollari taiwanesi, renminbi cinesi, rupie indiane, rupie indonesiane e pesos filippini rappresentano circa il 70% degli scambi di NDF nei mercati emergenti mondiali, secondo l'indagine condotta dall'Emerging Markets Traders Association agli inizi del 2003 (EMTA, 2003)³.

NDF in won coreani
al primo posto

Il turnover nei mercati asiatici di NDF varia significativamente a seconda delle valute. Sebbene sia difficile ottenere statistiche affidabili, comparabili e coerenti sugli scambi di NDF, le evidenze tratte dalle indagini e le stime dei market-maker consentono di stilare una graduatoria approssimativa (tabella 2). Il mercato degli NDF in won coreani è il primo per spessore in Asia e nel mondo, con volumi di scambi giornalieri pari in media a oltre \$500 milioni, ovvero a circa la metà del turnover globale di NDF nei mercati emergenti. Al secondo posto in Asia figura il mercato in nuovi dollari taiwanesi. Visto

² In futuro potrebbe emergere un più attivo mercato di NDF in baht thailandesi in risposta ai recenti provvedimenti della Bank of Thailand volti a limitare le disponibilità in moneta locale sui conti bancari di non residenti. Nonostante le restrizioni che limitano l'accesso degli investitori esteri al mercato a termine interno malaysiano, al momento non esiste un effettivo mercato di NDF in ringgit, a causa forse dei timori dei market-maker per la loro autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria nel paese. In Asia esistono anche mercati di opzioni "non-deliverable" (NDO) che trattano NDF.

³ Gli altri principali mercati di NDF sono quelli nelle valute latino-americane – principalmente real brasiliano e peso cileno – e in rubli russi (fonte EMTA).

Spread denaro-lettera degli NDF asiatici			
in percentuale			
	Stime Deutsche Bank ¹	Segnalato (6 aprile 2004) ²	
		Contratto a un mese	Contratto a un anno
Renminbi cinese	–	0,05–0,07	0,12–0,18
Rupia indiana	0,11–0,43	0,23	0,46
Rupia indonesiana	1 mese: 0,24; 1 anno: 1,2	0,35	0,82
Won coreano	0,25–0,84	0,09–0,12	0,17–0,21
Peso filippino	–	0,18–0,25	0,53–0,60
Nuovo dollaro taiwanese	0,08–0,14	0,03	0,06

¹ Basate sui tassi spot medi in dollari USA nel giugno 2003. ² Basato sugli spread denaro-lettera e i tassi spot per gli NDF segnalati da Reuters.

Fonti: Deutsche Bank (2003); Reuters; stime degli autori. Tabella 3

l'ammontare relativamente esiguo degli investimenti esteri nei mercati obbligazionari in valuta locale, gli elevati volumi di NDF in queste due valute potrebbero rispecchiare la partecipazione attiva di investitori internazionali sui mercati azionari coreano e taiwanese, per quanto la copertura dal rischio di cambio sia più diffusa fra gli investitori in titoli obbligazionari.

Secondo fonti di mercato, negli ultimi anni i mercati minori degli NDF asiatici avrebbero acquistato maggiore spessore. Non più di tre anni fa si riteneva che il turnover medio giornaliero di NDF in renminbi cinesi, rupie indiane, rupie indonesiane e pesos filippini fosse inferiore ai \$100 milioni in ciascuno dei quattro mercati. Gli scambi di strumenti in renminbi sono cresciuti rapidamente da allora, raggiungendo \$200 milioni circa agli inizi dell'anno scorso. Le stime per il 2003 variano, e del resto il turnover – stando a quanto segnalato – sarebbe soggetto a forti oscillazioni giornaliere; pare tuttavia che

Rapida crescita dei mercati asiatici

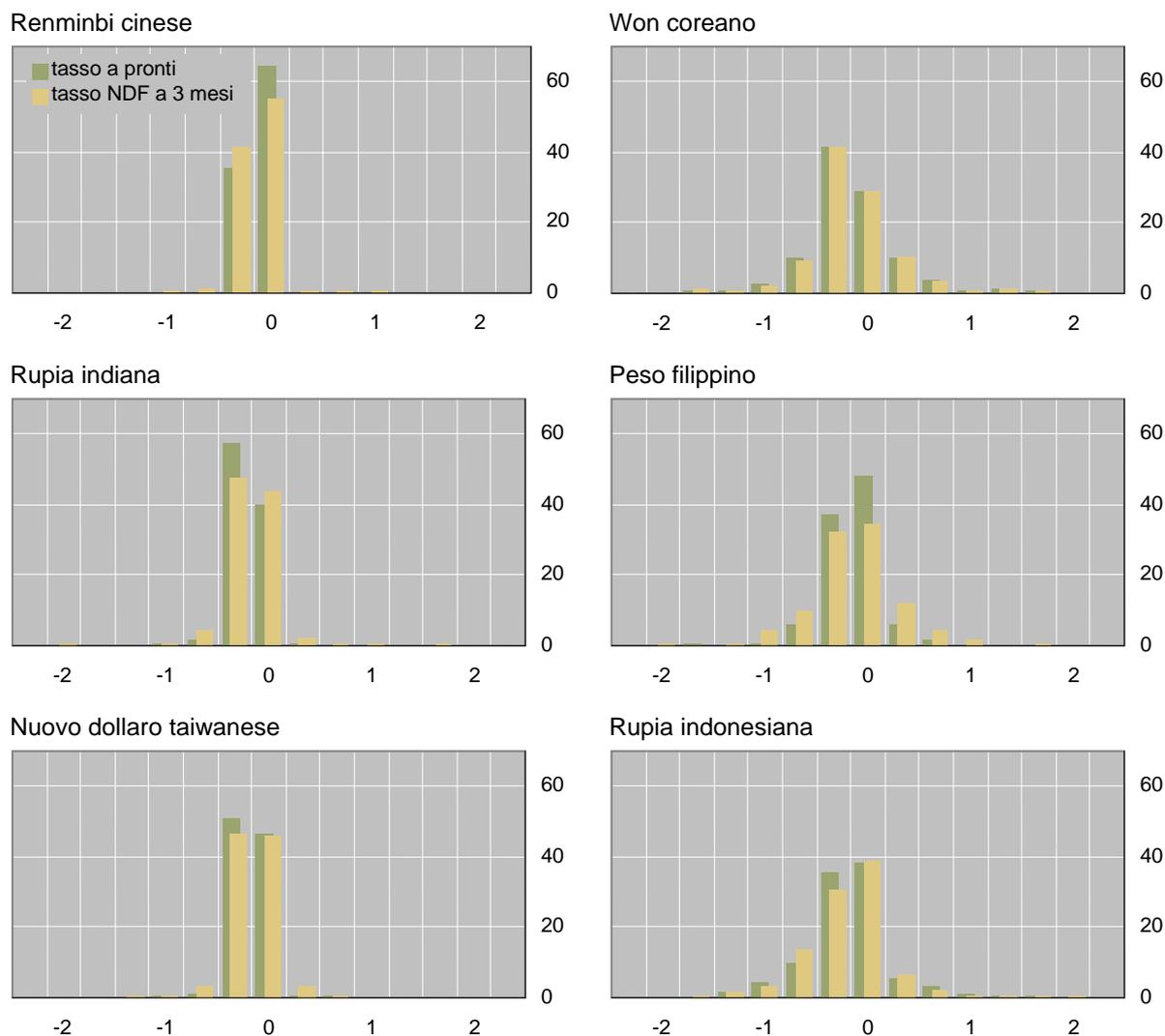
Volatilità nei mercati a pronti e a termine interni e in quelli degli NDF			
in percentuale			
	A pronti	NDF a tre mesi	NDF a dodici mesi
Renminbi cinese	0,04	1,35	2,75
Rupia indiana	1,62	3,28	4,07
Rupia indonesiana	13,89	15,10	15,60
Won coreano	6,84	6,90	7,06
Peso filippino	5,02	6,87	8,95
Nuovo dollaro taiwanese	3,11	4,19	4,76
<i>Per memoria:¹</i>			
<i>Yen giapponese</i>	9,41	9,52	9,23
<i>Euro</i>	10,55	10,54	10,50
<i>Dollaro di Hong Kong</i>	0,01	0,64	0,93

¹ Contratti a termine secco con consegna, a tre e dodici mesi. Deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere. Tutti i contratti considerati hanno contropartita in dollari USA. Dati riferiti al periodo marzo 2001–febbraio 2004.

Fonti: Bloomberg; CEIC; stime degli autori. Tabella 4

Distribuzione di frequenza delle variazioni percentuali giornaliere nei tassi di cambio contro il dollaro USA a pronti e impliciti negli NDF

numero di giorni, gennaio-dicembre 2003



Nota: tutti i tassi sono espressi in termini di moneta locale per dollaro USA; di conseguenza, le variazioni percentuali positive sull'asse delle ascisse indicano un deprezzamento nei confronti del dollaro.

Fonti: Bloomberg; stime BRI.

Grafico 1

esso sia raddoppiato nel corso di tale anno. Le negoziazioni di NDF in rupie indonesiane sarebbero aumentate sensibilmente dal 2001, anno in cui furono introdotte, insieme agli investimenti effettuati da non residenti in azioni, obbligazioni e altre attività in valuta locale. Anche i mercati di rupia indiana e peso filippino avrebbero guadagnato spessore.

Gli NDF rappresentano una quota importante degli scambi complessivi di contratti a termine in valute asiatiche. Per le sei divise qui considerate, il turnover segnalato di NDF è pari al 10–20% del volume aggregato di contratti a termine secco sull'interno, swap su valute e NDF⁴. Nel caso della Cina, dato

Gli NDF hanno un peso sostanziale sull'attività a termine in Asia

⁴ I dati sugli scambi di contratti a termine secco e swap su valute sono tratti da BRI (2002), mentre per gli NDF sono utilizzate le stime dei market-maker (tabella 2).

che la negoziazione onshore di contratti a termine secco è stata avviata solo di recente e che non esiste un mercato interno degli swap, gli NDF in renminbi rappresentano il 90% degli scambi totali stimati di contratti a termine "deliverable" sull'interno e di NDF. Pertanto, sia i policymaker che gli operatori non dovrebbero sottostimare l'importanza dei mercati degli NDF.

Liquidità

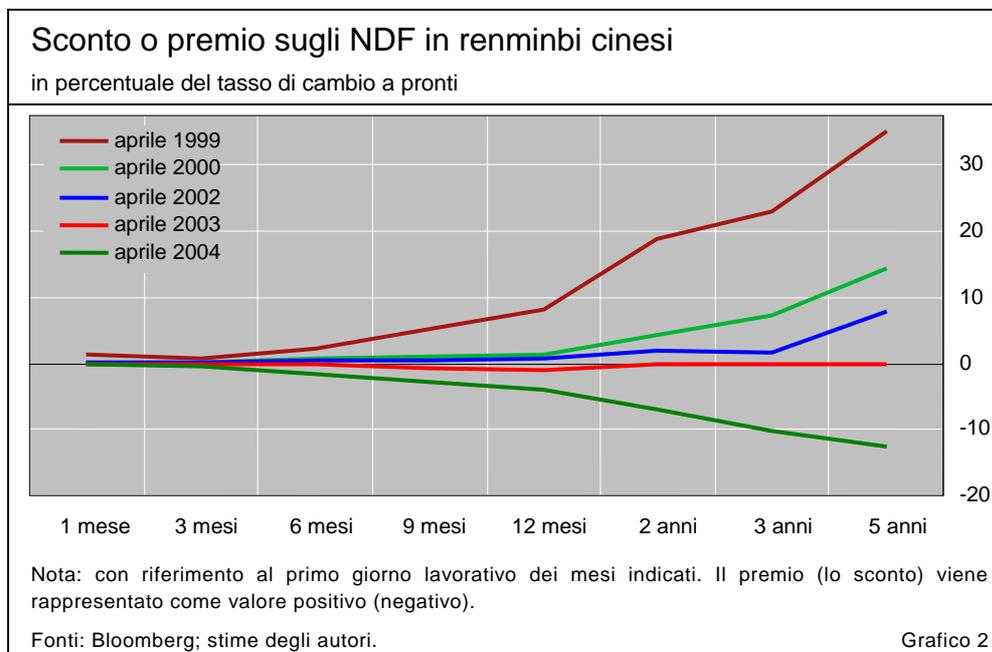
La liquidità varia con il turnover a seconda delle valute e delle scadenze (tabella 3). A giudicare dai differenziali denaro-lettera segnalati, i mercati più ampi e attivi di NDF in Asia – quelli di won coreano, nuovo dollaro taiwanese e renminbi – presentano una liquidità comparativamente più elevata. Le scadenze più liquide per gli NDF asiatici sembrano essere molto più lunghe di quelle delle principali coppie valutarie a livello mondiale, dove la stragrande maggioranza delle transazioni a termine ha durata pari o inferiore a 3 mesi. Nei mercati degli NDF asiatici la quasi totalità delle operazioni tra intermediari è concentrata sulle scadenze da 2 a 6 mesi, mentre taluni contratti tra banche e clientela privata si estendono tra i 2 e i 5 anni, anche a causa della rilevanza degli investimenti diretti esteri (IDE) in Asia.

Maggiore liquidità alle scadenze più lunghe

Volatilità

Per il periodo considerato, la volatilità dei tassi NDF è stata notevolmente più alta di quella dei corrispondenti tassi a pronti per tutte e sei le valute oggetto dell'indagine (tabella 4 e grafico 1). Ciò potrebbe essere dovuto agli interventi ufficiali nei rispettivi mercati a pronti. Secondo gli operatori, la frequenza di tali interventi è stata maggiore in Cina e India, seguite da Filippine e Taiwan

Maggiore volatilità rispetto ai tassi a pronti ...



... e sulle scadenze più lunghe

(Cina)⁵, e minore in Corea e Indonesia. Inoltre, la volatilità degli NDF asiatici aumenta di norma al crescere della scadenza. Per contro, le volatilità a pronti e a termine delle principali coppie valutarie tendono a essere molto più simili.

Operatori

Base di investitori in crescita

È opinione diffusa che la base di investitori nei mercati degli NDF asiatici si sia ampliata rispetto a cinque anni fa. Essa comprende soprattutto multinazionali, investitori di portafoglio, hedge fund, nonché banche commerciali e di investimento operanti in proprio⁶. La domanda su tali mercati ha finalità sia di copertura sia di speculazione. Nel caso del won coreano e del nuovo dollaro taiwanese gli operatori più importanti sono probabilmente gli investitori di portafoglio e gli hedge fund, mentre per ciò che concerne il renminbi svolgono un ruolo maggiore le società multinazionali (dati gli ingenti afflussi di IDE alla Cina negli ultimi anni) e, più di recente, gli hedge fund (per effetto dell'accresciuta attività speculativa).

NDF in renminbi: premi (sconti) maggiori alle scadenze più lunghe

In base alle indagini, le differenze che si riscontrano nei tassi a termine offshore sul renminbi per le varie scadenze rispecchiano le diverse preferenze degli operatori. Stando alle osservazioni condotte sugli NDF nella valuta cinese, alle scadenze più lunghe corrispondono premi (negli ultimi anni novanta) o sconti (di recente) più elevati (grafico 2). In considerazione delle loro molteplici esigenze, le multinazionali operano probabilmente su tutta la gamma di scadenze. Per contro, le posizioni degli hedge fund rispecchiano gli appelli spesso reiterati dagli analisti di mercato per un mutamento delle politiche di cambio su un orizzonte di nove mesi o più. Di conseguenza, i premi

Matrice di correlazione per tassi a pronti e NDF asiatici						
	CNY	INR	IDR	KRW	PHP	TWD
CNY	1	0,061	0,028	0,079	0,016	0,089
INR	0,006	1	0,120	0,162	0,103	0,085
IDR	-0,033	0,068	1	0,216	0,242	0,149
KRW	-0,001	0,131	0,160	1	0,399	0,421
PHP	0,039	0,057	0,203	0,324	1	0,254
TWD	-0,010	0,127	0,170	0,518	0,301	1

Nota: CNY = renminbi cinese; IDR = rupia indonesiana; INR = rupia indiana; KRW = won coreano; PHP = peso filippino; TWD = nuovo dollaro taiwanese. Con riferimento alle variazioni percentuali giornaliere degli NDF a tre mesi (sezione superiore di destra della matrice) e dei tassi a pronti (sezione inferiore di sinistra, in corsivo). Periodo marzo 2001–febbraio 2004.

Fonti: Bloomberg; stime degli autori.

Tabella 5

⁵ Di seguito, Taiwan.

⁶ Le posizioni nette dei principali operatori in NDF asiatici variano nel tempo. Secondo quanto segnalato dai market-maker, a partire dagli inizi del 2004 gli investitori di portafoglio non residenti tendono a presentare posizioni corte nelle valute regionali, e gli hedge fund esteri posizioni lunghe. Fra questi due estremi, le multinazionali si posizionano leggermente più verso il lato "short", mentre banche commerciali e market-maker più verso il lato "long". Nel mercato del won, dove svolgono un importante ruolo di controparte, le banche locali assumono preponderantemente posizioni lunghe in won nel mercato NDF, per compensare quelle corte assunte offshore.

o gli sconti sugli NDF in renminbi sono stati tendenzialmente maggiori sulle scadenze più lunghe, di riflesso al posizionamento degli speculatori in vista di un possibile deprezzamento del renminbi durante e dopo la crisi asiatica, o di un suo possibile apprezzamento dopo gli ultimi mesi del 2002.

All'interno della regione Asia-Pacifico le principali sedi di scambio degli NDF asiatici sono Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan, Corea e Giappone. Da più parti Singapore è considerata la piazza più importante, stando alle informazioni incomplete dell'indagine triennale sui mercati globali dei cambi effettuata dalle banche centrali per il 2001. Al di fuori dell'Asia-Pacifico, tali strumenti vengono scambiati soprattutto a New York e Londra.

Interazioni fra mercati degli NDF asiatici e con altri mercati a termine

I tassi di cambio degli NDF nelle sei valute asiatiche considerate hanno mostrato comovimenti più stretti rispetto ai loro omologhi a pronti (tabella 5). In particolare, le variazioni percentuali giornaliere degli NDF a tre mesi sono tutte positivamente correlate fra loro e, ad eccezione del nuovo dollaro taiwanese, presentano correlazioni più forti rispetto alle rispettive coppie di cambi a pronti. Mentre le correlazioni dei cambi spot tra il renminbi e le altre cinque divise sono prossime allo zero, quelle dei tassi NDF sono leggermente più elevate.

Un possibile influsso comune alla base delle correlazioni positive registrate tra la maggior parte degli NDF asiatici proviene dallo yen (tabella 6) e, in misura minore, dall'euro (anche se non nel caso della rupia indiana). I cambi delle sei valute NDF considerate si sono generalmente rafforzati nei confronti del dollaro USA, in risposta all'apprezzamento dello yen o dell'euro. I comovimenti maggiori con i tassi a termine dello yen sono stati osservati per gli NDF in won coreani, pesos filippini e nuovi dollari taiwanesi.

Gli operatori nutrono mutevoli opinioni quanto alla relazione tra renminbi e dollaro di Hong Kong, come evidenzia la variabilità nel tempo delle correlazioni fra i rispettivi tassi NDF e a termine. Durante e dopo la crisi asiatica del 1997–98 molti consideravano il liquido dollaro di Hong Kong come un sostituto imperfetto del renminbi – all'epoca ancora illiquido sul mercato degli NDF –,

Correlazioni positive maggiori fra tassi NDF che fra tassi a pronti

Un possibile influsso comune proviene dallo yen

NDF in renminbi e tassi a termine sul dollaro di Hong Kong

Correlazioni tra NDF asiatici e importanti tassi a termine				
	Yen giapponese		Euro	
	3 mesi	12 mesi	3 mesi	12 mesi
CNY	0,059	0,076	-0,062	-0,032
INR	0,092	0,063	-0,098	-0,097
IDR	0,120	0,128	-0,011	-0,028
KRW	0,495	0,506	-0,182	-0,018
PHP	0,305	0,268	-0,167	-0,150
TWD	0,347	0,312	-0,260	-0,290

Nota: cfr. la tabella 5 per una spiegazione delle sigle. Correlazioni riferite alle variazioni percentuali giornaliere degli NDF asiatici e dei contratti forward bilaterali yen/dollaro (o euro/dollaro) di pari scadenza. Periodo marzo 2001–febbraio 2004.

Fondi: Bloomberg; stime degli autori. Tabella 6

ipotizzando che un deprezzamento della valuta cinese avrebbe “disancorato” quella di Hong Kong. Nel 2002 e agli inizi del 2003 l’argomento della convergenza fra l’economia in rapida crescita del continente e quella matura e deflazionistica della regione a statuto speciale spinse alcuni operatori ad assumere posizioni corte a termine sul dollaro di Hong Kong e lunghe sugli NDF in renminbi, contribuendo alla correlazione negativa. La situazione è tuttavia radicalmente mutata nel settembre 2003, quando l’interpretazione data dal mercato all’appello per una maggiore flessibilità dei cambi contenuto nel comunicato del G7 ha esercitato pressioni al rialzo non solo sul renminbi, ma anche sul dollaro di Hong Kong, determinando così una correlazione positiva. Sull’insieme del periodo 2001–04 la correlazione della coppia valutaria sui contratti a 12 mesi è pari a 0,28.

Differenziali fra tassi onshore e offshore

Per cinque delle sei valute asiatiche in questione si riscontrano scarti ampi e persistenti fra il rendimento interno e quello esterno implicito nell’NDF. L’ampiezza degli spread indica che i controlli sui movimenti di capitale producono di fatto una segmentazione tra mercati onshore e offshore⁷. Fa eccezione il won coreano, forse a causa degli intensi – ancorché non del tutto liberalizzati – arbitraggi condotti dai residenti sul mercato esterno degli NDF in won. Inoltre, i segni di tali differenziali potrebbero parimenti rispecchiare la direzione delle sottostanti pressioni di mercato su queste valute in presenza di controlli sui movimenti di capitale. Da ultimo, negli anni recenti gli spread sono calati in termini sia di valore sia di volatilità.

Costruzione, interpretazione e limiti dei differenziali onshore-offshore

Una misura del grado di segmentazione transfrontaliera del mercato prodotta dai controlli sui capitali è rappresentata dallo spread fra il tasso di interesse interno sulla valuta nazionale e il suo tasso esterno implicito nell’NDF (riquadro 1). Utilizzando il Libor sul dollaro USA, il tasso di cambio NDF e il tasso di cambio bilaterale a pronti sul dollaro (con pari scadenza e su base annua), è possibile ricavare per la valuta considerata il tasso offshore implicito nella parità coperta dei tassi di interesse. Esso potrebbe essere significativamente negativo, poiché non vincolato dalla soglia zero vigente per i tassi di interesse nominali. Un notevole scarto tra i rendimenti onshore e offshore indicherebbe che i controlli sui movimenti di capitale segmentano efficacemente i due mercati.

Inoltre, il segno del differenziale di rendimento onshore/offshore può essere indicativo delle sottostanti pressioni esercitate dal mercato sulla valuta. Un tasso interno superiore a quello esterno implicito nell’NDF segnalerebbe pressioni al rialzo sulla valuta nazionale, in presenza di efficaci controlli sui capitali che limitano gli afflussi di fondi verso tale valuta. Al contrario, un tasso

L’ampiezza degli spread misura la segmentazione ...

... mentre il loro segno denota le pressioni del mercato

⁷ Per una rassegna della letteratura in materia di mobilità transfrontaliera e controlli sui movimenti di capitale, cfr. Frankel (1992).

Riquadro 1 – Spread di rendimento fra tassi interni e tassi offshore impliciti negli NDF

In assenza di controlli sui capitali, il cambio a termine di una valuta contro il dollaro USA è legato dall'arbitraggio al corrispondente tasso a pronti e al differenziale di interesse fra le due valute, secondo quanto stabilisce la condizione della parità coperta dei tassi di interesse

$$F = S(1+r)/(1+r^{\$})$$

dove F è il cambio a termine, S il tasso a pronti, r il tasso di interesse sulla valuta considerata e $r^{\$}$ il tasso di interesse sul dollaro USA. In assenza di restrizioni tra un paese e l'altro, la condizione di parità è assicurata dalla domanda e dall'offerta di fondi.

Tuttavia, in presenza di controlli sui capitali, i non residenti potrebbero non avere pieno accesso al credito o all'investimento sull'interno, e ricorrere agli NDF. Nell'equazione

$$NDF = S(1+i)/(1+r^{\$})$$

i è il rendimento offshore sulla valuta considerata implicito nell'NDF. Nella misura in cui l'arbitraggio fra mercato monetario interno e mercato esterno degli NDF è efficacemente vincolato dai controlli sui capitali, il tasso di interesse offshore implicito nell'NDF, i , può differire notevolmente da quello prevalente sul mercato monetario interno, r . Uno spread ampio e persistente fra il tasso onshore e quello offshore ($r - i$) segnala la presenza di efficaci restrizioni ai movimenti di capitale.

Un ulteriore approccio, teoricamente equivalente, è quello di stimare il rendimento onshore implicito sulla valuta considerata utilizzando il tasso dei contratti a termine "deliverable" interni, e quindi raffrontarlo al rendimento offshore implicito nell'NDF. In alternativa, è possibile comparare direttamente i contratti a termine interni con i corrispondenti NDF per ottenere lo spread di premio a termine. I meriti di questi diversi approcci dipendono in parte dalla disponibilità dei dati e dalla liquidità del mercato.

onshore inferiore indicherebbe pressioni al ribasso e un efficace freno ai deflussi di capitali⁸. Infine, la volatilità dello spread potrebbe parimenti fornire informazioni sullo spessore del mercato a pronti, di quello degli NDF e del mercato monetario interno, nonché sulla facilità con cui è possibile effettuare transazioni fra l'uno e l'altro.

A limitare le interpretazioni degli spread fra tassi onshore e offshore intervengono tuttavia alcuni vincoli. Idealmente, il raffronto andrebbe fatto tra un tasso bancario interno liquido e un tasso implicito offshore analogamente liquido. Ma il fatto che la liquidità sia maggiore sulle scadenze brevi nel mercato monetario interno e su quelle più lunghe nei mercati degli NDF rende difficile individuare una scadenza comune alla quale entrambi i mercati presentino una liquidità soddisfacente. Nel caso di India, Indonesia e Filippine vengono impiegati i tassi di interesse pubblici, piuttosto che quelli bancari. Dal momento che gli NDF coinvolgono banche globali con rating superiore a quello delle banche nazionali o persino di alcuni soggetti sovrani, e che in ogni caso comportano inizialmente un rischio creditizio solo potenziale, i rendimenti interni possono superare quelli impliciti esterni anche in presenza di una piena mobilità dei capitali. Ciò implica che l'evoluzione dei premi al rischio – creditizio e paese – potrebbe complicare l'interpretazione dei movimenti negli spread fra tassi onshore e offshore.

Alcune limitazioni

⁸ Uno spread nullo potrebbe indicare l'assenza di efficaci controlli sui capitali, ovvero di pressioni sulla valuta considerata, o entrambe.

Risultanze

I controlli sui capitali producono vincoli più o meno forti

Le nostre stime dello scarto fra tassi onshore e offshore a tre mesi per le sei valute asiatiche attivamente trattate nei mercati degli NDF suggeriscono che i controlli sui capitali in Asia sono vincolanti in misura variabile, ostacolando se non addirittura impedendo gli arbitraggi transfrontalieri (grafico 3). La principale eccezione proviene dal won coreano (riquadro 2). Gli spread stimati per le altre cinque valute sembrano essere generalmente più ampi di quanto non sia riconducibile ad altri fattori (quali i costi di transazione).

Ampie oscillazioni delle sottostanti pressioni di mercato

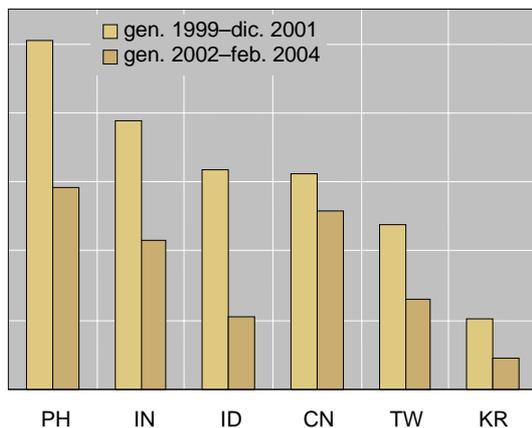
La relazione fra tasso interno e tasso esterno implicito nell'NDF sembra altresì rispecchiare le oscillazioni nelle sottostanti pressioni esercitate dal mercato sulla valuta in questione (grafico 4). All'indomani della crisi asiatica, i tassi di interesse esterni impliciti erano più elevati di quelli interni, di riflesso alle pressioni verso il deprezzamento prodotte dagli scambi offshore. Tuttavia, dal 2001-02 il mercato esterno si è posizionato in previsione di un ulteriore apprezzamento delle valute asiatiche, spingendo in alcuni casi i tassi offshore al disotto di quelli interni.

Questo fenomeno appare con tutta evidenza nel caso del renminbi cinese e della rupia indiana, che hanno registrato ampie oscillazioni degli spread stimati da meno 400-1 000 punti base nel 1999-2001 a più 400-1 000 punti a fine 2003. Il nuovo dollaro taiwanese e la rupia indonesiana hanno mostrato anch'essi tendenze analoghe, seppur meno pronunciate. La reazione dei

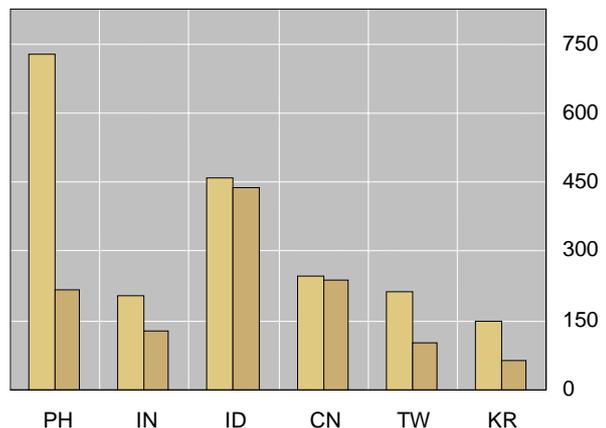
Spread fra rendimenti interni e rendimenti esterni impliciti negli NDF

in punti base

Spread medio assoluto



Deviazione standard dello spread assoluto



CN = Cina; KR = Corea; ID = Indonesia; IN = India; PH = Filippine; TW = Taiwan, Cina.

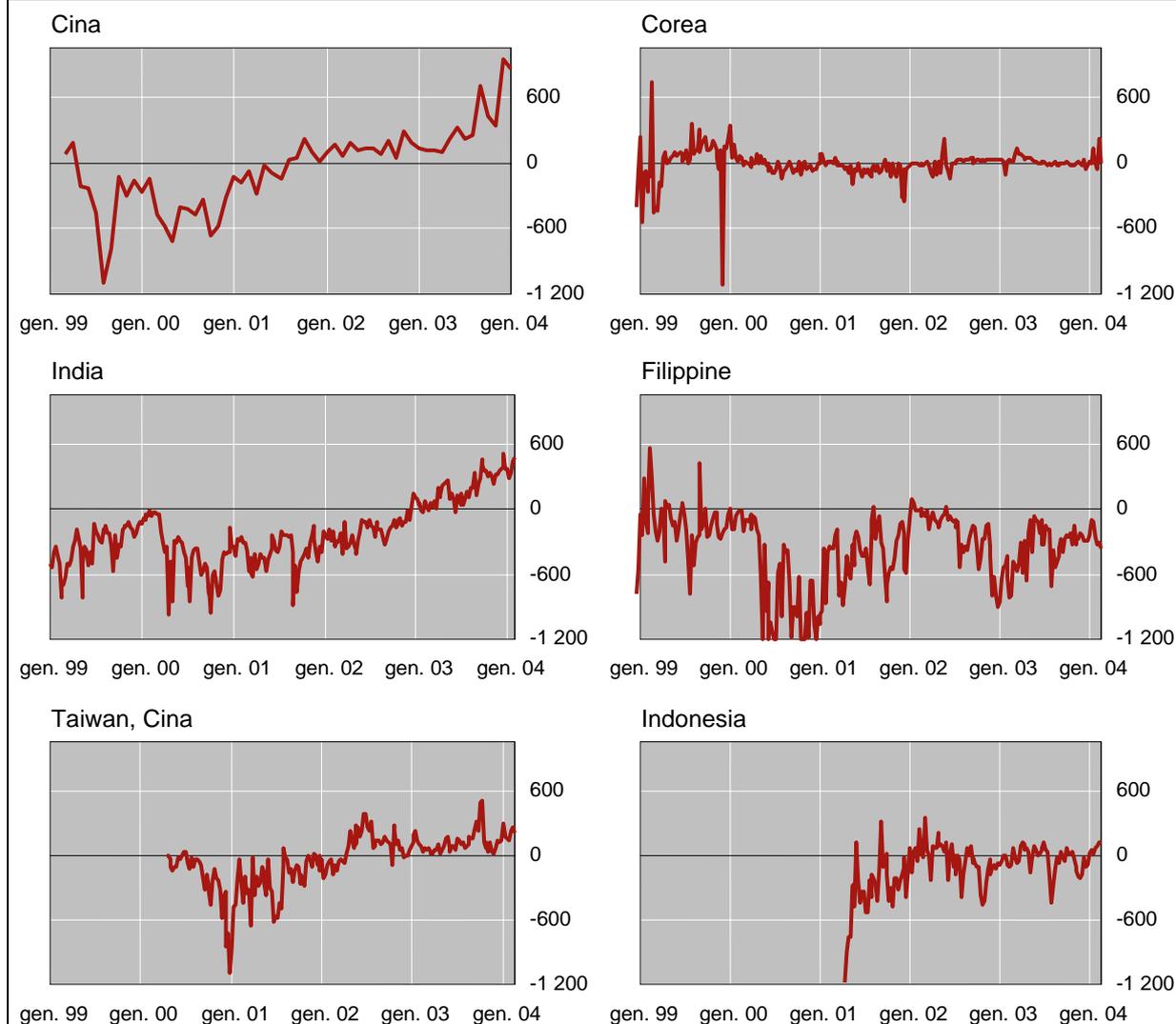
Nota: lo spread è calcolato come differenza fra un rendimento interno rappresentativo a tre mesi e il rendimento offshore implicito nell'NDF di pari scadenza. Quest'ultimo viene ricavato dal tasso di cambio a pronti, dal tasso di cambio NDF e dal Libor sul dollaro USA. I rendimenti interni sono: per la Corea, tasso sui certificati di deposito; per Taiwan (Cina), tassi sul mercato secondario della commercial paper; per l'Indonesia, tasso sui certificati della banca centrale; per la Cina, Chibor; per l'India, rendimento d'asta dei buoni del Tesoro a 91 giorni; per le Filippine, tasso sul mercato secondario dei buoni del Tesoro a 91 giorni. Per Taiwan (Cina), dati a partire dall'aprile 2000; per l'Indonesia, marzo 2001.

Fonti: Bloomberg; CEIC; stime degli autori.

Grafico 3

Scarto tra rendimento onshore e rendimento offshore implicito negli NDF

a tre mesi, in punti base; dati settimanali



Nota: cfr. grafico 3. Per la Cina, dati mensili.

Fonti: Bloomberg; CEIC; stime BRI.

Grafico 4

mercati al comunicato del G7 sulla flessibilità dei cambi nel settembre 2003 sembra essersi concretizzata in un picco dello scarto tra rendimento onshore e offshore per Cina, India e Taiwan.

Un'eccezione di rilievo alla dinamica sopra descritta è rappresentata dal peso filippino, che è anche l'unica tra le valute considerate ad essersi deprezzata rispetto al dollaro statunitense sul mercato a pronti; in questo caso, i tassi di interesse offshore impliciti negli NDF sono stati costantemente più elevati⁹.

⁹ L'ampio spread negativo osservato per breve tempo verso la fine del 2000 e gli inizi del 2001 era coerente con l'instabilità politica che ha caratterizzato quel periodo.

Riquadro 2 – Il mercato degli NDF in won coreani

Il mercato degli NDF in won coreani, il più ampio e liquido al mondo, continua a espandersi parallelamente a un attivo mercato a termine interno, e ciò nonostante la sua effettiva integrazione con il mercato monetario onshore, dimostrata dal ridottissimo spread fra rendimenti interni ed esteri (cfr. riquadro 1). Alla base di questa dinamica vi sono tre possibili spiegazioni.

La prima risiede nei regolamenti ancora vigenti in Corea in materia di cambi, per cui le contrattazioni forward sull'interno sono soggette a determinati requisiti in termini di operazioni transnazionali sottostanti (commerciali o di investimento) e di documentazione. Pertanto, la domanda di won a fini puramente speculativi deve essere soddisfatta all'estero. Oltre a ciò, allo scopo di ridurre le pressioni al ribasso sulla valuta, le autorità hanno limitato la capacità del sistema bancario di fornire credito a non residenti. In particolare, prima dell'aprile 1999 gli affidamenti in won a favore di non residenti dovevano essere autorizzati caso per caso. In seguito venne adottato un sistema di massimale agli impieghi di questo tipo, che nel gennaio 2001 fu innalzato da KRW 100 milioni per singola banca e per singolo affidato non residente a KRW 1 miliardo. Di fronte alle spinte al rialzo sulla divisa, nel gennaio 2004 le autorità hanno introdotto nuove restrizioni alle posizioni nette assunte dagli istituti interni sugli NDF in won, per poi in parte allentarle nel mese successivo (Hohensee e Lee, 2004).

Questi sviluppi normativi potrebbero originare asimmetrie nei differenziali onshore/offshore (cfr. tabella seguente). Prima dell'aprile 1999 la dimensione media assoluta dello spread quando il tasso offshore superava quello onshore era maggiore di quando il tasso offshore era inferiore a quello onshore. Ciò concordava con il bias regolamentare contro la fuoriuscita di capitali vigente all'epoca. L'introduzione del massimale agli impieghi ha ridotto tale distorsione, dando luogo nel periodo 1999–2003 a spread negativi e positivi di dimensioni mediamente simili. Il più recente provvedimento agli inizi del 2004 era volto a scoraggiare la domanda speculativa di won da parte degli investitori esteri e a limitare l'attività di arbitraggio delle banche nazionali fra mercato interno e mercato degli NDF. Tale misura ha in effetti prodotto spread più ampi allorché i rendimenti interni erano inferiori a quelli offshore.

Una seconda ipotesi alternativa è che il mercato offshore degli NDF consenta agli investitori esteri di limitare l'assunzione del rischio di credito nelle transazioni in cambi. A tale riguardo rileva osservare come i tassi interni siano aumentati rispetto a quelli esterni agli inizi del 2003, sullo sfondo degli accresciuti timori circa il credito bancario. Ciò indica che sui mercati interni i rendimenti incorporano più rischio di credito che non sui mercati offshore, a causa sia della natura del contratto (in questi ultimi mercati, incorrono nel rischio di inadempienza della controparte solo gli ammontari differenziali e non l'intero importo nominale, come ad esempio nel caso di un certificato di deposito interno) sia del rating degli operatori coinvolti (la quota di banche estere nelle contrattazioni offshore è più ampia).

Una terza spiegazione è che un dinamico mercato offshore trae vantaggio dall'inerzia della liquidità, sicché si continua a operare sul mercato degli NDF in won coreani proprio in virtù della sua liquidità. Quest'ottica si associa con il principio secondo cui nei mercati finanziari la liquidità genera liquidità, il che appare in linea con i ristretti differenziali denaro-lettera riscontrabili sul mercato degli NDF in won.

Dimensione assoluta dei differenziali di rendimento onshore/offshore¹

in punti base

	Tasso onshore > tasso offshore	Tasso onshore < tasso offshore
Nov. 1998–Mar. 1999	106,6	281,6
Apr. 1999–Dic. 2003	69,4	67,1
<i>Apr. 1999–Dic. 2000</i>	<i>109,4</i>	<i>81,4</i>
<i>Gen. 2001–Dic. 2003</i>	<i>39,3</i>	<i>60,8</i>
Gen. 2004–	143,5	75,3

¹ NDF a tre mesi.

Fonti: Bloomberg; stime degli autori.

Con l'andar del tempo, tuttavia, tutti gli spread assoluti stimati per le sei valute asiatiche sono sensibilmente calati, in alcuni casi persino dei due terzi, e anche la loro variabilità è diminuita in misura apprezzabile (grafico 3). Oltre all'eventualità che la pressione all'apprezzamento sia più debole o più consistente di quella al deprezzamento degli anni precedenti, vi sono due possibili ragioni alla base di questo andamento. Primo, potrebbero essere migliorate sia la liquidità nei mercati degli NDF sia la qualità dei dati sulla loro attività; per esempio, l'ampio spread di rendimento onshore/offshore brevemente osservato per la rupia indonesiana intorno agli inizi del 2001 potrebbe essere dovuto alla carenza di liquidità sul neonato mercato dei relativi NDF. Secondo, i controlli sui flussi di capitale potrebbero essersi allentati o aver perso efficacia nel contrastare gli afflussi manifestatisi di recente. A titolo esemplificativo, sino a poco tempo fa in Cina e Corea la disciplina in materia era soprattutto diretta a contrastare le fuoriuscite di capitali.

Gli spread si sono ridotti col tempo

Conclusioni

Sei valute asiatiche vengono scambiate attivamente nei mercati degli NDF. Il loro turnover concorre alla maggior parte delle negoziazioni mondiali di NDF ed è pari a una quota sostanziale degli scambi complessivi di contratti a termine secco onshore e di swap sulle stesse valute. In termini aggregati il turnover di NDF della regione è cresciuto, specie nel caso del renminbi. La volatilità degli NDF asiatici è di norma più elevata di quella del corrispondente tasso spot, in parte a causa degli interventi ufficiali sui mercati a pronti. Gli NDF asiatici mostrano una correlazione reciproca tendenzialmente più positiva che non i relativi tassi a pronti e reagiscono in maniera analoga a movimenti nei cambi a termine delle principali valute.

Gli ampi differenziali riscontrabili fra tassi di interesse onshore e tassi offshore impliciti negli NDF sono indicativi di un'efficace segmentazione dei mercati interni ed esteri in Asia, con l'eccezione della Corea. Le recenti pressioni al rialzo su gran parte delle valute asiatiche sono evidenziate dai bassi e persino negativi tassi di interesse offshore impliciti negli NDF. Come conseguenza degli ampi e negativi rendimenti offshore, le imprese concorrenti potrebbero incorrere in costi di raccolta alquanto diversi a seconda che possano finanziarsi sull'interno o all'estero. Tuttavia, le dimensioni e la volatilità di tali spread sono diminuite negli anni recenti per tutte le sei valute asiatiche considerate.

Riferimenti bibliografici

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

Deutsche Bank (2003): *Asian local bond markets*, giugno.

Emerging Markets Traders Association (2003): *First quarter 2003 emerging market NDF volume survey*, New York, aprile.

- Frankel, J. (1992): "Measuring international capital mobility: a review", *American Economic Review*, vol. 82, n. 2, pagg. 197–202.
- Goeltom, M. (2002): "Indonesian policy on non-resident participation in the money market: the restriction of rupiah transactions and foreign currency credit offered by banks", in *Papers presented at the ASEAN+3 high-level seminar on short-term capital account liberalisation*, pagg. 162–169, Pechino.
- Hohensee, M. e K. Lee (2004): "A survey on hedging markets in Asia", paper presentato alla conferenza Korea University/BRI "Asian bond markets: issues and prospects", Seoul, marzo.
- HSBC (2003): *Asian FX Regulation Handbook*, Hong Kong SAR, giugno.
- Ishii, S., I. Otker-Robe e L. Cui (2001): "Measures to limit the offshore use of currencies: pros and cons", *IMF Working Paper*, WP01/43, aprile.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "Mercati obbligazionari asiatici in valuta locale", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.
- Leven, R. (2001): *Asian FX trading environment*, Lehman Brothers, Tokyo.
- Watanabe, K., H. Akama e J. Mifune (2002): "The effectiveness of capital controls and monitoring: the case of non-internationalisation of emerging market currencies", *EMEAP Discussion Paper*, gennaio.

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 tre note tecniche

In gennaio il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato tre note tecniche al fine di chiarire diversi aspetti del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale; esse riguardano rispettivamente le perdite inattese, la cartolarizzazione e il rischio operativo su base internazionale.

La prima affronta il passaggio a ponderazioni di rischio basate sulle perdite inattese

La prima nota, intitolata *Modifications to the capital treatment for expected and unexpected credit losses*, risponde alle osservazioni pervenute sulla nuova proposta formulata dal Comitato in merito alle ponderazioni di rischio a fini patrimoniali. Nell'ottobre 2003 il CBVB aveva annunciato l'intenzione di adottare un metodo di ponderazione del rischio basato esclusivamente sulle perdite *inattese*, lasciando gli appositi accantonamenti a copertura di quelle *attese*. Il Comitato aveva domandato un feedback in proposito, ricevendo 52 lettere di commento. I partecipanti alla consultazione hanno generalmente accolto con favore la soluzione, convenendo che avrebbe determinato un maggiore allineamento del patrimonio di vigilanza agli elementi concettuali su cui si basano i processi di modellizzazione del capitale economico utilizzati dalle banche. In molti casi, tuttavia, è stato chiesto al CBVB di fornire informazioni più dettagliate sul nuovo schema. In quest'ottica, la nota in parola illustra le modifiche concrete decise nel corso di una riunione nel gennaio 2004. In sintesi, per quanto riguarda il metodo basato sui rating interni ("internal ratings-based" – IRB), le perdite attese saranno eliminate dalle funzioni di ponderazione del rischio. Alle banche sarà tuttavia richiesto di effettuare un confronto tra queste perdite e gli accantonamenti effettivi, detraendo eventuali disavanzi in ugual misura dal patrimonio di base e da quello supplementare, e imputando invece le eccedenze al patrimonio supplementare fino al raggiungimento di un massimale. Il trattamento attualmente previsto per gli accantonamenti generali sarà stralciato dal metodo IRB. Il Comitato non intende apportare modifiche alle ponderazioni di rischio nel metodo standard. Le banche che applicano in parte il metodo standard e in parte l'approccio IRB potranno considerare nel capitale supplementare una parte degli accantonamenti generali.

La seconda nota tecnica, *Changes to the securitisation framework*, illustra la progettata revisione dello schema IRB per le esposizioni a fronte di cartolarizzazioni. Alla luce dei commenti al terzo documento di consultazione (CP3) sul Basilea 2, nell'ottobre 2003 il CBVB aveva annunciato la decisione di semplificare il trattamento riservato a tali esposizioni. In occasione della riunione dello scorso gennaio, il Comitato ha precisato alcune modifiche che rispondono alle preoccupazioni manifestate dal settore per la complessità della soluzione iniziale e per l'onere operativo connesso con la sua applicazione. Il CBVB ha inoltre dedicato particolare attenzione ai commenti sulla necessità di una maggiore coerenza interna tra le proposte che compongono lo schema per le cartolarizzazioni. La nota tecnica fornisce una visione d'insieme dell'attuale posizione del Comitato circa le modifiche da apportare a tale schema per le banche che adottano l'approccio IRB nel trattamento del rischio di credito. Il CBVB intende semplificare lo schema e promuovere una maggiore coerenza tra i metodi disponibili nel modo seguente: primo, adottando per determinate posizioni a basso rischio prive di rating una procedura che rispecchi più da vicino le prassi correnti di gestione del rischio delle principali banche; secondo, fornendo alternative più semplici alla formula prudenziale ("supervisory formula") prevista dal CP3 per il trattamento delle posizioni prive di rating, che alcuni ritengono inutilmente complessa e difficile da calcolare; terzo, considerando i modi in cui conferire flessibilità all'approccio "top-down" per il computo dei requisiti patrimoniali a fronte dei crediti commerciali acquistati, al fine di facilitare il computo del coefficiente da applicare alle esposizioni sottostanti nel caso in cui non siano state cartolarizzate; quarto, trattando tutte le posizioni con rating esterno nell'ambito dell'approccio basato sui rating ("ratings-based approach", RBA), a prescindere dal fatto che la banca ricopra il ruolo di "originator" o di investitore e che la posizione si situi al disotto o al disopra della soglia patrimoniale; infine, applicando la serie di ponderazioni più bassa all'interno dell'RBA alle posizioni a più alto grado di prelazione ("senior"), invece che a quelle classificate dal CP3 fra le posizioni "spese". Vengono altresì proposte alcune modifiche alle ponderazioni di rischio.

La seconda tratta delle modifiche allo schema per la cartolarizzazione ...

... volte a renderlo più semplice e coerente

La terza nota, *Principles for home-host recognition of AMA operational risk capital*, propone un approccio per l'allocazione del capitale a fronte del rischio operativo, in risposta alle perplessità formulate da diverse organizzazioni nei commenti al CP3 circa gli impedimenti pratici posti dall'applicazione su scala internazionale del metodo avanzato di misurazione ("advanced measurement approach" – AMA) per questa tipologia di rischio. L'approccio proposto mostra alle organizzazioni bancarie che calcolano il requisito patrimoniale AMA a livello di gruppo come computare i coefficienti a fronte del rischio operativo per le proprie affiliate.

La terza concerne il rischio operativo su base internazionale

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

In marzo il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) e il Comitato tecnico dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno pubblicato il rapporto a fini di consultazione *Recommendations for Central Counterparties*. Il documento, elaborato dalla task force congiunta

Il CSPR pubblica raccomandazioni per le controparti centrali

sui sistemi di regolamento in titoli ("Task Force on Securities Settlement Systems"), presenta un insieme esaustivo di standard per la gestione del rischio di una controparte centrale (CC)¹. Una CC ben strutturata e con appropriati processi di gestione del rischio riduce i rischi per i partecipanti ai sistemi di regolamento, contribuendo all'obiettivo della stabilità finanziaria. Le CC vengono da tempo utilizzate nelle borse per lo scambio di derivati e in alcuni casi di titoli, ma negli ultimi anni sono state introdotte in molti altri comparti, inclusi quelli a pronti e OTC. Se da un lato esse sono in grado di ridurre significativamente i rischi in capo agli operatori, dall'altro comportano altresì una concentrazione dei rischi e delle responsabilità connesse con la loro gestione. L'efficacia del controllo del rischio di una CC e l'adeguatezza delle sue risorse finanziarie costituiscono pertanto aspetti cruciali dell'infrastruttura dei relativi mercati. Alla luce del crescente interesse per lo sviluppo delle CC e l'ampliamento della portata dei loro servizi, il CSPR e il Comitato tecnico dello IOSCO sono giunti alla conclusione che la fissazione di norme internazionali per la gestione del rischio collegato alle controparti centrali rappresenta un elemento fondamentale per promuovere la sicurezza dei mercati finanziari.

Forum per la stabilità finanziaria

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) si è riunito a Roma il 29 e il 30 marzo. Le discussioni si sono incentrate su tre temi chiave: vulnerabilità del sistema finanziario internazionale; centri finanziari offshore; fondamenta del mercato e governo societario.

Vulnerabilità del sistema finanziario internazionale

Rispetto alla precedente riunione del settembre 2003, i membri dell'FSF hanno espresso maggiore ottimismo circa una ripresa economica mondiale sostenuta da politiche accomodanti, favorevoli condizioni di finanziamento e aumenti degli utili societari. I bilanci delle società finanziarie sono generalmente migliorati, accrescendo la resilienza sistemica. Secondo i membri dell'FSF, tuttavia, con il rafforzarsi dell'economia globale e il passaggio a orientamenti più neutri di politica economica sussiste la possibilità di rischi in termini di tassi di interesse, inflazione, valutazioni delle attività e liquidità del mercato. Persistono inoltre notevoli squilibri finanziari a livello internazionale che potrebbero comportare sfide in futuro.

I membri dell'FSF hanno passato in rassegna i rischi e le implicazioni per le politiche derivanti dagli elevati livelli di indebitamento delle famiglie in molti paesi. La gran parte di essi ha peraltro convenuto che tale fenomeno non dovrebbe comportare gravi rischi diretti per la stabilità del sistema finanziario, ma potrebbe accrescere la sensibilità della spesa per consumi agli shock di tasso di interesse o di reddito. Nelle economie di mercato emergenti si è osservato un ulteriore miglioramento nei fondamentali dell'economia e nelle

I membri dell'FSF sono più ottimisti sulla crescita globale

Al centro dei dibattiti l'indebitamento delle famiglie e il finanziamento esterno delle economie emergenti ...

¹ Una controparte centrale si interpone tra i partecipanti a una transazione finanziaria, fungendo da acquirente nei confronti del venditore e da venditore per l'acquirente.

condizioni di finanziamento esterno, tradottosi in un marcato restringimento degli spread sul loro debito. Alcuni partecipanti hanno espresso il timore di un potenziale futuro inasprimento delle condizioni in risposta, ad esempio, a un cambiamento delle politiche nelle principali economie o a uno shock improvviso che incida sulla fiducia degli investitori.

Passando ad altre tematiche, il Forum ha ricevuto un rapporto stilato dalla "Task Force on Enhancing Transparency and Disclosure in the Reinsurance Sector" dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS). La task force ha predisposto un sistema per la raccolta, l'elaborazione e la pubblicazione di statistiche sul mercato delle riassicurazioni che copre una quota significativa dell'attività globale. Tali statistiche saranno pubblicate nel corso di quest'anno e accresceranno la trasparenza nel settore. Nondimeno, molto resta da fare per quanto riguarda l'informativa. A questo proposito, i membri hanno accolto favorevolmente l'istituzione di un apposito gruppo di coordinamento – "Steering Group on Transparency in the Reinsurance Sector" – con l'incarico di proseguire i lavori.

I membri hanno inoltre scambiato opinioni sui risultati preliminari di uno studio sul trasferimento del rischio di credito effettuato dal Joint Forum. Il lavoro esamina gli sviluppi recenti del mercato, la comprensione dei relativi rischi da parte degli operatori, le potenziali concentrazioni del rischio di credito e le prassi di gestione dei rischi. L'FSF reputa lo studio di grande valore e confida nel proseguimento dei lavori in questo campo.

... nonché uno studio del Joint Forum sul trasferimento del rischio di credito

Centri finanziari offshore (CFO)

Il Forum ha discusso dei passi in avanti compiuti dai CFO nel potenziare gli standard di regolamentazione e di scambio delle informazioni. Pur riconoscendo tali progressi, tuttavia, i partecipanti hanno sottolineato la necessità di ulteriori riforme in vari CFO. Il Forum ha pertanto incoraggiato questi ultimi a proseguire sul cammino intrapreso, avvalendosi dell'assistenza tecnica dell'FMI e di altri organismi. Particolare enfasi è stata posta sul miglioramento della cooperazione e dello scambio di informazioni a livello internazionale. A tale riguardo l'FSF ha vivamente esortato tutti i CFO a pubblicare le valutazioni condotte dall'FMI sul loro operato.

Fondamenta del mercato e governo societario

I membri del Forum hanno osservato come i recenti scandali societari, tra cui il caso Parmalat, abbiano messo in luce l'importanza di misure volte a rafforzare il governo societario e gli schemi di reporting finanziario. Tuttavia, tali vicende hanno fatto affiorare anche altre problematiche, quali la necessità di rivedere l'applicazione degli standard esistenti per lo scambio di informazioni e la cooperazione, il ruolo delle entità non regolamentate e dei gruppi complessi, l'adeguatezza della gestione del rischio nelle grandi banche commerciali e di investimento, nonché le relative sfide regolamentari. Il Forum ha particolarmente gradito l'istituzione da parte del Comitato tecnico dello IOSCO di una speciale Chairmen's Task Force per l'analisi di tali questioni.

Scambio di vedute sulla corporate governance ...

... e favorevole
accoglienza delle
riforme varate
dall'IFAC ...

Il Forum ha altresì espresso il suo plauso per le riforme varate dall'International Federation of Accountants (IFAC) riguardo alla definizione degli standard di revisione, compresa la proposta di istituire un organo indipendente – il “Public Interest Oversight Board” – con il compito di monitorare e analizzare i progressi compiuti in questo ambito. I membri del Forum auspicano che tale organo sia istituito quanto prima. Inoltre, essi attendono con interesse i risultati dell'indagine sugli accordi nazionali per la sorveglianza del settore, condotta dallo IOSCO.

... nonché del
lavoro compiuto da
IASB e FASB

Per quanto riguarda le prassi contabili, l'FSF ha accolto con favore la conclusione dei lavori dell'International Accounting Standards Board (IASB) in materia di miglioramento degli attuali standard, i progressi compiuti sul progetto di convergenza con il Financial Accounting Standards Board (FASB) e gli impegni profusi per la messa a punto del principio IAS 39. L'FSF ha sottolineato l'esigenza di proseguire i lavori nelle questioni tuttora in via di definizione, tenendo in debito conto le considerazioni di stabilità finanziaria.

Infine, alla luce dell'aggiornamento del *Concept Release* della Securities and Exchange Commission USA in tema di agenzie di rating, pubblicato nel giugno 2003, il Forum ha affrontato alcune tematiche relative a questo ambito di attività. È stato inoltre espresso apprezzamento per la creazione da parte del Comitato tecnico dello IOSCO di una task force per lo sviluppo di un codice di condotta destinato alle agenzie di rating.