

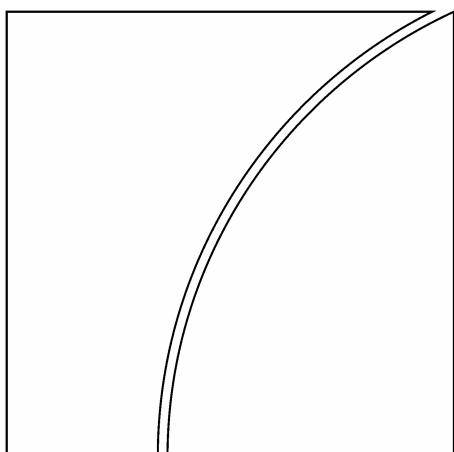


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2004

**Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali**



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Claudio Borio
Már Gudmundsson
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

Settembre 2004

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: nuove valutazioni dei mercati sulla crescita economica mondiale	1
<i>Calano i rendimenti in un contesto di crescente incertezza</i>	1
<i>Gli annunci sugli utili indeboliscono i mercati azionari</i>	4
<i>Riquadro: Alla ricerca dell'oro nero: speculazione sui mercati del petrolio</i>	6
<i>Gli spread beneficiano di un miglioramento nella qualità creditizia</i>	7
<i>Recupero dei mercati emergenti nonostante i rialzi dei tassi</i>	10
2. Il mercato bancario internazionale	13
<i>Crescita record degli impieghi alimentata dall'attività interbancaria</i>	13
<i>Depositi favoriti dalla crescita delle riserve in valuta estera</i>	17
<i>Riquadro: Analisi del nesso tra passività delle banche dichiaranti e riserve valutarie</i>	20
<i>Riquadro: I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2004</i>	25
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	27
<i>Emissioni USA in calo</i>	29
<i>Prosegue il recupero delle emissioni giapponesi</i>	30
<i>Sostenute emissioni societarie ad alto rendimento</i>	31
<i>Gli emittenti privilegiano gli strumenti a tasso variabile</i>	32
<i>Rimane intensa l'attività di emissione dei mercati emergenti</i>	32
4. I mercati degli strumenti derivati	35
<i>Segnali di crescita negli USA sospingono i derivati del mercato monetario</i>	36
<i>Rallentano i contratti su valute nonostante le forti oscillazioni dei cambi</i>	40
<i>Ristagna l'attività su indici azionari</i>	41

Sezioni monografiche

Basilea 2 – verso un nuovo linguaggio comune	43
<i>Ryozo Himino</i>	
<i>I vantaggi di un linguaggio comune</i>	44
<i>Le sfide poste dal trasformare la teoria in un linguaggio comune</i>	45
<i>Perdite attese e perdite inattese – raccordo fra le metodologie regolamentari e contabili</i>	46
<i>Cartolarizzazione – scelta di input affidabili stante la limitatezza delle informazioni</i>	48
<i>Esposizioni a fronte di carte di credito – come cogliere le caratteristiche tipiche di un particolare portafoglio</i>	50
<i>Conclusioni</i>	51

Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale	53
<i>Robert McCauley e Guorong Jiang</i>	
<i>Comovimento dei rendimenti effettivi e nominali</i>	54
<i>Rischio e rendimento delle obbligazioni asiatiche in moneta locale</i>	57
<i>Cause della bassa correlazione con le obbligazioni in dollari USA</i>	60
<i>Basse correlazioni anche in futuro?</i>	65
<i>Conclusioni</i>	69
Cambiamento nel mercato londinese degli eurodollari	71
<i>Patrick McGuire</i>	
<i>Londra al centro del mercato degli eurodollari</i>	72
<i>Evidenza di un cambiamento strutturale</i>	74
<i>Le ragioni del cambiamento</i>	76
<i>Conclusioni</i>	81
Annunci macroeconomici e volatilità implicite nei mercati delle swaption	83
<i>Fabio Fornari</i>	
<i>Quali sono gli annunci che contano? Rassegna delle evidenze</i>	84
<i>Impatto degli annunci economici sulle volatilità</i>	86
<i>Quanto incide l'entità della sorpresa sulle variazioni delle volatilità implicite?</i>	88
<i>Conclusioni</i>	90
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	93
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	95
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: nuove valutazioni dei mercati sulla crescita economica mondiale

In luglio e agosto 2004 gli operatori hanno mostrato opinioni discordanti circa il vigore della ripresa economica mondiale. Rendimenti obbligazionari e prezzi azionari hanno subito un calo, mentre gli spread creditizi sono rimasti pressoché invariati. Gli aumenti dei tassi ufficiali statunitensi in giugno e agosto – i primi dal 2000 – erano stati correttamente anticipati dal mercato, ma la crescita sorprendentemente debole dell'occupazione USA ha pesato sui mercati sia delle azioni che delle obbligazioni, dove il clima negativo è stato esacerbato dai rincari petroliferi. Per contro, gli sviluppi economici non sembrano aver turbato gli investitori in titoli societari.

Nei mercati del debito dei paesi emergenti gli operatori hanno persino assunto posizioni rialziste, nonostante i segnali di debolezza dell'economia globale. L'ampliamento degli spread sui titoli dell'area osservato in aprile e maggio era per lo più rientrato a fine agosto, probabilmente anche per la ripresa delle operazioni di "carry trade". Alla luce di queste favorevoli condizioni finanziarie, nel secondo trimestre e nella prima parte del terzo l'attività di raccolta dei mutuatari emergenti non ha dato segni di rallentamento; le società asiatiche, in particolare, hanno accresciuto le loro emissioni internazionali.

Calano i rendimenti in un contesto di crescente incertezza

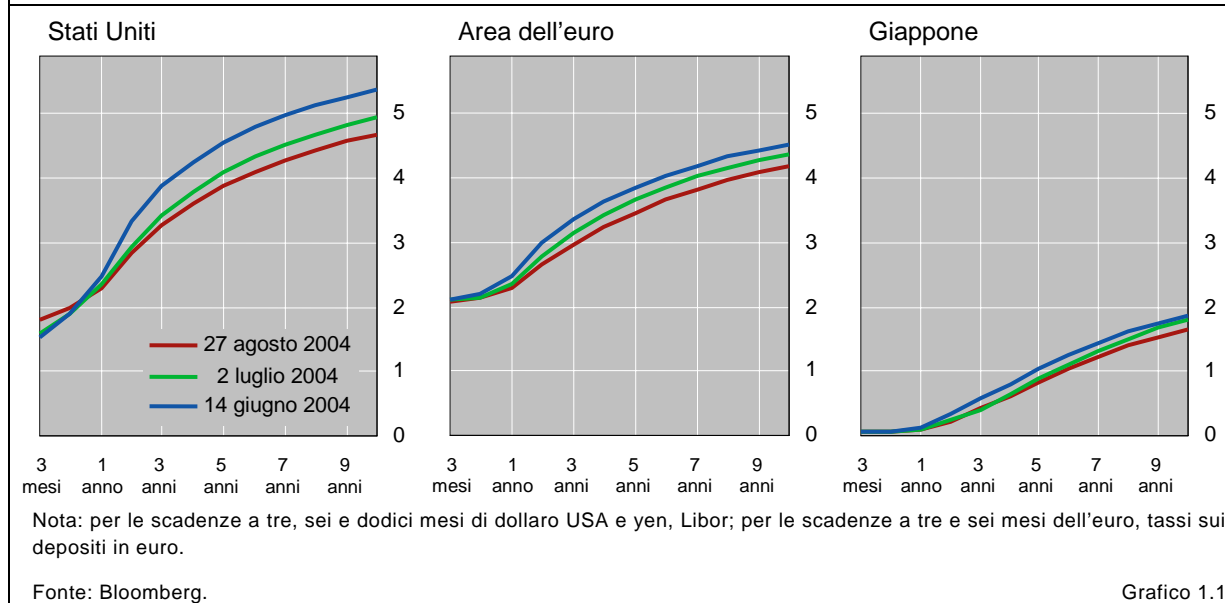
La tiepida reazione all'aumento dei tassi ufficiali ...

L'auspicata svolta nel ciclo dei tassi ufficiali USA è infine intervenuta il 30 giugno, quando la Federal Reserve ha innalzato il tasso obiettivo di 25 punti base. Sei settimane dopo, in occasione della riunione successiva, la Fed ha aumentato i tassi di altri 25 punti. È significativo il fatto che, in risposta a tali rialzi, i rendimenti a lungo termine sono diminuiti anziché salire. Tra il picco di metà giugno e il 27 agosto i rendimenti sugli swap di tasso in dollari USA a dieci anni sono scesi di 65 punti base, contro i 35 e i 20 punti persi rispettivamente dai rendimenti in euro e in yen di pari scadenza (grafico 1.1).

Tale movimento contrasta nettamente con quello innescato dalla prima manovra di inasprimento della Fed nel febbraio 1994 – intervenuta anch'essa dopo un lungo periodo di bassi tassi di interesse (grafico 1.2) –, quando i rendimenti erano saliti nettamente. I due episodi differiscono anche per ciò che

Curve dei rendimenti di swap

in percentuale



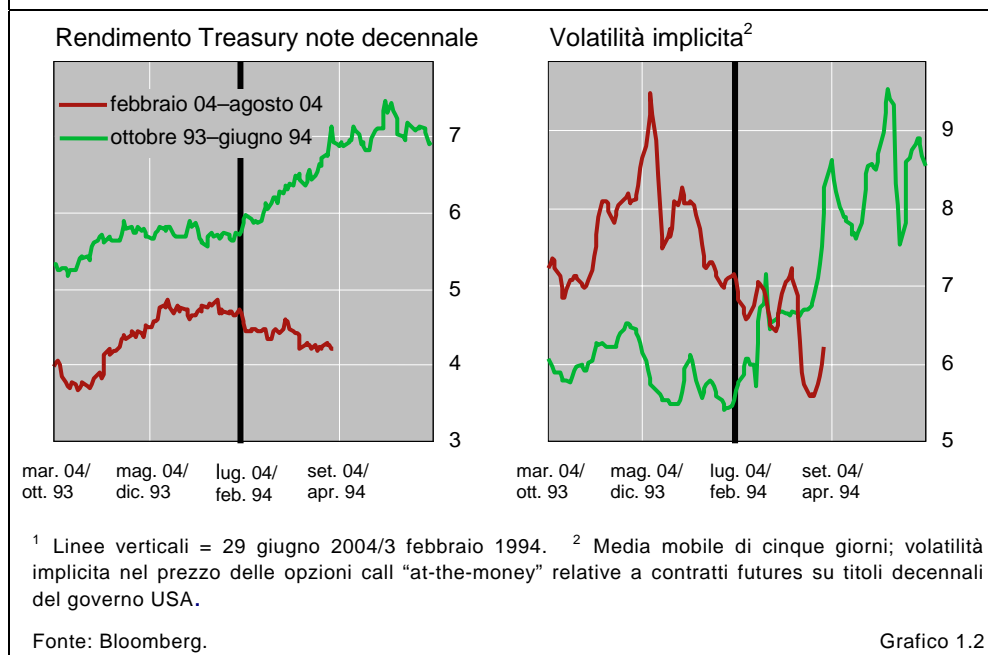
concerne l'andamento della volatilità implicita: nel 1994 essa era aumentata, mentre in luglio e agosto di quest'anno è diminuita.

Vi sono almeno due ragioni alla base delle marcate differenze tra la dinamica dei mercati obbligazionari nel 2004 e quella del 1994. La prima è che la Fed oggi comunica i suoi intendimenti in maniera più ampia ed esauriente¹.

... è riconducibile alle anticipazioni della Fed ...

Mercati obbligazionari USA nel 1994 e nel 2004¹

in percentuale



¹ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a Relazione annuale, 28 giugno 2004, pagg. 81–88.

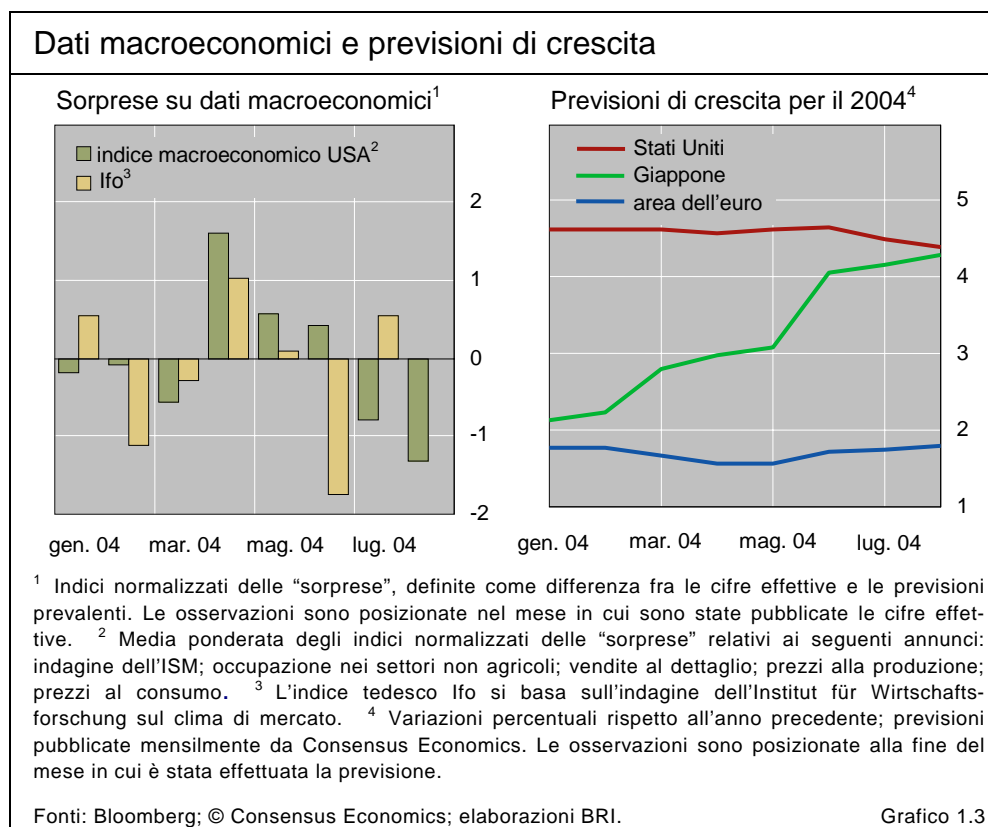
Di conseguenza, mentre la manovra del febbraio 1994 aveva colto di sorpresa gli operatori, quella più recente era già stata scontata dai mercati. A dire il vero, i movimenti dei tassi a lunga in giugno e in agosto mostrano che gli investitori hanno reagito più alle sfumature delle dichiarazioni rese in occasione dei rialzi dei tassi che non ai rialzi stessi. Il mercato ha tratto rassicurazione dal probabile andamento “graduale” dei futuri inasprimenti, menzionato dalla Fed a partire dal comunicato del 30 giugno.

Una seconda ragione risiede nei dati economici pubblicati nelle settimane successive alla stretta di giugno, che segnalavano un’economia apparentemente meno vigorosa di quella che aveva fatto seguito ai rialzi del 1994. Entrambi i rapporti sull’occupazione USA diffusi ai primi di luglio e di agosto di quest’anno sono stati assai inferiori alle attese, e hanno provocato un brusco calo dei rendimenti obbligazionari in tutto il mondo; in ambedue le occasioni i tassi sui Treasuries decennali hanno perso quasi 20 punti base. In combinazione con altri dati deludenti, ciò ha indotto gli economisti a rivedere al ribasso le previsioni di crescita per gli Stati Uniti (grafico 1.3).

In Europa i dati macroeconomici hanno superato gran parte delle previsioni. Tuttavia, i rendimenti a lunga nel mercato dell’euro, che durante l’ondata di vendite in aprile si erano distaccati da quelli in dollari, sono tornati a seguirli da vicino in luglio e agosto. A questa ritrovata correlazione ha probabilmente contribuito il fatto che la ripresa europea dipendesse da una robusta domanda estera. Ad esempio, molti osservatori hanno attribuito i risultati sorprendentemente positivi dell’indagine Ifo del 27 luglio più a un miglioramento delle esportazioni che non alla domanda interna, e la risposta dei rendimenti sul Bund all’annuncio è stata modesta.

... e una ripresa più debole del previsto

I rendimenti sul Bund reagiscono più agli annunci USA che non a quelli tedeschi



Anche in Giappone gli operatori hanno mostrato la tendenza ad annettere maggiore importanza agli annunci USA piuttosto che agli andamenti interni. In giugno dati macroeconomici generalmente in linea con un ritmo sostenuto delle esportazioni e degli investimenti societari avevano messo in moto una pronunciata accelerazione dei rendimenti a lungo termine in yen, che è peraltro rientrata bruscamente in luglio e agosto nonostante gli ulteriori segnali di un recupero dell'economia. Per esempio, il 9 agosto i mercati obbligazionari hanno pressoché ignorato il dato insolitamente positivo sugli ordinativi di macchinari, rivolgendo invece l'attenzione al rapporto sull'occupazione USA diffuso in precedenza.

Gli annunci sugli utili indeboliscono i mercati azionari

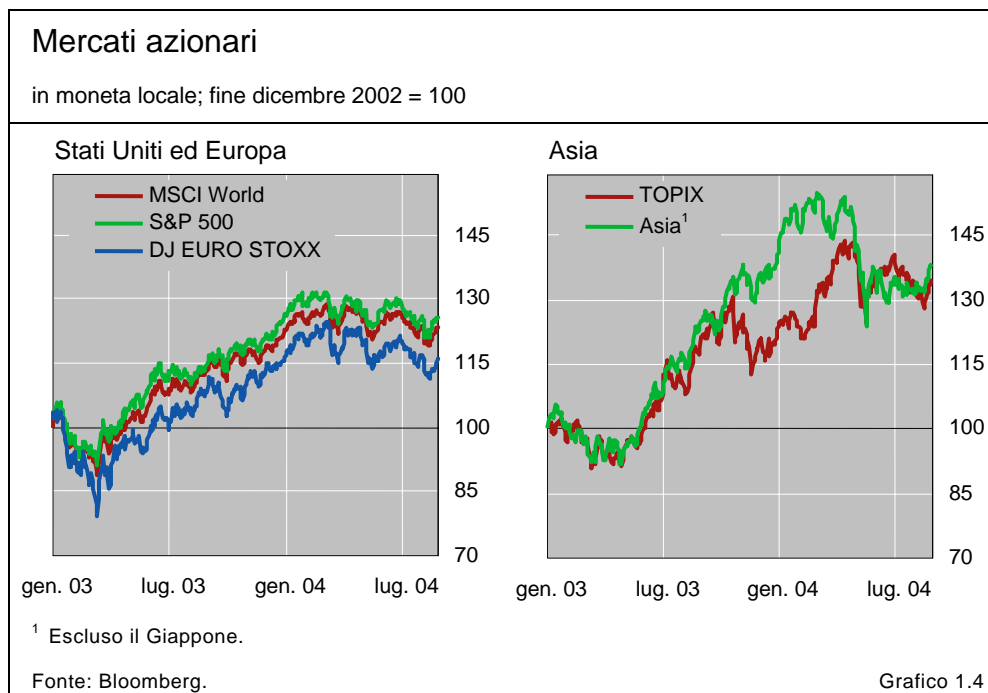
I timori sul vigore della ripresa economica hanno pesato anche sugli sviluppi dei mercati azionari, i quali – dopo la breve ascesa di maggio – sono tornati a scendere in luglio. Al 27 agosto l'S&P 500 aveva perso il 3% rispetto ai livelli di fine giugno (grafico 1.4). Nello stesso periodo anche il DJ EURO STOXX e il TOPIX sono arretrati, del 3 e del 4% rispettivamente.

Le borse valori sono sembrate trascurare i rapporti positivi sui profitti realizzati nel secondo trimestre, per concentrarsi invece sugli avvisi relativi agli utili prospettici. Quasi il 70% delle società facenti parte dell'indice S&P 500 ha dichiarato profitti superiori alle previsioni degli analisti per il secondo trimestre 2004, contro il 65% circa nello stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, gli annunci delle imprese su utili futuri e crescita dei proventi hanno preso una piega negativa a partire da giugno (grafico 1.5).

Un forte impatto è stato prodotto in particolare dai "profit warning" delle imprese del settore informatico, la cui performance è stata inferiore a quella degli indici ampi. Il 13 luglio l'annuncio di Intel secondo cui i margini di profitto

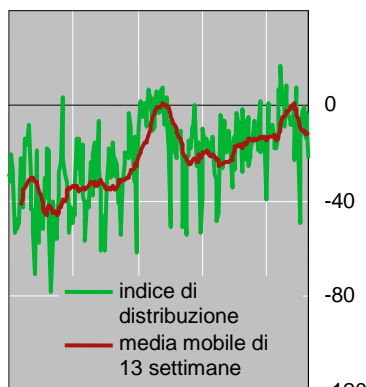
I mercati azionari risentono dei "profit warning" ...

... specie nel settore IT ...



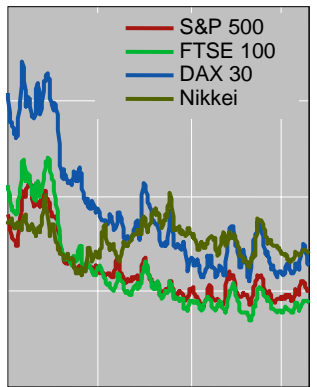
Profitti, volatilità e avversione al rischio

“Profit warning” USA¹



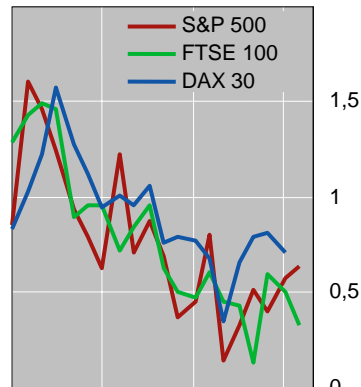
2000 2001 2002 2003 2004

Volatilità implicita²



gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

Avversione al rischio³



gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

¹ Società comprese nell'indice S&P 500. ² In base alle opzioni put su indici azionari; media mobile di cinque giorni. ³ Ottenuta dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nelle opzioni con prezzi strike variabili e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. Per maggiori dettagli, cfr. l'edizione del marzo 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.5

nel secondo semestre 2004 sarebbero stati peggiori del previsto ha innescato una massiccia ondata di vendite sui mercati azionari, inclusi quelli asiatici. A deludere le attese degli investitori sono state anche altre società tecnologiche di prim'ordine, fra cui Cisco Systems, Hewlett Packard e Nokia. L'annuncio di Microsoft il 20 luglio sull'aumento dei dividendi e il riacquisto di azioni proprie per \$75 miliardi nell'arco di quattro anni – che di norma sarebbe stato giudicato positivo per i mercati azionari – è stato interpretato negativamente da numerosi investitori, che vi hanno scorto un segnale della mancanza di opportunità di investimento nel settore tecnologico.

... e dei rincari del petrolio

Alla debolezza dei mercati azionari globali ha contribuito anche l'aumento dei prezzi petroliferi. La crescente domanda indotta dai vincoli di offerta nel breve periodo ha concorso nel 2004 a sospingere i corsi del greggio, che a fine giugno avevano superato di quasi il 14% i livelli di fine 2003 e al 27 agosto avevano guadagnato un ulteriore 17%. Le preoccupazioni circa possibili turbative nell'offerta di petrolio in alcuni importanti paesi esportatori – come Arabia Saudita, Russia e Venezuela – hanno alimentato le pressioni al rialzo sui prezzi. Tra i fattori che avrebbero favorito i rincari del greggio è stata spesso citata la più intensa attività speculativa, ma la sua significatività è tutt'altro che chiara (cfr. il riquadro seguente).

Benché in passato i rincari petroliferi abbiano preannunciato in più di un'occasione un aumento dell'inflazione, questa volta le preoccupazioni degli operatori sono sembrate rivolgersi non tanto verso tale eventualità, quanto all'effetto frenante che tali rincari potrebbero avere sulla domanda aggregata e sui profitti societari. Le aspettative inflazionistiche a lungo termine – basate sia su indagini di mercato sia sulle quotazioni di titoli indicizzati all'inflazione – sono rimaste contenute.

Alla ricerca dell'oro nero: speculazione sui mercati del petrolio

Il rapido aumento dei corsi petroliferi negli ultimi mesi ha attirato l'attenzione sul ruolo degli speculatori nel mercato del greggio. Poiché nella maggior parte dei principali mercati azionari, obbligazionari e creditizi i prezzi sono rimasti costanti, se non addirittura calati, gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati si sarebbero rivolti ai mercati delle materie prime, e in particolare del petrolio. I dati disponibili indicano che questi operatori, generalmente etichettati come speculatori, hanno in effetti accresciuto le loro posizioni nei mercati petroliferi. Restano tuttavia da chiarire le motivazioni che li hanno spinti a fare ciò e l'influsso da essi esercitato sui prezzi.

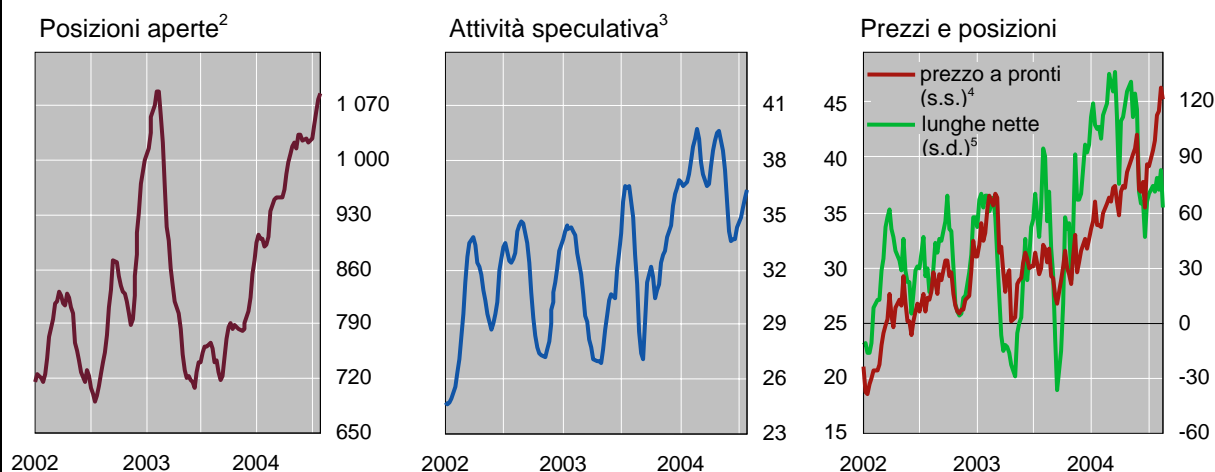
Sui mercati petroliferi la speculazione avviene principalmente nel comparto dei futures, dove la standardizzazione dei contratti favorisce la liquidità. Assumere una posizione lunga in questo comparto equivale a indebitarsi per acquistare sul mercato a pronti la merce sottostante e sostenere i costi associati con la sua detenzione fino alla consegna. Pertanto, l'arbitraggio garantisce uno stretto legame tra i prezzi futures e spot. Gli scambi di futures presentano un'elevata concentrazione: il 65% circa del turnover globale in contratti sul greggio fa capo al New York Mercantile Exchange, seguito dall'International Petroleum Exchange di Londra con poco più del 30%; tutte le altre borse concorrono insieme a meno del 5%.

In base alle statistiche raccolte dall'organo statunitense di regolamentazione dei futures, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), sui mercati futures del petrolio l'attività degli operatori che perseguono finalità non commerciali è in aumento a partire dalla fine del 2003; in particolare, sono nettamente cresciute le posizioni lunghe assunte nell'aspettativa di un rincaro del petrolio. Fra tali soggetti figurano banche di investimento, hedge fund e altri investitori che operano su questi mercati essenzialmente a fini speculativi. Secondo la definizione della CFTC, le finalità commerciali sono invece quelle che mirano alla copertura della produzione o del consumo di petrolio.

Le posizioni aperte – ossia i contratti stipulati ma non ancora compensati da un'operazione di segno opposto o dalla consegna – in futures su petrolio greggio sono cresciute di oltre il 25% nei primi otto mesi del 2004 (cfr. diagramma di sinistra del grafico seguente). In questo periodo, l'incidenza degli operatori non commerciali sul totale delle posizioni lunghe aperte è salita mediamente al 37%, dal 32% del 2003 (diagramma centrale del grafico). Per contro, la loro quota di posizioni corte aperte è in media diminuita leggermente. Le variazioni nelle posizioni lunghe nette – posizioni lunghe aperte meno posizioni corte aperte – di questi operatori sono in genere intervenute in concomitanza con le variazioni del prezzo del petrolio. La correlazione su base settimanale tra queste due grandezze è infatti prossima a 0,8 per i primi otto mesi di quest'anno.

È possibile che l'accresciuta presenza di operatori non commerciali sul mercato del petrolio abbia contribuito all'emergere di comportamenti gregari. Insieme alla tendenza ascendente dei prezzi petroliferi, ciò potrebbe aver dissuaso gli investitori dall'operare in opposizione a nuovi rialzi del greggio, rafforzando così nei fatti tale tendenza. Tuttavia, è altresì possibile che i cambiamenti nell'attività sul mercato dei futures siano stati motivati dalle mutevoli percezioni – di operatori sia commerciali sia non commerciali – circa gli squilibri fondamentali tra offerta e domanda di petrolio. I dati disponibili non aiutano a chiarire le motivazioni alla base del recente orientamento.

Mercati futures del petrolio¹



¹ Contratti futures sul petrolio greggio trattati al New York Mercantile Exchange. ² Media mobile di quattro settimane; in migliaia di contratti. ³ Posizioni lunghe di operatori non commerciali in percentuale delle posizioni lunghe segnalabili totali; media mobile di quattro settimane. ⁴ Prezzo del West Texas Intermediate; in dollari USA. ⁵ Posizioni nette (lunghe meno corte) di operatori non commerciali; in migliaia di contratti.

Fonti: Bloomberg; New York Mercantile Exchange; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

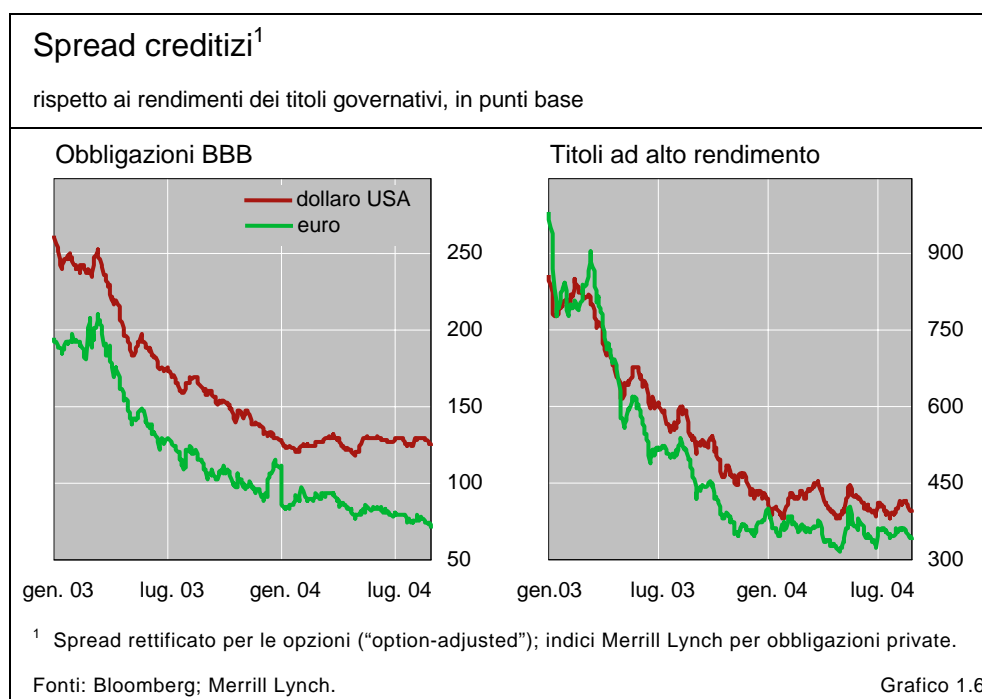
Le volatilità restano basse nonostante la minore propensione al rischio

Anche mentre gli investitori in azioni e obbligazioni rivedevano le prospettive sulla crescita a breve termine, le volatilità azionarie sono rimaste su livelli contenuti. La volatilità implicita nelle opzioni sull'indice S&P 500 ha continuato a collocarsi ben al disotto del 20% registrato in media tra il 1995 e il 2003, e gli occasionali rialzi – come quello seguito alla diffusione del rapporto sull'occupazione USA il 6 agosto – sono rientrati prontamente. In base alle misure ricavate da queste opzioni, l'avversione al rischio degli investitori azionari è aumentata nel secondo e nel terzo trimestre di quest'anno, una tendenza di norma associata a un aumento delle volatilità implicite. L'impatto, tuttavia, sembra essere stato controbilanciato dalle attese degli investitori, secondo cui la volatilità sarebbe rimasta in futuro su valori insolitamente bassi.

Gli spread beneficiano di un miglioramento nella qualità creditizia

Si restringono gli spread creditizi ...

Gli investitori nei mercati per la negoziazione del rischio di credito sono sembrati non curarsi degli andamenti sui mercati azionari e obbligazionari. Gli spread sulle obbligazioni in dollari USA emesse da imprese quotate BBB sono rimasti praticamente invariati nel corso dei primi otto mesi del 2004, oscillando approssimativamente fra i 120 e i 130 punti base, mentre quelli sugli equivalenti titoli in euro sono addirittura scesi al livello di circa 80 punti base a fine agosto, contro i 90 di fine 2003 (grafico 1.6). Le società con rating inferiore a BBB sono in genere più sensibili a un aumento dei tassi di interesse rispetto agli emittenti di qualità bancaria, poiché tendono ad avere un maggiore onere debitorio e passività a più breve termine. Nondimeno, anche gli spread sull'alto rendimento sono rimasti relativamente stabili dopo l'innalzamento dei tassi ufficiali USA. Agli inizi di agosto, sul mercato del dollaro essi si sono persino approssimati ai minimi precedentemente toccati durante l'anno.



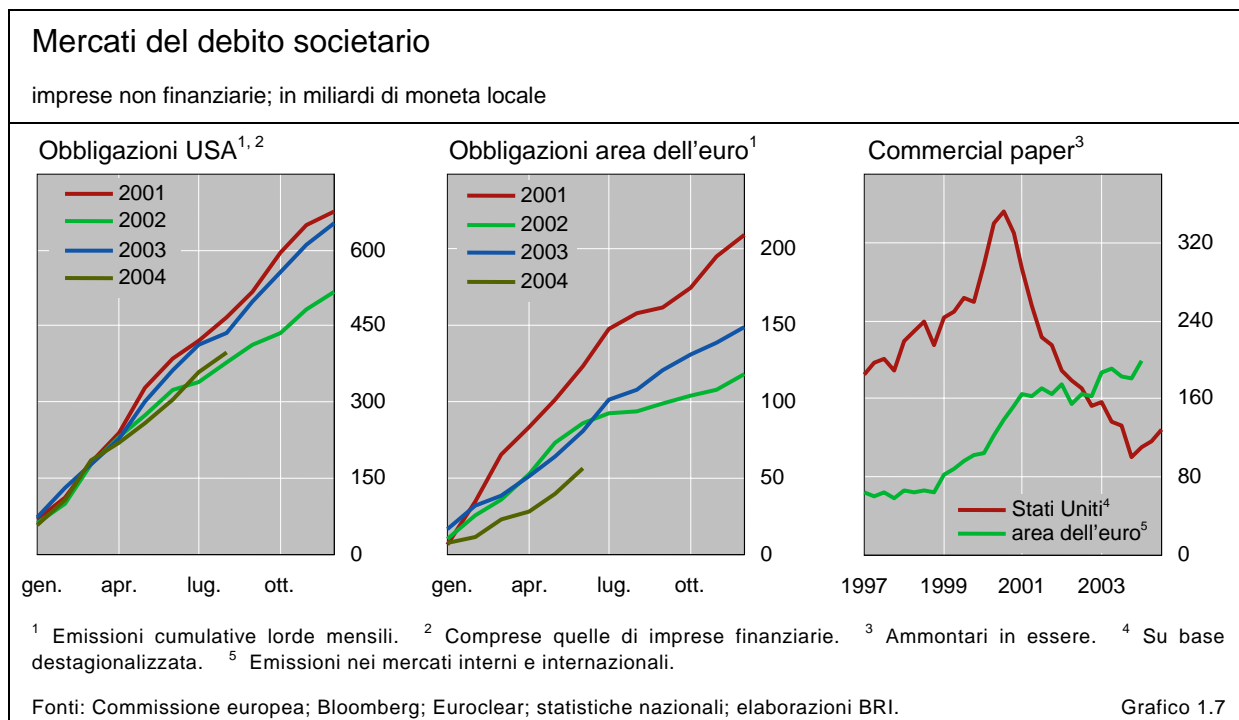
Gli operatori in titoli societari sono parsi rinfrancati dai costanti miglioramenti nella qualità creditizia delle imprese. Insolvenze e declassamenti sono diminuiti ulteriormente nel primo semestre dell'anno. Anzi, secondo le statistiche di Moody's, su scala mondiale gli avanzamenti hanno superato i downgrade per la prima volta dal 2000, anche se di stretta misura. Sia in Europa che negli Stati Uniti sono state le istituzioni finanziarie, e in particolare le banche, a guidare l'inversione di rotta nella dinamica dei rating. Nel settore non finanziario il numero dei declassamenti è ancora superiore a quello degli avanzamenti, ma il divario continua a restringersi.

... grazie al calo sia delle insolvenze ...

La nuova raccolta delle imprese statunitensi, europee e giapponesi è rimasta contenuta poiché le società hanno continuato a ridurre il loro grado di leva. Sul mercato del dollaro USA i collocamenti di obbligazioni societarie sono diminuiti del 15% nel primo semestre 2004 rispetto allo stesso periodo del 2003, mentre sul mercato dell'euro il calo ha sfiorato il 40% (grafico 1.7). Sebbene i crediti sindacati siano balzati a livelli record nel periodo sotto rassegna, ciò ha rispecchiato in gran parte operazioni di rifinanziamento (cfr. "I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2004"). Le banche hanno invogliato i mutuatari a rifinanziare i prestiti prima della scadenza offrendo loro condizioni sempre più attraenti; gli spread sui prestiti consorziali avrebbero continuato ad assottigliarsi nella prima metà dell'anno, anche di fronte alla sostanziale stabilità di quelli sui titoli societari.

... sia del grado di leva delle imprese

Non è da escludere che l'indebitamento societario segni un'accelerazione nel prossimo futuro. Soprattutto negli Stati Uniti, il miglioramento dei bilanci delle imprese nel 2002-03 era derivato in buona parte dalla maggiore redditività². Tuttavia, l'espansione dei profitti sta cominciando ora a rallentare,



² Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a Relazione annuale, 28 giugno 2004, pagg. 122-123.

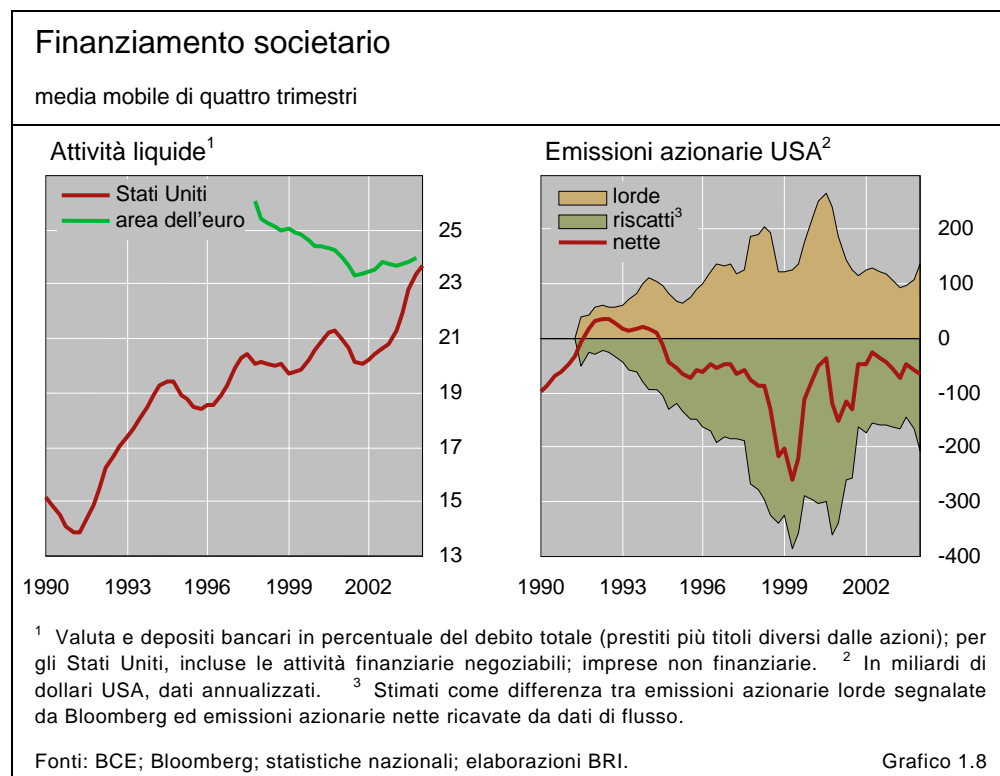
e il fabbisogno di finanziamento del settore è destinato ad aumentare qualora perduri il rilancio degli investimenti di capitale avviato a metà 2003. Del resto, sono già visibili i segni di un incremento della raccolta a breve termine, come dimostra la ripresa delle emissioni di commercial paper da parte di società non finanziarie di Stati Uniti e area dell'euro nella prima metà del 2004 (grafico 1.7).

L'accresciuta liquidità delle imprese ...

Negli ultimi anni le imprese statunitensi ed europee hanno accumulato mezzi liquidi per un ingente ammontare, ma non è chiaro se questi verranno impiegati per ridurre il nuovo indebitamento o per rimborsare prestiti in essere. A fine marzo 2004 le attività liquide delle società non finanziarie USA ammontavano al 23% del loro debito, contro una media del 18% durante gli anni novanta (grafico 1.8), mentre nell'area dell'euro tale percentuale era pari al 25% circa. Queste disponibilità potrebbero essere utilizzate per soddisfare il fabbisogno di indebitamento – ad esempio per estinguere passività in scadenza, avvantaggiando così gli obbligazionisti – o, in alternativa, destinate al finanziamento di fusioni e acquisizioni, al riscatto di azioni proprie o al pagamento di dividendi, scelte che favorirebbero invece gli azionisti.

... alimenta il riacquisto di azioni proprie

Le società starebbero optando per queste ultime soluzioni. Acquisizioni, incluse quelle finanziate con capitale di prestito, e riscatti di azioni proprie sono in aumento. Stando ai dati disponibili, dalla metà del 2003 i riacquisti da parte di società statunitensi sono cresciuti più delle offerte pubbliche iniziali e successive, provocando un calo delle emissioni azionarie nette; a differenza dei primi anni novanta, queste emissioni sono sempre state negative durante il più recente periodo di riduzione della leva finanziaria.



Recupero dei mercati emergenti nonostante i rialzi dei tassi

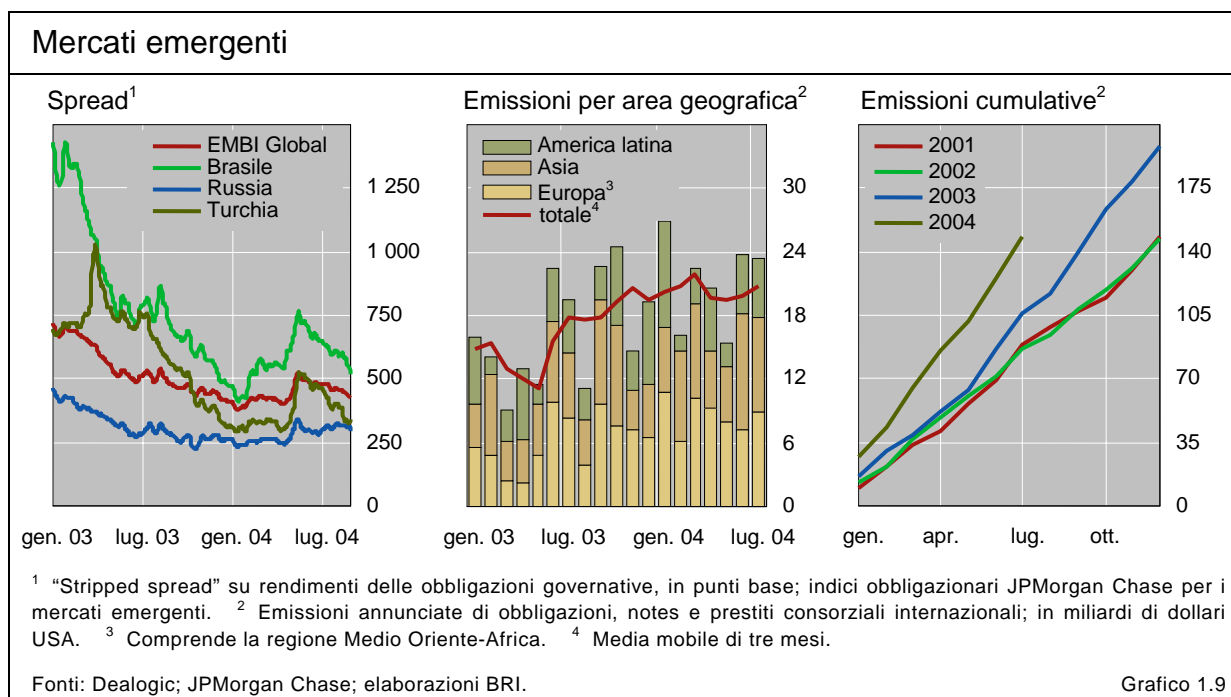
Gli investitori dei mercati emergenti, analogamente ai loro omologhi sui mercati avanzati, sarebbero rimasti impassibili di fronte agli annunci negativi che hanno compresso rendimenti obbligazionari e prezzi azionari sulle piazze principali; gli spread sul debito dell'area emergente si sono infatti ristretti al calare dei rendimenti USA (grafico 1.9). L'ampliamento dei differenziali durante l'ondata di vendite sui mercati obbligazionari mondiali tra fine aprile e i primi di maggio si è in gran parte riassorbito nel corso dei tre mesi successivi, tanto che al 27 agosto essi si situavano a 425 punti base, 125 punti in meno rispetto al picco di metà maggio.

La ripresa delle operazioni di "carry trade" che erano state liquidate durante l'ondata di vendite sembra aver contribuito al restringimento degli spread sui mercati emergenti in luglio e agosto. Gli investitori hanno incrementato le posizioni in titoli a più alto rendimento, e ciò ha concorso ad abbassare nettamente i differenziali di Brasile, Turchia e altri paesi a basso rating dai massimi di metà maggio. Il calo è stato ulteriormente favorito dalla diffusione di alcuni dati positivi sull'economia nazionale, come la crescita dell'avanzo corrente in Brasile e i forti guadagni di produttività in Turchia.

Se le mutevoli aspettative circa i tassi ufficiali USA sono state le principali determinanti dei movimenti del mercato, altri fattori hanno a tratti sospinto la volatilità. La cartolarizzazione di prestiti bilaterali alla Russia attuata dall'esecutivo tedesco ha dischiuso la possibilità di operazioni analoghe da parte di altri governi (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Di conseguenza, subito dopo l'annuncio dell'operazione il 24 giugno, lo spread sovrano della Russia e l'EMBI Global sono aumentati rispettivamente di oltre 20 e 10 punti base. Tuttavia, una volta compresa la natura una tantum della transazione, le condizioni di mercato si sono prontamente stabilizzate.

Gli spread calano anche nei mercati emergenti ...

... grazie alla ripresa delle operazioni di "carry trade"



Trascurabili
conseguenze della
crisi bancaria russa

Da rilevare lo scarso impatto prodotto – persino sui mercati interni – dalla corsa agli sportelli bancari in Russia intorno a metà anno. La crisi era cominciata in maggio, quando le autorità di Mosca avevano disposto la chiusura di una banca accusata di riciclaggio di denaro. Il provvedimento ha innescato una serie di prelievi presso altre banche sospettate di simili attività, culminati a loro volta agli inizi di luglio in massicci ritiri di depositi da alcune delle principali banche private del paese. Per alleviare i problemi di liquidità del settore, la banca centrale ha allentato gli obblighi di riserva verso fine giugno, incoraggiato le banche pubbliche ad accrescere i prestiti interbancari e sponsorizzato l'introduzione di un sistema di tutela dei depositi a metà luglio. I proprietari delle banche colpite dai prelievi hanno provveduto a iniettare nuovo capitale o a cedere l'attività a istituzioni più solide. Grazie alla tempestività della risposta di autorità e banchieri alla crisi, gli spread sul debito sovrano del paese hanno registrato oscillazioni trascurabili (grafico 1.9). Anche i tassi interbancari overnight sono rimasti al di sotto dei massimi toccati durante l'ondata globale di vendite di titoli dei mercati emergenti in aprile.

Forte crescita delle
emissioni di titoli di
debito

Gli emittenti dell'area emergente si sono affrettati ad assicurarsi le favorevoli condizioni finanziarie ancora prevalenti intorno a metà anno. Il ritmo dell'indebitamento di questi prenditori sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali non ha dato segni di decelerazione: nel solo mese di luglio sono stati raccolti \$23 miliardi (grafico 1.9). Particolarmente attivi sono stati i mutuatari asiatici, specie le imprese di Corea e Taiwan, Cina orientate all'esportazione. Le operazioni di prefinanziamento effettuate in vista degli anticipati rialzi dei tassi ufficiali USA hanno contribuito all'elevato livello delle emissioni, e parte dei fondi in eccesso è andata a sua volta ad alimentare i depositi presso banche di importanti centri finanziari (cfr. "Il mercato bancario internazionale").

2. Il mercato bancario internazionale

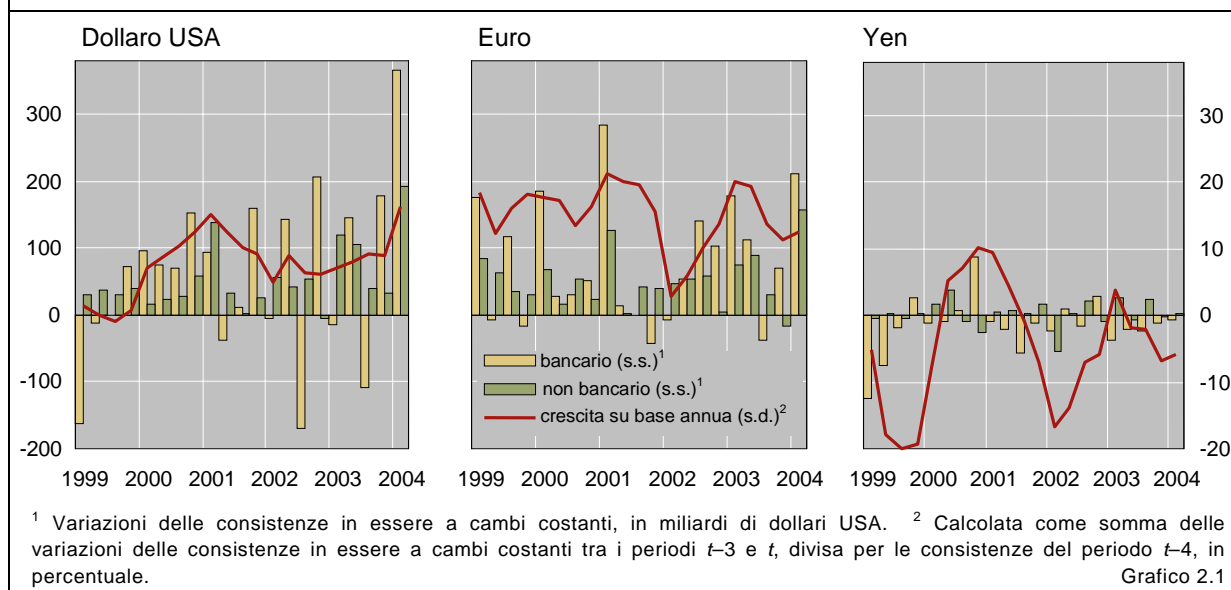
Nel primo trimestre 2004 l'attività bancaria internazionale ha segnato un balzo. A trainare l'incremento sono stati i crediti interbancari in dollari USA, in gran parte collegati a transazioni PcT, ma sono parimenti cresciuti gli impieghi in euro. Anche i prestiti a mutuatari non bancari hanno registrato una robusta espansione, sebbene non comparabile a quella sull'interbancario, apparentemente dovuta non tanto a una rinnovata domanda di fondi da parte delle imprese, quanto ai maggiori prestiti affluiti a centri offshore e ad altre importanti piazze finanziarie, nonché all'acquisto di obbligazioni governative e altri titoli di debito internazionali.

La crescita record dei fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI dai paesi emergenti ha superato quella dei prestiti loro erogati, producendo complessivamente un deflusso netto da tali economie. L'aumento dei depositi è in parte dovuto al collocamento di riserve in valuta detenute dalle autorità monetarie dell'area emergente e ha contribuito su base netta alla fuoriuscita di capitali dalle regioni Asia-Pacifico, America latina e Medio Oriente-Africa, mentre un incremento delle attività ha determinato un afflusso netto di fondi all'Europa emergente.

Crescita record degli impieghi alimentata dall'attività interbancaria

L'incremento record segnato dai crediti totali nel primo trimestre 2004 è stato alimentato dall'attività interbancaria in dollari USA e in euro (grafico 2.1): gli impieghi complessivi delle banche dell'area dichiarante sono saliti di \$778 miliardi, l'aumento di gran lunga più elevato in tutto il periodo di rilevazione BRI. Anche i nuovi prestiti a mutuatari non bancari sono cresciuti di un ammontare record (\$403 miliardi), sospingendo le attività totali a \$17,2 trilioni, con un incremento del 7,5% sul trimestre precedente. Ancorché ingente, questa espansione non sembra rispecchiare l'erogazione di nuovi fondi a imprese non finanziarie: i capitali sono infatti affluiti principalmente a prestatori operanti nel Regno Unito, in centri offshore e in altre importanti piazze finanziarie, tutte aree con un'elevata concentrazione di attività finanziaria non bancaria.

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



Le banche incanalano su Londra fondi in dollari che vengono distribuiti altrove

Con una ripresa delle transazioni PcT, le attività interbancarie sono aumentate fortemente nel periodo in esame. L'incremento di \$778 miliardi, quasi il doppio del record precedente, è stato trainato dalle operazioni in dollari USA, sebbene anche il comparto dell'euro abbia registrato una sensibile crescita. A livello globale hanno immesso fondi sull'interbancario le banche svizzere, francesi, statunitensi, tedesche e britanniche. I trasferimenti intragruppo hanno rappresentato la quasi totalità di questi fondi nel caso delle istituzioni elvetiche (\$144 dei 146 miliardi di incremento), ma meno della metà dell'aumento complessivo facente capo alle banche di Francia, Stati Uniti e Regno Unito¹.

Le banche hanno depositato dollari per un cospicuo ammontare nel Regno Unito, dando origine al più elevato afflusso netto di capitali in questa valuta a Londra durante il periodo di rilevazione BRI. I depositi bancari da centri offshore, Stati Uniti e area dell'euro hanno contribuito a un aumento di \$136 miliardi nelle passività interbancarie delle banche operanti a Londra, soprattutto quelle di nazionalità tedesca, svizzera e britannica. Nondimeno, malgrado la relativa ampiezza dei prestiti interbancari erogati a partire dal Regno Unito, meno dei due terzi dei fondi depositati sono stati riconvogliati ad altre banche; ciò ha determinato afflussi netti di fondi in dollari USA per \$69 miliardi alle banche del paese.

Tali fondi sono stati utilizzati per finanziare in dollari mutuatari non bancari. A dire il vero, questa trasformazione settoriale – per cui i fondi in dollari USA provenienti dal mercato interbancario londinese sono impiegati per

Le banche incanalano su Londra fondi in dollari USA ...

... che vengono poi distribuiti a mutuatari altrove

¹ Solo \$42 dei 124 miliardi di incremento nei crediti interbancari delle banche francesi sono collegati ad attività intragruppo. Per le banche USA il dato corrispondente è di \$50 miliardi (su \$119 miliardi di aumento) e per quelle britanniche di \$56 miliardi (su \$113 miliardi). I prestiti intragruppo non hanno invece concorso all'attività interbancaria nel caso delle banche tedesche (-\$8 su 116 miliardi).

il finanziamento in dollari di prenditori non bancari – è divenuta più evidente dalla fine degli anni novanta (cfr. il saggio monografico sullo stesso argomento in questa edizione della *Rassegna*). Nel trimestre in esame le banche a Londra hanno spostato fondi in dollari fuori dal mercato interbancario, verso prenditori non bancari residenti nel Regno Unito, negli Stati Uniti e nei centri offshore (rispettivamente per \$30, 22 e 12 miliardi su base netta).

Il credito affluisce a mutuatari non bancari situati in importanti centri finanziari

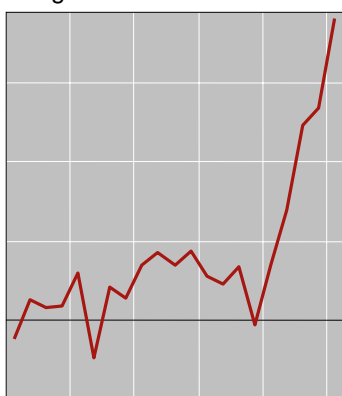
Più in generale, la crescita dei prestiti ai mutuatari non bancari nel primo trimestre 2004 sembra rispecchiare i nuovi crediti affluiti a centri offshore e ad altre importanti piazze finanziarie, nonché investimenti in titoli di debito. Le attività totali verso il settore non bancario sono aumentate della cifra record di \$403 miliardi; l'incremento degli impieghi in dollari USA (\$193 miliardi) è riconducibile a nuovi prestiti, mentre quello in euro (\$157 miliardi) origina da acquisti di titoli dell'area dell'euro.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹								
	2002	2003	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Attività internazionali totali	740,1	1 076,6	376,8	493,8	-110,0	315,9	1 180,8	17 185,2
sett. bancario	425,0	531,0	175,6	307,9	-229,5	277,1	777,9	11 084,2
sett. non bancario	315,2	545,5	201,2	185,9	119,5	38,9	402,9	6 101,0
Prestiti: sett. bancario	392,9	453,2	142,1	325,6	-262,5	248,1	701,7	9 449,0
sett. non bancario	103,8	277,4	142,0	24,3	91,4	19,6	213,5	3 225,4
Titoli: sett. bancario	36,3	75,4	26,2	-8,2	21,1	36,3	64,0	1 154,5
sett. non bancario	202,2	208,2	70,4	123,4	9,2	5,3	169,6	2 555,3
Attività totali per valuta:								
dollaro USA	320,4	500,3	105,3	252,4	-68,3	210,9	559,2	6 881,7
euro	453,3	503,0	254,4	202,6	-7,9	53,9	371,2	6 333,8
yen	-42,3	-50,4	-10,9	-25,4	0,7	-14,8	-3,2	785,2
altre valute ²	8,7	123,7	28,0	64,2	-34,5	65,9	253,6	3 184,5
Settore non bancario per residenza								
Economie avanzate	315,1	459,3	148,8	159,9	103,3	47,3	339,6	4 807,5
Area dell'euro	117,4	157,5	57,2	67,5	50,5	-17,7	149,9	2 151,6
Giappone	4,1	38,4	21,5	15,6	6,5	-5,2	-0,3	184,8
Stati Uniti	153,1	179,9	25,8	60,0	40,9	53,3	101,3	1 621,4
Centri offshore	18,8	99,8	80,9	18,9	10,2	-10,2	42,7	672,2
Economie emergenti	-16,5	5,1	-6,2	3,3	4,9	3,1	25,1	572,7
Non classificate ³	-2,2	-18,7	-22,3	3,8	1,1	-1,3	-4,5	48,6
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	44,5	415,2	180,6	88,8	51,7	94,1	194,2	2 534,1

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

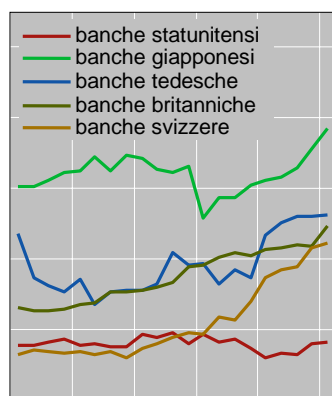
Afflussi verso hedge fund e attività verso centri offshore

Flussi netti verso hedge fund¹



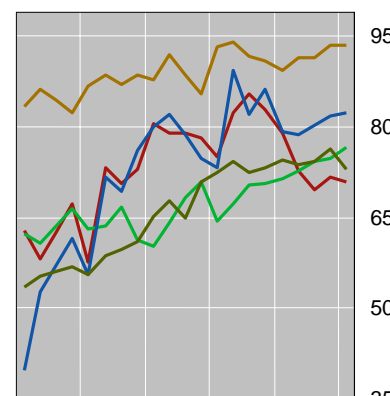
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Attività internazionali verso centri offshore²



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Attività verso il settore privato non bancario^{2,3}



1999 2000 2001 2002 2003 2004

¹ In miliardi di dollari USA. ² Statistiche bancarie BRI su base consolidata, ammontari in essere in miliardi di dollari USA. ³ In percentuale delle attività bancarie internazionali.

Fonti: TASS Research; BRI.

Grafico 2.2

I nuovi prestiti al settore non bancario sono stati cospicui se raffrontati agli ultimi trimestri, ma non sembrano dovuti a un recupero della domanda di credito da parte delle imprese. Poco meno di un quarto di quelli in dollari USA e quasi i due terzi di quelli in euro sono stati diretti verso centri offshore, Lussemburgo e Regno Unito, dove l'attività finanziaria non bancaria ha un'importanza notevole. Ad esempio, le statistiche consolidate della BRI – che rilevano le operazioni globali delle banche con sede in un dato paese – indicano che circa il 90% dell'aumento nelle posizioni creditorie di banche tedesche nei confronti del settore privato non bancario è affluito a queste aree. Le corrispondenti percentuali per le banche belghe e olandesi, che hanno convogliato importi piuttosto considerevoli a questo settore, ammontano rispettivamente al 75 e 48%. Nello stesso trimestre gli hedge fund hanno registrato un afflusso netto di fondi senza precedenti (grafico 2.2).

Le attività in dollari verso mutuatari non bancari esterni a queste aree sono parimenti cresciute in misura sensibile, grazie ai nuovi crediti erogati da banche nei centri offshore e in altre importanti piazze finanziarie. In particolare, oltre la metà dell'espansione dei prestiti in dollari è ascrivibile agli \$83 miliardi di nuovi fondi erogati a soggetti non bancari negli Stati Uniti. Essi sono provenuti per oltre i tre quarti da banche nel Regno Unito e per buona parte del restante da istituti nei centri offshore, e ciò fa ritenere che siano serviti a finanziare società di intermediazione mobiliare. Benché la ripresa dei prestiti possa riflettere una rinnovata domanda di credito da parte delle imprese, i dati sui flussi di fondi USA e sui mercati obbligazionari sembrano puntare in un'altra direzione. Il credito bancario totale negli Stati Uniti è cresciuto di \$905 miliardi nel primo trimestre, ma questo per effetto degli investimenti in titoli di agenzie federali e del finanziamento ipotecario, più che per i prestiti societari. Inoltre, la crescita dei profitti delle imprese negli Stati Uniti e i prefinanziamenti ottenuti da alcune società nel 2003 hanno determinato una debole attività di emissione

Il credito al settore non bancario è trainato dai prestiti ai centri offshore ...

... e a mutuatari negli Stati Uniti

obbligazionaria nel trimestre sotto rassegna, a indicazione della debole domanda di fondi da parte del settore².

Se i prestiti in dollari sono stati il principale fattore trainante delle attività complessive verso il settore non bancario, anche gli investimenti in titoli di debito internazionali in euro sono stati sostenuti: essi hanno concorso ai due terzi dei \$157 miliardi di aumento degli impieghi in tale valuta, diretti per oltre la metà verso Germania, Italia e Francia, tutti paesi che nel primo trimestre 2004 hanno emesso un ammontare significativo di obbligazioni governative³.

Depositi favoriti dalla crescita delle riserve in valuta estera

Il sostanziale aumento dei fondi depositati presso le banche dichiaranti alla BRI ha determinato un deflusso netto di capitali dai paesi in via di sviluppo per il terzo trimestre consecutivo. I depositi effettuati nel primo trimestre 2004 da istituti dei mercati emergenti – principalmente delle regioni Asia-Pacifico, Medio Oriente e Africa – hanno raggiunto l'importo senza precedenti di \$97 miliardi. Essi hanno superato il credito erogato all'insieme dei settori dell'area, dando origine a deflussi netti per \$34 miliardi, i più cospicui dal primo trimestre 2001.

La robusta crescita dei depositi sembra almeno in parte collegata all'accumulo e alla gestione delle riserve da parte delle autorità monetarie dei paesi emergenti. I depositi presso le banche dichiaranti a nome di istituzioni monetarie ufficiali (di tutto il mondo) sono cresciuti di \$58,5 miliardi nei primi tre mesi dell'anno, l'incremento trimestrale più ampio da fine 1999. L'aumento si è verificato in concomitanza con un calo delle riserve in valuta depositate presso banche commerciali dalle autorità monetarie ufficiali di molti paesi *sviluppati*, per cui la crescita rilevata dai dati BRI sarebbe ascrivibile alle autorità dei mercati emergenti. In base alle stime, le passività nei confronti di queste ultime rappresentano in effetti i due terzi (ossia, \$424 miliardi) dello stock totale di fondi collocati presso banche dell'area dichiarante da autorità monetarie ufficiali⁴.

Anche se i dati relativi alle riserve detenute in deposito non sono disponibili per la maggior parte dei paesi (cfr. riquadro a pag. 20), il grafico 2.3

La crescita dei depositi dai mercati emergenti ...

² Le emissioni obbligazionarie totali delle imprese non finanziarie sono scese di circa il 5% nei primi quattro mesi del 2004 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del giugno 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*).

³ Le emissioni nette di titoli di debito internazionali (in tutte le valute) da parte di governi dell'area dell'euro hanno raggiunto il picco di \$76,4 miliardi nel primo trimestre 2004; di queste, la metà era di pertinenza di Germania, Francia e Italia. Per una maggiore trattazione, cfr. "I mercati internazionali dei titoli di debito" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2004.

⁴ I dati sulle posizioni delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle autorità monetarie ufficiali sono disponibili solo su base aggregata (non vi è una scomposizione per paese corrispondente). Pertanto, i depositi totali presso le banche dichiaranti da parte delle autorità monetarie dei mercati emergenti vengono stimati come residuo. Le riserve in valuta detenute su conti bancari a nome di paesi sviluppati (desunte dai dati Special Data Dissemination Standard dell'FMI) e della BCE, nonché le posizioni creditorie della BRI nei confronti di banche commerciali (tratte dalla *Relazione annuale BRI* per il 2004) sono portate in detrazione dalle passività aggregate delle banche dichiaranti verso autorità monetarie ufficiali.

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	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale ²	Attività	-37,0	65,0	34,3	-4,6	20,6	14,7	67,1	1 080,3
	Passività	-45,9	71,9	11,0	-10,3	28,2	43,1	101,5	1 324,4
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	-1,9	0,9	-5,4	-2,1	-2,5	21,2
	Passività	0,0	-0,8	0,5	0,1	-2,2	0,7	0,2	25,0
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	2,2	-1,7	1,4	-9,1	1,8	85,5
	Passività	-8,0	14,4	3,3	6,6	7,9	-3,4	4,9	61,7
Cina	Attività	-12,4	13,5	16,0	-6,4	4,9	-1,0	13,9	75,0
	Passività	-3,6	-6,4	1,4	-11,3	1,8	1,8	18,3	107,6
Corea	Attività	8,2	-1,0	2,3	-2,0	-1,5	0,1	14,2	91,6
	Passività	0,5	7,3	-0,8	-6,1	2,1	12,1	21,7	61,7
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-1,0	-1,0	-1,9	-0,8	0,3	29,2
	Passività	-2,4	0,2	0,4	-0,1	-0,5	0,3	-0,3	12,2
Messico	Attività	3,1	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	-0,9	6,4	71,6
	Passività	-11,4	6,2	4,5	2,2	-0,3	-0,1	3,1	65,1
Polonia	Attività	2,9	3,3	0,9	0,9	1,0	0,4	2,4	35,3
	Passività	-3,1	-0,1	0,8	-1,1	-1,0	1,2	3,0	21,8
Rep. ceca	Attività	2,3	3,7	0,7	0,5	0,8	1,7	-1,6	18,2
	Passività	-3,7	-2,4	-1,8	0,1	0,2	-0,9	-2,6	7,4
Russia	Attività	3,6	12,1	1,8	1,7	2,8	5,8	3,5	55,5
	Passività	9,6	16,2	5,6	-4,4	7,2	7,9	4,9	62,6
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	-0,2	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	18,5
	Passività	2,7	9,7	0,6	4,8	1,4	2,8	4,1	36,3
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	-0,3	0,3	0,0	-1,6	-1,0	18,0
	Passività	-4,6	5,7	2,5	-0,9	0,9	3,2	-1,5	16,2
Turchia	Attività	-2,8	5,3	2,4	-0,5	3,4	0,1	4,1	48,1
	Passività	0,0	-0,4	-3,9	1,5	1,0	0,9	2,8	23,1
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>10,1</i>	<i>21,9</i>	<i>5,8</i>	<i>1,4</i>	<i>5,6</i>	<i>9,1</i>	<i>4,4</i>	<i>130,6</i>
	<i>Passività</i>	<i>-6,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>-2,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>2,0</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>70,6</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>139,1</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>-5,2</i>	<i>-11,8</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>16,1</i>	<i>266,9</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

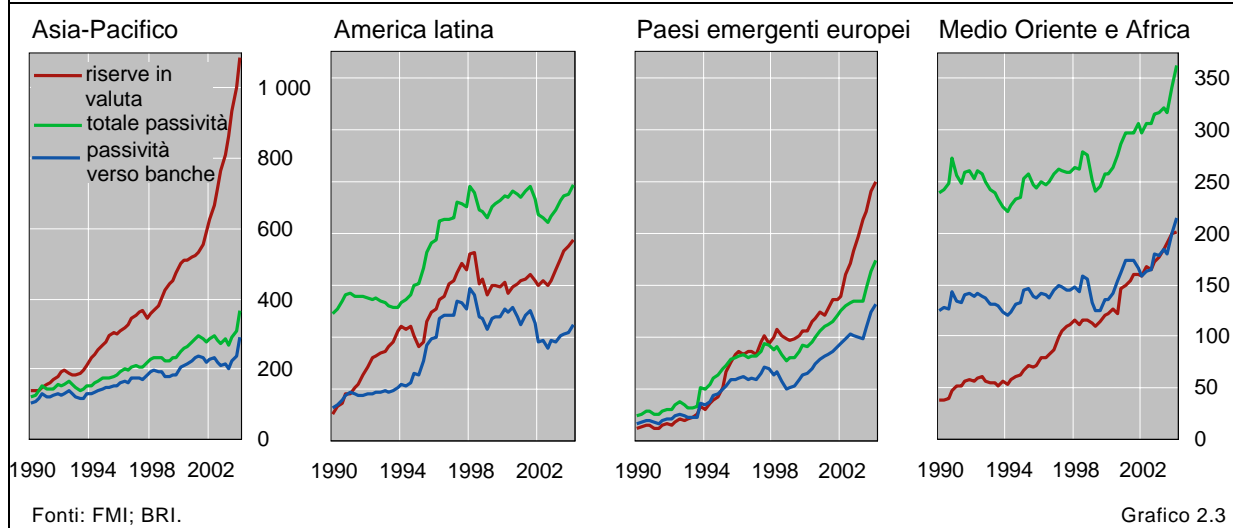
mostra che la crescita delle riserve valutarie *totali* (nell'insieme delle regioni) osservabile dal 2002 ha coinciso con un aumento altrettanto marcato dello stock di passività nei confronti delle banche in ciascuna regione. Presumibilmente, ciò rispecchia il collocamento di (una parte di) queste riserve presso le banche dichiaranti⁵. Nel trimestre in esame le riserve valutarie totali

... coincide con un aumento delle riserve in valuta

⁵ Nelle statistiche BRI le passività verso banche comprendono quelle nei confronti sia di banche commerciali sia di banche centrali. I dati dell'FMI rilevano le riserve in valuta totali

Riserve in valuta e passività delle banche dichiaranti alla BRI

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA



sono cresciute di \$107 miliardi. Al tempo stesso, le passività totali delle banche dichiaranti verso le banche di questi stessi paesi sono salite di \$88 miliardi, per effetto di un aumento dei depositi⁶.

Anche nel più lungo termine le variazioni delle riserve in valuta sembrano aver costituito una determinante rilevante delle passività delle banche dichiaranti nei confronti del settore bancario dei paesi emergenti. Sebbene questa relazione emerga con particolare evidenza per alcuni importanti paesi, essa appare alquanto imperfetta per tutta una serie di ragioni (cfr. il riquadro citato). Nel complesso, il nesso è più forte in America latina, dove i principali detentori di riserve sono Brasile e Messico, ma risulta ben più debole nella regione Asia-Pacifico, dominata al riguardo da Cina e Taiwan (Cina)⁷. L'analisi di più lungo periodo condotta sull'intera area emergente mostra che un incremento di \$1 nelle riserve valutarie si associa a un aumento di ϕ 17 dei depositi bancari.

Le banche dell'Asia depositano fondi all'estero

Il più ingente collocamento di depositi è ascrivibile alle banche dell'Asia-Pacifico, e ha alimentato un deflusso netto di fondi dalla regione ancor più cospicuo di quello registrato nel trimestre precedente. Le banche in Corea, India, Cina e, in misura minore, Malaysia hanno contribuito all'aumento

Deflussi dalla regione Asia-Pacifico ...

detenute da autorità monetarie dei mercati emergenti nella veste di depositi presso banche all'estero (e perciò rilevate dai dati BRI) e sotto diversa forma (ad esempio, titoli di debito).

⁶ I paesi considerati in queste stime sono le economie emergenti per cui l'FMI fornisce statistiche sulle riserve totali in valuta, eccettuati quei paesi classificati dal Fondo come mercati emergenti e dalla BRI come centri offshore. Per Taiwan (Cina) sono utilizzati i dati sulle riserve totali al netto dell'oro, mentre per tutte le altre economie vengono impiegate le riserve in valuta totali.

⁷ Di seguito, Taiwan.

Analisi del nesso tra passività delle banche dichiaranti e riserve valutarie

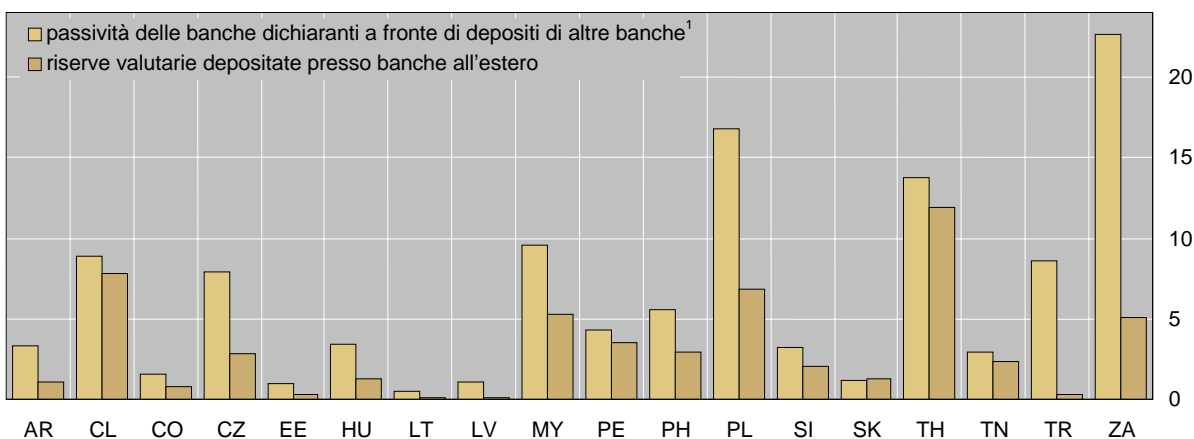
In molti mercati emergenti le riserve valutarie gestite dall'autorità monetaria vengono depositate in gran parte presso banche commerciali al di fuori del paese. Pare addirittura che in alcuni casi tali depositi superino di gran lunga quelli effettuati dalle banche commerciali e rappresentino una quota significativa delle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti del settore bancario dei paesi in questione. In vari importanti mercati emergenti, tuttavia, solo una piccola porzione delle riserve valutarie è detenuta su depositi bancari all'estero. Attingendo a diverse fonti statistiche, il presente riquadro analizza il nesso tra riserve valutarie dei mercati emergenti e dati BRI sulle passività bancarie. Nel complesso, questo nesso appare piuttosto forte per molti paesi, specie in America latina e nell'Europa emergente, benché si riscontrino chiare differenze regionali.

Vari paesi emergenti segnalano all'FMI la *quota* delle riserve valutarie totali delle rispettive autorità monetarie che viene depositata presso banche all'estero (grafico A). Alla fine del 2003, per esempio, oltre i tre quarti dei depositi effettuati da banche in Cile, Perù, Slovacchia, Thailandia e Tunisia presso banche dell'area dichiarante e più della metà di quelli di banche in Colombia, Filippine, Malaysia e Slovenia erano costituiti da riserve valutarie (nell'ipotesi che tali riserve siano depositate presso banche dei paesi dichiaranti alla BRI). Inoltre, dall'esame delle serie temporali emerge che le variazioni delle riserve sono spesso all'origine delle oscillazioni trimestrali nei dati BRI sui depositi passivi, anche per alcuni paesi dove lo stock di riserve diverge in misura sensibile dall'ammontare di tali depositi. Tuttavia, molti importanti economie – in particolare Brasile, Cina, Corea, Messico, Russia e Taiwan – non producono segnalazioni per l'FMI.

Per spiegare i movimenti nelle statistiche BRI può rivelarsi utile un raffronto più indiretto fra il totale delle riserve valutarie e queste stesse statistiche, disponibili per un campione molto più ampio di paesi. Un siffatto confronto presenta tuttavia alcuni problemi. Le cifre sulle riserve totali includono gli investimenti in titoli di debito e i depositi presso altre istituzioni monetarie, banche interne e banche estere¹. In generale, solo questi ultimi depositi sono rilevati dalle statistiche BRI sull'attività bancaria². Inoltre, per un dato mercato emergente i dati della BRI registrano unicamente la posizione aggregata a fronte di depositi effettuati da altre banche, posizione che comprende le somme collocate sia da banche commerciali sia dall'autorità monetaria. Infine, in alcuni paesi le riserve valutarie sono gestite non dall'autorità monetaria, bensì da istituzioni separate che

Depositi di riserve valutarie di paesi emergenti e depositi delle banche dichiaranti alla BRI

fine 2003, in miliardi di dollari USA



AR = Argentina, CL = Cile, CO = Colombia, CZ = Repubblica ceca, EE = Estonia, HU = Ungheria, LT = Lituania, LV = Lettonia, MY = Malaysia, PE = Perù, PH = Filippine, PL = Polonia, SI = Slovenia, SK = Slovacchia, TH = Thailandia, TN = Tunisia, TR = Turchia, ZA = Sudafrica.

¹ All'interno dei paesi elencati.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

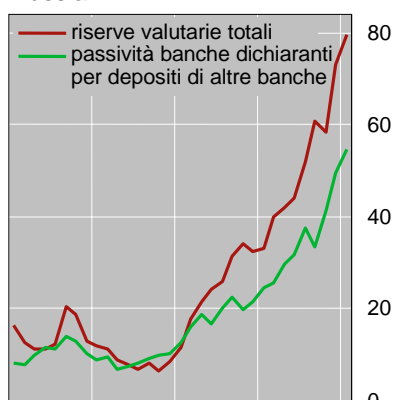
Grafico A

² In base ai dati SDDS, per il gruppo di 18 paesi elencati nel grafico A in media circa un quarto delle riserve valutarie totali è depositato presso banche all'estero. Nel loro studio "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari" (Rassegna trimestrale BRI, marzo 2003), Robert McCauley e Ben Fung hanno stimato che, a livello globale, il 3% delle attività complessive di riserva denominate in dollari è detenuto sotto forma di depositi presso banche negli Stati Uniti e un ulteriore 12% presso banche al di fuori degli USA. ³ I depositi in valuta estera presso banche situate nelle economie emergenti vengono rilevati nel caso in cui tali economie rientrino tra i paesi dichiaranti alla BRI.

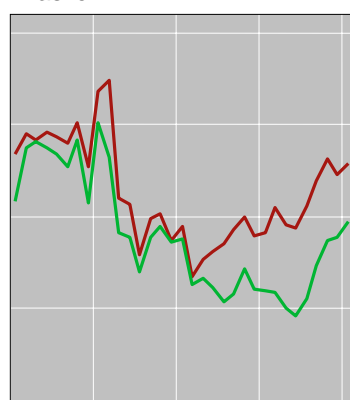
Riserve valutarie totali di alcuni paesi emergenti e depositi delle banche dichiaranti

in miliardi di dollari USA

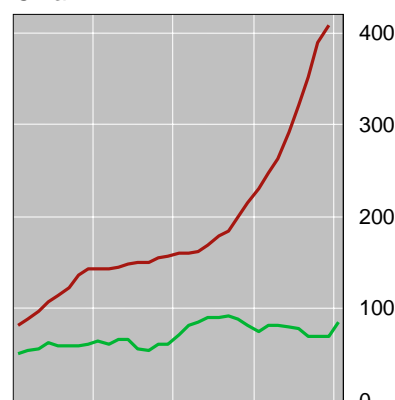
Russia



Brasile



Cina



1996 1998 2000 2002 2004

Fonti: FMI; BRI.

Grafico B

potrebbero non essere classificate come banche nell'ambito delle statistiche BRI. Quindi, la misura in cui le variazioni nello stock di passività delle banche dichiaranti a titolo di depositi effettuati dal sistema bancario di un determinato paese rispecchieranno il collocamento presso banche estere delle riserve valutarie di quel paese dipenderà non soltanto dalla quota di riserve detenute sotto forma di depositi bancari all'estero, ma anche dalla dimensione dell'ammontare di riserve in rapporto a quella del settore bancario interno.

Ciò premesso, l'analisi dei dati rivela che, in molti casi, lo stock di depositi di banche situate in paesi emergenti e quello di riserve valutarie di questi stessi paesi si muovono in sintonia. Se per Russia e Brasile tale fenomeno è indiscutibile (grafico B, diagrammi di sinistra e centrale), il comovimento risulta piuttosto forte anche in Argentina, Messico, Libia e, in misura minore, Corea, tutti paesi che detengono una quota relativamente alta delle riserve totali di autorità monetarie all'interno delle rispettive regioni. Per altri paesi con ingenti disponibilità di riserve – quali Cina (grafico B, diagramma di destra), Taiwan e India – la correlazione è assai meno evidente.

Gli ampi nessi regionali tra variazioni delle riserve e depositi presso banche all'estero possono essere valutati attraverso una semplice regressione. Dall'analisi marginale si evince che, nella totalità dei mercati emergenti, un aumento di \$1 nelle riserve genera mediamente un incremento di €17 nei depositi di banche (cfr. tabella seguente). Questo dato cela però considerevoli differenze regionali. In America latina, ad esempio, il coefficiente è molto più alto (€76 per dollaro) a causa del comovimento piuttosto elevato fra riserve e passività per depositi riscontrato nelle serie statistiche di Brasile e Messico, due paesi che insieme concorrono al 60% circa delle riserve regionali. All'estremo opposto, il coefficiente dell'Asia-Pacifico è *statisticamente non significativo* a causa dell'inclusione di Cina e Taiwan, che da sole detengono oltre il 60% delle riserve valutarie totali della regione. Se non si considerano queste economie, il coefficiente dell'Asia-Pacifico sale a €10 per dollaro, una percentuale molto più vicina al tasso medio complessivo.

Sensibilità delle passività delle banche dichiaranti a variazioni nelle riserve valutarie

risultati di una regressione campionaria OLS¹

Variabile dipendente: variazione delle passività	Totale mercati emergenti	America latina	Asia- Pacífico	Asia-Pacifico esclusi Cina e Taiwan	Europa emergente	Medio Oriente-Africa
Variazione riserve	0,17	0,76	-0,03	0,10	0,22	0,34
Indice R ²	0,06	0,51	0,03	0,04	0,16	0,04

¹ Stime ottenute con regressioni campionarie delle variazioni nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI depositate da banche in economie emergenti sulle variazioni delle riserve valutarie detenute dalle autorità di queste economie. Le regressioni sono condotte sui dati relativi a 131 economie emergenti per il periodo primo trimestre 1996–primo trimestre 2004. Per alcuni paesi non sono disponibili i dati sulle riserve valutarie in taluni anni. Tutte le regressioni includono una costante e variabili dummy per paese. Tutti i coefficienti, tranne quello dell'Asia-Pacifico (compresi Cina e Taiwan), sono statisticamente significativi a livelli di confidenza standard.

di \$62 miliardi dei depositi collocati all'estero, portando a \$297 miliardi le passività totali delle banche dichiaranti verso banche della regione. Sebbene nella stessa Asia-Pacifico si sia osservato l'aumento più significativo nelle riserve in valuta, esso non ha sempre interessato quei paesi che hanno depositato fondi all'estero. Anche i nuovi crediti alle banche della regione, principalmente verso Corea, Cina e Taiwan, sono stati eccezionalmente sostenuti (\$29 miliardi).

Le banche in Corea sono state quelle che hanno collocato il più ingente ammontare di fondi all'estero, determinando il terzo trimestre consecutivo di deflussi netti di capitali dal paese. La Corea resta il principale debitore netto delle banche dichiaranti alla BRI nella regione Asia-Pacifico per la totalità dei settori di rilevazione. Tuttavia, un incremento di \$22 miliardi dei depositi bancari presso centri offshore ha abbassato a \$30 miliardi le attività nette complessive verso tutti i settori del paese, contro i \$37 e 50 miliardi del quarto e del terzo trimestre 2003 rispettivamente. L'aumento dei depositi all'estero ha messo in ombra quello registrato nello stesso periodo dalle riserve in valuta, salite di soli \$8,2 miliardi; ciò induce a ritenere che si sia trattato soprattutto di attività di natura commerciale.

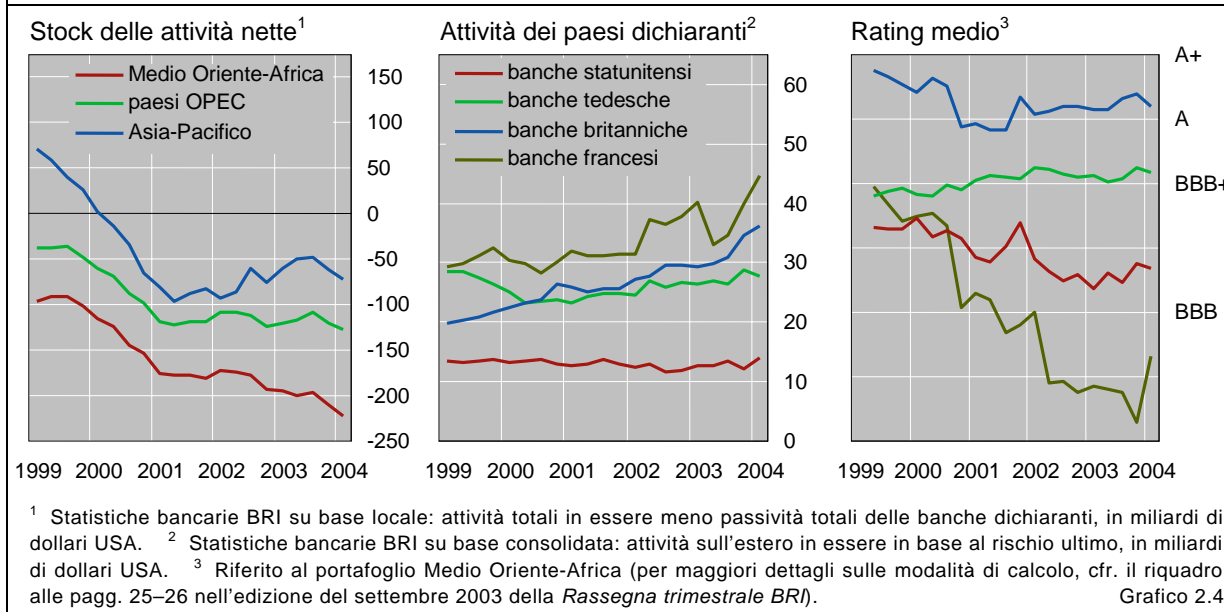
L'aumento dei depositi è stato all'origine di deflussi netti anche da India e Cina. Per l'India si tratta del deflusso più ingente di tutto il periodo di rilevazione BRI: le banche del paese hanno depositato \$11 miliardi presso istituti dichiaranti, specie negli USA e in centri offshore. Ciò ha innalzato a \$41 miliardi le passività totali verso l'insieme dei settori del paese; nello stesso trimestre le riserve valutarie della Reserve Bank of India sono salite di \$9,8 miliardi. Anche nel caso della Cina i collocamenti presso banche dichiaranti sono stati cospicui, segnando il primo incremento degli ultimi sette trimestri. I nuovi depositi (perlopiù denominati in dollari USA) delle banche del paese presso banche dichiaranti – soprattutto in centri offshore – sono ammontati a \$14,6 miliardi, facendo salire le passività nette nei confronti del sistema bancario cinese a \$29 miliardi (\$85 miliardi su base lorda), una cifra seconda solo a quella della Russia.

... per l'effetto dei depositi effettuati da banche in Corea, India e Cina

Aumentano i deflussi netti dal Medio Oriente e dall'Africa

Movimenti di capitali in uscita sono stati registrati anche dal Medio Oriente e dall'Africa, le cui banche hanno depositato somme considerevoli presso gli istituti dell'area dichiarante. Un aumento di \$15 miliardi nei collocamenti all'estero delle banche in Arabia Saudita – denominati per buona parte in euro – ha spinto le passività totali verso la regione a \$408 miliardi. In termini assoluti, tale ammontare è inferiore al corrispondente stock di passività delle banche dichiaranti nei confronti dell'Asia-Pacifico, pari a \$440 miliardi. Tuttavia, tra i mercati emergenti, la regione Medio Oriente-Africa è di gran lunga il maggior fornitore netto di fondi al mercato bancario internazionale (grafico 2.4, diagramma di sinistra). Grazie ai surplus generati dai paesi dell'OPEC, la regione nel suo complesso vi ha contribuito per \$223 miliardi netti, contro i \$73 miliardi dell'Asia-Pacifico.

Posizioni verso Medio Oriente e Africa



In aumento il credito a breve termine ai mutuatari in Medio Oriente e Africa

Le banche nell'area dichiarante hanno inoltre convogliato crediti a breve verso le banche e il settore pubblico di Medio Oriente e Africa. I dati consolidati BRI indicano che le attività sia internazionali che in moneta locale verso la regione sono tendenzialmente cresciute dal 2003, segnando i massimi aumenti nell'ultimo trimestre. Esse sono balzate a \$198 miliardi (in base al rischio ultimo), alimentate dai \$5 miliardi di nuovi crediti internazionali a breve erogati da banche francesi al settore pubblico saudita (grafico 2.4, diagramma centrale). Con tale manovra il rating medio del portafoglio Medio Oriente-Africa delle banche francesi è salito fino a sfiorare la tripla B (grafico 2.4, diagramma di destra). Più in generale, i crediti a breve verso l'Arabia Saudita hanno mostrato una tendenza al rialzo almeno da metà 2001, toccando nel primo trimestre 2004 l'84% delle attività totali verso il paese, contro il 74% del periodo precedente e il 67% di un anno prima.

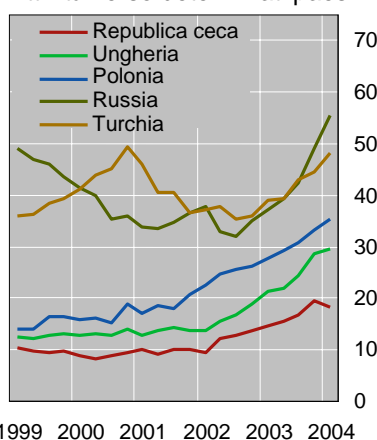
Proseguono i deflussi dall'America latina

Anche alla base dei deflussi netti registrati dall'America latina per l'ottavo trimestre consecutivo vi è stato un aumento dei depositi all'estero. I mutuatari della regione hanno collocato presso banche dell'area dichiarante \$13,2 miliardi, cifra ben superiore a quella dei nuovi crediti concessi, che ha determinato su base netta un deflusso di \$9 miliardi. Il nesso fra crescita delle riserve in valuta e variazioni delle passività delle banche dichiaranti sembra essere particolarmente forte in America latina. Ad esempio, in Brasile – che detiene oltre un quarto delle riserve valutarie dell'area – le due grandezze hanno avuto la tendenza a muoversi in sintonia almeno dal 1995 (cfr. grafico B del riquadro di pag. 21). Ciò vale, seppur in misura inferiore, anche per il Messico, dove si concentra circa un terzo delle riserve latino-americane.

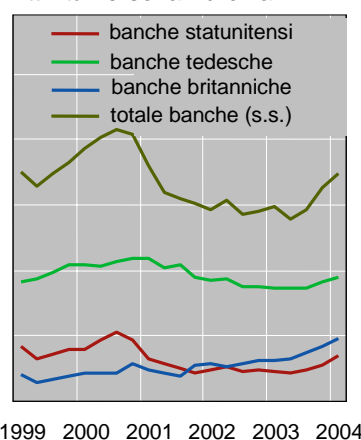
Attività verso i paesi emergenti europei

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA

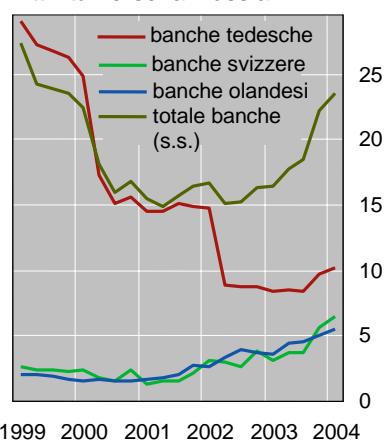
Attività verso determinati paesi¹



Attività verso la Turchia²



Attività verso la Russia²



¹ Statistiche bancarie BRI su base locale.

² Statistiche bancarie BRI su base consolidata: attività sull'estero, in base al rischio ultimo.

Grafico 2.5

I movimenti di capitale nei confronti di Brasile e Argentina sono stati responsabili di buona parte dell'ampio deflusso netto di fondi dalla regione nel suo complesso. Parallelamente alla crescita delle riserve in valuta, le banche in Brasile hanno depositato all'estero \$3,9 miliardi, soprattutto presso banche nell'area dell'euro e in Giappone. Sebbene parzialmente compensata dagli acquisti di titoli di debito internazionali emessi da banche del paese, la crescita dei depositi ha dato origine a deflussi netti per \$3,1 miliardi. Alla fuoriuscita di fondi dalla regione ha contribuito anche il terzo calo trimestrale consecutivo dei prestiti all'insieme dei settori dell'Argentina. La flessione degli impieghi al settore bancario argentino è forse la conseguenza degli ulteriori stralci di posizioni creditorie a seguito dell'insolvenza del paese, ma anche i fondi affluiti al settore non bancario hanno segnato un calo (per il nono trimestre consecutivo), pari a \$1,2 miliardi.

Depositi dal Brasile e minor credito all'Argentina alla base dei deflussi dall'America latina

Afflussi di capitali all'Europa emergente, nonostante i cospicui depositi

Solo nell'Europa emergente i nuovi crediti hanno superato i depositi, originando afflussi netti alla regione per il sesto trimestre consecutivo. All'intera area sono affluiti \$13,3 miliardi di nuovi fondi, destinati al settore non bancario e concretizzati in prestiti e acquisti di titoli di debito internazionali emessi da mutuatari di questo settore. I residenti della regione hanno inoltre depositato \$10,9 miliardi presso banche dichiaranti, il secondo maggiore aumento nel periodo di rilevazione BRI. I depositi sono provenuti in gran parte dalla Russia (che ha pure registrato un aumento relativamente pronunciato delle riserve in valuta nello stesso trimestre), ma anche da banche polacche e dal settore non bancario turco.

Oltre la metà dei nuovi prestiti affluiti alla regione è stata diretta al settore non bancario turco, soprattutto da banche nei centri offshore e negli Stati Uniti.

I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2004

Jesper Wormstrup

I prestiti consorziali internazionali hanno toccato un massimo nel trimestre in esame: grazie alle operazioni di rifinanziamento, allestite per la cifra record di \$240 miliardi, le sottoscrizioni totali hanno superato per la prima volta i \$500 miliardi (cfr. diagramma di sinistra del grafico seguente). L'alto livello dei rifinanziamenti è dovuto in certa misura al fatto che i mutuatari hanno approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per prefinanziare prestiti non ancora giunti a scadenza.

In linea con la media storica, i contratti in dollari USA hanno concorso al 75% dell'importo complessivo, seguiti da quelli in euro (15%) e in sterline (5%).

Particolarmente vivace è stata l'attività dei soggetti USA: le loro sottoscrizioni hanno raggiunto i \$325 miliardi, una cifra senza precedenti, con un aumento di quasi il 75% sul secondo trimestre 2003. I rifinanziamenti sono ammontati a \$123 miliardi, ossia il 38% del totale, circa 10 punti in più della media storica. Importi cospicui sono stati raccolti dai settori energetico, assicurativo e della grande distribuzione. Si è fatto notare anche il comparto dei servizi finanziari, con contratti per \$50 miliardi, \$22,4 miliardi dei quali destinati a General Electric Capital Corp, il maggiore mutuatario in assoluto nel secondo trimestre.

L'attività dei prenditori dell'Europa occidentale è stata parimenti ragguardevole, anche se non ha eguagliato i livelli statunitensi. Dei \$134 miliardi complessivamente sottoscritti, le operazioni di rifinanziamento hanno rappresentato un sorprendente 75%, contro il 50% registrato in media nel passato. I contratti singoli di più elevato ammontare sono stati allestiti per la tedesca Volkswagen AG (€11 miliardi) e per France Telecom (€10 miliardi). Se gli importi maggiori sono stati raccolti da soggetti francesi, tedeschi e britannici, degna di nota è la pronunciata progressione dei mutuatari scandinavi.

Sui mercati emergenti la raccolta è rimasta sostenuta (cfr. diagramma di destra del grafico seguente). L'indebitamento totale si è ragguagliato a \$27,8 miliardi, il valore massimo mai registrato dal 1997 in un secondo trimestre. Come spesso accaduto in passato, ad assicurarsi la fetta maggiore (\$10,5 miliardi) sono stati i soggetti asiatici: le imprese di Taiwan (principalmente nell'elettronica) hanno raccolto \$4 miliardi, i settori finanziario e societario della Malaysia \$1 miliardo ciascuno e le società coreane ulteriori \$1,1 miliardi.

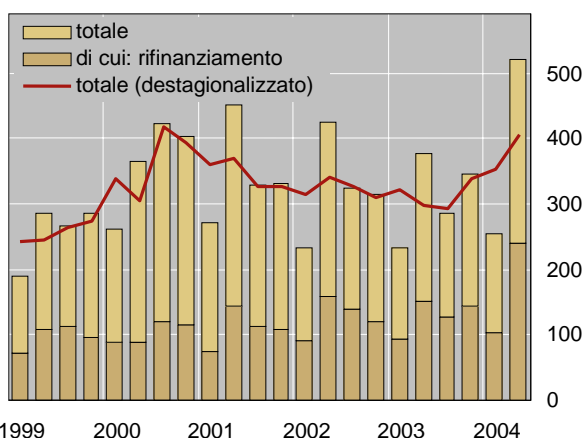
Anche l'Europa orientale ha mostrato un certo dinamismo, con sottoscrizioni per \$9 miliardi. I mutuatari russi – soprattutto compagnie petrolifere e minerarie, nonché banche commerciali – sono stati i più attivi (\$3,8 miliardi). Le banche ungheresi hanno sottoscritto contratti per \$1,1 miliardi. La società di telecomunicazioni bulgara Mobilтел EAD ha mutuato €650 milioni – la cifra più alta mai raccolta da un prenditore bulgaro sul mercato dei prestiti consorziali internazionali –, con cui ha proceduto al riacquisto di azioni proprie.

In America latina l'attività è stata trainata soprattutto dalle società messicane. L'azienda petrolifera statale Pemex ha rinnovato prestiti per \$1,25 miliardi, e \$2,3 miliardi sono andati a imprese private. Il Medio Oriente e l'Africa hanno raccolto \$3,1 miliardi, due terzi dei quali sottoscritti da Old Mutual plc, compagnia assicuratrice sudafricana, mediante un'operazione di rifinanziamento per £1,1 miliardi. Si tratta del contratto singolo più ingente di tutta l'area emergente nel secondo trimestre.

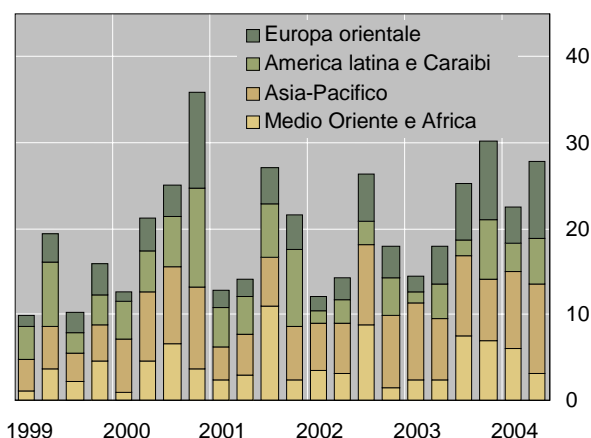
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Prestiti sottoscritti



Prestiti alle economie emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Questi crediti, pari a \$2,6 miliardi, hanno sospinto le attività totali verso il paese a \$48 miliardi (grafico 2.5, diagramma di sinistra). Anche se la Turchia non è più il principale mutuatario dell'area, lo stock di crediti verso il paese è tornato ai livelli di fine 2000, dopo i minimi di metà 2002. Le banche tedesche continuano ad essere i maggiori creditori del paese, con attività totali per \$9,5 miliardi (in base al rischio ultimo), ma negli ultimi periodi sono aumentate anche le esposizioni bancarie di USA, Regno Unito e area dell'euro (grafico 2.5, diagramma centrale).

I residenti in Russia hanno depositato ingenti somme all'estero per il terzo trimestre consecutivo; al tempo stesso, sono altresì aumentate le riserve in valuta detenute dalla banca centrale. I depositi delle banche del paese, per \$5,3 miliardi, hanno innalzato le passività totali verso l'insieme dei settori russi a \$62,6 miliardi. Anche le attività verso soggetti non bancari hanno segnato un aumento, il sesto trimestrale, pari a \$2,6 miliardi, portando a \$25,6 miliardi lo stock netto totale di crediti verso la Russia, che si colloca al secondo posto tra i paesi emergenti dopo il Messico. Nel periodo in esame le banche nel Regno Unito hanno acquistato titoli di debito internazionali emessi da mutuatari non bancari russi per \$1,8 miliardi, buona parte dei quali denominata in dollari USA.

Gli afflussi rispecchiano i nuovi prestiti alla Turchia ...

... e i maggiori depositi delle banche in Russia

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel secondo trimestre 2004 le nuove emissioni sul mercato internazionale dei titoli di debito hanno segnato un certo rallentamento rispetto al primo trimestre, pur continuando a evidenziare nel complesso una crescita robusta. L'attività 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 giugno 2004
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 011,4	1 472,4	351,4	303,9	458,9	521,0	347,5	12 332,0
Strumenti del mercato monetario ¹								596,0
Commercial paper	23,7	83,3	13,3	-25,4	48,7	9,0	-3,4	414,9
Obbligazioni e notes ¹	1 009,7	1 397,0	347,7	336,8	409,7	486,0	344,9	11 736,0
A tasso variabile	198,8	392,4	74,1	98,0	153,4	154,4	167,9	3 112,7
Ordinarie a tasso fisso	800,8	983,7	273,0	234,5	240,6	338,5	169,5	8 267,4
Collegate ad azioni	10,2	20,9	0,6	4,3	15,7	-6,9	7,5	355,9
Paesi sviluppati	945,5	1 365,9	318,1	281,6	435,2	486,0	316,7	11 002,0
Stati Uniti	330,7	275,6	30,5	91,2	98,2	126,4	6,9	3 200,3
Area dell'euro	479,1	768,8	208,7	124,8	223,4	232,7	214,8	5 306,0
Giappone	-22,7	-1,0	-1,8	-3,7	7,9	6,3	11,0	283,1
Centri offshore	8,1	16,3	4,0	0,4	9,1	0,9	5,0	137,4
Mercati emergenti	36,9	66,9	13,9	19,5	18,8	24,1	18,7	676,2
Istituzioni finanziarie	833,2	1 188,6	248,2	256,4	409,8	417,3	282,1	9 082,4
Private	697,9	984,8	199,5	209,8	349,5	339,8	234,6	7 675,4
Pubbliche	135,4	203,8	48,7	46,6	60,4	77,5	47,5	1 407,0
Imprese	55,3	113,3	33,9	22,0	40,9	7,4	10,8	1 495,9
Private	44,5	95,3	31,1	18,3	37,2	-0,0	7,2	1 249,1
Pubbliche	10,8	18,0	2,8	3,7	3,7	7,5	3,5	246,8
Governi	102,0	147,3	54,0	23,0	12,3	86,2	47,6	1 237,2
Organizzazioni internazionali	20,9	23,2	15,3	2,4	-4,2	10,0	7,0	516,5
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>								
<i>di cui: USA</i>	-99,1	-41,7	-26,6	-36,6	7,5	58,4	-10,6	1 928,4
	-91,4	-81,3	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	1 309,7

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il secondo 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	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,3	2 884,1	755,9	656,9	712,3	982,3	792,6
Obbligazioni	1 164,8	1 609,7	424,6	343,6	405,0	569,5	429,5
Notes	934,5	1 274,4	331,3	313,3	307,3	412,8	363,0
A tasso variabile	602,5	963,8	233,6	241,2	257,6	337,9	321,5
Ordinarie a tasso fisso	1 454,0	1 832,2	505,7	388,9	428,1	627,1	453,1
Collegate ad azioni ¹	42,8	88,1	16,6	26,8	26,6	17,3	17,9
Dollaro USA	985,0	1 169,5	282,2	285,8	268,6	355,8	258,3
Euro	806,3	1 288,9	369,7	271,8	316,9	478,7	398,6
Yen	88,3	102,9	26,0	24,5	29,0	29,0	33,5
Altre valute	219,7	322,9	78,0	74,8	97,7	118,7	102,2
Istituzioni finanziarie	1 631,5	2 281,2	569,7	536,2	593,8	786,6	623,6
Private	1 360,9	1 913,8	467,7	451,1	506,5	659,1	531,9
Pubbliche	270,6	367,4	102,0	85,1	87,3	127,5	91,6
Imprese	211,6	271,0	78,3	67,0	68,8	62,0	73,6
di cui: telecom	46,2	54,8	9,5	8,0	14,1	11,6	8,5
Private	187,5	220,7	69,9	53,6	56,5	52,7	61,2
Pubbliche	24,2	50,3	8,4	13,4	12,3	9,4	12,4
Governi	171,8	239,4	79,2	39,0	39,6	109,9	64,7
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	28,6	14,7	10,1	23,8	30,7
Emissioni perfezionate	2 098,3	2 865,2	728,0	684,1	735,3	934,0	792,6
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 088,6</i>	<i>1 468,2</i>	<i>380,3</i>	<i>347,3</i>	<i>325,6</i>	<i>447,9</i>	<i>447,7</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

raccolta è stata sospinta dalla ripresa dell'economia mondiale e dall'attenuarsi dei timori circa le implicazioni di un inasprimento monetario nelle economie mature. I nuovi collocamenti hanno superato i rimborsi di \$347,5 miliardi, cifra che appare modesta se paragonata ai \$521 miliardi del trimestre precedente, ma appena inferiore ai \$351 miliardi di 12 mesi prima (tabella 3.1). La raccolta netta dei mutuatari USA è calata bruscamente, provocando una decelerazione delle emissioni in dollari a livello mondiale, nonostante il più intenso ricorso a questa valuta da parte di emittenti non statunitensi. Particolarmente attivi sono stati i prenditori a basso rating e quelli delle economie emergenti, nonché gli emittenti giapponesi. Stando ai dati preliminari, tali tendenze sarebbero per lo più proseguite nel mese di luglio.

Nel secondo trimestre l'attenzione dei mercati si è incentrata sulla portata e sulle conseguenze del passaggio a un orientamento restrittivo nella politica monetaria USA. I dati diffusi ad aprile e maggio sembravano indicare che l'inasprimento sarebbe stato piuttosto rapido, ma questa attesa è stata smentita dalle statistiche di giugno, nonché dalle dichiarazioni pubbliche degli esponenti della Federal Reserve. Numerosi emittenti, in particolare le imprese a più basso rating dei paesi industriali e i mutuatari delle economie emergenti

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

in miliardi di dollari USA

		2002	2003	2003			2004	
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Nord America	Dollaro USA	297,2	220,3	27,2	74,4	80,7	99,3	-26,5
	Euro	40,3	52,0	6,3	14,9	14,6	14,3	20,5
	Yen	-7,0	-1,9	-1,8	-1,2	0,6	1,3	1,6
	Altre valute	12,3	25,1	7,6	6,0	9,6	12,0	12,6
Unione Europea	Dollaro USA	68,8	149,5	29,9	42,0	37,6	42,0	56,0
	Euro	463,6	749,4	212,9	118,5	211,4	224,9	184,4
	Yen	-26,6	-8,9	-3,2	-3,4	2,2	1,0	4,3
	Altre valute	86,7	117,2	27,4	17,4	43,7	34,0	36,2
Altre aree	Dollaro USA	53,3	98,2	21,0	26,0	31,0	33,1	23,3
	Euro	18,9	32,9	14,5	6,9	6,2	37,8	16,3
	Yen	-9,6	6,6	1,9	-2,3	9,1	2,7	9,0
	Altre valute	13,6	32,2	7,7	4,8	12,3	18,7	9,7
Totale	Dollaro USA	419,3	467,9	78,0	142,4	149,4	174,4	52,9
	Euro	522,8	834,3	233,8	140,3	232,2	277,0	221,3
	Yen	-43,3	-4,3	-3,1	-6,9	11,8	5,0	14,9
	Altre valute	112,5	174,5	42,8	28,1	65,5	64,7	58,5

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

Tabella 3.3

europee e asiatiche, si sono affrettati ad assicurarsi condizioni di mercato ancora favorevoli prima della fase di turbolenza che si prevedeva avrebbe accompagnato la svolta monetaria della Fed. Altri prenditori, specie le imprese statunitensi con rating più elevato, hanno optato per una riduzione delle nuove emissioni a causa delle incerte prospettive. La crescita dell'incidenza di titoli a tasso variabile sull'insieme delle emissioni ha segnalato la volontà degli emittenti di assecondare le preferenze degli investitori alla luce dell'incertezza riguardo all'andamento dei tassi nel breve periodo.

Emissioni USA in calo

Brusco calo delle
emissioni nette
USA ...

Tra il primo e il secondo trimestre 2004 le emissioni internazionali nette di prenditori residenti negli Stati Uniti sono crollate da \$126 a meno di 7 miliardi. Ciò ha rispecchiato sia la minore raccolta lorda – che dopo la pronunciata crescita del trimestre precedente è tornata sui ritmi osservati per la maggior parte del 2003 – sia il forte incremento dei rimborsi programmati. Alla flessione delle emissioni nette ha concorso anche la cancellazione di circa \$20 miliardi di obbligazioni internazionali emesse da WorldCom a completamento del processo di ristrutturazione avviato ai sensi del Chapter 11 della legge fallimentare statunitense dalla MCI Inc, nuova denominazione sociale dell'azienda (gli obbligazionisti sono stati compensati con una combinazione di azioni e notes). Anche le emissioni nette sul mercato interno USA hanno fatto

registrare un rallentamento, passando da \$186 miliardi nel primo trimestre a \$121 miliardi nel secondo (dati Bloomberg).

Gran parte del calo nell'attività di raccolta statunitense è attribuibile alle istituzioni finanziarie, le cui emissioni internazionali nette sono scese a \$22 miliardi, dai \$122 miliardi del primo trimestre. I due grandi emittenti di titoli ipotecari, in particolare, hanno drasticamente ridotto i collocamenti, dopo l'aggressiva espansione del trimestre precedente. Le incerte prospettive per i tassi di interesse potrebbero aver temporaneamente dissuaso le istituzioni finanziarie dal lanciare nuove emissioni in vista di un rallentamento di attività quali il rifinanziamento ipotecario. Tuttavia, il calo della raccolta netta ha parimenti interessato le imprese non finanziarie, a indicare che anch'esse avrebbero adottato un atteggiamento prudente nei confronti di un aumento del finanziamento esterno, davanti al cambiamento nel ciclo di politica monetaria.

Il calo delle emissioni di soggetti USA ha comportato una brusca flessione dei collocamenti netti in dollari sul mercato internazionale, scesi a \$53 miliardi dai \$174 miliardi del primo trimestre (tabella 3.3). I prenditori nordamericani hanno di fatto ridotto il loro debito in dollari di \$26,5 miliardi nel periodo in esame. Anche omettendo la cancellazione delle emissioni in dollari di WorldCom (pari a \$18 miliardi), le passività nordamericane in essere denominate in dollari hanno subito un netto calo per la prima volta dal dicembre 1993. Ciò appare ancor più degno di nota se si considera che l'incidenza del dollaro sulle emissioni nette di mutuatari residenti in Europa o in altri paesi è in realtà aumentata. Il disimpegno dei prenditori statunitensi si è pertanto prodotto nonostante che il contesto mondiale fosse propizio per le emissioni denominate nella valuta americana.

... specie delle istituzioni finanziarie ...

... con una flessione delle emissioni in dollari a livello globale ...

... malgrado il ricorso relativamente più intenso alla valuta USA al di fuori del Nord America

Prosegue il recupero delle emissioni giapponesi

Il deciso ritorno degli emittenti giapponesi sul mercato internazionale dei titoli di debito è proseguito nel secondo trimestre, con un aumento della raccolta netta a \$11 miliardi ed emissioni annunciate per \$33 miliardi. I prenditori nipponici hanno continuato a fare ampio ricorso a titoli convertibili, che nel trimestre in esame hanno concorso al 27% dei loro annunci di nuove obbligazioni e notes, contro solo il 2% a livello mondiale. La maggior parte dei nuovi collocamenti di titoli di debito è denominata in yen, mentre la raccolta netta in dollari è stata negativa.

Come nei due trimestri precedenti, gli emittenti più attivi sono stati le imprese e le istituzioni finanziarie non bancarie. Le banche private hanno annunciato nuove emissioni per \$4,6 miliardi, destinate però per la maggior parte a rifinanziare passività in scadenza. Tra gli emittenti non finanziari più attivi figurano Nippon Telegraph and Telephone – che ha annunciato ai primi di giugno l'emissione di una note settennale per €500 milioni – e Toshiba Corporation, con l'annuncio alla fine di quel mese dell'emissione di obbligazioni quinquennali e settennali per ¥150 miliardi. L'ente del settore pubblico Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises ha collocato a fine maggio un'euroobbligazione decennale a tasso fisso per €900 milioni.

Particolarmente attive le imprese e le istituzioni finanziarie non bancarie giapponesi

Sostenute emissioni societarie ad alto rendimento

Emissioni ad alto rendimento sospinte dai mutuatari europei ...

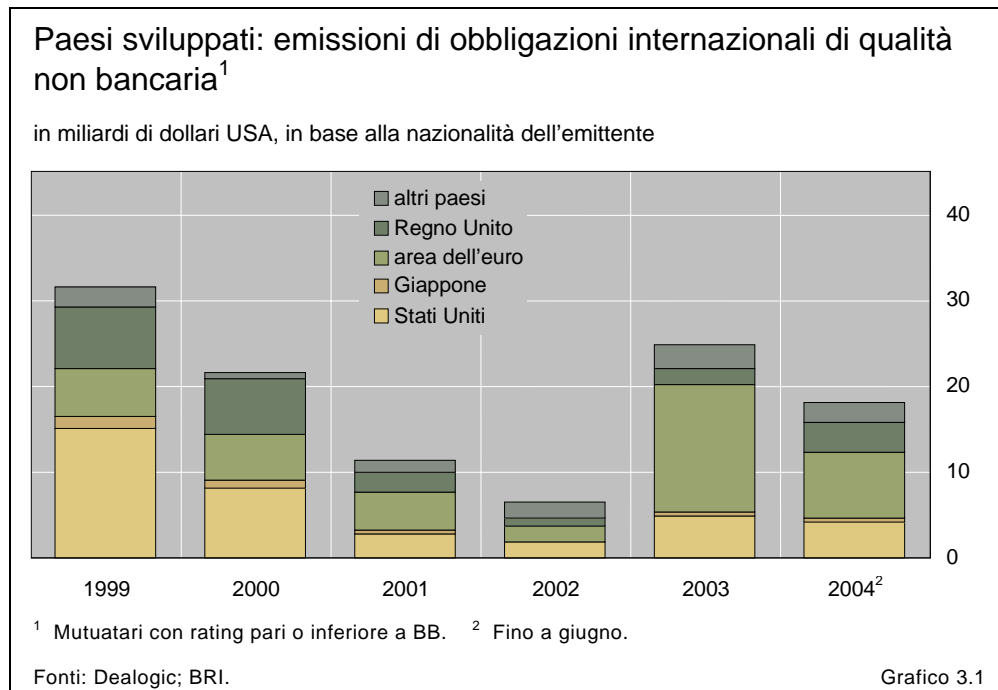
Nel secondo trimestre è proseguita l'intensa attività di emissione dei mutuatari a più basso rating (grafico 3.1). Le emissioni annunciate di obbligazioni e notes di qualità non bancaria sono ammontate a \$19,8 miliardi, un volume pressoché equivalente a quello del primo trimestre. Particolarmente attivi sono stati i prenditori europei: tra il primo e il secondo trimestre la raccolta netta delle imprese britanniche è passata da \$0,7 a 2,7 miliardi e quella delle società dell'area dell'euro da \$2,4 a 5,3 miliardi. Per contro, sui mercati emergenti i collocamenti dei mutuatari a più basso rating – sia sovrani che privati – sono scesi da \$13,0 a 6,0 miliardi; in alcuni casi (cfr. oltre) la raccolta è rallentata a maggio e agli inizi del mese successivo di fronte alle incertezze circa la rapidità della stretta monetaria negli Stati Uniti, ma ha ripreso slancio nella seconda metà di giugno con l'attenuarsi dei timori di un brusco aumento dei tassi USA.

... dalle imprese di telecomunicazione ...

I collocamenti ad alto rendimento sono stati fortemente sospinti dall'intensa attività nel settore delle telecomunicazioni. La maggiore emissione high-yield del trimestre è stata quella decennale a tasso fisso per €1,3 miliardi lanciata in aprile dall'italiana SEAT Pagine Gialle. Ingenti prestiti sono stati collocati da varie imprese di televisione via cavo, incluse la statunitense Charter Communications (sul proprio mercato nazionale), la britannica NTL, le tedesche Tele-Columbus e Kabel Deutschland e la spagnola Cableuropa.

... e dalle società di private equity

Un'altra fonte rilevante di emissioni ad alto rendimento sono state le operazioni di finanziamento collegate con l'attività di private equity. In giugno la Blackstone Capital Partners ha emesso un titolo decennale per \$1,2 miliardi per finanziare il leveraged buy-out (LBO) di Celanese Corporation. Inmarsat, società britannica di telefonia satellitare, ha integrato per \$103 milioni una note a otto anni emessa in gennaio nel quadro del finanziamento del proprio LBO.



Gli emittenti privilegiano gli strumenti a tasso variabile

Le strutture a tasso variabile hanno costituito il 41% delle emissioni annunciate e il 49% di quelle nette di obbligazioni e notes nel secondo trimestre. Ciò è in linea con quanto già osservato in passato, ossia che in un contesto di tassi di interesse crescenti i mercati riservano una migliore accoglienza alle emissioni a tasso variabile. Ad esempio, questo tipo di strutture è balzato dal 17 al 29% della raccolta netta tra il 1993 e il 1994, e dal 27 al 33% tra il 1999 e il 2000.

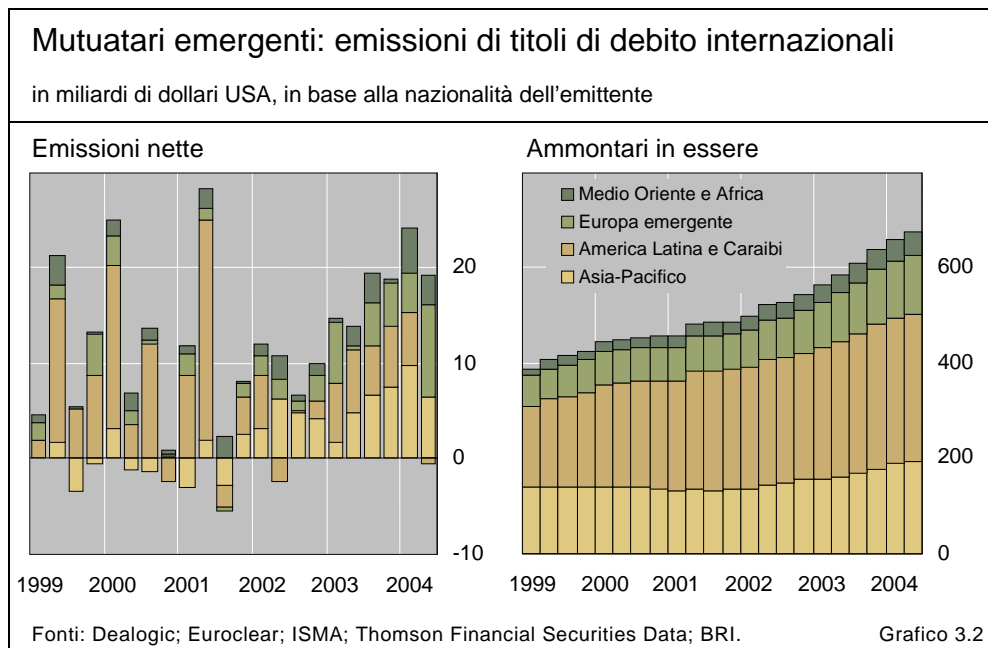
Come nei periodi precedenti, gli emittenti di gran lunga più dinamici nel comparto a tasso variabile sono state le istituzioni finanziarie. Tra di esse hanno spiccato le istituzioni USA, con nuovi annunci di obbligazioni e notes per \$59 miliardi, ma sono state attive anche quelle europee: le istituzioni di Regno Unito e Germania hanno annunciato nuovi collocamenti per \$46 e 42 miliardi rispettivamente.

Tuttavia, anche i mutuatari non finanziari hanno risposto alla domanda di strumenti a tasso variabile. I loro annunci di nuove emissioni di obbligazioni e notes di questo tipo sono saliti da \$9 miliardi nel primo trimestre a \$14 miliardi nel secondo. Pemex, la compagnia petrolifera messicana a partecipazione statale, ha annunciato agli inizi di giugno l'emissione di una note a sei anni per \$1,5 miliardi. Persino i governi, tradizionalmente più propensi all'indebitamento a tasso fisso, hanno accresciuto l'offerta di strumenti a tasso variabile nel trimestre sotto rassegna: Venezuela e Regno di Thailandia con emissioni di notes per \$1 miliardo ciascuno, e la Repubblica ellenica mediante un'obbligazione trentennale da €1 miliardo in maggio.

Rimane intensa l'attività di emissione dei mercati emergenti

Nonostante il turbolento andamento degli spread creditizi delle economie emergenti, la raccolta degli emittenti dell'area è proseguita a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre (grafico 3.2). In linea con le tendenze più

La raccolta delle economie emergenti è robusta ...



generali del mercato internazionale dei titoli debitori, le loro emissioni nette sono scese da \$24 miliardi nel primo trimestre a \$19 miliardi nel secondo, rimanendo tuttavia al disopra della media trimestrale di \$17 miliardi del 2003. Sul totale, \$9,6 miliardi fanno capo all'Europa e \$6,5 miliardi all'Asia-Pacifico. I prenditori latino-americani, per converso, hanno ridotto il debito in essere di circa \$0,5 miliardi nel trimestre in esame, attraverso sia una contrazione delle nuove emissioni sia un aumento dei rimborsi.

... nonostante
l'ampliamento degli
spread

I dati positivi sull'occupazione USA diffusi agli inizi di maggio hanno provocato un ampliamento degli spread e un sostanziale calo delle nuove emissioni in maggio e nella prima metà di giugno. Ciò nonostante, alcuni mutuatari privilegiati hanno conservato l'accesso al mercato durante il periodo, come la Repubblica del Sudafrica, quotata BBB/Baa2, che alla fine di maggio ha emesso un'obbligazione globale decennale per \$1 miliardo.

Vivace attività di
emissione
nell'Europa
emergente ...

Nell'Europa emergente, ad emittenti internazionali tradizionalmente attivi come Polonia, Turchia e Russia sono andati ad aggiungersi Ungheria, Repubblica ceca e Slovacchia. Per alcuni di questi paesi l'attività di raccolta è stata spronata dall'adesione all'Unione europea il 1° maggio. La Slovacchia ha collocato un'euroobbligazione decennale per €1 miliardo in maggio e la Repubblica ceca una note di pari scadenza per un ammontare di €1,5 miliardi in giugno. Sempre in giugno la Turchia ha emesso un'obbligazione globale a tasso fisso per \$750 milioni; gli investitori sono stati incoraggiati dal calendario dei negoziati per l'adesione alla UE, dai progressi compiuti sulla questione cipriota e dal miglioramento del conto corrente. Considerando l'area geografica nel suo insieme, i principali emittenti sono stati i governi, con una raccolta netta di \$6 miliardi, ma sono stati attivi anche altri mutuatari, specie in Russia, nella Repubblica ceca e in Estonia. L'aumento dei prezzi dell'energia ha creato il contesto favorevole per il programma di notes trentennali per \$1,2 miliardi annunciato dalla russa Gaz Capital a fine aprile.

Verso la fine di giugno il governo tedesco ha annunciato l'emissione di titoli garantiti da una quota del debito bilaterale dovuto dalla Russia alla Germania. La transazione, perfezionata agli inizi di luglio, consisteva grosso modo di \$6 miliardi di notes in tranche a 3, 5 e 10 anni, le prime due denominate in euro e la terza in dollari. Sebbene inizialmente si temesse che il collocamento potesse destabilizzare il mercato russo dei titoli di Stato, l'ampliamento degli spread seguito all'annuncio è stato in realtà relativamente modesto rispetto ai recenti movimenti dei differenziali di interesse.

... e nell'Est
asiatico ...

Dei \$6,5 miliardi emessi su base netta dalle economie emergenti asiatiche nel secondo trimestre \$4,4 miliardi sono stati raccolti da soggetti privati, la cui significativa attività netta di emissione contraddistingue i mercati internazionali dei titoli di debito asiatici già dalla fine del 2001. Gli emittenti più attivi sono stati i residenti di Corea (con una raccolta netta di \$2,3 miliardi) e di Taiwan, Cina (\$2,1 miliardi), due paesi dove tanto le istituzioni finanziarie quanto il settore privato hanno svolto un'intensa attività di collocamento.

... ma non in
America latina

Gli annunci di nuove emissioni da parte di prenditori latino-americani sono scesi a \$9,7 miliardi, contro i \$12,1 miliardi del primo trimestre e una media trimestrale di \$14 miliardi nel 2003. Con un volume di rimborsi lievemente superiore ai livelli registrati di recente, le emissioni nette sono divenute

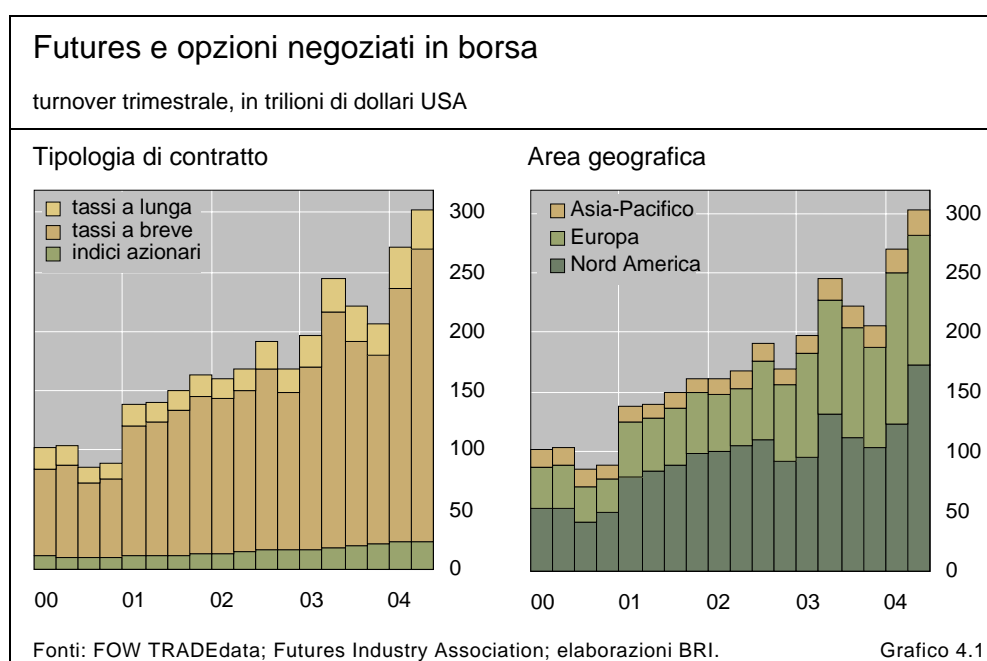
negative, scendendo a $-\$0,5$ miliardi, per la prima volta dal secondo trimestre 2002.

Al calo dei collocamenti netti complessivi della regione hanno contribuito le minori emissioni governative e i cospicui rimborsi netti delle imprese non finanziarie. Per quanto riguarda gli emittenti sovrani, la flessione è ascrivibile soprattutto al Brasile, che ha ridotto le consistenze di titoli in essere di $\$1,2$ miliardi nel secondo trimestre, dopo emissioni medie per $\$1,4$ miliardi su base netta nei quattro trimestri precedenti. Grazie alla forte crescita economica e alla buona posizione del conto corrente, le autorità brasiliane hanno scelto di rifinanziare con nuove emissioni (una nota a tasso variabile per $\$750$ milioni lanciata a fine giugno) solo una parte dei $\$2$ miliardi di un'euroobbligazione giunta a scadenza, rimborsando la quota restante con riserve valutarie. Tra gli altri emittenti sovrani dell'area, il Messico e il Venezuela hanno continuato a raccogliere sui mercati internazionali nel trimestre sotto rassegna (con nuove emissioni annunciate per $\$2,8$ e 1 miliardo rispettivamente). La flessione della raccolta netta privata latino-americana è dovuta in ampia misura ai rimborsi netti delle imprese messicane e brasiliane ($\$2$ e $1,1$ miliardi).

4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato degli strumenti finanziari derivati negoziati in borsa si è ampliato fortemente nel secondo trimestre 2004. Gli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute sono ammontati complessivamente a \$304 trilioni, con un aumento del 12% rispetto al primo trimestre (grafico 4.1). L'intensa attività ha fatto seguito a un periodo di crescita ancor più vigorosa nei tre mesi precedenti, determinando su base semestrale un incremento del 43%, che rappresenta un recupero ragguardevole dalla flessione del secondo semestre 2003, quando le contrattazioni erano calate del 16%.

L'espansione non ha però interessato tutte le categorie di rischio ed è stata disomogenea tra le varie aree geografiche. Nel comparto dei contratti su valute l'attività si è ridotta dell'8%, con una brusca inversione rispetto all'incremento del 35% nel trimestre precedente, mentre gli scambi di derivati su indici azionari hanno ristagnato. Nello stesso segmento dei tassi di interesse il turnover di futures e opzioni su obbligazioni è salito solo lievemente, e gran parte della crescita è provenuta dagli strumenti del mercato monetario. Dal punto di vista geografico, le contrattazioni sono state generalmente deboli in Europa, dove l'attività in strumenti valutari è scesa



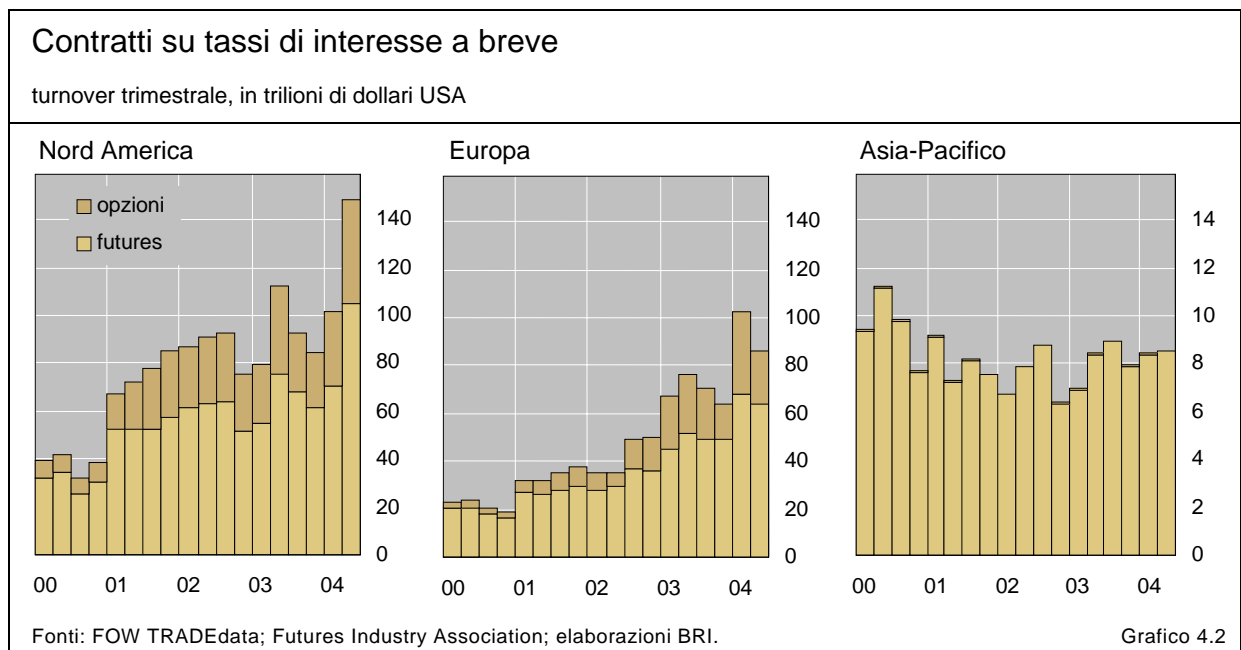
di quasi il 50% e quella su tassi di interesse e indici azionari del 14%. Negli Stati Uniti si sono ridotti gli scambi di contratti su valute e indici azionari (del 9 e 4% rispettivamente), mentre sono notevolmente aumentati – di quasi il 50% – quelli su tassi di interesse, soprattutto a breve.

Segnali di crescita negli USA spingono i derivati del mercato monetario

Nel secondo trimestre 2004 il volume aggregato degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso ha continuato ad aumentare, raggiungendo quota \$280 trilioni (+13% rispetto al periodo precedente). Pur essendo particolarmente degno di nota, considerando la crescita del 34% nei primi tre mesi dell'anno, tale incremento non desta sorpresa. Nel primo trimestre i tassi di interesse a lunga avevano iniziato a salire e nel secondo l'eccezionale vigore del mercato del lavoro statunitense ha indotto gli operatori ad anticipare le attese di un aumento dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve. Ne è conseguito un massiccio ricorso ai mercati dei derivati a fini di copertura o di riposizionamento.

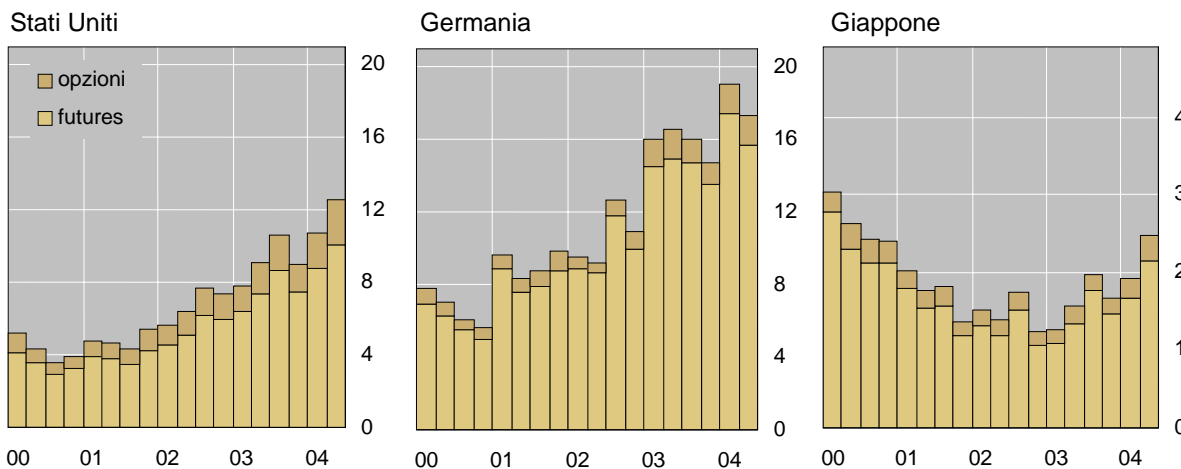
A differenza di quanto avvenuto nel trimestre precedente, durante il quale l'aumento degli scambi aveva interessato in pari misura gli strumenti del mercato monetario e quelli su titoli di Stato, nel periodo più recente sono stati in larga parte i primi ad alimentare il turnover totale. I contratti su tassi a breve – compresi quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen – hanno guadagnato il 15%, salendo a \$245 trilioni, mentre le negoziazioni di strumenti a più lungo termine (tra cui i derivati su obbligazioni governative statunitensi, tedesche e giapponesi) sono aumentate di appena l'1,5%. A livello aggregato, l'incremento del 15% messo a segno dai contratti a breve è riconducibile principalmente ai futures (saliti del 21%), mentre il volume di opzioni è rimasto praticamente

Intensa attività nel comparto dei tassi di interesse ...



Contratti su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.3

... specie del mercato monetario

invariato. Per contro, se nel comparto dei titoli di Stato l'attività in futures è rimasta pressoché sui valori del trimestre precedente, quella in opzioni è aumentata dell'11%.

L'attività è variata notevolmente da regione a regione. Al calo del 14% in Europa (dovuto soprattutto alle opzioni su tassi a breve) si è contrapposto un aumento del 44% negli Stati Uniti, dove il turnover ha superato il massimo di un anno fa (grafici 4.2 e 4.3). Era dall'ultimo trimestre 2000 che non si osservava una simile divergenza – in termini sia di segno sia di dimensioni – fra gli scambi su tassi nelle due principali aree geografiche.

Elevato turnover negli USA malgrado la minore volatilità implicita ...

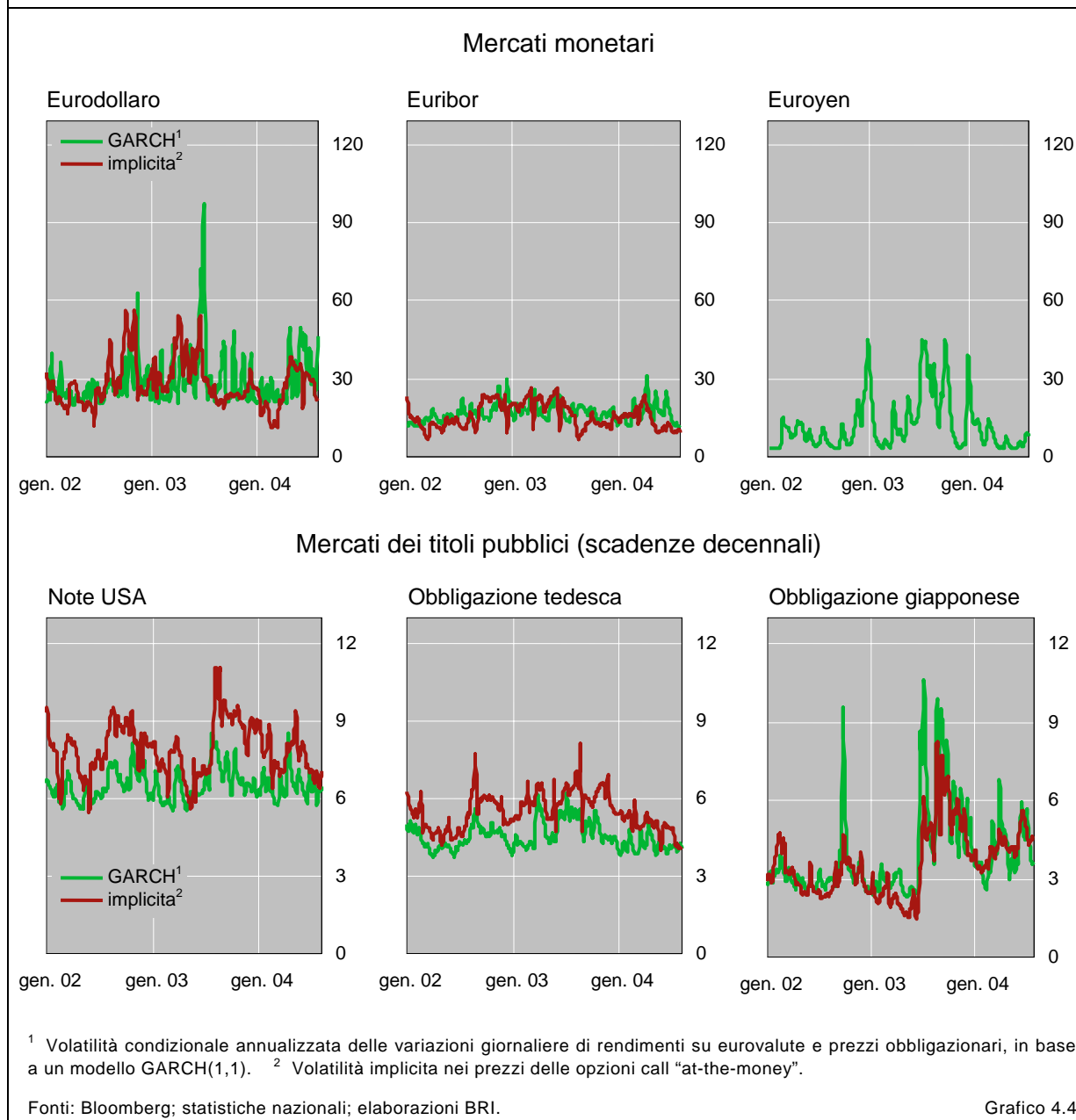
Sul mercato statunitense l'attività in strumenti derivati del mercato monetario è stata vigorosa nonostante il pronunciato calo nella volatilità implicita dei tassi a breve (grafico 4.4). Tale andamento non dovrebbe tuttavia stupire. Alle frequenze mensili e trimestrali la correlazione fra turnover degli strumenti negoziati in borsa e volatilità dei sottostanti rendimenti di mercato è sempre stata piuttosto debole. Una delle ragioni di tale regolarità empirica potrebbe risiedere nel fatto che la volatilità costituisce solo una delle due componenti del premio al rischio (variabile alla quale il turnover potrebbe in definitiva essere collegato). L'altra componente – il coefficiente dell'avversione al rischio¹ – è viceversa aumentata di recente negli Stati Uniti, come indicano i prezzi delle opzioni su indici azionari (cfr. il grafico 1.7 nell'edizione del giugno 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*, pag. 7). Di conseguenza, malgrado il calo della volatilità attesa, il premio per il rischio richiesto dagli operatori economici potrebbe essere rimasto elevato, giustificando così la forte domanda di protezione finanziaria.

... alimentato forse dall'avversione al rischio

¹ Il premio al rischio è espresso dal prodotto dell'avversione al rischio (prezzo del rischio) per la volatilità (quantità di rischio).

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni



La correlazione altamente negativa fra gli scambi su tassi a breve negli Stati Uniti e in Europa osservata nel periodo sotto rassegna si inserisce in una tendenza emersa alla fine del 2000. La correlazione fra i tassi di crescita dell'attività, misurata su intervalli mobili di 12 mesi, è di fatto andata gradualmente calando nel corso del tempo (dal 90% degli inizi del 2001 a meno del 50% nel giugno scorso). Nello stesso periodo, un analogo andamento divergente ha caratterizzato la volatilità implicita nei tassi a breve degli Stati Uniti e dell'area dell'euro: prossima al 15% in entrambe le regioni a fine 2000, essa è poi salita sensibilmente negli Stati Uniti, fino a raggiungere una media del 50% negli ultimi due anni. L'aumento ha interessato anche l'area dell'euro, dove la tendenza è stata però meno pronunciata e la volatilità

ha continuato ad aggirarsi mediamente intorno al 25%. La relazione decrescente fra l'attività nelle due aree non sembra in ogni caso riconducibile alla diversa percezione del rischio sui rispettivi mercati. Di fatto, il differenziale fra le variazioni mensili del turnover statunitense ed europeo dei derivati su tassi di interesse a breve termine e il corrispondente differenziale fra le volatilità implicite di tali tassi hanno mostrato una correlazione piuttosto bassa: 12% per i futures e -8% per le opzioni. Nondimeno, come nel caso del nesso fra turnover e volatilità, i dati mensili possono celare l'esistenza di una relazione significativa fra le due variabili a frequenze più elevate.

L'intensità degli scambi di derivati su obbligazioni statunitensi ...

Negli Stati Uniti l'attività è stata particolarmente intensa anche per i contratti su obbligazioni a lungo termine, il cui turnover è cresciuto del 17% (15% nel segmento dei futures e 24% in quello delle opzioni), a \$34 trilioni. Nelle borse europee, viceversa, essa è scesa complessivamente del 9% (-10% futures e -4% opzioni). Il maggior volume di scambi su strumenti a lunga statunitensi potrebbe dipendere dall'entità del calo segnato dal mercato obbligazionario nel corso del trimestre, sullo sfondo di un'ascesa dei rendimenti pari a oltre 100 punti base in due mesi dopo la pubblicazione in aprile e maggio di dati positivi sul mercato del lavoro USA. In Europa, dove le contrattazioni di strumenti a lunga scadenza sono calate, il mercato obbligazionario ha subito perdite molto più contenute rispetto ad analoghi episodi di rialzo dei rendimenti USA: in aprile e maggio, ad esempio, la crescita dei rendimenti è stata meno della metà di quella osservata negli Stati Uniti la scorsa estate.

Una seconda determinante dell'intensa attività nel segmento dei prodotti su tassi di interesse USA a lungo termine potrebbe risiedere nel fatto che i rendimenti a lunga sono divenuti relativamente più volatili di quelli a breve: fra il primo e il secondo trimestre 2004 il differenziale fra le volatilità implicite nelle swaption di tasso di interesse a breve emesse su tassi a uno e a 10 anni è infatti sceso dal 22 al 15%. L'espansione potrebbe infine riflettere anche il diverso comportamento degli operatori più attivi sul mercato dei derivati, e in particolare di quelli che investono in titoli assistiti da garanzia ipotecaria. In tale comparto investitori e dealer sembrano ora reagire ai crescenti rendimenti sia adeguando le proprie coperture sui mercati a pronti e a termine con maggiore frequenza rispetto al passato, sia intensificando il ricorso alle opzioni.

... potrebbe rispecchiare l'attività di copertura dei portafogli ipotecari

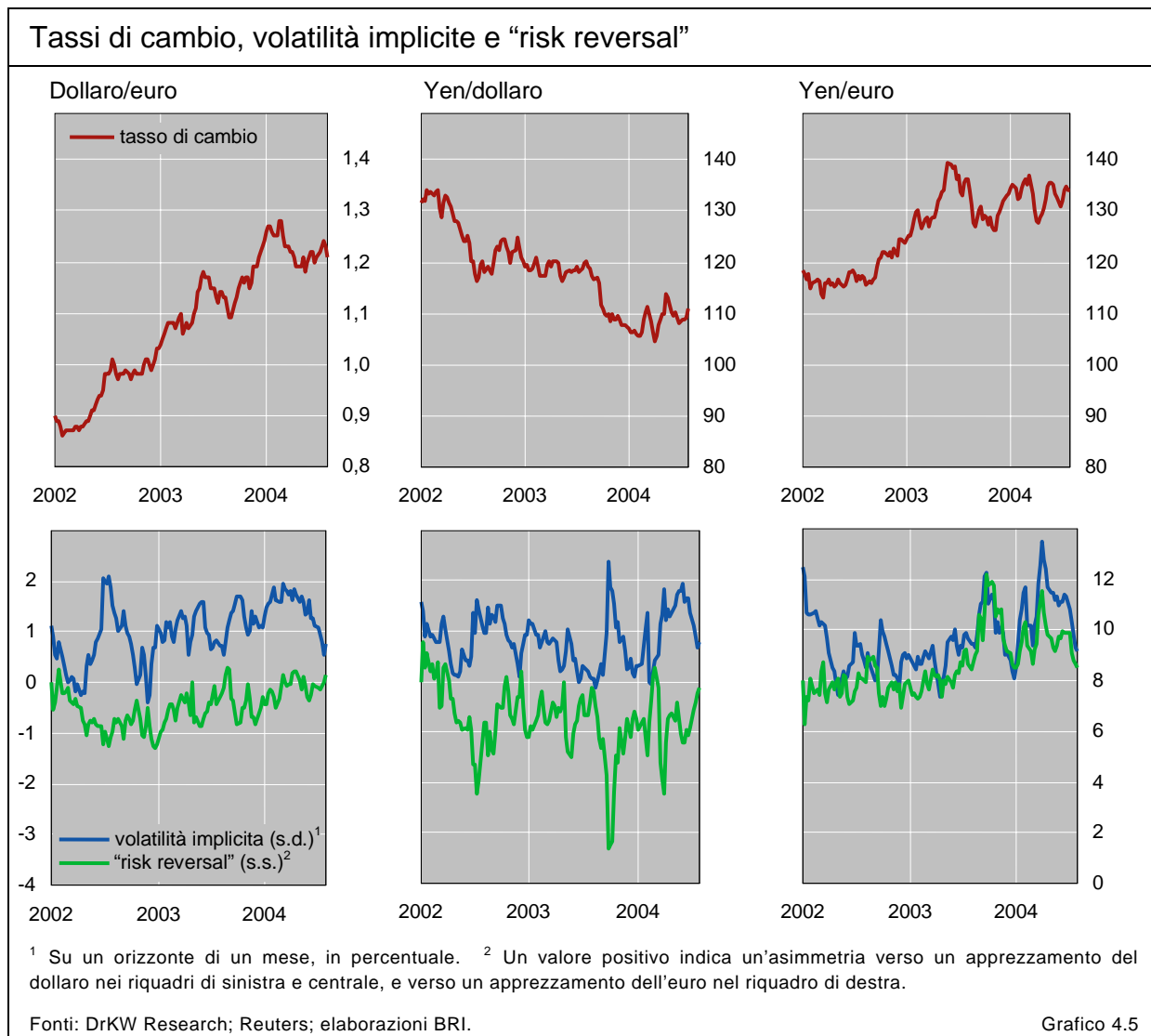
Nella regione Asia-Pacifico il turnover è aumentato del 5%. La maggior parte dell'incremento si è concentrata sul segmento a lungo termine (salito del 18%), mentre i contratti su tassi a breve hanno guadagnato appena l'1%. Tale andamento è interamente riconducibile al picco raggiunto dal mercato nipponico dopo l'emergere di più incisivi segnali sulla solidità del ciclo economico. Gli scambi di futures su tassi di interesse giapponesi hanno registrato un'impennata del 43% (60% nel segmento a breve e 29% in quello a lunga). Anche l'attività in opzioni su tassi giapponesi a lunga è aumentata, di quasi il 20%. A Singapore – l'altra principale piazza asiatica per i futures su tassi a breve che, assieme a quella nipponica, concorre al 97% dell'attività complessiva nel continente – le contrattazioni sono calate del 7,6%. In Australia e Nuova Zelanda il turnover è sceso del 13% nel secondo trimestre, dopo l'aumento del 37% del periodo precedente.

Rallentano i contratti su valute nonostante le forti oscillazioni dei cambi

Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è ammontato a \$1,5 trilioni nel secondo trimestre 2004, con un calo dell'8% rispetto al primo trimestre. La flessione è ascrivibile soprattutto all'Europa, dove futures e opzioni hanno perso rispettivamente il 50 e il 40%, mentre negli Stati Uniti l'attività nei due comparti è rallentata del 9 e 18%.

Calano gli scambi di strumenti su valute, soprattutto in Europa

Dopo la forte crescita del primo trimestre, soprattutto in marzo, nel periodo in esame le negoziazioni di contratti sulla coppia dollaro/euro e sulle altre principali valute si sono attestate su valori modesti. Le transazioni con contropartita in dollari e yen sono rimaste nel complesso invariate, mentre quelle su euro, sterline e dollari canadesi sono scese rispettivamente del 21, del 10 e 4%. A livello regionale gli scambi di contratti sul dollaro nelle borse statunitensi hanno continuato ad essere cospicui (con un incremento di quasi 17%); quelle in euro sono invece calate sia sulle piazze USA sia su quelle europee (rispettivamente del 20 e 64%). La flessione complessivamente osservata fra il primo e il secondo trimestre cela ampie oscillazioni mensili: il



calo è stato particolarmente accentuato in aprile (tra il 28 e il 38%) e minore in maggio (tra l'1 e il 20%), mentre l'attività è tornata a impennarsi in giugno (27-65%), per effetto forse del mutamento delle attese circa i differenziali di interesse indotto dalla pubblicazione di dati macroeconomici USA sorprendentemente positivi.

Il calo potrebbe rispecchiare l'invarianza delle volatilità implicite

Più che degli andamenti valutari, gli scambi sembrano avere risentito della relativa stabilità nel grado di incertezza del mercato, misurato dalle volatilità implicite. Nel secondo trimestre le oscillazioni del dollaro rispetto alle altre due principali valute sono state ancor più marcate che non nei tre mesi precedenti (grafico 4.5). I forti movimenti di mercato, specie se accompagnati da un'inversione di tendenza come quella intervenuta nella seconda parte degli ultimi due trimestri, provocano in genere un forte aumento del volume aggregato delle transazioni, come avvenuto nel primo trimestre. Durante il secondo, tuttavia, gli operatori potrebbero aver considerato le oscillazioni dei cambi e le elevate volatilità storiche alla stregua di effetti transitori dovuti al mutare dello scenario macroeconomico in seguito ai positivi indicatori USA di aprile e maggio. Questo spiegherebbe perché – nonostante l'alta volatilità storica generata dalle forti variazioni dei cambi – nel secondo trimestre le volatilità implicite siano rimaste alquanto stabili, se non addirittura calate, oscillando fra il 10 e il 12% su base annualizzata (grafico 4.5). Nel trimestre precedente, per converso, l'alto livello delle volatilità storiche si era associato a variazioni più ampie e persistenti nelle volatilità implicite.

Ristagna l'attività su indici azionari

Dopo quattro trimestri di crescita, nel periodo in esame le contrattazioni in strumenti su indici azionari hanno segnato il passo: il turnover complessivo è rimasto invariato sui livelli del trimestre precedente, attorno ai \$24 trilioni. Ciò nonostante, vi sono state notevoli differenze fra le principali aree geografiche. Mentre nella regione Asia-Pacifico l'attività – dominata dalle opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana introdotte nell'ottobre 1997 – è aumentata del 14% (a \$9 trilioni), nelle piazze americane ed europee essa ha subito un calo del 4 e 13% rispettivamente (a \$9 e 4,8 trilioni). In Europa la flessione si è distribuita in modo tutto sommato uniforme (11-14%) tra Germania, Regno Unito e Francia. Sui mercati francesi e tedeschi le opzioni sono diminuite in misura maggiore dei futures, mentre nel Regno Unito è accaduto il contrario.

Gli scambi crescono solo in Asia

La generale stabilità degli scambi di strumenti su indici azionari osservata nel secondo trimestre è probabilmente da ricondurre all'assenza di movimenti significativi nel mercato sottostante o al grado insolitamente basso di incertezza espresso dalla volatilità implicita nelle opzioni su indici. Di fatto, tanto negli Stati Uniti quanto nell'area dell'euro le volatilità implicite si sono attestate su valori prossimi ai minimi storici. A frenare l'attività potrebbero essere intervenute anche altre considerazioni di più ampio respiro: benché le imprese USA abbiano registrato utili positivi nel periodo sotto rassegna, i timori di un aumento del tasso sui federal fund sono andati crescendo, e ciò potrebbe aver compensato l'effetto favorevole dei profitti societari limitando l'assunzione di posizioni sui mercati derivati.

Basilea 2 – verso un nuovo linguaggio comune

Lo schema del Basilea 2 offre un nuovo linguaggio comune che migliora la comunicazione sui profili di rischio fra banche, organi di vigilanza e investitori.

Classificazione JEL: G180, G280.

Il 26 giugno 2004 i rappresentanti delle autorità di vigilanza e delle banche centrali che compongono il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria hanno pubblicato, con l'avallo dei Governatori delle banche centrali e dei capi delle autorità di vigilanza dei paesi del Gruppo dei Dieci, il documento "Basilea 2", ossia il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale per le banche. Mentre il precedente Accordo di Basilea sul Capitale del 1988 si focalizzava sull'ammontare di capitale a disposizione di una banca, il Basilea 2 pone l'accento sulla misurazione e sulla gestione dei rischi bancari fondamentali quali il rischio di credito, il rischio di mercato e il rischio operativo. Lo schema raffronta la perdita massima che una banca potrebbe subire nell'anno a venire con le risorse di capitale disponibili per assorbire tale perdita. Esso fornisce una metodologia per redigere un documento che raffronta il profilo di rischio con la corrispondente dotazione patrimoniale della banca.

Dall'introduzione dei moderni metodi contabili nel XV secolo abbiamo avuto a disposizione un linguaggio che consentiva unicamente di descrivere lo stato corrente delle cose come risultato cumulativo degli accadimenti passati. Negli anni novanta, tuttavia, abbiamo acquisito tecniche in grado di valutare le conseguenze di potenziali eventi futuri, in aggiunta ai fatti già accaduti. Il Basilea 2 ha trasformato queste nuove tecniche – le tecniche quantitative di misurazione del rischio – in uno standard che le istituzioni finanziarie possono utilizzare per stilare rendiconti attendibili e comparabili.

Tale trasformazione permetterà alle banche, agli organi di vigilanza e ai mercati di utilizzare un linguaggio comune per comunicare fra di loro in materia

¹ Segretario Generale, Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Le opinioni qui espresse sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista del Comitato o della Banca dei Regolamenti Internazionali. L'articolo si basa sulla presentazione effettuata alla riunione tenutasi a Singapore il 5 luglio 2004 sull'applicazione pratica del Basilea 2, copatrocinata dall'Istituto per la stabilità finanziaria della BRI e dall'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP). L'autore desidera ringraziare Frank Packer per l'assistenza fornita nel trasformare la suddetta presentazione in questo articolo.

di rischi. Essa rappresenta un'innovazione importante nell'ambito della vigilanza bancaria, ma potrebbe avere implicazioni di ancor più vasta portata. Per raggiungere questo traguardo il Comitato ha dovuto però sormontare numerose difficoltà pratiche, alcune delle quali sono descritte qui di seguito.

I vantaggi di un linguaggio comune

Grazie allo schema comune fornito dal Basilea 2, tutti i soggetti interessati al profilo di rischio delle banche possono ora comunicare fra loro senza dover preliminarmente confermare una moltitudine di assunti e convertire i valori in funzione delle diverse ipotesi sottostanti. Il nuovo linguaggio comune faciliterà il dialogo fra gli organi di vigilanza, nonché tra questi e le banche. Esso migliorerà inoltre la comunicazione fra le banche e i mercati. Fatto forse ancora più importante, incoraggerà tutti a pensare e a comportarsi in modo più lungimirante.

Viene talora affermato che una ricognizione precoce dei cambiamenti nella qualità del portafoglio prestiti, e quindi un cambiamento nella propensione delle banche a erogare credito, potrebbero esasperare le oscillazioni del ciclo economico. Tuttavia, se impiegato opportunamente per premunirsi con congruo anticipo contro possibili difficoltà future, il Basilea 2 può agire nel senso di attenuare, anziché amplificare, le fluttuazioni cicliche nella disponibilità delle banche a finanziare i mutuatari sani.

Ai termini del Basilea 1, un deterioramento nella qualità creditizia del portafoglio di una banca durante una flessione congiunturale trova riflesso nel coefficiente patrimoniale soltanto all'ultimo momento, quando il deterioramento è rilevato contabilmente. A quel punto, le banche spesso non hanno altro modo di migliorare il proprio indice di capitalizzazione se non quello di cessare l'erogazione di nuovi crediti, il che può ulteriormente acuire la recessione.

Per contro, il Basilea 2 prevede che il deterioramento si ripercuota sul coefficiente patrimoniale a uno stadio ben più precoce, cosicché non dovrebbe intervenire alcuna diminuzione del coefficiente stesso nel momento in cui il deterioramento è contabilizzato come perdita.

Inoltre, anche quando i requisiti minimi diventano un vincolo stringente, l'incentivo a ridurre le esposizioni verso i mutuatari di buona qualità è assai minore che nel quadro del precedente Accordo, poiché ciò non migliorerebbe di molto il coefficiente patrimoniale. Il modo più efficace per diminuire il fabbisogno di patrimonio prudenziale secondo le regole del Basilea 2 consiste nel ristrutturare, cedere o recuperare tempestivamente i crediti verso i debitori già in difficoltà, un comportamento questo che può favorire la ripresa dell'economia.

Il nuovo linguaggio comune non è soltanto vantaggioso in quanto fornisce segnali premonitori alle banche e alle autorità di vigilanza. Esso è parimenti utile agli investitori, alle controparti e agli altri operatori del mercato. Ad esempio, per gli investitori è importante conoscere non soltanto l'entità dell'attivo e del passivo di una banca, ma anche in che misura l'attivo è costituito da disponibilità liquide a rischio nullo, ovvero da titoli altamente rischiosi. La metodologia prevista dal nuovo schema permette di quantificare

La questione della
procciclicità

Vantaggi per gli
operatori del
mercato

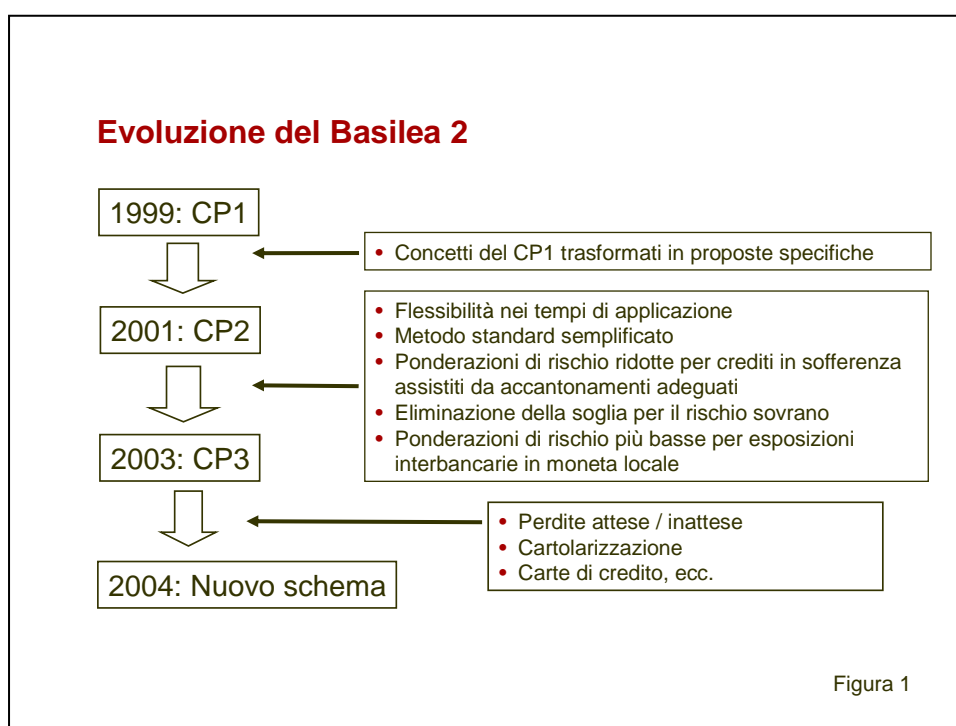
queste particolarità e di fornire informazioni sintetiche sul profilo di rischio dell'istituzione. Il Basilea 2 funge così da complemento degli standard contabili nel soddisfare le esigenze di investitori e mercati divenuti sempre attenti al rischio. Un linguaggio comune funzionale a una comunicazione efficace e alla standardizzazione dell'informativa sul rischio contribuirà in modo sostanziale all'esercizio della disciplina di mercato, uno dei fattori chiave dell'efficienza economica.

Le sfide poste dal trasformare la teoria in un linguaggio comune

Un processo durato sei anni

Il processo che ha portato al Basilea 2 è durato molti anni: le discussioni presero avvio agli inizi del 1998 e il primo documento a fini di consultazione (CP1) venne pubblicato quasi cinque anni orsono (figura 1). Durante questo periodo i responsabili della vigilanza, gli esponenti bancari e gli accademici di tutto il mondo hanno fornito un inestimabile contributo sotto forma di commenti, dati e analisi. Le numerose modifiche, specie quelle introdotte fra il secondo e il terzo documento consultivo (CP2 e CP3), sono il riflesso dell'intenso scambio tra il Comitato e le autorità di paesi esterni al G-10. In particolare, molte di queste autorità ritenevano necessario che il nuovo schema non fosse concepito soltanto per i sistemi bancari e i mercati più avanzati, ma si potesse adattare a realtà con infrastrutture finanziarie diverse.

Nel corso degli anni si sono resi necessari anche molti cambiamenti per tradurre i sofisticati concetti di misurazione del rischio in standard esaurienti e concretamente applicabili. Questo compito si è dimostrato assai più impegnativo del previsto. Le prassi ottimali del settore sono ben consolidate in talune aree, mentre stanno ancora evolvendo in altre. Inoltre, le informazioni a disposizione delle banche per valutare in modo accurato le proprie esposizioni



al rischio sono attualmente limitate e differiscono a seconda del tipo di attività considerato. Per queste ed altre ragioni, in alcuni casi lo schema generale ha dovuto essere adeguato alle caratteristiche di portafogli specifici. Anche gli approcci concettuali elaborati per cogliere eventuali variazioni dei valori economici hanno dovuto essere aggiustati, dato che lo schema di adeguatezza patrimoniale si basa in pratica su dati contabili in gran parte riferiti al valore di costo. Il Comitato ha cercato di predisporre standard sì coerenti da un punto di vista teorico, ma soprattutto atti a massimizzare nella pratica l'affidabilità dei risultati, data la limitatezza dei dati disponibili.

Il Comitato di Basilea si è in particolare adoperato per trasformare il concetto semplice di "value-at-risk" (VaR) in standard esaustivi applicabili a ogni tipo di esposizione, in contesti differenti e con informazioni limitate. Di fatto, il VaR determinato per un periodo di un anno a un livello di confidenza del 99,9% può assumere significati ben diversi a seconda delle ipotesi e della natura degli input utilizzati. Se non si fosse prestata un'assidua attenzione alle complicazioni di ordine pratico, non sarebbe stato possibile elaborare uno standard attuabile che servisse da codice comune per produrre informazioni verificabili e comparabili fra le varie istituzioni.

Relatività del
concetto di VaR

Le difficoltà incontrate nel corso di tale processo di trasformazione sono illustrate nelle sezioni seguenti mediante tre esempi di modifiche recentemente introdotte nello schema del Basilea 2 in merito a perdite attese e inattese, esposizioni risultanti da cartolarizzazione ed esposizioni a fronte di carte di credito. Sono queste le ultime questioni che il Comitato è stato chiamato ad affrontare dopo la riunione dell'ottobre 2003, e la cui risoluzione ha aperto la via alla pubblicazione del nuovo schema nel giugno 2004.

Perdite attese e perdite inattese – raccordo fra le metodologie regolamentari e contabili

Il Comitato ha avuto come compito quello di mettere a punto un nuovo linguaggio comune per la redazione dell'informativa sui profili di rischio e sulle corrispondenti risorse patrimoniali. Si è trattato di un incarico particolarmente impegnativo dal momento che tale informativa deve fondarsi sulle scritturazioni contabili, al momento redatte in base a criteri differenti a seconda dei paesi. Ciò che è ancor più fondamentale, il Comitato ha dovuto inoltre raccordare parametri di misurazione del rischio quali "perdite attese" e "perdite inattese" con concetti contabili standard come "accantonamento" e "perdita di valore" ("impairment")².

Perdite attese e
perdite inattese

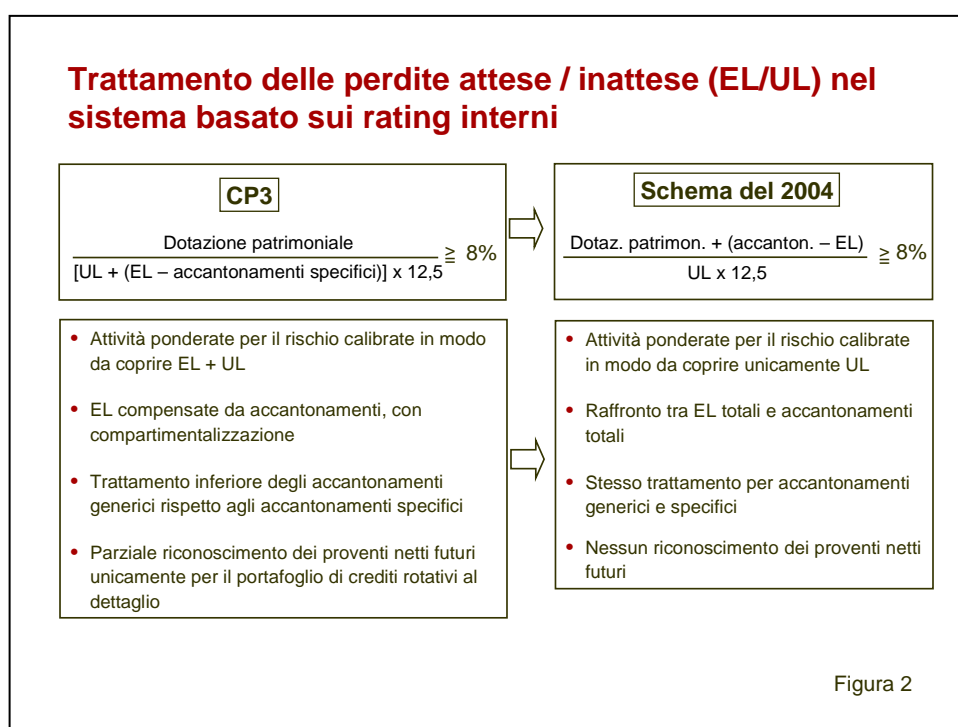
A titolo illustrativo, si supponga che una banca abbia un portafoglio di \$1 miliardo costituito da crediti verso imprese. Per semplicità si supponga inoltre che essa possa recuperare soltanto il 50% dell'importo dovuto a fronte di ogni credito in sofferenza. Se la banca prevede che l'1% dei crediti risulterà in sofferenza nell'anno successivo, la "perdita attesa" per il portafoglio in questione è quindi di \$5 milioni ($\$1 \text{ miliardo} \times 1\% \times 50\%$).

² Borio e Lowe (2001) analizzano le questioni e le opzioni relative alle politiche di accantonamento e la loro interazione con gli standard di adeguatezza patrimoniale.

In caso di deterioramento della situazione economica nel corso dell'anno il numero di sofferenze potrebbe tuttavia risultare superiore al previsto. Se la banca giudica che nella stragrande maggioranza (ad esempio nel 99,9%) dei casi il tasso di insolvenza non eccederà il 10%, allora la perdita massima contro la quale essa deve premunirsi è di \$50 milioni. La differenza fra perdita massima e perdita attesa è la "perdita inattesa", che in questo esempio ammonta a \$45 milioni.

Molti gestori del rischio e supervisor adottano il principio di costituire accantonamenti (riserve) pari alle perdite attese (\$5 milioni nel nostro caso) e di detenere risorse patrimoniali sufficienti a coprire le perdite inattese (\$45 milioni). Nella pratica, tuttavia, le modalità di accantonamento differiscono da banca a banca e da giurisdizione a giurisdizione, a causa della diversità dei principi contabili e di altri fattori, come il regime fiscale. Alcune istituzioni creano accantonamenti per importi ben maggiori delle perdite attese, altre in misura molto inferiore.

Il Comitato ha pertanto dovuto risolvere il difficile problema di definire un'unica serie di standard che soddisfacesse varie esigenze pratiche. I nuovi requisiti patrimoniali avrebbero infatti dovuto: 1) assicurare che le banche siano in grado di far fronte sia alle perdite attese che a quelle inattese; 2) non disincentivare una politica di accantonamento prudente; 3) preservare la parità di condizioni concorrenziali fra le banche facenti uso di politiche di accantonamento differenti; 4) rispettare il più possibile le prassi di gestione del rischio prevalenti nel settore, così da evitare discordanze fra i controlli interni e le prescrizioni di vigilanza; 5) basarsi per quanto possibile sulle scritturazioni contabili, al fine di mantenere entro livelli ragionevoli gli oneri di predisposizione e di verifica.



La soluzione pratica proposta nel CP3 prevedeva che i requisiti patrimoniali coprissero sia le perdite attese sia le perdite inattese (\$50 milioni nel caso suddetto), fissando regole complesse per determinare in quale misura gli accantonamenti potevano ridurre i requisiti a fronte delle perdite attese. La proposta si discostava però sensibilmente dalle pratiche prevalenti nel settore e comportava inoltre varie distorsioni, come indicato nella parte sinistra della figura 2. Buona parte delle oltre 200 lettere di commento pervenute al Comitato faceva riferimento a questo problema.

Una prima proposta
desta critiche

Molte delle riserve espresse sono state recepite nello schema del 2004. Come mostra la parte destra della figura 2, il denominatore del coefficiente patrimoniale è ora commisurato unicamente alle perdite inattese (\$45 milioni nell'esempio). La differenza fra accantonamenti e perdite attese viene considerata nel numeratore (in totale assenza di accantonamenti, vengono quindi dedotti dal patrimonio \$5 milioni). Pertanto, lo schema del 2004 fornisce una soluzione più semplice e maggiormente in linea con le prassi già in uso.

Adeguamento dello
schema alle prassi
del settore

Cartolarizzazione – scelta di input affidabili stante la limitatezza delle informazioni

Una seconda sfida cui il Comitato ha dovuto far fronte consisteva nell'assicurare che gli utilizzatori del linguaggio del rischio potessero organizzare le informazioni disponibili in una rappresentazione coerente delle esposizioni. Tale compito risulta relativamente facile allorché si dispone di tutte le informazioni necessarie, ma ciò spesso non avviene. Un problema particolare era posto dalla cartolarizzazione, in cui diverse banche intervengono a vario titolo – banca cedente, banca investitrice, ecc. – e dispongono quindi di informazioni diverse.

Si supponga che la banca summenzionata (Banca A) decida di cartolarizzare il suo portafoglio prestiti di \$1 miliardo. Essa trasferisce il portafoglio a una società per la cartolarizzazione, impegnandosi però a coprire i primi \$10 milioni di perdite sul portafoglio ceduto. Una Banca B conviene di assumersi le perdite eccedenti quelle coperte dalla Banca A fino a un massimo di \$40 milioni, e una terza banca, la Banca C, accetta di accollarsi tutte le perdite residue. Si supponga infine che venga richiesto a un'agenzia di rating di valutare l'esposizione della Banca C e che questa riceva il punteggio di AA-, mentre le esposizioni detenute dalle Banche A e B rimangono prive di rating.

Il portafoglio originario risulta ora scomposto in varie esposizioni caratterizzate da diversi gradi di rischio. Inoltre, le informazioni disponibili differiscono da una banca all'altra. La Banca A, all'origine dell'operazione, dovrebbe essere in grado di raccogliere informazioni sulla qualità creditizia del pool cartolarizzato, mentre ciò può non valere per le altre due banche. D'altra parte, la Banca C continuerà ad acquisire informazioni sulla rischiosità della propria esposizione dall'agenzia di rating esterna, ma ancora una volta altrettanto non può dirsi per le Banche A e B. In quale modo possono allora misurarsi ed esprimersi i rischi incorsi dalle tre istituzioni?

Cartolarizzazione: input e metodologie

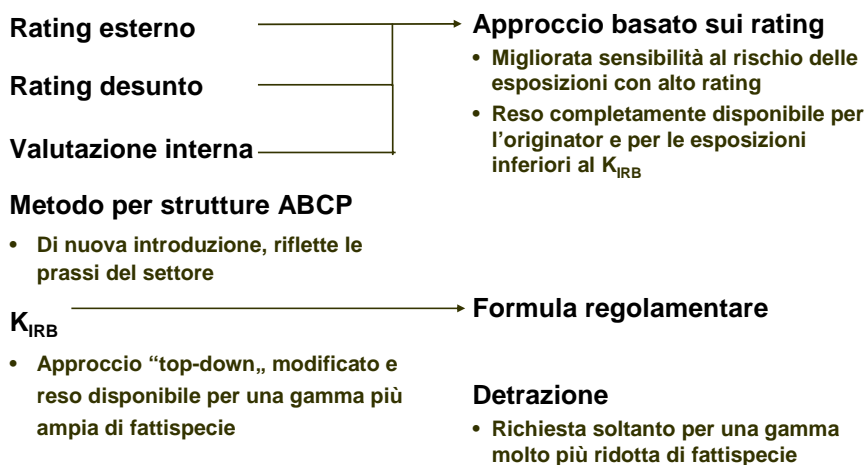


Figura 3

Gli input sono fondamentali

In sede di CP3 si era già cercato di utilizzare tutte le informazioni disponibili, purché affidabili. La Banca A parte dal dato sull'ammontare totale di rischio creditizio per l'intero portafoglio cartolarizzato (cosiddetto K_{IRB} , pari a \$50 milioni nel nostro caso). Impiegando la formula regolamentare prevista dal Basilea 2, la Banca A valuta in che modo il rischio totale del portafoglio si ripartisce fra le tre istituzioni, determinando così la propria quota. La Banca C si basa sul rating (AA-) e utilizza il diagramma fornito dal Basilea 2 che determina la corrispondenza fra rating esterno e requisito patrimoniale (approccio basato sui rating). Se non è disponibile alcuna informazione, il requisito patrimoniale è posto pari all'ammontare della tranche. Pertanto, la Banca B dovrebbe dedurre dal capitale \$40 milioni nel calcolo del proprio requisito patrimoniale (figura 3).

Le più recenti iniziative del Comitato per migliorare il metodo applicato alla cartolarizzazione hanno soprattutto mirato a ridurre la frequenza dei casi in cui non risulta disponibile nessuno dei due tipi di informazioni. In risposta ai commenti ricevuti sul CP3, il Comitato ha deciso di riconoscere anche prassi del settore diverse dai due approcci sopra citati. In primo luogo, alle banche è stato consentito, in determinate circostanze, di valutare internamente la qualità creditizia dell'esposizione e di tradurre la propria valutazione in rating esterni equivalenti (metodo della valutazione interna per le esposizioni verso gli emittenti di commercial paper garantita da attività patrimoniali). In secondo luogo, è stato deciso di ampliare il numero dei casi in cui una banca può stimare il K_{IRB} in base a dati medi di portafoglio, anziché sulle informazioni concernenti le singole attività contenute nel pool cartolarizzato (metodo "top-down").

Il Comitato ha poi razionalizzato la specificazione del metodo da impiegare quando sono disponibili diversi tipi di informazioni. Il trattamento

previsto dal CP3 differiva a seconda che la banca si configurasse come cedente o investitrice e a seconda che l'esposizione fosse inferiore o superiore al K_{IRB} . Lo schema del 2004 semplifica notevolmente la struttura: se è disponibile un rating esterno (Banca C), si ricorre a quest'ultimo; in mancanza di rating (Banche A e B), sono utilizzate altre informazioni.

Nel decidere le predette modifiche dello schema per il trattamento delle esposizioni cartolarizzate il Comitato ha dovuto valutare e comparare disponibilità, rilevanza e attendibilità dei dati. Si è trattato di un processo non facile. Nondimeno, dopo numerose sperimentazioni, attraverso il maggiore allineamento della metodologia prescritta con la prassi del settore, il Comitato ha ridotto la complessità dello schema e consentito al tempo stesso un migliore uso delle informazioni disponibili.

Soluzioni più
semplici

Esposizioni a fronte di carte di credito – come cogliere le caratteristiche tipiche di un particolare portafoglio

Una terza sfida che il Comitato ha dovuto affrontare consisteva nel far sì che il linguaggio del rischio disponesse di un vocabolario adeguato per descrivere le particolarità di importanti linee operative. Le esposizioni per carte di credito, ad esempio, presentano varie caratteristiche peculiari. Tuttavia, i commenti sul CP3 indicavano che le proposte non fornivano i termini giusti per cogliere e misurare in modo appropriato il rischio connesso con tali esposizioni.

Si supponga ora che la Banca A abbia cartolarizzato, anziché un portafoglio di prestiti a imprese, un grande numero di esposizioni a fronte di carte di credito. Se la probabilità attesa di insolvenza e il tasso medio di recupero sulle sofferenze sono uguali a quelli del portafoglio prestiti, anche l'ammontare delle perdite attese risulterà uguale. Nonostante questa similitudine, tuttavia, è emerso che non sarebbe stato appropriato applicare il medesimo schema per il calcolo del requisito patrimoniale.

Una caratteristica distintiva delle esposizioni per carte di credito è il fatto che esse – a differenza dei prestiti alle imprese, la cui qualità tende a deteriorarsi soprattutto nelle fasi di recessione – sono soggette a insolvenze causate da svariati fattori personali, spesso indipendenti dagli andamenti generali dell'economia. Tali fattori individuali si manifestano senza regolarità, ma la numerosissima clientela livella il loro effetto su scala aggregata, per cui il numero di insolvenze può non variare di molto da un anno all'altro. Ciò implica che il rapporto fra perdite inattese e perdite attese possa essere molto più basso che nel caso del portafoglio di prestiti a imprese.

Caratteristiche
distintive ...

Benché il CP3 incorporasse già queste caratteristiche, recenti studi empirici hanno fornito nuovi elementi conoscitivi. Ad esempio, il Comitato ha rilevato che, rispetto a quanto ipotizzato nel CP3, i suddetti fattori individuali hanno un'importanza maggiore nello spiegare le insolvenze nei gruppi di clienti a basso rischio e ha quindi ridotto la stima delle perdite inattese per le esposizioni verso questa categoria di affidati.

Un altro aspetto caratteristico di un portafoglio di carte di credito è il fatto che il titolare utilizza la linea più volte nel corso di un mese ed effettua il rimborso mensilmente, con la conseguenza che il saldo in essere può fluttuare

considerevolmente nel tempo. Nella cartolarizzazione di un tale portafoglio una banca (nel nostro esempio la Banca A) spesso si impegna ad aggiungere nuove esposizioni quando il pool di crediti scende al disotto di un certo limite, nonché a iscrivere nel proprio bilancio i nuovi utilizzi quando viceversa il pool supera tale limite. Pertanto, gli elementi costitutivi del portafoglio cartolarizzato subiscono una rotazione continua. Al fine di garantire agli investitori (le Banche B e C) la qualità del pool di crediti, di norma la banca cedente stipula che la società di cartolarizzazione rimborsi le banche investitrici prima della scadenza contrattuale qualora la qualità del portafoglio si porti al disotto di una soglia predefinita. Tale struttura di “cartolarizzazione rotativa con clausola di rimborso anticipato” influisce sulla ripartizione del rischio fra le Banche A, B e C.

... e soluzioni ad hoc

Mentre nel CP3 si presumeva che il rischio relativo alle linee cartolarizzate non utilizzate rimanesse integralmente a carico della Banca A, lo schema del 2004 ripartisce tale rischio fra il bilancio della Banca A e il portafoglio cartolarizzato, in linea con il comportamento della struttura di cartolarizzazione “rotativa”. Inoltre lo schema è stato affinato per rispecchiare in modo più adeguato il rischio al quale può essere esposta la banca cedente in caso di rimborso anticipato.

Conclusioni

Il processo di revisione sfociato nel nuovo schema del 2004 ha comportato molti momenti difficili. Esso ha richiesto più tempo di quanto inizialmente previsto, data la necessità di conciliare legittime disparità di vedute. Dopo la pubblicazione del nuovo schema, le domande ricorrenti sono state: “perché il processo è stato così difficoltoso?” e “come è stato possibile portarlo a termine positivamente?”. Queste due domande hanno un’unica risposta: si trattava del primo tentativo di creare un linguaggio comune sui rischi. E proprio per questo motivo il Comitato ha dovuto affrontare nel corso delle consultazioni molte sfide impreviste. Al tempo stesso, però, poiché tutti i partecipanti erano consapevoli del valore di un tale linguaggio comune, essi sono stati pronti a compiere gli sforzi necessari per trovare una soluzione a queste sfide.

Riferimenti bibliografici

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2003): *Comunicato stampa: Basel II: significant progress on major issues*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, 11 ottobre.

——— (2004a): *Comunicato stampa: Continued progress toward Basel II*, 15 gennaio.

——— (2004b): *Changes to the securitisation framework*, 30 gennaio.

——— (2004c): *Modifications to the capital treatment for expected and unexpected credit losses in the New Basel Accord*, 30 gennaio.

——— (2004d): *Comunicato stampa: Consensus achieved on Basel II proposals*, 11 maggio.

——— (2004e): *International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework*, 26 giugno.

Borio, C. e P. Lowe (2001): “La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti”, *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.

Himino, R. (2000): “The roles of banks, supervisors, and the market in balancing sensitivity and stability”, in J. Bisignano, W. Hunter, G. Kaufman e Federal Reserve Bank of Chicago (eds), *Global financial crises: lessons from recent events*, Kluwer Academic Publishers, Boston.

Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale¹

Le obbligazioni asiatiche in moneta locale offrono opportunità di diversificazione dei portafogli globali di titoli di debito.

Classificazione JEL: E440, G150, H630, O160.

Nel saggio monografico pubblicato dagli autori nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2004 le obbligazioni asiatiche in moneta locale venivano presentate come una classe di attività potenzialmente importante, caratterizzata da una considerevole capitalizzazione, ma da un profilo variabile della liquidità. Lo studio riscontrava che i mercati più ampi con emissioni di taglio elevato beneficiavano di maggiori volumi operativi e di differenziali denaro-lettera più ristretti. A parità di dimensioni, la concentrazione dei portafogli tra gli investitori deprimeva la liquidità. Una più ampia base di investitori avrebbe quindi migliorato la liquidità, in particolar modo nei periodi di tensione (Jiang e McCauley, 2004).

Nell'ottica di un investitore estero la recente performance dei mercati di questi strumenti potrebbe apparire interessante. Nel periodo gennaio 2001–marzo 2004 metà delle obbligazioni asiatiche in moneta locale ha reso su base non coperta più dei titoli del Tesoro USA con durata media finanziaria analoga. Il presente studio esamina in che modo tali obbligazioni possono trovare una collocazione all'interno dei portafogli globali.

I mercati asiatici dei titoli pubblici in moneta locale offrono opportunità di diversificazione poiché il comovimento tra i loro rendimenti effettivi e quelli dei Treasuries equiparabili è soltanto modesto. In particolare, la loro correlazione con i titoli del Tesoro USA è per lo più inferiore a quella delle obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro o dell'Australia. Se come misura del rischio delle obbligazioni asiatiche si assume unicamente la volatilità dei rendimenti, rispetto ai titoli USA esse presenterebbero un trade-off favorevole fra rischio e rendimento solo all'interno di un portafoglio. Qualora invece il rischio sia misurato in termini di comovimento con il mercato obbligazionario USA, la

¹ Le opinioni espresse dagli autori in questo articolo non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

quasi totalità dei mercati obbligazionari asiatici evidenzia un trade-off molto favorevole.

I margini di diversificazione risultano maggiori per le obbligazioni a più basso rating e per i mercati interni meno globalizzati. Le correlazioni sono in particolare inferiori per i titoli di qualità non bancaria denominati in moneta locale. Esse tendono inoltre a diminuire nei mercati con una più limitata presenza di banche internazionali.

La diversificazione si rivela talora inadeguata proprio quando è più necessaria, come durante le fasi di mercati al ribasso. Le ondate di vendite a metà 2003 e nel secondo trimestre 2004 hanno costituito un banco di prova per le opportunità di diversificazione emerse dall'analisi qui condotta su un ristretto campione temporale. La conclusione cui si perviene è che il rifugio offerto dalle obbligazioni locali asiatiche in quelle circostanze è stato minore di quanto ci si potesse attendere.

Comovimento dei rendimenti effettivi e nominali

Qual è la relazione intercorrente fra i rendimenti effettivi delle obbligazioni asiatiche in moneta locale e quelli delle obbligazioni globali? Per rispondere al quesito si esamina il comovimento tra i rendimenti effettivi dei titoli asiatici locali e dei Treasuries, in termini di dollari USA su base non coperta e di valuta locale (tabella 1). Gli aspetti di correlazione e variabilità dei rendimenti effettivi su base coperta o non coperta assumono particolare rilevanza per i gestori di

Il comovimento è misurato ...

Obbligazioni pubbliche benchmark e indici di rendimento				
	Obbligazioni benchmark	Analisi dei rendimenti in dollari		
		Duration indice HSBC (anni)	Indice Treasuries	Duration indice Treasuries (anni)
Cina (CN)	2011	5,6	USGATR (> 1 anno)	6,1
Corea (KR)	3 anni	2,4	US17TR (1-7 anni)	2,7
Filippine (PH)	3 anni	2,8	US17TR (1-7 anni)	2,7
Hong Kong SAR (HK)	5 anni	2,7	US17TR (1-7 anni)	2,7
India (IN)	10 anni	5,4	USGATR (> 1 anno)	6,1
Indonesia (ID)	7 anni	...	.	.
Malaysia (MY)	10 anni	3,4	US10TR (1-10 anni)	3,7
Singapore (SG)	10 anni	4,6	US30TR (3-10 anni)	4,6
Taiwan, Cina (TW)	10 anni	8,9	US3OVERTR (3+ anni)	7,9
Thailandia (TH)	10 anni	4,6	US30TR (3-10 anni)	4,6
Indice obbligazioni asiatiche locali	.	3,7	US10TR (1-10 anni)	3,7
<i>Per memoria:</i>				
<i>Australia (AU)</i>	<i>10 anni</i>	<i>4,4 (> 1 anno)</i>	<i>US30TR (3-10 anni)</i>	<i>4,6</i>
<i>area dell'euro (XM)</i>	<i>10 anni</i>	<i>5,5 (> 1 anno)</i>	<i>USGATR (> 1 anno)</i>	<i>6,1</i>
<i>Giappone (JP)</i>	<i>10 anni</i>	<i>5,5 (> 1 anno)</i>	<i>USGATR (> 1 anno)</i>	<i>6,1</i>
Nota: gli indici per l'Australia, la Germania, il Giappone e gli Stati Uniti sono costruiti dalla European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS). L'analisi è basata sui valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia, nel periodo 1° gennaio 2001-5 marzo 2004; per Cina e Filippine le analisi dei benchmark iniziano nell'ottobre 2001, per l'Indonesia nel gennaio 2003.				
Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.				

Tabella 1

portafogli la cui principale componente singola è rappresentata da obbligazioni in dollari USA. In questo studio vengono analizzati direttamente i rendimenti effettivi su base non coperta, considerando quelli in valuta interna come proxy dei rendimenti su base coperta, dati i differenziali di tasso generalmente ristretti². Per meglio comprendere la relazione tra i rendimenti effettivi analizziamo anche il comovimento dei rendimenti nominali e, in particolare, la misura in cui le variazioni dei tassi sui titoli del Tesoro USA si trasmettono a quelli delle obbligazioni benchmark in moneta locale³. Da questa analisi si ricavano indicazioni empiriche del tipo: “un rialzo di 10 punti base dei rendimenti dei Treasuries si associa a un aumento di 5 punti dei rendimenti sui titoli pubblici di Singapore”.

... tenendo conto
delle differenti zone
orarie ...

L'aspetto temporale va considerato con attenzione. I prezzi di chiusura dei titoli del Tesoro USA precedono o seguono quelli delle obbligazioni asiatiche di circa 12 ore. Di conseguenza, un'analisi basata sui dati giornalieri introdurrebbe inevitabilmente nei movimenti dell'uno o dell'altro mercato la variabilità derivante da mezza giornata di notizie e posizionamenti. L'effetto di osservazioni non simultanee di questo tipo è quello di distorcere verso il basso le correlazioni e i beta stimati. Per mitigare l'effetto giornaliero, nonché quello dei differenti livelli di liquidità, sono qui impiegati dati settimanali.

... e della
duration ...

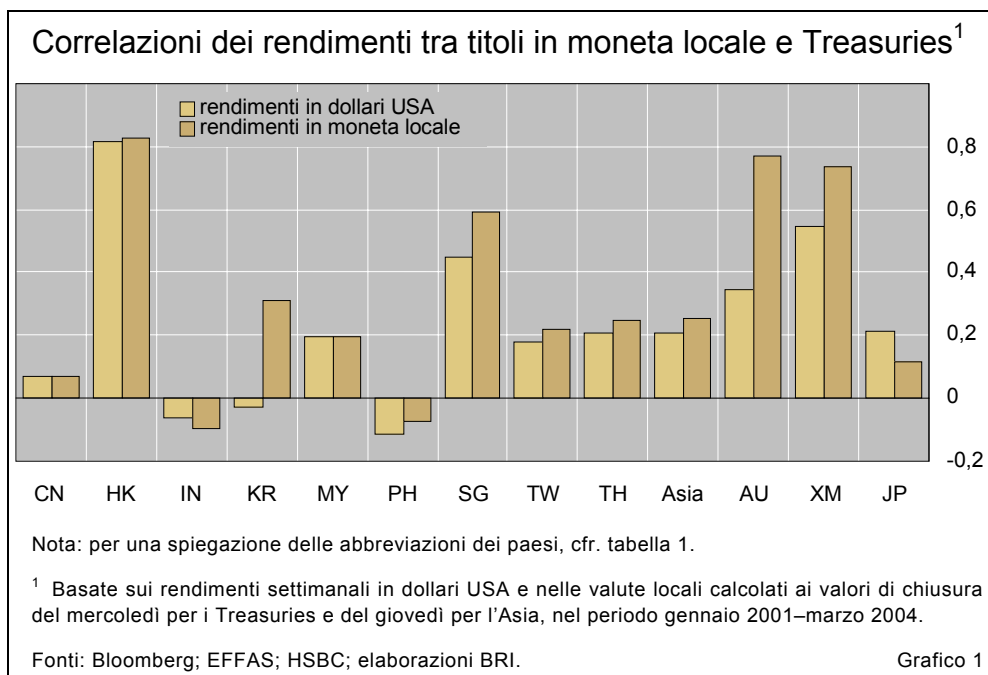
Anche il fattore *duration* va trattato con la dovuta cautela. In Corea e nelle Filippine i titoli di riferimento sono le obbligazioni pubbliche triennali, a Hong Kong SAR quelle quinquennali, mentre in Cina e Indonesia appaiono più rappresentative le emissioni settennali. In altri mercati asiatici lo standard internazionale dei titoli decennali rappresenta un benchmark soddisfacente. Parimenti variabile è la durata media finanziaria degli aggregati di mercato costruiti da HSBC, che sono stati perciò comparati con indici dei titoli del Tesoro USA con duration diversa.

... per valutare
l'influsso dei fattori
globali e di quelli
interni

La covarianza tra rendimenti in moneta locale e in dollari USA rispecchia l'influenza relativa dei fattori globali e di quelli puramente interni. Una maggiore integrazione economica e finanziaria tende a produrre correlazioni più elevate che possono anche aumentare in fasi di tensione dei mercati. Tuttavia i prezzi delle obbligazioni locali sono anche influenzati da fattori macroeconomici meramente endogeni, come quelli che agiscono sulla domanda interna. Su tali prezzi possono parimenti influire le condizioni dei mercati finanziari locali, ad esempio la riallocazione di fondi delle famiglie fra istituzioni finanziarie con

² I costi di copertura sono tanto maggiori quanto più alti sono i tassi di interesse a breve sulla moneta locale rispetto a quella di base e quanto più ampi i differenziali denaro-lettera per i contratti a termine. Pertanto, i rendimenti effettivi in valuta locale differiscono da quelli su base coperta soprattutto per le valute a più alto rendimento, come la rupia indonesiana e il peso filippino.

³ I test di causalità di Granger mostrano che le variazioni nei rendimenti dei Treasuries precedono generalmente quelle dei rendimenti sulle obbligazioni asiatiche, e non viceversa. Un test di Granger stima in che misura il valore corrente di y sia attribuibile ai suoi valori pregressi e se la considerazione di valori differiti di x fornisca maggiori spiegazioni. In base a tale procedimento, risulta che la y è determinata dalla x se quest'ultima ha valore predittivo per la y .



diversa propensione a detenere obbligazioni o le politiche di gestione del debito pubblico. Quanto più intenso sarà l'influsso di fattori puramente interni tanto minori risulteranno le correlazioni internazionali, e tanto maggiori i potenziali benefici della diversificazione.

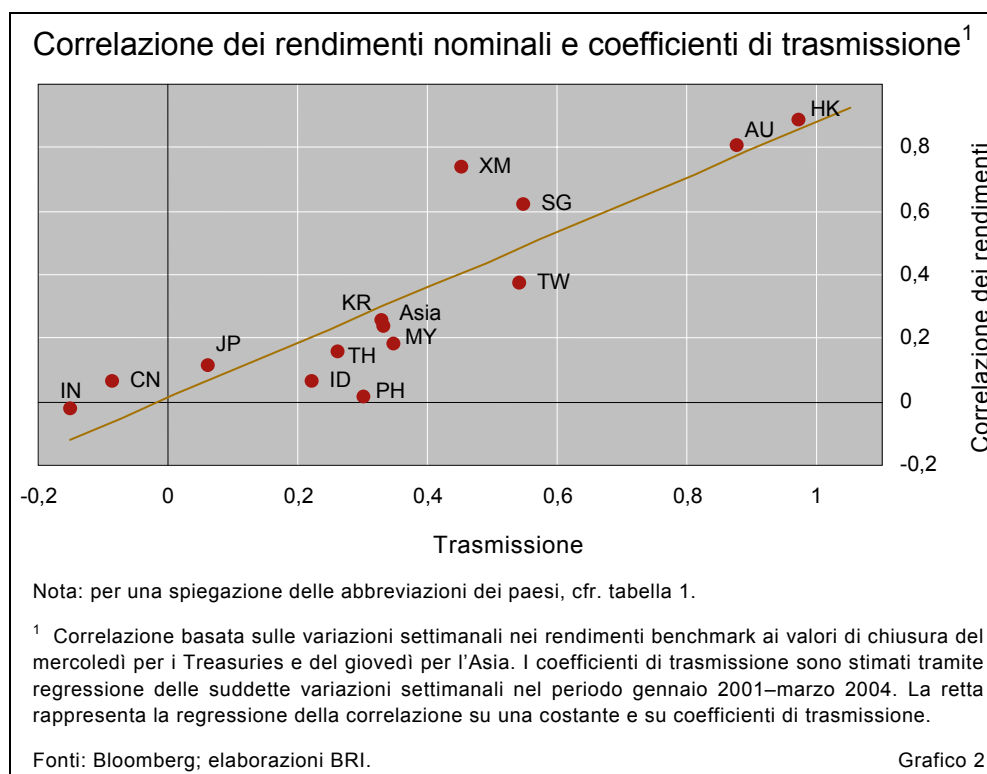
I rendimenti in dollari delle obbligazioni in moneta locale sono scarsamente collegati a quelli dei titoli del Tesoro USA (grafico 1). La loro correlazione media è bassa (circa 0,2), analogamente a quella dei titoli di Stato giapponesi. Ciò contrasta con una correlazione stimata di oltre 0,5 per le obbligazioni pubbliche dell'area dell'euro. Solo nel caso di Hong Kong e, in minor misura, di Singapore l'indice può considerarsi elevato, mentre risulta addirittura negativo per Corea, Filippine e India.

Le correlazioni con i rendimenti dei titoli del Tesoro USA risultano generalmente più elevate in termini di valuta locale, specie in Corea. Ciò lascia supporre che le variazioni di cambio introducano interferenze aggiuntive. Nondimeno, il contrasto fra la bassa correlazione dei rendimenti asiatici e quella dei titoli dell'area dell'euro risulta ancor più marcata in termini di valuta locale che non di dollari USA. Queste osservazioni fanno ritenere che le obbligazioni asiatiche in moneta locale possano offrire considerevoli opportunità di diversificazione⁴, forse in special modo nel caso di investimenti coperti dal rischio di cambio.

Alla base di queste relazioni fra i rendimenti effettivi vi sono diversi gradi di trasmissione ("pass-through") delle variazioni nei rendimenti nominali dei

Comovimento modesto tra i rendimenti delle obbligazioni asiatiche e quelli dei Treasuries

⁴ Dal punto di vista di un investitore europeo, la correlazione elevata tra obbligazioni USA e dell'area dell'euro e quella bassa tra obbligazioni USA e asiatiche implica che i titoli asiatici e quelli dell'area dell'euro presentano una correlazione modesta. Se misurata in euro, essa risulterà ancor minore, date le interferenze introdotte nella relazione dai movimenti dei cambi.



Le correlazioni rispecchiano la traslazione delle variazioni nei rendimenti nominali

Treasuries di riferimento a quelli dei benchmark locali (grafico 2). Più elevati coefficienti di trasmissione o più elevate correlazioni tra rendimenti nominali determinano correlazioni maggiori tra i rendimenti effettivi. Solo a Hong Kong i rendimenti nominali dell'Exchange Fund paper si muovono di pari passo con quelli dei Treasuries. A Singapore e Taiwan, Cina⁵ la trasmissione delle variazioni è pari a circa il 50%, mentre il coefficiente per Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Thailandia e quello medio per l'Asia è del 20–35%. Nelle due economie maggiori e finanziariamente più chiuse, Cina e India, l'effetto pass-through nel periodo considerato risulta in media nullo⁶.

Rischio e rendimento delle obbligazioni asiatiche in moneta locale

La performance è valutata in base a due misure ...

Questa sezione pone a confronto il rischio/rendimento degli aggregati HSBC di obbligazioni asiatiche in moneta locale con quello di un paniere di titoli del Tesoro USA di duration analoga impiegando due parametri. Il primo, l'indice di Sharpe, considera il rischio in termini di volatilità globale dei rendimenti. Quantomeno nel periodo campione, per la maggior parte delle obbligazioni asiatiche in moneta locale esso non risulta più alto di quello calcolato per gli omologhi titoli USA. Il secondo, l'indice di Treynor, considera invece solo il rischio sistematico, ossia – in questo contesto – la misura in cui i rendimenti covariano insieme a quelli obbligazionari globali. In base a questo indice, le

⁵ Di seguito, Taiwan.

⁶ Queste relazioni non sono particolarmente stabili; le correlazioni mobili evidenziano ampie fluttuazioni, con numerosi episodi di relazione *negativa* nell'ultimo triennio.

obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno offerto rendimenti relativamente elevati in rapporto al loro rischio sistematico.

Entrambe le metodologie presentano punti di forza e di debolezza. Per un portafoglio diversificato il metodo incentrato sul rischio sistematico presenta considerevoli vantaggi. Ad esempio, l'indice di Sharpe penalizza le obbligazioni coreane a causa del pronunciato movimento nei prezzi dei titoli pubblici connesso con uno scandalo societario per irregolarità contabili e con le difficoltà incontrate da alcuni emittenti di carte di credito agli inizi del 2003. L'indice di Treynor non tiene conto di tali eventi idiosincratici, premiando anzi le obbligazioni coreane per la loro buona tenuta in un contesto di massicce vendite sui maggiori mercati. Sotto il profilo operativo, la volatilità globale può rappresentare una misura del rischio più stabile e meno dipendente dal periodo campione. Quest'ultima considerazione implica che le favorevoli risultanze del secondo approccio dipendono dalla stabilità della covarianza dei rendimenti tra obbligazioni asiatiche in moneta locale e titoli del Tesoro USA. Tale aspetto sarà approfondito nella sezione finale di questo studio.

Indice di Sharpe

Sharpe (1966) compara la redditività dei portafogli in rapporto alla loro rischiosità dividendo il rendimento fruttato in eccesso del tasso privo di rischio per la volatilità del rendimento stesso. Un portafoglio con un indice di Sharpe

... l'una basata sulla volatilità globale dei rendimenti ...

Rendimenti nominali/effettivi e volatilità delle obbligazioni asiatiche in moneta locale										
Economia	Obbligazioni benchmark				Rendimenti effettivi in moneta locale e in dollari USA					
	Asia		USA		Indice HSBC		Indice HSBC (in USD)		Indice Treasuries	
	Rend. nomin.	Vol. ¹	Rend. nomin.	Vol. ¹	Rend. nomin.	Vol. ²	Rend. nomin.	Vol. ²	Rend. nomin.	Vol. ²
Cina	2,97	51	4,18	111	3,41	3,24	3,41	3,24	7,24	5,63
Corea	5,34	152	3,02	111	6,81	3,08	8,07	8,57	6,04	2,89
Filippine	10,59	270	3,02	111	13,94	5,52	10,95	12,31	6,04	2,89
Hong Kong SAR	4,09	128	3,71	116	6,33	3,37	6,39	3,44	6,04	2,89
India	7,37	122	4,51	107	17,63	5,14	18,41	5,65	7,24	5,63
Indonesia	12,27	178	4,18	111	25,68	10,10	30,52	18,63	...	...
Malaysia	4,10	95	4,51	107	3,84	3,67	3,82	3,69	6,37	3,46
Singapore	3,36	94	4,51	107	4,09	3,77	3,97	6,39	7,51	5,06
Taiwan, Cina	3,22	100	4,51	107	8,92	5,55	7,63	6,10	8,11	7,41
Thailandia	4,57	171	4,51	107	5,16	5,92	7,36	7,73	7,51	5,06
Asia	...	...	3,71	116	...	...	10,52	4,07	6,37	3,46
<i>Per memoria:</i>										
<i>Australia</i>	5,62	117	4,51	107	5,15	5,07	14,67	11,61	7,51	5,06
<i>area dell'euro</i>	4,55	65	4,51	107	5,93	3,60	14,09	11,83	7,24	5,63
<i>Giappone</i>	1,21	59	4,51	107	1,81	2,44	3,27	9,56	7,24	5,63

Nota: gli indici delle obbligazioni pubbliche di Australia, Germania, Giappone e Stati Uniti sono costruiti da EFFAS. L'analisi è basata sui valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia, nel periodo 1° gennaio 2001–5 marzo 2004; per Cina e Filippine le analisi dei benchmark iniziano nell'ottobre 2001, per l'Indonesia nel gennaio 2003.

¹ In punti base. ² In percentuale.

Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.

Tabella 2

più alto è preferibile in quanto per unità di rischio (misurato in termini di volatilità) offre un rendimento maggiore.

L'indice di Sharpe si ottiene sottraendo ai rendimenti in dollari il tasso dei Treasury bill USA e dividendo il risultato per la volatilità dei rendimenti (cfr. le ultime quattro colonne della tabella 2). In base a tale calcolo, le obbligazioni di Cina, Malaysia, Singapore e Taiwan si collocano dopo quelle omologhe USA perché la volatilità dei loro rendimenti non è stata sufficientemente bassa da compensare il modesto sovrarendimento prodotto (tabella 3). Sebbene i rendimenti in dollari delle obbligazioni di Hong Kong e Thailandia siano stati simili a quelli dei titoli del Tesoro USA, la loro maggiore volatilità li fa parimenti figurare a un livello inferiore rispetto ai Treasuries. Infine, i più elevati rendimenti delle obbligazioni di Corea, Filippine, India e Indonesia sono stati più che compensati dalla loro maggiore volatilità, fatta eccezione per i titoli indiani con la migliore performance. In questi termini, la maggior parte dei mercati asiatici in valuta locale ha offerto in rapporto al rischio rendimenti inferiori rispetto alle obbligazioni del Tesoro USA.

Per contro, la misura di Sharpe per l'indice globale delle obbligazioni asiatiche in moneta locale elaborato da HSBC (che assegna ponderazioni maggiori ai mercati liquidi ed esclude del tutto Cina e Indonesia) delinea un quadro diverso. Tale indice produce risultati migliori rispetto alle omologhe obbligazioni del Tesoro USA, in gran parte grazie all'India (con una ponderazione di quasi un quarto). Quel che più conta, esso evidenzia una minore volatilità dei rendimenti. Ciò sta a dimostrare la potenziale riduzione di volatilità derivante da una combinazione di titoli con rendimenti non perfettamente correlati. In particolare, la volatilità dell'indice risulta inferiore a quella di tutti i portafogli di titoli di economie collegate al dollaro che lo compongono, ad eccezione di due (Hong Kong SAR ponderata con il 15% circa e Malaysia con il 4% circa).

Indice di Treynor

Un metodo alternativo di valutare rischio e rendimento fornisce un'immagine più lusinghiera della performance delle obbligazioni asiatiche. L'indice di Treynor mostra come tutti i singoli mercati tranne uno (così come il valore aggregato) presentino un favorevole trade-off fra rischio e rendimento nel periodo considerato (tabella 3). Questa misura esprime il rapporto tra l'extrarendimento del portafoglio e il beta calcolato rispetto a un portafoglio globale, che nella presente analisi è rappresentato da titoli del Tesoro USA con duration analoga⁷. Su questa base, tutti i mercati obbligazionari asiatici tranne

... l'altra sulla
volatilità condivisa

⁷ Quindi, l'indice di Treynor per il paniere di titoli del Tesoro USA è dato dal loro sovrarendimento diviso per uno. L'impiego di tale paniere come proxy del portafoglio globale è soggetto alla critica di Roll perché troppo esiguo a tale scopo. Un portafoglio globale più ampio dovrebbe comprendere anche obbligazioni pubbliche in euro e yen. Ciò tenderebbe a innalzare l'indice di Treynor per le obbligazioni del Tesoro USA, riducendo così il vantaggio delle obbligazioni asiatiche. Tuttavia, anche se il beta per i titoli USA si riducesse a un terzo, restando inalterato quello per le obbligazioni asiatiche, la performance di queste ultime risulterebbe pur sempre favorevole.

Performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale				
Economia	Indice di Sharpe		Indice di Treynor	
	Asia	USA	Asia	USA
Cina	0,45	0,94	83,86	7,24
Corea	0,71	1,41	-104,37	6,04
Filippine	0,73	1,41	-23,49	6,04
Hong Kong SAR	1,29	1,41	6,66	6,04
India	2,91	0,94	-277,57	7,24
Indonesia	1,53	...	...	...
Malaysia	0,50	1,27	18,33	6,37
Singapore	0,31	1,09	6,95	7,51
Taiwan, Cina	0,93	0,83	53,48	8,11
Thailandia	0,70	1,09	23,11	7,51
Asia	2,10	1,27	53,31	6,37
<i>Per memoria:</i>				
<i>Australia</i>	<i>1,09</i>	<i>1,09</i>	<i>18,35</i>	<i>7,51</i>
<i>area dell'euro</i>	<i>1,02</i>	<i>0,94</i>	<i>13,60</i>	<i>7,24</i>
<i>Giappone</i>	<i>0,14</i>	<i>0,94</i>	<i>9,12</i>	<i>7,24</i>
Nota: cfr. tabella 2.				
Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI.			Tabella 3	

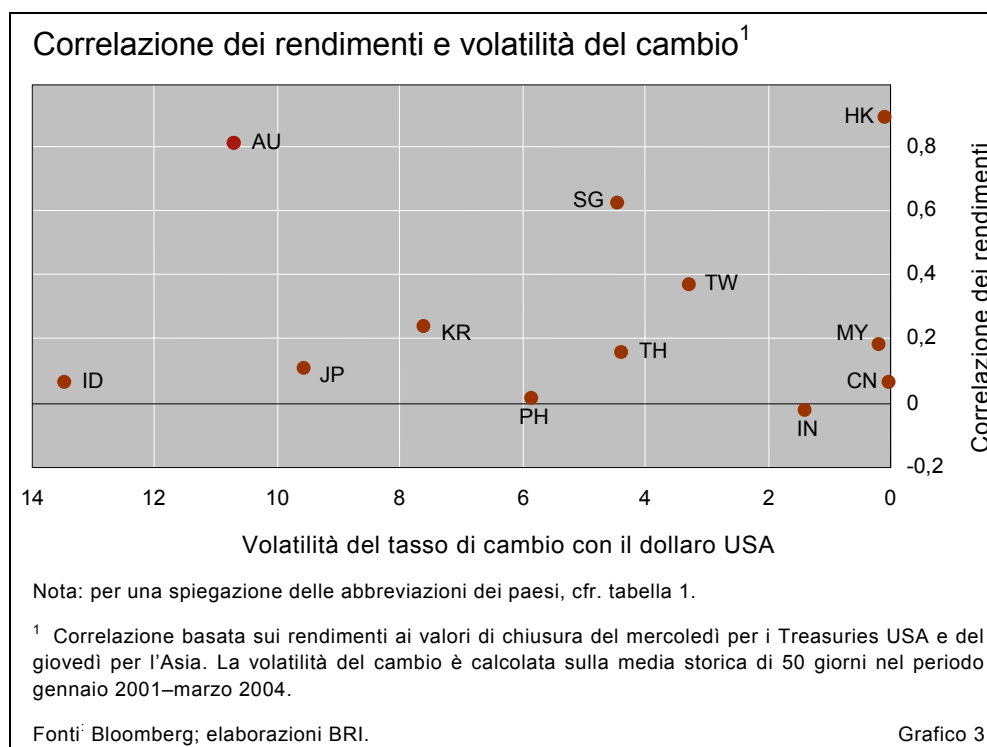
uno (Singapore) presentano un miglior rapporto rischio–rendimento rispetto all'omologo USA. La Corea, principale componente dell'indice asiatico HSBC, registra un rapporto negativo molto soddisfacente, dovuto alla covarianza negativa fra i rendimenti in dollari delle obbligazioni pubbliche coreane e quelli dei titoli del Tesoro USA⁸. Per citare un altro esempio, il basso indice di Sharpe delle obbligazioni filippine indica che il rendimento addizionale rispetto ai Treasuries USA è ottenuto a caro prezzo in termini di volatilità. Nel periodo campione, tuttavia, i loro rendimenti hanno registrato una covarianza negativa con quelli dei titoli USA. Se il metro di misura è il rischio sistematico, allora le obbligazioni delle Filippine appaiono molto appetibili: la loro inclusione in un portafoglio di titoli del Tesoro USA potrebbe accrescerne la redditività e ridurre il rischio sistematico complessivo. La sezione seguente analizza le cause del moderato comovimento tra obbligazioni asiatiche e Treasury notes USA.

Cause della bassa correlazione con le obbligazioni in dollari USA

La correlazione relativamente bassa tra i rendimenti delle obbligazioni asiatiche in moneta locale e le Treasury notes USA potrebbe dipendere dal forte influsso di fattori interni, come pure da un'incompleta integrazione nei

La correlazione
relativamente
modesta ...

⁸ Poiché questa covarianza risulta positiva per i rendimenti in won, la moneta coreana deve essersi sistematicamente indebolita allorché sono calati i rendimenti obbligazionari USA. Una spiegazione potrebbe risiedere nella debole attività statunitense, che potrebbe aver determinato un rialzo dei rendimenti delle notes biennali USA e un indebolimento del won.



mercati mondiali dei capitali. I fattori interni comprendono la politica del cambio e lo standing creditizio degli emittenti sovrani. Il grado di integrazione con i mercati mondiali presenta due aspetti: la partecipazione di società internazionali all'attività interna di market-making e la presenza di investitori non residenti. Ciascuno di questi quattro fattori verrà esaminato singolarmente.

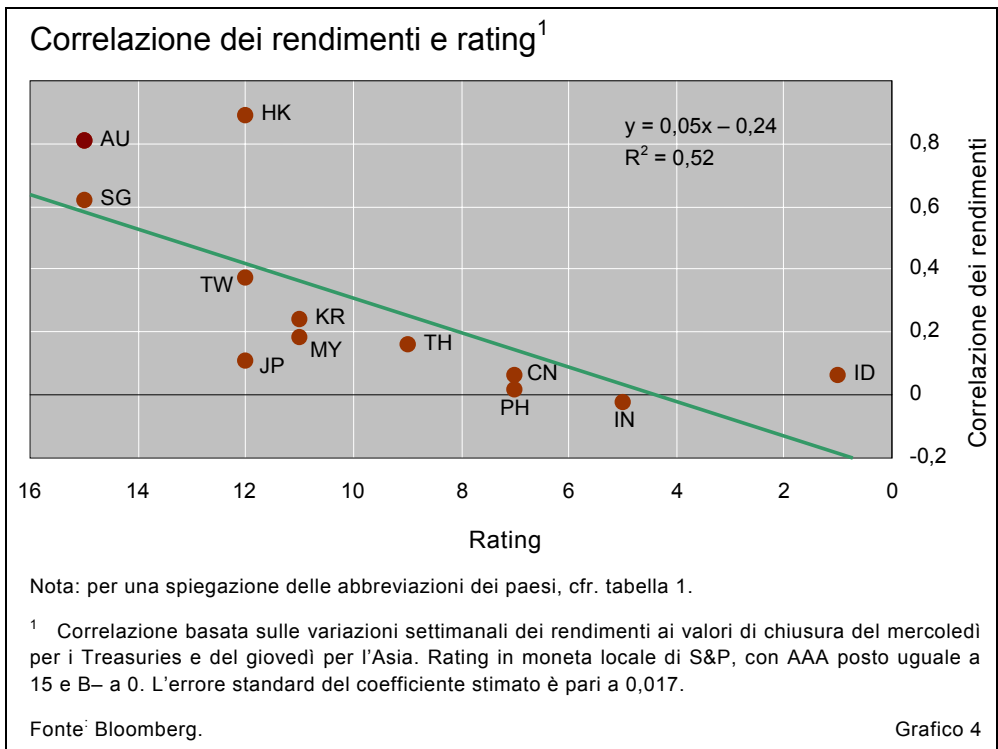
Politica del cambio e volatilità del tasso di cambio bilaterale del dollaro

È opinione diffusa che l'Est asiatico faccia sostanzialmente parte del blocco del dollaro. Se confermato, ciò significherebbe che i mercati obbligazionari della regione offrirebbero scarse possibilità di diversificazione per un portafoglio già composto da una ampia quota di titoli in dollari USA. Tuttavia, entrambe le argomentazioni – appartenenza al blocco del dollaro, limitatissime opportunità di diversificazione – risultano sopravvalutate.

Le valute della regione fluttuano nei confronti del dollaro più di quanto non sia generalmente riconosciuto. Inoltre la stabilità del cambio non si accompagna sistematicamente a un maggior comovimento tra le obbligazioni in moneta locale e quelle del Tesoro USA (grafico 3). Nonostante l'ancoraggio delle rispettive monete al dollaro, i rendimenti delle obbligazioni di Cina e Malaysia si muovono in sintonia con i titoli statunitensi solo in misura limitata a causa di efficaci controlli sui movimenti di capitale. Al contrario, le obbligazioni australiane (e dell'area dell'euro) condividono in misura rilevante le variazioni di rendimento dei titoli del Tesoro USA, e ciò nonostante la volatilità dei rispettivi tassi di cambio con il dollaro⁹.

⁹ Una regressione semplice dei coefficienti di correlazione dei rendimenti su rating, volatilità del tasso di cambio del dollaro e variabile dummy rappresentativa dei controlli sui movimenti di

... non è attribuibile al tasso di cambio ...



Standing creditizio

Le emissioni a più basso rating mostrano una minore correlazione nelle oscillazioni settimanali dei rendimenti (grafico 4). Ciò può interpretarsi come indicativo del maggior impatto che i fattori interni specifici – ad esempio, eventi politici come le elezioni – esercitano sui mercati obbligazionari delle economie con merito di credito inferiore. Va tuttavia notato che anche per paesi con rating medio-alto, quali Corea, Malaysia, Thailandia e Cina, i coefficienti di correlazione o “pass-through” sono pur sempre relativamente bassi. Se ne potrebbe dedurre che il conseguimento dei benefici della diversificazione non comporti necessariamente l’assunzione di elevati livelli di rischio creditizio.

... ma piuttosto al rischio creditizio e a fattori connessi ...

Globalizzazione del market-making nei mercati obbligazionari locali

L’operatività delle banche estere in alcuni mercati mobiliari interni si è andata intensificando anche in assenza di una domanda internazionale di obbligazioni in moneta locale. Un indicatore di tale attività è dato dal turnover sulle operazioni in titoli denominati nelle valute locali – segnalato dall’associazione finanziaria internazionale EMTA – in rapporto agli scambi complessivi di borsa, notificati da fonti nazionali (tabella 4). La quota dei market-maker esteri sul volume delle negoziazioni interne varia da quasi il 90% per Hong Kong SAR a circa un terzo in Malaysia e Singapore, e a meno del 10% altrove.

... al market-making nei mercati locali ...

capitale in Cina e Malaysia indica che solo il rating creditizio ha un impatto significativo sulla correlazione. I risultati della regressione sono i seguenti: correlazione dei rendimenti = $-0,166 - 0,182 \cdot \text{dummy} - 0,005 \cdot \text{volatilità del cambio} + 0,053 \cdot \text{rating}$. Solo il coefficiente sul rating è statisticamente significativo a un livello del 5%.

Volume degli scambi segnalati da banche internazionali nel 2003			
in milioni di dollari USA			
	Euroobbligazioni	Obbligazioni in moneta locale	Quota di partecipazione estera
Cina	3 390	169	...
Corea	45 437	52 416	0,03
Filippine	34 030	3 048	0,04
Hong Kong SAR	23 618	75 497	0,88
India	868	30 235	0,06
Indonesia	5 207	2 212	0,09
Malaysia	16 781	20 937	0,29
Singapore	20 602	86 582	0,32
Taiwan, Cina	846	73 474	0,04
Thailandia	1 939	3 374	0,06
Totale	152 718	347 944	0,07
Percentuale sul totale dei mercati emergenti	10	19	...

Nota: nel 2003 *Annual Debt Trading Volume Survey* dell'EMTA sono riportate le negoziazioni sul mercato secondario del debito con scadenza originaria di oltre 1 anno, esclusi i PcT. La quota di partecipazione estera è data dal rapporto tra gli scambi segnalati dall'EMTA e il turnover totale del mercato obbligazionario nelle valute locali.

Fonti: Barclays; Deutsche Bank; EMTA; elaborazioni BRI. Tabella 4

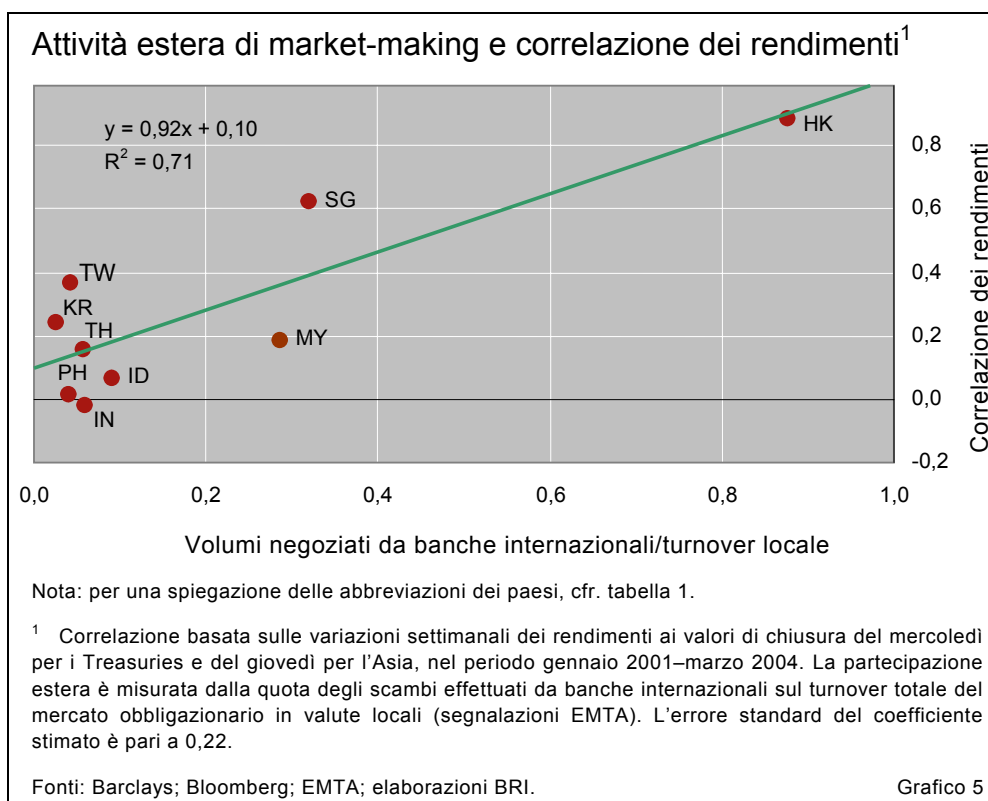
A tale quota corrisponde una più forte correlazione con il mercato dei titoli del Tesoro USA, anche ove si escluda il dato anomalo di Hong Kong (grafico 5). Ciò si può spiegare con il fatto che le tecniche di gestione del rischio e la propensione al rischio a livello aziendale contribuiscono ad accrescere il comovimento dei mercati obbligazionari caratterizzati da una più vasta presenza di società internazionali nell'attività di market-making.

Entità degli investimenti esteri

La correlazione dei mercati azionari dell'Est-asiatico con l'indice S&P 500 è generalmente superiore a quella tra mercati obbligazionari regionali e Treasuries (grafico 6). Richards (2003) dimostra che gli acquisti di azioni asiatiche da parte di non residenti reagiscono positivamente alla performance di S&P 500, e a loro volta innalzano le quotazioni azionarie asiatiche. Se tali flussi di portafoglio favoriscono la correlazione dei mercati azionari, la scarsità dei flussi obbligazionari concorre a spiegare la minor correlazione riscontrata tra i relativi mercati.

La Corea rappresenta un caso limite nella misura in cui i non residenti detengono il 40% circa delle azioni coreane, ma meno dello 0,4% delle obbligazioni interne. In Thailandia a fine 2003 la quota dei non residenti era di circa il 28% per le azioni ma ancora inferiore all'1% per le obbligazioni. Il

... e alla quasi totale assenza di investitori esteri



mercato obbligazionario dell'Indonesia pare aver attratto una quota maggiore di investimenti esteri nella regione, salita a circa il 2% lo scorso anno¹⁰.

Non è del tutto chiara la ragione per cui i mercati azionari presentano una dimensione internazionale mentre quelli obbligazionari hanno carattere locale (Takeuchi, 2004). Sebbene diverse interpretazioni siano state avanzate al riguardo, molte sono prive di riscontri o hanno potere esplicativo soltanto ridotto. Ad esempio, i controlli sui movimenti di capitali hanno sì frenato gli investimenti esteri in Cina e India, ma va riconosciuto che si è trattato di casi eccezionali¹¹.

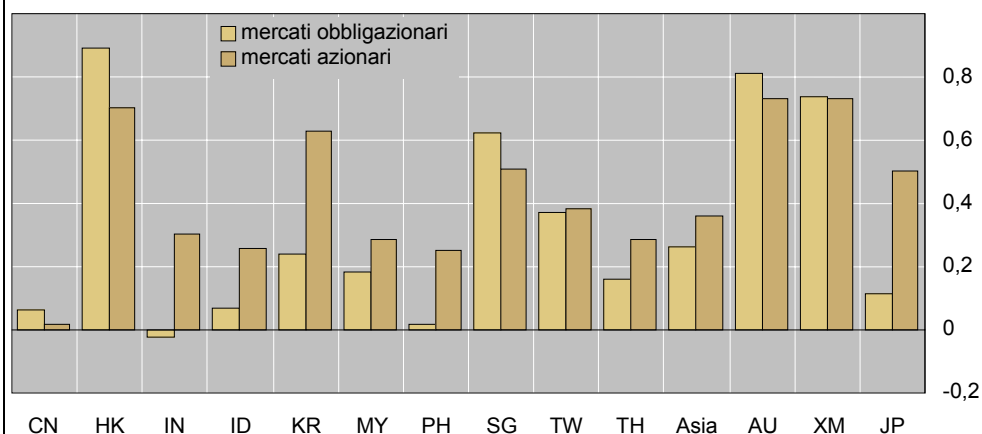
La mancanza di mercati per le operazioni di copertura e la debolezza delle infrastrutture vengono spesso citate tra i fattori che scoraggiano gli investimenti esteri¹², pur non avendo ostacolato la partecipazione di non residenti ai mercati azionari. I bassi rating creditizi non hanno impedito che non residenti

¹⁰ Shirai (2001, pagg. 72, 81, 95, 108) riferisce che nel 1999 i non residenti detenevano rispettivamente lo 0,3 e 0,1% delle obbligazioni pubbliche e private coreane e lo 0,5 e 1,5% (novembre 2000) di quelle della Malaysia.

¹¹ I controlli valutari sugli investimenti in azioni di Taiwan (seppure meno stringenti di quelli cinesi e indiani sugli investimenti esteri in obbligazioni interne) non hanno impedito che tali titoli fossero inclusi in importanti indici azionari mondiali.

¹² In effetti, ciò potrebbe valere soprattutto per gli investimenti obbligazionari, che meglio si prestano a essere coperti rispetto a quelli azionari. Cfr. Hohensee e Lee (2004) per una trattazione generale sui mercati degli strumenti di copertura. Secondo Ma et al. (2004), i mercati degli strumenti "non-deliverable forward", in particolare, si sono sviluppati proprio per soddisfare le richieste di copertura degli investitori azionari. Braeckvelt (2004) passa in rassegna le carenze nei sistemi di compensazione e regolamento.

Correlazioni dei mercati obbligazionari e azionari¹



Nota: per una spiegazione delle abbreviazioni dei paesi, cfr. tabella 1.

¹ Per i mercati obbligazionari, correlazione basata sulle variazioni settimanali dei rendimenti benchmark ai valori di chiusura del mercoledì per i Treasuries e del giovedì per l'Asia; per i mercati azionari, sulle variazioni settimanali negli indici di borsa ai valori di chiusura del mercoledì per l'S&P 500 e del giovedì per l'Asia. Il periodo considerato va dal gennaio 2001 al marzo 2004.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 6

acquistassero obbligazioni in dollari di governi asiatici, anche se generalmente classificate con rating inferiori a quelli delle omologhe in moneta locale (Kisselev e Packer, 2004).

Due diverse spiegazioni trovano forse un più ampio riscontro. La *ritenuta alla fonte* può in effetti rappresentare un deterrente maggiore di quanto farebbero supporre i tassi applicati o gli accordi bilaterali per i rimborsi di imposta. Spesso gli investitori "real money" preferiscono semplicemente non dover sbrigare le incombenze amministrative necessarie per beneficiare dei diritti connessi con gli accordi di tassazione¹³. Il *basso livello dei rendimenti nominali* nell'Asia orientale può anch'esso avere disincentivato le acquisizioni estere (Schmidt, 2004); l'aumento al 2% della quota di obbligazioni indonesiane detenute da non residenti rispecchia in parte l'attrattiva esercitata dal livello relativamente alto dei loro rendimenti. Sul mercato obbligazionario globale le valute "esotiche", come il rand sudafricano e lo zloty polacco, offrono di norma cedole elevate.

Basse correlazioni anche in futuro?

Nella presente sezione si considera se l'attuale bassa correlazione tra i mercati obbligazionari asiatici e quelli globali sia destinata a protrarsi. L'argomento ha una duplice dimensione: una tendenziale, connessa con le ragioni già citate a

¹³ Il mercato delle obbligazioni in dollari USA prima della revoca della ritenuta alla fonte sui redditi da interessi alla metà degli anni ottanta fornisce un valido esempio dell'effetto deterrente esercitato dalla tassazione: tramite entità finanziarie offshore, società USA di prim'ordine erano in grado di offrire all'estero rendimenti inferiori a quelli applicati ai Treasury bond comparabili assoggettati a imposizione. Tale fenomeno si esaurì ben presto con l'abrogazione della ritenuta fiscale.

spiegazione dei bassi livelli di correlazione, e una ciclica, relativa al perdurante rialzo dei rendimenti obbligazionari globali.

Integrazione con i mercati finanziari mondiali e avanzamenti di rating

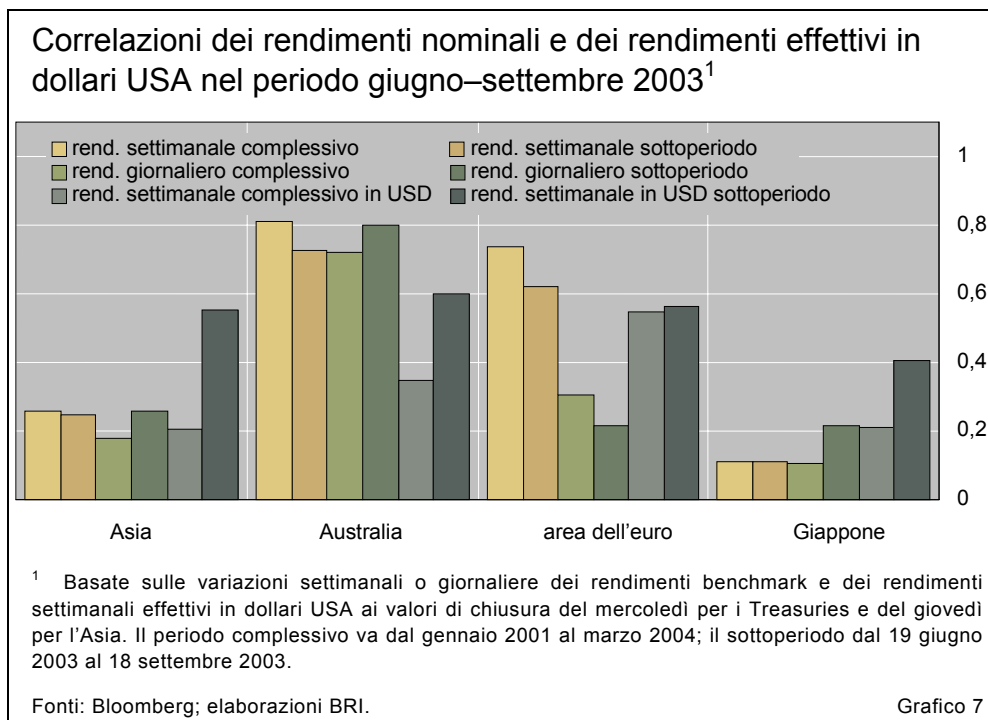
Una possibile implicazione di tutte le cause di bassa correlazione fin qui elencate è che col tempo le opportunità di diversificazione offerte dalle obbligazioni asiatiche locali potrebbero diminuire. Rating creditizi più elevati, una maggiore globalizzazione dei mercati interni e accresciuti investimenti esteri potrebbero far venir meno le ragioni stesse dell'investimento in obbligazioni locali. Come già osservato, le più elevate correlazioni non hanno trattenuto gli operatori globali dall'investire nei mercati azionari asiatici alla ricerca di maggiori rendimenti. Gli investitori in obbligazioni, tuttavia, potrebbero essere più attratti da un beta basso (prospettive di diversificazione) che non da un beta alto (operazioni speculative sui mercati azionari globali).

Tendenza all'aumento della correlazione?

Comovimento in situazioni di mercato al ribasso

Il banco di prova più arduo per la diversificazione si ha in periodi di tassi obbligazionari crescenti, specie nei mercati che si sono andati sviluppando in fasi di rendimenti globali generalmente in calo. I mercati di norma caratterizzati da bassi o moderati livelli di correlazione possono muoversi in maggiore sintonia quando i prezzi scendono. Ciò può accadere se, come è stato osservato, i mercati ribassisti si rivelano più volatili (Borio e McCauley, 1996). Come sostenuto, fra gli altri, da Loretan e English (2000), una più alta volatilità tende a tradursi in una maggiore correlazione, anche se il processo sottostante rimane invariato. Le dinamiche di mercato possono determinare un aumento delle correlazioni anche in presenza di vendite massicce sui mercati

Livelli di correlazione più alti in mercati ribassisti?



obbligazionari, allorché gli investitori ad alto grado di leva subiscono perdite in un mercato e liquidano posizioni analoghe in un altro; simili dinamiche sono però probabilmente meno rilevanti in mercati chiusi.

Un primo test a metà 2003 ...

Durante l'ondata di vendite sul mercato dei titoli del Tesoro USA iniziata a metà 2003 la performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale non è stata buona. Le correlazioni dei movimenti settimanali nei rendimenti sono salite di poco, sebbene vi sia stato un certo aumento sulle frequenze giornaliere, come in Australia e in Giappone (Nakayama et al., 2004; grafico 7). Dal punto di vista di un investitore internazionale, il sostanziale aumento della correlazione dei rendimenti effettivi settimanali in *dollari USA* avrebbe rappresentato un evento negativo: al crescere dei rendimenti dei Treasuries, la moneta statunitense ha avuto la tendenza a rafforzarsi nei confronti delle valute locali.

Tuttavia, il dato più sfavorevole è che in due casi la performance dei mercati obbligazionari asiatici locali è stata peggiore di quella dei titoli del Tesoro USA durante tutto il periodo, mentre in altri tre il rialzo dei rendimenti è stato analogo a quello subito dai Treasuries. Tale andamento rispecchia in certa misura le condizioni iniziali in cui i rendimenti delle obbligazioni locali di

Performance delle obbligazioni asiatiche nel secondo trimestre 2004											
	Metà 2003				2° trim. 2004				Delta		
	19 giugno		18 settembre		30 marzo		30 giugno		"pass-through" stimato ¹	effettivo Δ loc./ Δ USA ²	
	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA	Locali	Treas. USA		metà 2003	2° trim. 2004
CN	2,9	2,9	3,2	3,6	4,0	3,4	4,9	4,2	-0,09	0,35	1,13
HK	2,5	2,3	3,0	3,1	2,6	2,8	3,6	3,8	0,97	0,69	1,02
IN	5,8	3,4	5,3	4,2	5,1	3,8	5,8	4,6	-0,15	-0,54	0,92
ID	11,9	2,9	11,6	3,6	11,5	3,4	12,0	4,2	0,22	-0,38	0,58
KR	4,1	1,6	4,2	2,1	4,4	1,9	4,2	3,1	0,33	0,10	-0,16
MY	3,5	3,4	4,2	4,2	4,9	3,8	4,9	4,6	0,35	0,87	0,00
PH	9,5	1,6	9,9	2,1	11,4	1,9	11,4	3,1	0,30	0,82	0,07
SG	2,0	3,4	3,6	4,2	3,1	3,8	3,4	4,6	0,55	1,87	0,48
TW	1,5	3,4	2,8	4,2	2,3	3,8	2,9	4,6	0,54	1,61	0,91
TH	2,7	3,4	3,4	4,2	4,0	3,8	5,1	4,6	0,26	0,87	1,50
Asia	.	.	.	.	.	.	.	.	0,33 ³	0,62 ³	0,64 ³
<i>Per memoria:</i>											
AU	5,6	4,0	5,1	3,6	5,4	3,8	5,9	4,6	0,88	0,87	0,56
XM	4,1	4,0	4,0	3,6	4,0	3,8	4,3	4,6	0,45	0,60	0,43
JP	0,7	4,0	1,1	3,6	1,4	3,8	1,9	4,6	0,06	-0,83	0,63

Nota: per una spiegazione delle abbreviazioni dei paesi nella colonna 1, cfr. tabella 1.

¹ Coefficienti beta stimati sulla base dei dati settimanali dal 1° gennaio 2001 al 5 marzo 2004 per tutte le economie, ad esclusione di Cina e Filippine (da ottobre 2001), e Indonesia (da gennaio 2003). ² Rapporto tra la variazione del rendimento locale e quella del rendimento USA durante il periodo; per il 2° trimestre 2004 i dati per l'Asia coprono il periodo 1° aprile-1° luglio, quelli USA il periodo 31 marzo-30 giugno, comprendente la riunione del Federal Open Market Committee del 30 giugno. ³ Media dei valori sopraelencati.

Fonti: Bloomberg; CEIC; HSBC; elaborazioni BRI. Tabella 5

Cina, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia erano scesi ben al disotto dei Treasuries. Accentuati dall'epidemia di SARS, i timori deflazionistici originavano da recenti flessioni dei prezzi al consumo in molte di queste economie. Le spinte al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine prodotte dalle modeste aspettative di inflazione e dalla fiacca attività economica nel primo semestre 2003 sono state intensificate da una politica monetaria accomodante, dall'abbondante liquidità nel sistema bancario e dalla crescente domanda degli investitori istituzionali. Allorché i mercati azionari hanno mostrato segni di una generale ripresa nella seconda metà dell'anno, i rendimenti obbligazionari in queste economie si sono riallineati ai tassi attesi di crescita del PIL.

La performance delle obbligazioni asiatiche in moneta locale è stata nuovamente deludente durante l'ondata di vendite del secondo trimestre 2004 (tabella 5). In quella occasione, solo un mercato della regione ha fatto registrare un rialzo dei rendimenti decisamente superiore a quello dei titoli del Tesoro USA. Nondimeno, il riparo offerto da questi mercati è stato minore di quanto si sarebbe potuto sperare, con più "sorprese" negative collegate all'ascesa dei rendimenti.

I due mercati maggiori, Cina e India, hanno segnato nell'insieme del periodo rialzi dei rendimenti pari a quelli dei loro omologhi USA, pur non risentendo alle frequenze settimanali degli eventi statunitensi nel periodo gennaio 2001–marzo 2004. In Thailandia l'ascesa dei rendimenti pubblici ha sopravanzato quella dei Treasuries. Altrettanto sorprendente è stata, dal lato opposto, la performance del mercato obbligazionario coreano, che nel trimestre ha messo a segno un leggero recupero dei corsi; e anche i mercati obbligazionari di Filippine e Malaysia hanno retto meglio del previsto. Nel complesso, durante il trimestre le obbligazioni asiatiche in moneta locale hanno subito un rialzo dei rendimenti doppio di quello che ci si poteva attendere sulla base del solo aumento dei rendimenti USA; esso è stato maggiore anche rispetto a quello dei titoli dell'area dell'euro e dell'Australia.

Nelle due economie maggiori la rapida crescita, un'inflazione crescente e le aspettative di un rialzo dei tassi ufficiali hanno creato una situazione congiunturale insolitamente simile a quella degli Stati Uniti. In aprile la People's Bank of China ha innalzato il saggio di sconto, ma non i tassi amministrati passivi e attivi. In India i rendimenti sono saliti di fronte alle dichiarazioni di politica monetaria che lasciavano presagire un ritocco verso l'alto dei tassi ufficiali e si sono nuovamente accresciuti dopo le elezioni, quando gli operatori hanno temuto pressioni in direzione di un più ampio disavanzo di bilancio. In Thailandia l'aumento dell'indice generale dei prezzi, nonostante la moderata inflazione di base, e un rilancio della spesa per investimenti hanno fatto sì che i tassi seguissero al rialzo quelli USA senza poi tornare sui propri passi in giugno. Per contro, le aspettative di un aumento dei tassi overnight in Corea si sono dissipate all'annuncio di un deludente clima di fiducia dei consumatori e delle imprese.

Anche il mercato obbligazionario giapponese è stato investito da un'anomala ondata parallela di vendite nel secondo trimestre. Con la correzione verso l'alto delle prospettive economiche i rendimenti sono saliti, e agli operatori è parsa più prossima la fine della politica del tasso zero.

... seguito da un
altro test nel
secondo trimestre
2004

All'opposto, molti osservatori si sono interessati alla "dissociazione" tra il mercato obbligazionario dell'area dell'euro e quello dei titoli del Tesoro USA.

Conclusioni

Questo saggio monografico ha passato in rassegna i dati relativi al periodo gennaio 2001–marzo 2004 e ha riscontrato che le obbligazioni asiatiche in moneta locale offrono opportunità di diversificazione. Le correlazioni dei loro rendimenti rispetto al mercato dei titoli del Tesoro USA sono generalmente inferiori a quelle dei mercati dei titoli pubblici dell'area dell'euro e dell'Australia, pur risultando superiori a quelle delle obbligazioni pubbliche giapponesi. A livello di singoli mercati, i rendimenti delle obbligazioni asiatiche, considerati alla luce della loro volatilità, risultano svantaggiosi al confronto con gli omologhi statunitensi. In termini aggregati, tuttavia, il quadro appare più positivo, in parte perché l'aggregazione riduce la volatilità. Incentrando la valutazione dei rischi e dei rendimenti sul rischio sistematico delle obbligazioni asiatiche, cui si fa risalire la bassa correlazione dei loro rendimenti con i titoli del Tesoro USA, la performance dei titoli asiatici in moneta locale risulta favorevole a livello sia di singolo mercato che complessivo.

Il comovimento tra obbligazioni asiatiche e Treasury notes USA sembra generalmente non correlato alla politica del cambio. La precedente opinione secondo cui la stabilità dei tassi di cambio asiatici nei confronti del dollaro USA determinerebbe rendimenti obbligazionari molto simili non è suffragata dal campione. Sono invece le differenze nello standing creditizio e nel grado di apertura di questi mercati che contribuiscono a spiegare il loro variabile comovimento. In particolare, le obbligazioni a più alto rating evidenziano una correlazione maggiore. Analogamente, una più intensa partecipazione di società estere in veste di market-maker sembra accompagnarsi a un aumento della correlazione, anche in assenza di investimenti internazionali apprezzabili. La maggiore apertura agli investimenti esteri dei mercati azionari della regione appare coerente con il livello di correlazione generalmente più elevato tra questi mercati e i loro omologhi USA, rispetto a quanto osservato per obbligazioni asiatiche e Treasury notes.

Per quanto concerne l'evoluzione futura delle correlazioni tra i mercati obbligazionari asiatici e globali, vi è motivo di ritenere che i margini di diversificazione potrebbero restringersi nel lungo periodo se perdurerà la tendenza verso un innalzamento dei rating nella regione e verrà completata l'apertura di questi mercati. A breve termine, l'analisi condotta sul secondo trimestre 2004 suona come un monito. I coefficienti di correlazione – o "pass-through" – stimati su un periodo di rendimenti per lo più calanti a livello internazionale potrebbero non costituire una base affidabile per valutare la performance in situazioni di mercato ribassista.

Riferimenti bibliografici

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

Braeckeveld, F. (2004): "Clearing, settlement and depository issues in Asia", lavoro presentato alla conferenza *Asian bond markets: issues and prospects*, organizzata da Korea University e BRI, Seoul, marzo.

EMTA (2004): *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19 febbraio.

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

Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

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

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

Ma, G., C. Ho e R. McCauley (2004): "I contratti non-deliverable forward in valute asiatiche", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno.

Nakayama, T., N. Baba e T. Kurihara (2004): "Price developments of Japanese government bonds in 2003", *Market Review* della Bank of Japan, marzo.

Richards, A. (2003): "Big fish in little ponds: the momentum investing and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets", working paper della Reserve Bank of Australia.

Schmidt, F. (2004): *Asia's credit markets: from high-yield to high-grade*, Singapore: John Wiley, Asia, pagg. 236–237.

Sharpe, W. (1966): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, vol. 39, n. 1, parte 2, gennaio, pagg. 119–138.

Shirai, S. (2001): "Overview of financial market structures in Asia", *ADB Institute Research Paper* 25, 4 settembre.

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

Treynor, J. (1965): "How to rate management of investment funds", *Harvard Business Review* 43, n. 1, gennaio–febbraio, pagg. 65–75.

Cambiamento nel mercato londinese degli eurodollari¹

Sul mercato interbancario di Londra è intervenuto un cambiamento settoriale negli ultimi anni: la quota di fondi ricollocati dalle banche su tale mercato è calata nettamente in seguito all'introduzione dell'euro e alla successiva flessione delle contrattazioni in cambi. L'eccedenza di dollari proveniente dal settore bancario è stata utilizzata per finanziare mutuatari non bancari, principalmente negli Stati Uniti, e ciò potrebbe forse rispecchiare l'accresciuta importanza della piazza londinese nel finanziamento delle negoziazioni mobiliari a New York.

Classificazione JEL: G150.

Le banche di Londra continuano a essere le maggiori depositarie di dollari USA al di fuori degli Stati Uniti. Negli ultimi anni, tuttavia, il mercato londinese degli eurodollari sembra aver subito un cambiamento strutturale: in particolare, è calata nettamente la quota dei fondi depositati che vengono ricollocati sull'interbancario ("interbank recycling ratio"). Le banche a Londra ricevono ancora depositi dalle loro omologhe all'estero, ma stanno dirigendo una parte sempre più cospicua di questi capitali verso prenditori non bancari, specie negli Stati Uniti. Pare inoltre che questo mutamento sia intervenuto alquanto bruscamente. Da un'analisi del profilo dell'attività sul mercato londinese del dollaro USA emerge infatti che le dimensioni relative del credito interbancario sono rimaste assai stabili dagli ultimi anni settanta fino a tutto il 1996; è solo dal 1997 che la flessione si manifesta in maniera evidente.

Anche se è difficile individuare le ragioni precise del fenomeno, questo appare coerente con alcuni sviluppi più generali che hanno interessato il mercato bancario internazionale. Lo spostamento coincide grosso modo con l'introduzione dell'euro e la successiva flessione delle transazioni valutarie in cui il dollaro USA funge da valuta veicolo. Inoltre, il flusso di fondi transitati per Londra ha probabilmente risentito dell'imponente opera di consolidamento dei servizi bancari e finanziari attuata su scala mondiale negli anni novanta. Il calo dell' "interbank recycling ratio" è stato infatti accompagnato da un'accresciuta attività fra banche operanti nella capitale inglese e prenditori non bancari negli

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

Stati Uniti, soprattutto società mobiliari e altre istituzioni finanziarie non bancarie.

Il saggio è articolato nel modo seguente. La prossima sezione tratta della funzione svolta dalle banche di Londra sul mercato degli eurodollari negli ultimi 25 anni, evidenziando il loro ruolo crescente quali depositarie di dollari USA al di fuori degli Stati Uniti. Quella successiva analizza le dimensioni dell'attività interbancaria in tale periodo, misurata dalla quota di fondi totali depositati a Londra che viene ricollocata sull'interbancario, con particolare attenzione ai cambiamenti intervenuti in seguito all'introduzione dell'euro. Lo studio propone infine alcune possibili spiegazioni dello spostamento verso il settore non bancario, focalizzandosi sui crescenti legami tra banche europee e residenti USA.

Londra al centro del mercato degli eurodollari

Il contesto geopolitico della guerra fredda e la regolamentazione delle banche interne statunitensi negli anni sessanta e settanta indussero i paesi produttori di petrolio a ricercare per i loro depositi in dollari una sede al di fuori degli Stati Uniti. Una lunga tradizione di centro per l'interscambio mondiale, assieme a un allentamento delle norme in materia di transazioni con l'estero sul finire degli anni cinquanta, permisero alla piazza londinese di divenire la destinazione privilegiata di questi fondi². Negli ultimi 30 anni i depositi in dollari al di fuori degli Stati Uniti – i cosiddetti “eurodollari” – sono cresciuti esponenzialmente, e Londra è rimasta il fulcro di questo mercato³.

La crescita dei depositi in eurodollari è dipesa dalla maggiore efficienza delle eurobanche rispetto agli istituti bancari negli Stati Uniti. Essendo sottoposte a una regolamentazione limitata in confronto a quella che grava sulle banche nazionali (ad esempio, in materia di obblighi di riserva), le eurobanche possono operare con margini inferiori, e quindi offrire tassi di interesse più competitivi su prestiti e depositi⁴. Grazie ai minori costi operativi, esse sono in grado di attrarre fondi che verrebbero altrimenti depositati presso banche situate negli Stati Uniti. Di conseguenza, il mercato degli eurodollari rappresenta la sede per la movimentazione di fondi su scala mondiale, dove le

Londra resta al centro del mercato bancario internazionale ...

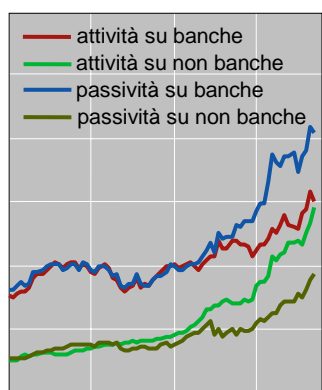
² Per una trattazione esauriente sullo sviluppo del mercato degli eurodollari, cfr. Mayer (1979), McKinnon (1979), Johnston (1983), Niehans (1984), nonché Krugman e Obstfeld (1991).

³ Con eurodollaro si intende in particolare un deposito vincolato in dollari USA – di solito a 30, 90 o 180 giorni – presso una banca situata al di fuori degli USA (spesso definita “eurobanca”). Non rilevano né la nazionalità della banca né la residenza (o la nazionalità) del depositante: ciò che conta è la piazza in cui è domiciliato lo sportello che accetta il deposito. Così, un deposito in dollari effettuato da un'impresa manifatturiera statunitense presso una filiale di una banca USA a Londra è considerato in eurodollari, mentre un deposito in dollari effettuato da una società francese presso una banca tedesca a New York non rientra in tale categoria.

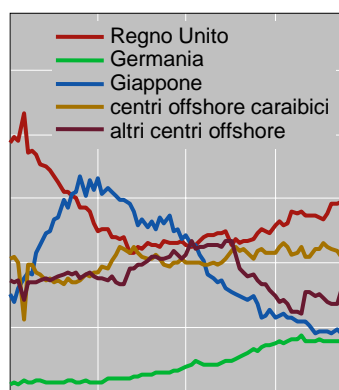
⁴ Oltre alla disciplina sugli obblighi di riserva, a contribuire alla crescita delle operazioni in eurodollari furono le restrizioni imposte all'attività di raccolta e di impiego negli USA fra gli anni sessanta e settanta. In particolare, la “interest equalization tax” (imposta di perequazione degli interessi) e il “foreign credit restraint program” (massimale sugli impieghi all'estero) introdussero limitazioni sui prestiti a non residenti e società USA che investivano al di fuori degli Stati Uniti. A questi provvedimenti si aggiunse la “direttiva Q” della Federal Reserve, che poneva un limite massimo agli interessi corrisposti sui depositi interni (cfr. Grabbe, 1986).

Attività e passività internazionali in dollari USA

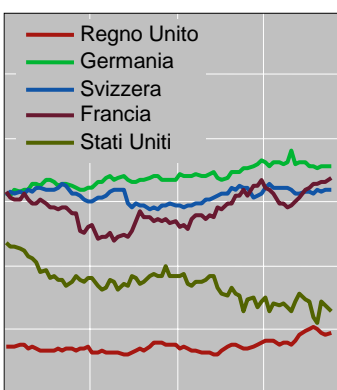
Banche nel Regno Unito¹



Passività delle banche con sede in²:



Attività interbancarie delle banche con sede in³:



85

90

95

00

85

90

95

00

85

90

95

00

¹ In miliardi di dollari USA. ² Incidenza percentuale sulle passività totali in dollari USA di tutti i paesi dichiaranti esclusi gli Stati Uniti. ³ Incidenza percentuale sulle attività totali verso le banche del paese dichiarante considerato (ad esempio, quota sul totale delle attività verso banche della Germania di pertinenza di banche tedesche).

Fonte: BRI.

Grafico 1

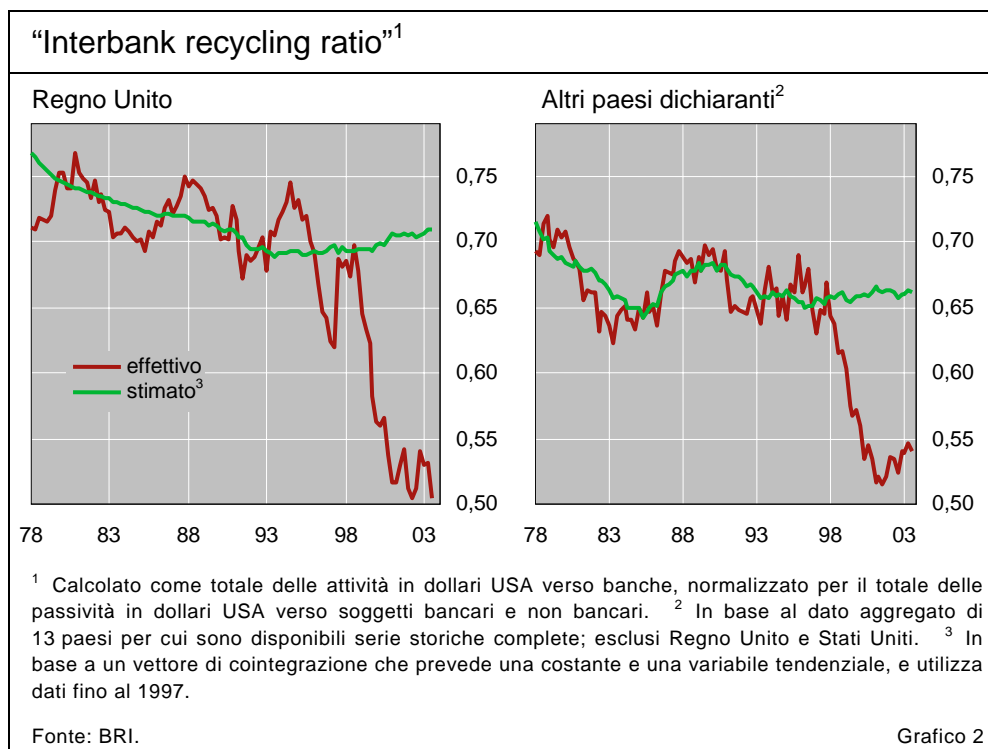
eurobanche non si limitano alla gestione valutaria delle proprie posizioni in dollari, ma pongono in definitiva i capitali ricevuti a disposizione dei prenditori globali che sono in grado di utilizzarli al meglio.

... malgrado la concorrenza dei centri offshore e di altre piazze finanziarie

L'enorme espansione delle transazioni bancarie in eurodollari negli ultimi 30 anni, la globalizzazione delle maggiori banche mondiali e l'accanirsi della concorrenza proveniente dai centri offshore nell'ultimo decennio non hanno impedito alla piazza londinese di occupare una posizione sempre più importante all'interno del mercato degli eurodollari. Fin dalla nascita di questo mercato, Londra ha sempre attirato una quota significativa di depositi in eurodollari. Alla fine del primo trimestre 2004 questi ammontavano a \$1,86 trilioni, pari al 25% delle passività totali in dollari delle banche situate al di fuori degli Stati Uniti, un ammontare che stacca di quasi il doppio quello del paese al secondo posto nella graduatoria dei depositari mondiali, le Isole Cayman. Tale percentuale è andata gradualmente aumentando negli ultimi anni, dal 18% del terzo trimestre del 1997 (grafico 1, diagramma centrale).

Londra rimane inoltre il centro bancario internazionale più diversificato al mondo. Mentre l'80% circa delle attività interbancarie internazionali delle istituzioni situate in Svizzera e in Francia (e il 90% di quelle in Germania) fa capo a banche interne (ossia, che hanno sede in questi paesi), il corrispondente dato per il Regno Unito è pari al 20% soltanto (grafico 1, diagramma di destra). Gli Stati Uniti, dove la diversificazione è aumentata negli ultimi anni, si piazzano al secondo posto con il 34%. Coerentemente, l'attività bancaria sull'estero nel Regno Unito risulta tuttora la meno concentrata in termini di nazionalità degli istituti bancari rispetto a tutti gli altri principali centri bancari internazionali⁵.

⁵ Il Regno Unito resta il centro bancario internazionale più diversificato anche in base ad altri parametri. Ad esempio, stando agli indici Herfindahl – che misurano il grado di concentrazione



Evidenza di un cambiamento strutturale

Persino da una prima osservazione dei dati emerge che negli ultimi anni vi è stato un cambiamento nel flusso di dollari USA transitati per banche a Londra. Prescindendo dalle fluttuazioni a breve termine, l'attività di riciclaggio di fondi attraverso il mercato interbancario di Londra dovrebbe essere in media grosso modo proporzionale ai fondi complessivamente a disposizione delle eurobanche ivi situate⁶. Si potrebbe pertanto calcolare un “interbank recycling ratio” medio di lungo periodo utilizzando strumenti statistici che permettano di eliminare le notevoli fluttuazioni di breve termine dell'attività interbancaria⁷.

Il grafico 1 illustra le caratteristiche generali del mercato interbancario in dollari USA di Londra. Per tutte le banche situate nel Regno Unito lo stock di attività verso banche all'estero (attività interbancarie) e le passività totali nei

delle banche prestatrici in ciascun paese dichiarante – il Regno Unito è il paese con la concentrazione più bassa. La Germania, dove la maggior parte delle attività sull'estero fa capo a banche interne, è viceversa una delle economie sviluppate a più alta concentrazione.

⁶ Le attività interbancarie sono soggette a oscillazioni trimestrali relativamente ampie per almeno due motivi. Primo, disallineamenti di breve periodo nella domanda e nell'offerta di fondi potrebbero provocare un temporaneo trasferimento di depositi dalle eurobanche ad altri istituti; dato che le statistiche sulle attività aggregate rilevano entrambi i movimenti, si potrebbero produrre apparenti dilatazioni dei flussi creditizi interbancari. Secondo, una quota significativa dello stock di attività interbancarie è collegata alle attività in cambi delle banche globali, specie all'accensione e alla liquidazione di posizioni a termine (McKinnon, 1979).

⁷ Per stimare il rapporto di equilibrio di lungo periodo tra variabili economiche è possibile utilizzare l'analisi di cointegrazione. Questa si basa sull'assunto che alcune variabili economiche, sebbene soggette a shock idiosincratici, tendono nel tempo a muoversi in sintonia lungo un tracciato definito e possono essere descritte da una serie di parametri (ossia un vettore di cointegrazione) che ne governano il rapporto di lungo periodo. Quando viene incorporato in un modello econometrico dinamico (VAR), il vettore di cointegrazione tenderà a spingere le variabili verso il loro rapporto di lungo periodo.

confronti di tutti i settori esteri sono costantemente cresciuti negli ultimi due decenni. Mentre le dimensioni relative di queste consistenze sono rimaste stabili negli anni settanta e ottanta, emerge chiaramente che sia l'espansione dei prestiti a mutuatari non bancari sia la crescita dello stock di passività verso banche sono accelerate nei primi anni novanta, senza che vi sia stato un corrispondente aumento dei prestiti interbancari erogati da banche di Londra⁸.

Tale mutamento è ancor più evidente se si normalizza lo stock di attività interbancarie dirette fuori Londra. Il rapporto tra attività interbancarie in dollari USA delle banche situate a Londra e le loro passività totali in dollari USA (principalmente depositi da altre banche, imprese o governi) costituisce solo una delle possibili normalizzazioni, ma presenta il vantaggio di generare un indice che rappresenta la quota di fondi *totali* a disposizione delle banche di Londra che viene ricollocata sull'interbancario, ossia una stima del "recycling ratio".

L'indice ottenuto viene presentato nel diagramma di sinistra del grafico 2. Nel periodo tra la fine degli anni settanta e metà degli anni novanta, per ogni dollaro depositato a Londra venivano ricollocati sul mercato interbancario tra i 66 e i 75 centesimi. Sotto un'altra angolazione, per ogni dollaro prestato a mutuatari non bancari, o finali, due dollari circa affluivano a banche (ivi compresi i prestiti intragruppo). Il grafico delinea inoltre il rapporto di lungo periodo (basato su un vettore di cointegrazione stimato) tra le dimensioni del mercato interbancario e le passività totali⁹. Nel caso del Regno Unito la media di lungo periodo tra gli ultimi anni settanta e la metà degli anni novanta indica che per ogni dollaro depositato a Londra, 71 centesimi erano reincanalati sul mercato interbancario; inoltre, lo scostamento del rapporto effettivo da quello stimato non ha mai superato l'8%, a riprova dell'esistenza di regolarità strutturali.

Nella seconda metà degli anni novanta, tuttavia, la relazione che disciplina il flusso dei fondi transitati per Londra sembra essersi modificata. Il rapporto effettivo tra attività interbancarie e passività totali ha preso a calare a metà degli anni novanta, accelerando il passo dopo il 1997. A metà 2002 la quota dei prestiti interbancari era precipitata a 50 centesimi per un dollaro, con una deviazione del 25% rispetto al "recycling ratio" stimato estrapolando l'andamento precedente oltre la metà degli anni novanta.

Questo fenomeno non è circoscritto alla sola Londra, anche se altrove esso sembra essere stato meno pronunciato. Secondo un'analisi simile condotta su altri 13 paesi dichiaranti alla BRI, l'attività globale nel mercato degli eurodollari è stata caratterizzata da un calo nelle dimensioni relative delle attività interbancarie. Il diagramma di destra del grafico 2 illustra il rapporto tra attività verso banche e passività totali per il campione di 13 paesi dichiaranti

Il tasso di rideposito interbancario è rimasto stabile fino a metà anni novanta ...

... per scendere bruscamente dopo il 1997, e non solo a Londra

⁸ Per le banche situate nel Regno Unito la crescita media annua delle attività in dollari USA verso soggetti non bancari fra il primo trimestre 1979 e il quarto trimestre 1994 è stata dell'8,9%, e quella delle passività totali dell'8,4%. Fra il primo trimestre 1995 e il terzo trimestre 2003 questi tassi sono saliti rispettivamente al 13,6 e al 9,2%. Di recente, l'aumento delle attività verso banche è rallentato al 5,2%, dall'8,8% registrato in media prima del 1995.

⁹ I parametri del vettore di cointegrazione sono stati stimati sulla base dei dati fino al 1997.

(che non comprende Regno Unito e Stati Uniti)¹⁰. Nel complesso, i dati indicano che negli anni precedenti il 1997 per ogni dollaro depositato presso banche in questi paesi, 67 centesimi circa erano ricollocati sul mercato interbancario¹¹. L'incidenza è inferiore a quella osservata nello stesso periodo per il Regno Unito, a riprova della speciale posizione di Londra al centro del mercato degli eurodollari. Tuttavia, analogamente a quanto osservato per il livello di attività nel mercato interbancario di Londra, il "recycling ratio" per questi 13 paesi è drasticamente diminuito nella seconda metà degli anni novanta, finendo col discostarsi per oltre il 20% dal rapporto di lungo periodo degli anni settanta e ottanta.

Le ragioni del cambiamento

Il calo dell' "interbank recycling ratio" a Londra potrebbe essere spiegato dai cambiamenti strutturali intervenuti nella seconda metà degli anni novanta. In primo luogo, verso la fine del decennio vi è stato un crollo delle contrattazioni in cambi dovuto all'introduzione dell'euro, al processo di consolidamento nel settore societario e alla crescente importanza dell'intermediazione elettronica nei mercati valutari. In secondo luogo, si sono intensificati i legami tra banche e imprese finanziarie non bancarie – come hedge fund e società mobiliari – sviluppatasi in concomitanza con il consolidamento dell'industria bancaria negli anni novanta. I flussi di attività in uscita dal Regno Unito sono gravitati in misura sempre crescente verso mutuatari non bancari, specie negli Stati Uniti.

Contrattazioni in cambi e mercato interbancario

Il calo dell' "interbank recycling ratio" si è verificato grosso modo in coincidenza con l'introduzione dell'euro. Questa ha probabilmente contribuito a una contrazione sia del *volume* di transazioni valutarie sul mercato interbancario sia, di riflesso, del "recycling rate" dei depositi in dollari. Tale relazione rispecchia il fatto che per tutti gli anni settanta e ottanta nella quasi totalità delle contrattazioni di valute convertibili il dollaro USA veniva utilizzato come valuta veicolo¹². Non va inoltre dimenticato il ruolo dominante svolto dagli istituti bancari di Londra sul mercato dei cambi.

La confluenza di 11 valute europee nella moneta unica ha prodotto una flessione degli scambi valutari, evidenziata nelle statistiche BRI dal volume relativamente minore dell'attività interbancaria in eurodollari. Ciò è avvenuto a causa del forte legame tra mercato dei cambi e mercato interbancario. Il prezzo

Forte legame fra mercato interbancario e mercato dei cambi

¹⁰ Per quest'analisi sono stati considerati unicamente i paesi dichiaranti per cui erano disponibili serie temporali complete. I 13 paesi del campione sono: Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera. Gli Stati Uniti sono stati esclusi dato che il dollaro è la loro moneta nazionale.

¹¹ Questa aggregazione non dà sicuramente conto della sostanziale eterogeneità tra i vari paesi; nondimeno, dall'analisi dei singoli dati nazionali emerge chiaramente come il "recycling ratio" sia sceso nella maggior parte dei sistemi bancari nella seconda metà degli anni novanta.

¹² Anche il marco tedesco svolgeva questa funzione nei paesi che avrebbero poi aderito alla moneta unica.

dei contratti a termine viene stabilito in base ai differenziali di interesse nel mercato interbancario e vengono quasi sempre coperti con depositi su questo stesso mercato. Ad esempio, una banca situata a Berlino potrebbe indebitarsi in dollari USA presso una banca a Londra e convertire il prestito in yen sul mercato a pronti per finanziare a sua volta un'altra banca o un cliente non bancario per un periodo di tre mesi. Al tempo stesso, la banca di Berlino si proteggerà dal rischio valutario vendendo yen a tre mesi contro dollari. Allo scadere dei tre mesi il prestito in yen sarà rimborsato e immediatamente scambiato contro dollari al tasso specificato nel contratto a termine. L'originario prestito interbancario, e il corrispondente rimborso, figureranno nelle statistiche BRI fra le operazioni interbancarie in dollari USA. Il contratto a termine, per contro, non viene rilevato.

L'avvento dell'euro ha provocato un calo delle contrattazioni in cambi ...

Dalle recenti Indagini triennali delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati si evince che dopo l'introduzione dell'euro l'attività in cambi ha subito un calo piuttosto marcato¹³: il turnover mondiale è sceso nel complesso

Turnover delle operazioni valutarie in dollari USA, per coppia di valute ¹												
Coppia di valute	Tutti i paesi dichiaranti ²						Regno Unito ³					
	1995		1998		2001		1995		1998		2001	
	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵
Dollaro USA/euro	.	.	.	.	354	33	.	.	.	.	170	37
Dollaro USA/ valute euro	427	45	537	43	.	.	193	50	281	50	.	.
<i>di cui:</i>												
dollaro USA/ marco tedesco	254	27	290	23	.	.	100	26	138	25	.	.
dollaro USA/ franco francese	51	5	58	5	.	.	25	6	29	5	.	.
dollaro USA/ECU	18	2	17	1	.	.	15	4	13	2	.	.
dollaro USA/ altre SME	104	11	172	14	.	.	53	14	101	18	.	.
dollaro USA/altre ⁶	520	55	711	57	706	67	195	50	277	50	291	63
Totale	947	100	1 248	100	1 060	100	388	100	558	100	461	100

¹ Per ciascun anno, medie giornaliere di aprile corrette per le duplicazioni a livello nazionale e internazionale. ² Al netto delle duplicazioni per le operazioni inter-dealer a livello nazionale e internazionale. ³ Al netto delle duplicazioni a livello nazionale. ⁴ Ammontare, in miliardi di dollari USA. ⁵ In percentuale. ⁶ Principalmente yen, sterlina, franco svizzero, dollaro canadese e dollaro australiano.

Fonte: BRI (1999, 2002). Tabella 1

¹³ Cfr. le pubblicazioni BRI sulle Indagini triennali del maggio 1996, maggio 1999 e marzo 2002, nonché Galati (2001) per ulteriori dettagli. Le indagini erano state condotte da banche centrali e autorità monetarie nei mesi di aprile del 1995, 1998 e 2001. I dati raccolti riguardavano il turnover (mensile) sui mercati valutari tradizionali – a pronti, a termine secco e riporti in cambi – e nel comparto OTC dei derivati su valute, tassi di interesse, indici azionari, merci, strumenti creditizi e di altro tipo.

Turnover delle operazioni valutarie in dollari USA, per controparte ¹						
medie giornaliere di aprile, in miliardi di dollari USA						
	1995		1998		2001	
	Volume	Quota %	Volume	Quota %	Volume	Quota %
Intermediari dichiaranti	610	64	806	64	637	60
Altre istituzioni finanziarie	197	21	245	19	298	28
Clientela non finanziaria	140	15	197	17	125	12
Totale	947	100	1 248	100	1 060	100

¹ Corretto per le duplicazioni a livello nazionale e internazionale. Escluse le lacune di segnalazione stimate.
Fonte: BRI (1996, 1999, 2002). Tabella 2

da una media giornaliera di \$1,49 trilioni nel 1998 a \$1,2 trilioni nel 2001. A 1,06 trilioni (-15%, tabella 1). La flessione ha interessato la maggior parte delle principali valute. Inoltre, nel Regno Unito le operazioni in dollari che avevano come contropartita le monete poi confluite nell'euro ammontavano in media nell'aprile 1998 a \$281 miliardi giornalieri, pari alla metà dell'attività valutaria totale del paese. Queste operazioni sono però diminuite dopo l'introduzione dell'euro, e nell'aprile 2001 la media era scesa a \$170 miliardi, ossia un terzo circa dell'attività complessiva della piazza londinese¹⁴.

Così come rilevato dalle Indagini triennali, le variazioni nella *distribuzione* delle controparti nelle operazioni valutarie sono indicative del crescente legame tra istituzioni finanziarie non bancarie e grandi banche commerciali (tabella 2). Nel 1998 il 64% del turnover medio giornaliero delle operazioni sul dollaro USA era effettuato nel segmento inter-dealer, in cui rientrano molte delle banche globali coperte dalle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale. Per converso, solo il 19% di tali transazioni aveva come controparte istituzioni finanziarie non bancarie. Nel 2001 quest'ultima percentuale era salita al 28% dell'attività complessiva, con un aumento anche in termini assoluti, mentre la quota delle operazioni tra intermediari era scesa al 60%. A spiegazione di questo calo e, per estensione, dell'accresciuta quota di attività con soggetti finanziari non bancari, Galati (2001) cita il sempre maggiore ricorso all'intermediazione elettronica sui mercati dei cambi e il consolidamento del settore bancario.

... e una diversa distribuzione delle controparti

Finanziamento delle operazioni in titoli

Ancorché significativo, il calo dell'attività in cambi non arriva a spiegare interamente la contrazione relativa nei prestiti interbancari erogati dalla piazza di Londra. In particolare, una diminuzione dell'attività valutaria in dollari USA dovrebbe presumibilmente avere implicazioni analoghe dal lato sia dell'attivo che del passivo dei bilanci bancari. Dai dati della BRI emerge tuttavia che,

Lo spostamento verso strutture bancarie "hub and spoke" ...

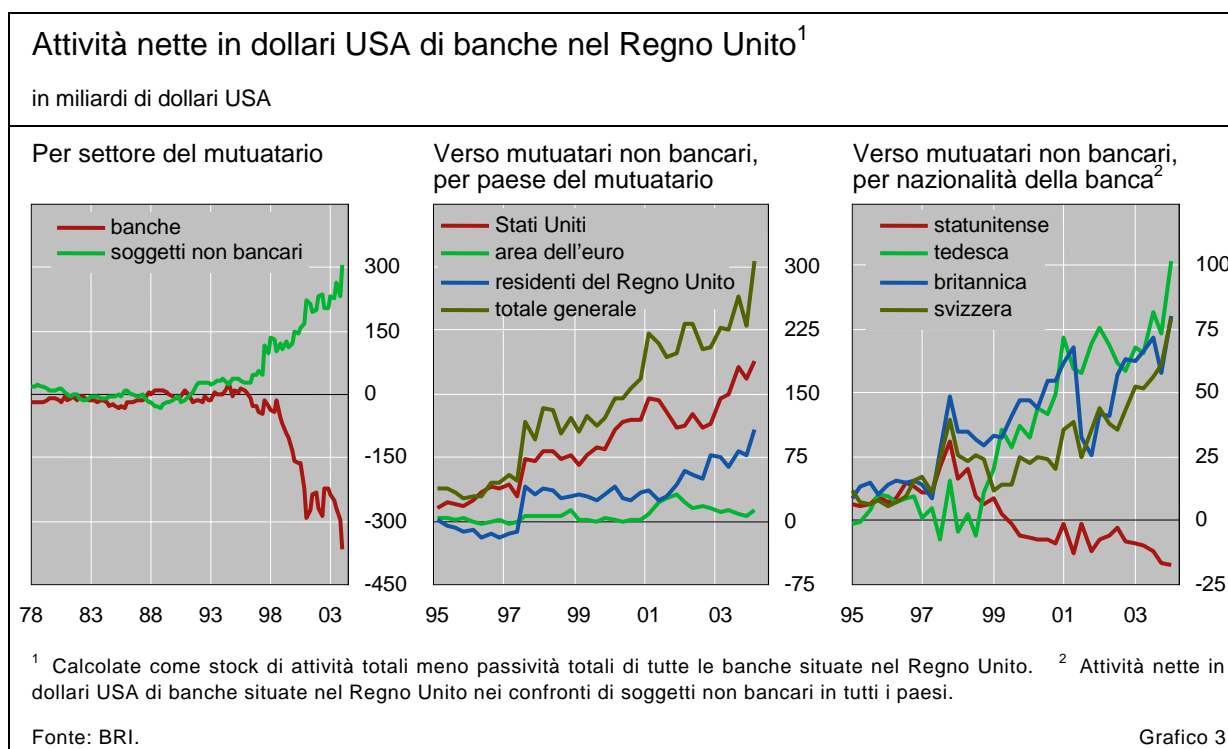
¹⁴ Nel 1995 le transazioni a termine secco sulla coppia dollaro USA-valute costituenti l'euro rappresentavano il 43% del turnover totale in dollari USA di questa categoria di operazioni (38% nel 1998). A fine 2001 la corrispondente quota per l'euro era scesa al 36%.

anche se negli ultimi anni la crescita delle attività interbancarie *provenienti da* banche di Londra è di fatto rallentata, le banche nel resto del mondo hanno continuato a depositare fondi in dollari *presso* loro omologhe a Londra. Ciò starebbe a indicare un più profondo mutamento strutturale nell'attività di intermediazione delle banche.

Gli operatori fanno spesso riferimento alla comparsa nell'ultimo decennio di strutture bancarie "a raggiera" ("hub and spoke"). Le grandi banche commerciali concentrano sempre più frequentemente la propria operatività internazionale su un'unica piazza, di norma un importante centro finanziario come Londra. Nella sua configurazione più diffusa, questa struttura prevede che le filiali operanti nelle vari parti del mondo raccolgano i depositi, per incanalarli poi verso l'"hub" globale (il centro della raggiera). Ciò provoca tuttavia una dilatazione dello stock di attività – rilevate dalle statistiche BRI – nei confronti delle banche ivi situate. Dal centro, i fondi vengono poi distribuiti a banche e, in misura sempre crescente, a mutuatari non bancari (spesso istituzioni finanziarie) in tutto il mondo.

Tale fenomeno è chiaramente riscontrabile a Londra. Rispetto ai primi anni di funzionamento del mercato degli eurodollari, una quota sempre maggiore dei dollari depositati a Londra da banche di tutto il mondo viene data in prestito a prenditori non bancari (grafico 3, diagramma di sinistra). Nel primo trimestre 2004 le passività totali in dollari USA delle banche nel Regno Unito hanno raggiunto quota \$1,3 trilioni, oltre il doppio del livello di fine 1997. Gli *impieghi* interbancari, per contro, non hanno tenuto il passo con la crescita

... ha contribuito al cambiamento strutturale nel mercato interbancario di Londra



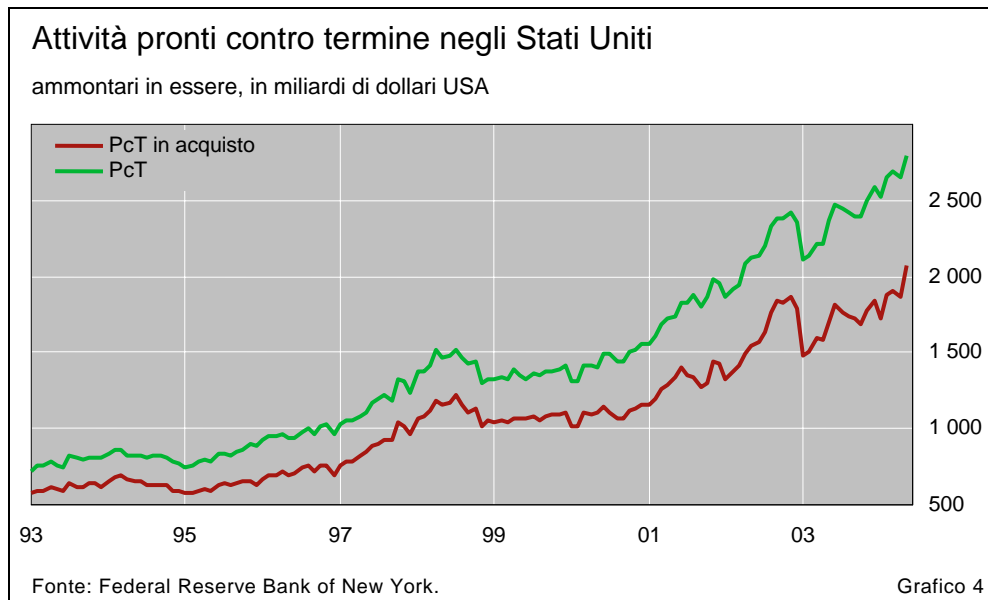
delle passività, aumentando nello stesso periodo di meno del 60%¹⁵. Nell'insieme, ciò ha dato luogo a consistenze nette in dollari per \$368 miliardi che non sono state ridepositate sull'interbancario.

Questo surplus di dollari è stato impiegato per finanziare l'indebitamento in dollari di soggetti non bancari, principalmente negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma di sinistra). Complessivamente, lo stock netto di attività verso questo settore ha toccato \$307 miliardi nel primo trimestre 2004, contro \$97 miliardi di fine 1997. Questi fondi sono affluiti per quasi i due terzi a prenditori negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma centrale), mentre buona parte della porzione restante (\$82 miliardi) è andata a residenti nel Regno Unito¹⁶.

Non risulta altrettanto semplice individuare con precisione la tipologia dei mutuatari non bancari negli Stati Uniti ma, in base alle tendenze del settore bancario globale negli anni novanta, sembra si tratti di società mobiliari, hedge fund e altri istituti finanziari non bancari che si sono indebitati presso banche di Londra per speculare tramite l'assunzione di posizioni in titoli a reddito fisso. I dati BRI mostrano che l'aumento dello stock netto di attività in dollari del Regno Unito verso tale settore è in gran parte ascrivibile alle dipendenze londinesi di banche originarie dello stesso Regno Unito, della Germania e della Svizzera (grafico 3, diagramma di destra). Nello stesso periodo molti grandi istituti con sede in questi paesi hanno trasferito in tutto o in parte la loro operatività globale a Londra. Inoltre, il processo di consolidamento del settore dei servizi finanziari negli anni novanta ha spesso riguardato banche con sede

I maggiori prestiti ai mutuatari negli Stati Uniti ...

... potrebbero rispecchiare i più forti legami con le imprese finanziarie non bancarie



¹⁵ Lo stock netto di passività nei confronti di banche negli Stati Uniti è cresciuto di \$122 miliardi, e quello nei confronti di banche nei centri offshore di \$40 miliardi; gli aumenti verso Giappone, area dell'euro e PVS sono pari rispettivamente a \$22, 23,5 e 40 miliardi.

¹⁶ Negli anni recenti, banche e building societies di nazionalità britannica si sono rivolte ai mercati valutari all'ingrosso per finanziare i prestiti sull'interno (Speight e Parkinson, 2003).

in questi paesi europei e istituzioni finanziarie non bancarie, alcune delle quali situate negli Stati Uniti¹⁷.

I più intensi legami tra banche e intermediari mobiliari potrebbero aver favorito il crescente ricorso a operazioni pronti contro termine (PcT), uno dei principali strumenti con cui gli intermediari nei mercati dei titoli a reddito fisso finanziano le proprie posizioni. In concomitanza con i cambiamenti dianzi descritti, il volume di contratti PcT in essere negli Stati Uniti – che ricomprende i contratti stipulati con controparti sia nazionali che estere – è cresciuto da circa \$1 trilione nel 1997 a oltre \$2,5 trilioni a fine 2003 (grafico 4).

Conclusioni

I depositi di eurodollari sono sempre più concentrati a Londra. Mentre la struttura complessiva del mercato interbancario londinese è rimasta stabile per buona parte del periodo di crescita degli eurodollari, il rapporto di lungo periodo che presiede al flusso di fondi transitati per le banche di Londra sembra esser cambiato di recente. Se fino a metà degli anni novanta per ogni dollaro depositato a Londra 75 centesimi venivano ricollocati sul mercato interbancario, negli ultimi anni tale rapporto è sceso appena al disopra dei 50 centesimi.

All'origine di tale declino vi sarebbero i cambiamenti intervenuti nell'attività bancaria, insieme al calo delle operazioni valutarie in dollari USA indotto dall'introduzione dell'euro. Le banche di Londra continuano a ricevere depositi in dollari USA da omologhe all'estero, ma indirizzano una quota sempre maggiore di questi fondi verso mutuatari non bancari, principalmente negli Stati Uniti. Questo spostamento ha coinciso con la ridotta attività di intermediazione interbancaria nel mercato valutario, con un ampliamento della gamma dei servizi offerti dalle principali banche commerciali e con il finanziamento di società mobiliari, specie negli USA.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1996): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, maggio.

——— (1999): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, maggio.

——— (2002): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, marzo.

¹⁷ Per citarne alcune, Deutsche Bank ha acquistato il Morgan Grenfell Group nel Regno Unito nel 1989, Bankers Trust negli Stati Uniti nel 1999 e Scudder Investments – società USA di gestione patrimoniale – nel 2002. UBS/SBC ha acquisito SG Warburg plc a Londra nel 1995; nel 1997 essa ha incorporato Dillon, Read & Co, una investment bank a New York, per poi fondersi quattro anni dopo con PaineWebber. Credit Suisse ha accresciuto il proprio controllo nella First Boston nel 1990, dando vita alla CSFB nel 1996–97. Barclays ha istituito un settore di investment banking nel 1986, divenuto in seguito Barclays Capital; nel 1995 la banca ha incorporato il gestore di fondi Wells Fargo Nikko Investment Advisors, confluito poi – insieme a BZW Investment Management – nella Barclays Global Investors.

- Galati, G. (2001): "Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'indagine triennale 2001", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.
- Grabbe, O. (1986): *International financial markets*, Elsevier Science Publishing Co. Inc., New York.
- Johnston, R.B. (1983): *The economics of the euromarket: history, theory and practice*, Macmillan, New York.
- Krugman, P. e M. Obstfeld (1991): *International economics, theory and policy*, seconda edizione, HarperCollins Publishers Inc.
- Mayer, H. (1979): "Credit and liquidity creation in the international banking sector", *BIS Economic Papers*, n.1.
- McKinnon, R. (1979): *Money in international exchange, the convertible currency system*, Oxford University Press, New York, Oxford.
- Niehans, J. (1984): *International monetary economics*, the Johns Hopkins University Press, Baltimora, Maryland.
- Speight, G. e S. Parkinson (2003): "Large UK-owned banks' funding patterns: recent changes and implications", *Bank of England Financial Stability Review*, dicembre.

Annunci macroeconomici e volatilità implicite nei mercati delle swaption¹

Alcune delle oscillazioni più pronunciate nei principali mercati swap si osservano nei giorni di pubblicazione dei dati economici statunitensi. Le variazioni dei rendimenti si traducono, in quei giorni, in picchi della volatilità realizzata. I prezzi delle swaption si aggiustano in conseguenza di tali picchi: una volta che questi si esauriscono, le volatilità implicite in tali prezzi tendono a calare. Per un dato tipo di annuncio il calo della volatilità implicita è coerente con le dimensioni medie del picco registrato dalla volatilità realizzata.

Classificazione JEL: G10, G14.

Un'ampia parte della letteratura è concorde nell'annoverare gli annunci macroeconomici tra i più importanti eventi informativi sui mercati del reddito fisso. È stato comunemente riscontrato che l'effetto sui rendimenti di un dato annuncio dipende dall'entità della sorpresa, ovvero dalla differenza tra le cifre pubblicate e le previsioni prevalenti per la variabile in questione. Non molto si sa tuttavia riguardo all'impatto di tali annunci sull'incertezza del mercato, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni su tassi di interesse.

Il presente saggio monografico considera il mercato delle swaption per analizzare l'effetto degli annunci macroeconomici sulla volatilità implicita. A tal fine, viene dapprima individuato un sottoinsieme di indicatori economici che esercitano un impatto significativo sui rendimenti swap osservati a frequenza giornaliera sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Si procede poi col mostrare come gli effetti di tali indicatori si trasmettano alle volatilità realizzate, che tipicamente registrano un picco nei giorni caratterizzati dalla pubblicazione di determinati annunci; le dimensioni dei picchi dipendono dal particolare annuncio e dall'ampiezza della sorpresa. Infine, viene evidenziato come, in linea con quanto ci si attenderebbe, le volatilità implicite nei prezzi dei contratti di swaption tendano a calare una volta che il picco di volatilità indotto dall'annuncio si esaurisce. Le dimensioni effettive di una data sorpresa non sembrano sortire effetti di rilievo sull'entità del calo delle volatilità implicite dopo l'annuncio.

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

Quali sono gli annunci che contano? Rassegna delle evidenze

Numerosi studi sono stati dedicati alla misurazione dell'impatto degli annunci macroeconomici sui prezzi finanziari. I risultati evidenziano che, generalmente, gli annunci relativi a un ristretto numero di variabili macroeconomiche USA influiscono significativamente sui rendimenti sia statunitensi che dell'area dell'euro; l'effetto degli annunci relativi a variabili dell'area dell'euro sui tassi in euro o in dollari è invece solo modesto o trascurabile. Utilizzando dati ad alta frequenza, Fleming e Remolona (1997) e Furfine (2001) analizzano l'impatto degli annunci macroeconomici sul mercato dei titoli pubblici statunitensi, riscontrando che esso dipende dalla dimensione delle sorprese – ovvero dalla deviazione del dato annunciato rispetto al valore atteso desunto dalle previsioni degli analisti. In altri recenti lavori si è esaminata la trasmissione ad altri paesi degli effetti degli annunci macroeconomici. Secondo Goldberg e Leonard (2003), la pubblicazione delle statistiche USA su occupazione nei settori non agricoli, tasso di disoccupazione, nuove richieste di sussidi di disoccupazione e fiducia dei consumatori è tendenzialmente all'origine delle più ampie oscillazioni nei prezzi delle obbligazioni sovrane sia statunitensi che tedesche. Coerentemente con l'ipotesi che le variabili USA abbiano maggiore impatto di quelle europee, Pedersen e Wormstrup (2001) rilevano come solo alcuni indicatori dell'area dell'euro incidano sui rendimenti obbligazionari dell'area stessa. Ehrmann e Fratzscher (2002) confermano che, malgrado l'intensificarsi dei nessi tra le due aree economiche fra il 1993 e il 2002, l'impatto della pubblicazione delle statistiche USA è generalmente superiore a quello dei dati dell'area dell'euro. Precedenti studi mostrano che gli annunci USA incidono significativamente anche sulle variazioni di prezzo delle obbligazioni australiane (Campbell e Lewis, 1998), e a conclusioni analoghe pervengono Gravelle e Moessner (2001) con riferimento ai tassi futures a breve termine e ai rendimenti dei titoli di Stato canadesi tra il 1995 e il 2000.

In questa sezione si confermano per i rendimenti swap gli stessi effetti di annuncio già documentati per i rendimenti dei titoli pubblici statunitensi e dell'area dell'euro. Vengono considerati 35 indicatori, 16 riferiti agli Stati Uniti, 5 all'insieme dell'area dell'euro, 7 all'Italia, 5 alla Francia e 2 alla Germania. Le "sorprese" sono definite come differenza tra il valore annunciato dell'indicatore e la corrispondente previsione prevalente sui mercati². Esse sono standardizzate in modo da poter confrontare l'impatto prodotto dai diversi annunci. In tutti i casi, si definisce "positiva" una sorpresa in cui la direzione

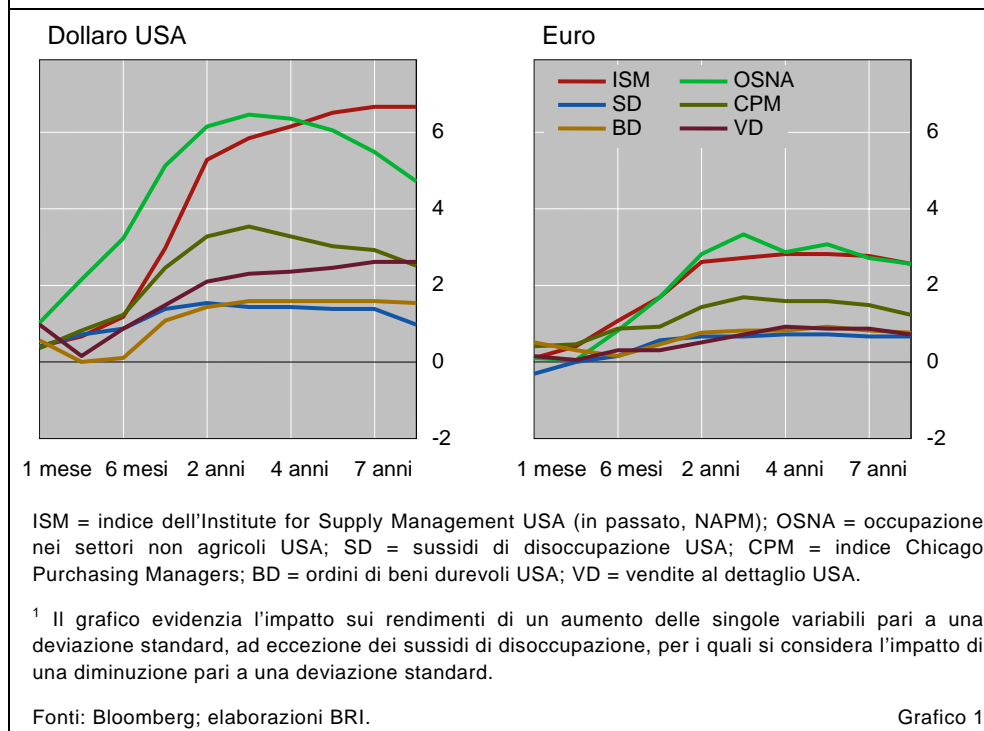
Gli annunci macroeconomici USA all'origine delle variazioni dei rendimenti ...

... sia negli USA sia nell'area dell'euro

² La fonte per tutte le sorprese è Bloomberg. Per gli Stati Uniti si esaminano gli indicatori relativi a: indice dei prezzi al consumo (IPC), indice dell'Institute for Supply Management (ISM), richieste di sussidi di disoccupazione, occupazione nei settori non agricoli, ordini di beni durevoli, PIL, costruzione di nuove abitazioni, indice dei responsabili degli acquisti Chicago Purchasing Managers (CPM), indice degli indicatori anticipatori ("leading indicator"), indice dei prezzi alla produzione (IPP), vendite al dettaglio, ordini all'industria, grado di utilizzo della capacità produttiva, indice della produzione industriale, bilancia commerciale, produttività. Per l'area dell'euro: IAPC, fiducia dei consumatori, fiducia delle imprese, produzione industriale, IPP. Per l'Italia, IPC preliminare (città campione), fiducia dei consumatori, fiducia delle imprese, IPP, produzione industriale, indici dei salari orari, vendite al dettaglio. Per la Germania: vendite al dettaglio, indice Ifo. Per la Francia: IPC, fiducia dei consumatori, spesa per consumi, produzione industriale, IPP.

Variazioni di rendimento swap in seguito a una sorpresa positiva con deviazione standard pari a uno¹

in punti base



dello scarto fra il valore effettivo e quello atteso dell'indicatore segnala una crescita economica o un'inflazione maggiori del previsto.

Si impiegano regressioni in cui le variabili dipendenti sono date dalle variazioni giornaliere degli eurodepositi con scadenza da uno a sei mesi e dei tassi swap con scadenza da uno a dieci anni, mentre i regressori sono i valori contemporanei delle 35 sorprese³. Il campione va da gennaio 2000 a maggio 2004. Dal momento che le sorprese sono state standardizzate, i coefficienti di queste regressioni possono essere interpretati come la variazione di rendimento, in punti base, indotta da una sorpresa di dimensione pari a una deviazione standard.

A conferma delle conclusioni degli studi precedenti, sei variabili relative ad annunci statunitensi risultano esercitare un influsso significativo sui tassi swap sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, mentre nessuna variabile relativa a quest'area ha un ruolo statisticamente rilevante per le variazioni dei rendimenti in entrambe le economie⁴. Dal diagramma di sinistra del grafico 1 si evince come i dati sull'occupazione nei settori non agricoli USA e l'indice dell'Institute for Supply Management (ISM) costituiscano le variabili più rilevanti, mentre gli annunci relativi a sussidi di disoccupazione, indice Chicago Purchasing

³ Le medesime regressioni sono state ripetute includendo tra i regressori un ristretto numero di ritardi per le variazioni giornaliere dei tassi swap, in modo da verificare l'esistenza di un certo grado di prevedibilità di tali serie, senza peraltro ottenere risultati significativamente diversi.

⁴ Questi risultati non vengono riportati.

I mercati swap vanno soggetti allo stesso fenomeno

Managers (CPM), ordini di beni durevoli e vendite al dettaglio producono effetti minori e di intensità pressoché equivalente. Il diagramma di destra del grafico illustra come l'impatto di tali annunci sui tassi swap nell'area dell'euro tenda ad essere meno pronunciato, pari a circa la metà di quello osservato per i tassi USA⁵.

Impatto degli annunci economici sulle volatilità

Mentre molti studi si sono occupati di come gli annunci influiscono sui rendimenti, solo in alcuni casi è stato esaminato il loro effetto sui momenti secondi dei rendimenti finanziari. Andersen et al. (2003) osservano che la volatilità *realizzata*, misurata dai quadrati delle variazioni dei rendimenti, registra un balzo appena dopo gli annunci, rispecchiando la variazione intervenuta nei rendimenti. Essi mostrano altresì che, in media, il picco positivo di volatilità nei giorni dell'annuncio ha una durata superiore a quella dell'impatto dell'annuncio sui rendimenti. In precedenza, Ederington e Lee (1996) avevano riscontrato che le volatilità *implicite*, cioè ricavate dai prezzi delle opzioni, tendono ad aumentare nei giorni precedenti la pubblicazione dei dati, per poi calare bruscamente appena dopo gli annunci, poiché l'annuncio stesso contribuisce ad eliminare l'incertezza.

Gli annunci influiscono anche sulle volatilità ...

Qual è dunque la relazione tra il comportamento della volatilità realizzata e quello della volatilità implicita? La volatilità realizzata è una misura *ex post* della volatilità; in quanto tale, il suo comportamento dovrebbe dipendere non soltanto dal tipo di annuncio ma anche dall'ampiezza dell'eventuale sorpresa ad esso associata. All'opposto, la volatilità implicita rappresenta una misura *ex ante*, che dovrebbe rispecchiare la volatilità realizzata attesa in media durante la vita residua dell'opzione⁶. Il comportamento della volatilità implicita dovrebbe pertanto dipendere dal tipo di annuncio, ma non necessariamente dall'entità della sorpresa in un dato giorno di annuncio, che non è nota a priori. In linea di principio, prima di un annuncio la volatilità implicita rispecchierà l'aumento medio della volatilità realizzata indotto da tale annuncio. Dopo l'annuncio, la volatilità implicita in una data opzione dovrebbe diminuire poiché vi è un annuncio macroeconomico – e quindi un picco di variabilità in meno – da considerare nel corso della vita residua dell'opzione. In prima approssimazione, l'ampiezza dell'eventuale sorpresa dovrebbe essere irrilevante. Questa ipotesi viene sottoposta a verifica formale nell'ultima sezione del presente lavoro.

... ma le volatilità implicite differiscono dalle volatilità realizzate

Come mostrato nella sezione precedente, i rendimenti swap aumentano dopo una sorpresa positiva e calano dopo una sorpresa negativa. Questa oscillazione si traduce in un balzo positivo della volatilità realizzata dei rendimenti. Si calcolano le volatilità realizzate per i tassi swap USA nel periodo

⁵ È alquanto interessante osservare che sui tassi dell'area dell'euro l'occupazione nei settori non agricoli e l'indice ISM producono il medesimo impatto, mentre la prima variabile ha un'incidenza più forte nel caso dei rendimenti swap USA.

⁶ In generale, la volatilità implicita sarà influenzata anche dalle preferenze degli investitori, in particolare dal loro grado di avversione al rischio.

Le variabili dummy
colgono gli effetti
dell'annuncio ...

gennaio 2000–maggio 2004 come valore assoluto delle variazioni dei tassi swap con scadenza a uno, cinque e dieci anni. Come emerge dalla tabella 1, la variazione delle volatilità realizzate registrata nei giorni di pubblicazione dei singoli sei indicatori rispetto al livello prevalente in ciascuno degli altri giorni del campione è sempre positiva e significativa. I picchi maggiori si osservano per i dati sull'occupazione nei settori non agricoli (tra l'8 e il 18% per i tre tassi), sui sussidi di disoccupazione (3–5%) e sulle vendite al dettaglio (4,5% circa per l'insieme dei tassi).

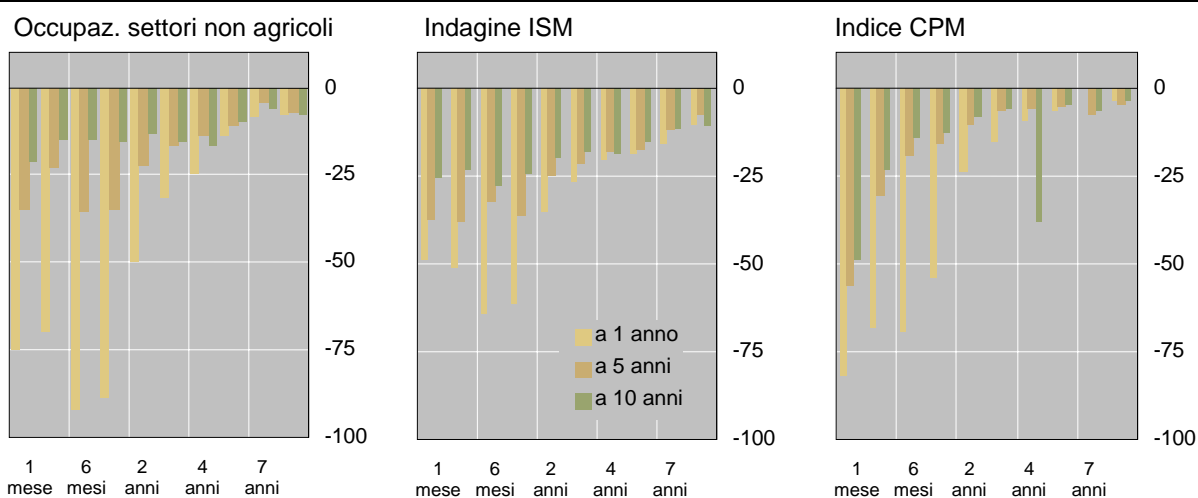
Si procede ad analizzare il comportamento della volatilità implicita nei giorni di annuncio. In primo luogo, vengono stimate le volatilità implicite in swaption con scadenza compresa tra un mese e un anno relative a tassi swap a uno, cinque e dieci anni⁷. Si effettua quindi la regressione delle variazioni giornaliere di tali volatilità su variabili dummy per i giorni di annuncio, una per ogni tipo di annuncio. Ciascuna variabile dummy è posta pari all'unità nel giorno del corrispondente annuncio e pari a zero per tutti gli altri giorni. Il grafico 2 riporta i risultati per i tre principali annunci dei sei considerati. In linea con quanto riscontrato in precedenza, l'impatto dei giorni di annuncio sulle volatilità implicite è sempre fortemente negativo, con un andamento tendenzialmente simile per le varie scadenze e i vari orizzonti temporali. Lungo la struttura per scadenza, la risposta più forte alle sorprese si ha in genere per le volatilità implicite del tasso swap USA a un anno: l'annuncio dei dati sull'occupazione nei settori non agricoli le fa scendere di quasi 100 punti per la scadenza semestrale e per quella annuale. Nel caso degli swap in euro, le volatilità dei tassi di interesse rispondono significativamente a un unico

Balzo medio della volatilità realizzata nei giorni degli annunci USA ¹			
in percentuale, su base annua			
	Tasso a 1 anno	Tasso a 5 anni	Tasso a 10 anni
Occupazione nei settori non agricoli USA	18,35	10,90	7,96
Indagine ISM	1,70	4,95	4,28
Indice CPM	2,10	1,20	1,11
Ordini di beni durevoli USA	0,34	1,93	1,20
Vendite al dettaglio USA	4,62	4,79	3,95
Richieste sussidi di disoccupazione USA	5,18	3,51	3,18

¹ Variazione nella volatilità realizzata nei giorni in cui si verificano gli annunci economici.
Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI. Tabella 1

⁷ Una swaption è un'opzione su un tasso swap, ovvero un'opzione su un portafoglio di tassi Libor futuri. Una "payer swaption" di tipo europeo conferisce all'acquirente il diritto di stipulare alla scadenza dell'opzione uno swap in cui paga un tasso fisso e predeterminato, e riceve in cambio un tasso variabile, ovvero il Libor. Ad esempio, all'inizio del contratto, una swaption di durata biennale su tasso swap a un anno con prezzo di esercizio del 4% dà al suo titolare la facoltà – alla scadenza dei due anni – di stipulare uno swap a un anno che prevede il versamento del 4% e l'incasso, a intervalli semestrali, della serie dei tassi variabili Libor.

Impatto degli annunci economici USA sulle volatilità implicite¹



¹ Variazione nelle volatilità implicite, espressa in punti base, nei giorni in cui si verificano gli annunci economici. In legenda è riportata la durata dei tassi swap, mentre sull'asse delle ascisse è indicata la scadenza delle swaption.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI.

Grafico 2

annuncio, quello relativo all'indagine ISM, e in misura solo marginale ai dati sull'occupazione nei settori non agricoli (quest'ultima risultanza non è riportata). Inoltre, gli effetti (anch'essi non riportati) degli annunci statunitensi su queste volatilità implicite tendono a essere ben inferiori rispetto a quelli osservati per i tassi USA. Coerentemente con quanto riscontrato per le variazioni dei tassi swap, in nessun caso la pubblicazione di dati europei ha un impatto significativo sulle volatilità implicite dei tassi swap nell'area dell'euro.

Vi è corrispondenza tra le diminuzioni delle volatilità implicite e i picchi medi di volatilità associati alle tipologie di annunci effettuati in quei giorni? In altre parole, è ragionevole attendersi che per un certo tipo di annuncio queste diminuzioni non varino da una data di pubblicazione all'altra? Ciò dovrebbe verificarsi qualora gli annunci specifici non inducessero gli agenti economici a rivedere le proprie aspettative sulla volatilità futura o a modificare il compenso richiesto a fronte del rischio collegato alla sue oscillazioni⁸.

Quanto incide l'entità della sorpresa sulle variazioni delle volatilità implicite?

L'analisi effettuata finora mostra che le volatilità implicite nelle swaption diminuiscono significativamente nei giorni di annuncio, ma non tiene conto

⁸ Il grado di corrispondenza tra il picco della volatilità realizzata e il calo di quella implicita viene formalmente verificato nel modo seguente: per ciascun giorno precedente un annuncio viene costruita una previsione della variazione della volatilità implicita che si osserverà dopo l'annuncio sottraendo il picco atteso nella volatilità realizzata – ottenuto dalla tabella 1 e riproporzionato alla scadenza della swaption – dalla volatilità implicita prevalente quel giorno. Per ogni tipo di annuncio si confronta quindi la differenza tra le variazioni realizzate e quelle previste della volatilità implicita. In quasi i due terzi dei casi (su un totale di 54 raffronti) non è possibile scartare l'ipotesi che la previsione sia statisticamente indistinguibile dai valori effettivi delle variazioni nella volatilità implicita. Cfr. Tarashev et al. (2003) per un'applicazione agli indici azionari di Stati Uniti, Regno Unito e Germania.

della dimensione della sorpresa. Il lavoro di ricerca precedentemente condotto sui rendimenti ha messo in luce che la dimensione della sorpresa ne influenza i movimenti: quanto maggiore la sorpresa, tanto più ampia la variazione. Come già notato, tuttavia, la variazione delle volatilità implicite dovrebbe dipendere unicamente dall'aspettativa della volatilità realizzata, a meno che l'entità della sorpresa non modifichi le opinioni degli operatori sul livello della volatilità futura.

Al fine di verificare se l'ampiezza della sorpresa sia rilevante per il comportamento delle volatilità implicite nei giorni dell'annuncio si effettuano ulteriori regressioni. Come in precedenza, sono considerate come variabili dipendenti le variazioni osservate nelle volatilità implicite per ciascuno dei tre rendimenti e per ciascuna delle tre scadenze delle swaption, e come variabili indipendenti le dummy per i giorni di annuncio. Questa volta, tuttavia, vengono aggiunti alle regressioni i valori assoluti delle corrispondenti sorprese standardizzate. Se i coefficienti associati alle sorprese standardizzate risultano significativamente diversi da zero, allora è possibile concludere che l'entità della sorpresa ha rilevanza e contiene informazioni importanti sulle volatilità future.

Dai risultati relativi alle volatilità implicite dei tassi swap USA emerge che il coefficiente associato con il valore assoluto della sorpresa è trascurabile per cinque dei sei annunci esaminati (occupazione nei settori non agricoli, indagine ISM, indice CPM, sussidi di disoccupazione, ordini di beni durevoli; cfr. tabella 2). Ciò implica che la conoscenza dell'entità della sorpresa relativa a uno qualunque di questi cinque annunci non comporta vantaggi significativi ai

... e l'entità della sorpresa in un dato giorno è in genere irrilevante

Regressione della variazione nelle volatilità implicite sulle dummy per l'annuncio e le sorprese economiche¹

in punti base

		Tasso a 1 anno		Tasso a 5 anni		Tasso a 10 anni	
		1 mese ²	6 mesi ²	1 mese ²	6 mesi ²	1 mese ²	6 mesi ²
Occupazione nei settori non agricoli USA	A	-70	-55	-44	-27	-55	-26
	S	-18*	33*	-32*	-2*	-10*	3*
Indagine ISM	A	-84	-29	-67	-29	-60	-24
	S	29*	-23*	1*	-6*	0*	-3*
Indice CPM	A	-82	-29	-67	-29	-61	-24
	S	32*	19*	12*	9*	1*	1*
Richieste di sussidi di disoccupazione USA	A	-84	-29	-68	-29	-61	-23
	S	-5*	3*	-2*	3*	-9	1*
Vendite al dettaglio USA	A	-84	-32	-68	-29	-61	-24
	S	-15*	-47	-16	-15	-6*	-3*
Ordini di beni durevoli USA	A	-85	-30	-68	-29	-61	-24
	S	-53	-5*	-23	0*	-24	-3*

¹ La variabile dummy è posta pari all'unità nel giorno dell'annuncio e pari a zero per tutti gli altri giorni. A = variazione della volatilità implicita dovuta alla dummy per l'annuncio; S = variazione dovuta all'entità delle sorprese standardizzate. L'asterisco indica che il coefficiente non è statisticamente diverso da zero. ² Durata della swaption. Tabella 2

fini della previsione delle volatilità future. Solo nel caso dei dati sulle vendite al dettaglio le dimensioni della sorpresa sembrano avere rilevanza. L'effetto è tuttavia opposto a quello che ci si potrebbe attendere: una sorpresa maggiore provoca un calo più ampio della volatilità implicita, indicando attese di volatilità future inferiori. Nel complesso, la diminuzione delle volatilità implicite nei giorni di annuncio non dipende dall'entità dell'eventuale sorpresa.

Conclusioni

Si confermano i riscontri di precedenti studi secondo cui la pubblicazione di un ristretto numero di variabili economiche USA produce variazioni significative nei tassi di interesse sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Non è stato possibile individuare alcun dato relativo all'area dell'euro che abbia un'incidenza sui rendimenti dell'area stessa o su quelli statunitensi. Inoltre, per almeno sei annunci specifici USA le volatilità implicite desunte dalle swaption tendono a diminuire nei giorni degli annunci. Questi cali sono in linea con i picchi che tali annunci provocano in media nelle volatilità realizzate, a indicare che il comportamento delle volatilità implicite può essere in ampia misura spiegato dalla rimozione di un picco di volatilità attesa dall'orizzonte temporale sotteso dalla vita residua della swaption. Inoltre, l'entità della sorpresa economica in un dato giorno di annuncio non è utile ai fini della previsione delle variazioni della volatilità implicita.

Riferimenti bibliografici

Andersen, T., T. Bollerslev, F.X. Diebold e C. Vega (2003): *Real-time price discovery in stock, bond and foreign exchange markets*, Simon Graduate School of Business Administration, mimeo.

Campbell, F. ed E. Lewis (1998): "What moves yields in Australia?", *Research Discussion Paper 9808*, Domestic Markets Department, Reserve Bank of Australia, luglio.

Ederington, L.H. e J.H. Lee (1996): "The creation and resolution of market uncertainty: the impact of information releases on implied volatility", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pagg. 513–539.

Ehrmann, M. e M.F. Fratzscher (2002): "Interdependence between the euro area and the US: what role for EMU?", *Working Paper della BCE*, n. 200.

Fleming, M.J. ed E.M. Remolona (1997): "What moves the bond market?", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3, dicembre.

Furfine, C. (2001): "Gli annunci macroeconomici condizionano ancora il mercato obbligazionario USA?", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 53–61.

Goldberg, L. e D. Leonard (2003): "What moves sovereign bond markets? The effect of economic news on US and German yields", *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, settembre.

Gravelle, T. e R. Moessner (2001): "Reaction of Canadian interest rates to macroeconomic announcements: implications for monetary policy transparency", *Bank of Canada Working Paper*, n. 5.

Pedersen, A.M. e J. Wormstrup (2001): "Macroeconomic data releases and the yield curve for the euro area", *Danmarks Nationalbank Monetary Review*, terzo trimestre.

Tarashev, N., K.T. Tsatsaronis e D. Karampatos (2003): "Propensione al rischio: l'insegnamento tratto dalle opzioni", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 59–68.

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

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Le società finanziarie sembrano aver compiuto notevoli progressi nel migliorare le prassi di informativa, ma sarebbe auspicabile un livello ancora maggiore di pubblicità delle informazioni. È questa la conclusione cui perviene il rapporto *Financial Disclosure in the Banking, Insurance and Securities Sectors: Issues and Analysis*¹ edito in maggio dal Joint Forum². Esso esamina i passi in avanti fatti dalle società finanziarie nell'adottare le raccomandazioni formulate nell'aprile 2001 dal gruppo di lavoro multidisciplinare per una migliore informativa ("Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure", altresì noto come "Fisher 2"), nonché le altre iniziative intraprese in materia dagli organismi di regolamentazione e di normazione.

In occasione della riunione di giugno, i governatori delle banche centrali e i capi delle autorità di vigilanza bancaria dei paesi del G10 hanno autorizzato la pubblicazione del documento *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali: Nuovo schema di regolamentazione*, il nuovo schema di adeguatezza patrimoniale comunemente noto come Basilea 2 (cfr. il saggio monografico su questo argomento a pag. 43).

Il Basilea 2, elaborato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), stabilisce norme dettagliate per l'adozione di requisiti patrimoniali minimi più sensibili al rischio da parte delle organizzazioni bancarie. Il Nuovo schema rafforza tali requisiti dettando principi destinati alle banche per la valutazione della loro adeguatezza patrimoniale e alle autorità di vigilanza per la verifica di tali valutazioni, così da garantire che le banche dispongano di una dotazione patrimoniale adeguata per far fronte ai rischi in cui incorrono. Lo schema si prefigge altresì di rafforzare la disciplina di mercato accrescendo la trasparenza dell'informativa finanziaria delle organizzazioni bancarie. Il testo è

¹ Il rapporto è disponibile sui siti internet di BRI (www.bis.org), International Organization of Securities Commissions (IOSCO; www.iosco.org) e International Association of Insurance Supervisors (IAIS; www.iaisweb.org).

² Il Joint Forum è stato istituito nel 1996 sotto l'egida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), dello IOSCO e dello IAIS per trattare le questioni comuni ai settori bancario, mobiliare e assicurativo.

il frutto di un vasto processo di consultazione con le autorità di vigilanza e i rappresentanti del settore bancario di tutto il mondo. Esso rappresenterà il punto di partenza per il proseguimento dei processi regolamentari e autorizzatori a livello nazionale e per il completamento da parte delle banche dei preparativi per l'applicazione del nuovo schema.

Il Basilea 2 adotta un approccio esauriente per la gestione del rischio e per la vigilanza bancaria. Esso dovrebbe accrescere la sicurezza e la solidità delle banche, rafforzare la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e migliorare la capacità del settore finanziario di fungere da fonte di crescita sostenibile per l'economia più in generale.

Il Comitato di Basilea intende rendere disponibili dalla fine del 2006 il nuovo schema per l'applicazione nelle giurisdizioni membri, e dalla fine del 2007 i metodi più avanzati per la misurazione del rischio, in modo da fornire alle banche e agli organi di vigilanza un anno aggiuntivo per effettuare analisi di impatto o consentire l'applicazione parallela delle regole esistenti e di quelle di nuova introduzione per il computo del patrimonio.

I governatori e i responsabili della vigilanza del G10 hanno avallato i piani del Comitato volti a proseguire il dibattito con il settore e con altre autorità sugli aspetti chiave dell'attuazione man mano che vengono posti in atto i processi di adozione e di approvazione nazionali. Essi hanno inoltre incoraggiato le autorità delle giurisdizioni che non partecipano al CBVB a valutare il grado di preparazione delle relative strutture di vigilanza al Basilea 2, raccomandando loro di procedere al ritmo che riterranno più opportuno e nel rispetto delle priorità da esse stabilite.

In giugno il CBVB ha annunciato di aver affrontato in occasione di appositi dibattiti il potenziale impatto dell'applicazione dei principi contabili internazionali ("international financial reporting standards", IFRS) sul patrimonio di vigilanza, nonché l'eventuale opportunità di un loro aggiustamento. In base alla norma IAS 39, gli utili o le perdite cumulativi al valore equo ("fair value") sulle coperture dei flussi di cassa relativi a strumenti finanziari calcolati al costo ammortizzato sono imputati direttamente ai conti di capitale, ma solo nella misura in cui le coperture sono considerate efficaci. Secondo il Comitato, a fini di adeguatezza patrimoniale sarebbe appropriato che le autorità nazionali di vigilanza escludessero tali utili e perdite dalle definizioni di patrimonio di base e patrimonio supplementare.

Il CBVB ha altresì esaminato quale sia il trattamento prudenziale adeguato da riservare a eventuali utili o perdite derivanti dalle variazioni nel rischio di credito proprio di un'istituzione per effetto dell'applicazione del principio del "fair value" alle sue passività. Il Comitato ritiene che la potenziale inclusione di questi utili e perdite nel patrimonio di base e supplementare susciti significative preoccupazioni di ordine prudenziale e che andrebbe evitata. Di conseguenza, secondo il CBVB sarebbe appropriato che le autorità nazionali non consentissero l'inclusione di tali poste nel patrimonio di vigilanza. L'applicazione del principio del "fair value" potrebbe inoltre avere altre implicazioni prudenziali relativamente al patrimonio regolamentare. Il CBVB continuerà ad analizzare tali implicazioni insieme alla programmata finalizzazione del processo di revisione del "fair value" da parte

Il Basilea 2 pone l'enfasi sulla misurazione e la gestione del rischio

Impatto potenziale dell'IAS 39 sul patrimonio regolamentare

dell'International Accounting Standards Board, nonché le altre conseguenze dell'introduzione degli IFRS.

Forum per la stabilità finanziaria

In maggio il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) ha tenuto il suo terzo incontro regionale per l'Asia-Pacifico a Pechino. I partecipanti hanno scambiato le loro vedute sui punti di forza e di debolezza dei sistemi finanziari regionali e internazionali. Essi hanno concordato sul fatto che la crescita è stata particolarmente forte nella regione Asia-Pacifico, grazie alle riforme strutturali nazionali, ai miglioramenti nelle politiche economiche, alla ripresa globale e al favorevole contesto finanziario mondiale. Altra questione trattata sono state le sfide di politica economica poste alle autorità regionali nella gestione di una ripresa sostenibile e nel mantenimento della solidità del sistema finanziario. Particolare interesse hanno destato il cammino di aggiustamento economico intrapreso dalla Cina e le conseguenze che esso potrebbe avere per l'economia regionale e globale. Fra gli altri temi discussi figurano il potenziale impatto sulle economie e sui sistemi finanziari regionali del passaggio dei tassi di interesse mondiali a più neutrali sistemi di fissazione, gli elevati prezzi del petrolio e di altre materie prime, gli squilibri globali e il crescente indebitamento delle famiglie.

Incontro regionale dell'FSF in Asia sui punti di forza e di debolezza dei sistemi finanziari

Nell'incontro sono stati passati in rassegna i progressi compiuti di recente nel rafforzamento dei sistemi finanziari regionali e le relative sfide per il futuro. I partecipanti ritengono che, sebbene la forte crescita nella regione abbia in genere ridotto i livelli dei crediti in sofferenza e accresciuto la redditività delle banche, in alcuni settori finanziari della regione permangono aspetti problematici. In particolare, occorre rafforzare la capacità delle banche di gestire i vari rischi associati con lo sviluppo di nuove linee di attività, come il credito al consumo. Gli intervenuti hanno sottolineato l'importanza del coordinamento fra le autorità finanziarie ai fini dello sviluppo di mercati obbligazionari nazionali e regionali quale mezzo per un più efficace impiego del risparmio nella regione, che accrescerebbe la resilienza finanziaria e migliorerebbe il contesto concorrenziale nell'intero settore finanziario. Essi hanno altresì scambiato le loro opinioni sulle esperienze regionali in materia di ingresso delle istituzioni finanziarie estere nei mercati nazionali, compreso il relativo impatto sull'efficienza e sulla stabilità finanziarie, e le connesse questioni prudenziali. È stato rilevato l'aumento dell'attività degli hedge fund nei mercati finanziari e l'esigenza di attuare in maniera adeguata la gestione del rischio, la disciplina di controparte e le politiche per la trasparenza.

I partecipanti hanno considerato le implicazioni regionali delle attuali iniziative internazionali volte a rafforzare il governo societario, la trasparenza e la qualità dell'audit, nonché a predisporre più rigorosi meccanismi di applicazione, ponendo l'enfasi sulle riforme d'importanza cruciale e sugli ostacoli ancora da sormontare. Particolare rilievo è stato dato a una solida "corporate governance" nel settore finanziario, specie presso le banche, dato il loro ruolo predominante nei sistemi finanziari della regione. Gli intervenuti hanno sottolineato inoltre la necessità di un miglioramento nella qualità

dell'audit e nei meccanismi di sorveglianza della funzione di revisione, oltreché di iniziative per rafforzare i criteri contabili. Nel prendere inoltre atto del lavoro svolto dall'International Organization of Securities Commissions riguardo alle agenzie di rating, i partecipanti hanno fatto rilevare come in tutti questi ambiti sia necessario compiere ulteriori passi in avanti, sia nella regione che in altre aree.

Fra gli argomenti trattati nel corso della riunione vi è stato anche il Basilea 2; in particolare, è stato fatto rilevare come un certo grado di flessibilità nei tempi di applicazione per i paesi non appartenenti al G10 possa contribuire a un'ordinata transizione al Nuovo schema.