

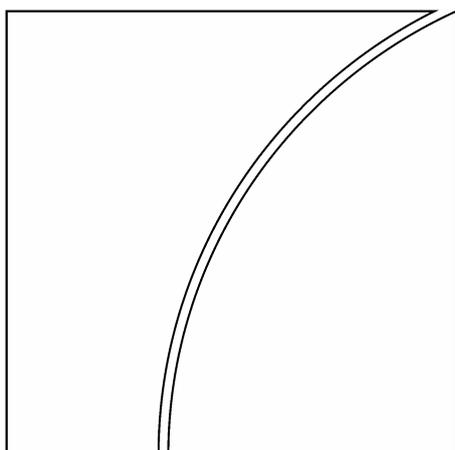


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 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

Dicembre 2004

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: mercati in rialzo grazie al ritorno della fiducia	1
<i>Gli investitori azionari ignorano i "profit warning"</i>	2
<i>Ricerca di rendimento nei mercati creditizi</i>	6
<i>Gli spread sui titoli dei mercati emergenti scendono a nuovi minimi</i>	8
<i>Ancora bassi i rendimenti a lungo termine</i>	10
<i>Nuovo deprezzamento del dollaro USA</i>	12
<i>Riquadro: Il recente calo della volatilità</i>	14
2. Il mercato bancario internazionale	15
<i>Secondo trimestre sottotono, dopo l'impennata del primo</i>	15
<i>Il credito bancario continua a spostarsi dall'America latina all'Asia</i>	19
<i>Riquadro: Prosegue la vivace attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali</i>	29
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	31
<i>Calano le emissioni europee, ma l'attività in euro resta sostenuta</i>	33
<i>Limitato recupero delle emissioni statunitensi</i>	34
<i>Intensa attività di emissione di titoli "speculativi"</i>	35
<i>Lo stabile contesto dei tassi favorisce le strutture a tasso fisso</i>	36
<i>Protratto interesse degli investitori per le economie emergenti</i>	36
<i>Gli emittenti dei mercati emergenti allungano le scadenze</i>	39
4. I mercati degli strumenti derivati	41
<i>Il ritmo graduale dell'inasprimento monetario contiene gli scambi</i>	42
<i>Cresce l'attività in contratti su valute</i>	45
<i>Calano nettamente le contrattazioni su indici azionari asiatici</i>	47
<i>Si riducono gli scambi su merci</i>	47
<i>Riquadro: Attività nel segmento OTC e misure del grado di concentrazione</i>	48

Sezioni monografiche

Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese	51
<i>Claudio Borio e Frank Packer</i>	
<i>Tre orientamenti in materia di rischio paese</i>	52
<i>Schema di riferimento per la verifica dei vari orientamenti</i>	55
<i>Riquadro: Misure del peccato originale e dei disallineamenti valutari</i>	61
<i>Risultati empirici</i>	62
<i>Conclusioni</i>	67
Fattori all'origine della crescita del turnover nei mercati dei cambi: analisi dell'Indagine triennale 2004	71
<i>Gabriele Galati e Michael Melvin</i>	
<i>Strategie</i>	73
<i>Operatori</i>	76
<i>Conclusioni</i>	78

Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni	81
<i>Blaise Gadanez</i>	
<i>Sviluppo del mercato</i>	82
<i>Un ibrido tra rapporto di clientela e disintermediazione creditizia</i>	84
<i>Struttura dei prezzi: margini e commissioni</i>	86
<i> Mercati primari e secondari: ripartizione e trasferimento del rischio</i>	89
<i>Integrazione geografica del mercato</i>	92
<i>Conclusioni</i>	95
La natura del rischio di credito nel "project finance"	97
<i>Marco Sorge</i>	
<i>Recenti sviluppi nel mercato del "project finance"</i>	98
<i>Principali sfide poste dal finanziamento di progetti su vasta scala</i>	100
<i>Caratteristiche principali delle strutture di "project finance"</i>	101
<i>Struttura per scadenze degli spread creditizi nel "project finance"</i>	103
<i>Analisi comparativa degli spread creditizi sul mercato</i>	
<i>internazionale dei prestiti sindacati</i>	105
<i>Conclusioni</i>	108
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	109
<i>Joint Forum</i>	111
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	112
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: mercati in rialzo grazie al ritorno della fiducia

I dubbi degli investitori circa il vigore dell'economia mondiale si sono dissipati in novembre. La propensione al rischio è tornata a crescere man mano che si moltiplicavano le notizie di un consolidamento dell'espansione, specie negli Stati Uniti. Sebbene in ottobre i rincari del petrolio abbiano fatto sentire i loro effetti sui mercati finanziari internazionali, l'affievolirsi dei timori connessi con le forniture di greggio ha permesso un rapido recupero delle quotazioni: a fine novembre i prezzi del credito e delle azioni si situavano ai massimi degli ultimi anni e le volatilità erano scese ai livelli minimi. Essendo stati ampiamente anticipati, gli incrementi dei tassi ufficiali statunitensi hanno avuto uno scarso impatto sui mercati. Neanche l'andamento peggiore del previsto dei profitti societari è sembrato scalfire la fiducia degli investitori.

La rinnovata propensione al rischio degli investitori ha inoltre contribuito a comprimere gli spread sul debito dei paesi emergenti a livelli non più registrati da anni. I mutuatari di questi paesi hanno approfittato delle favorevoli condizioni di finanziamento offerte, e la loro raccolta sui mercati internazionali – che prosegue a ritmo sostenuto – sembra ormai destinata a eguagliare il record del 1997. Le oscillazioni nei prezzi delle materie prime hanno concorso a un ampliamento dei differenziali in ottobre, rivelatosi peraltro solo temporaneo. L'attenzione degli investitori si è altresì rivolta alla Cina, dove l'aumento dei tassi di interesse è stato percepito come il segnale di una maggiore disponibilità delle autorità monetarie a utilizzare meccanismi di mercato per il governo dell'economia.

Nonostante la pubblicazione negli Stati Uniti di dati macroeconomici sorprendentemente positivi in novembre, il dollaro USA è sceso a nuovi minimi nei confronti delle principali valute. Ad agire da catalizzatore sembrano esser stati i rinnovati timori sul disavanzo corrente USA. A causa del deprezzamento della moneta statunitense e delle contrastanti tendenze nelle aspettative di crescita, i rendimenti in yen e soprattutto in euro si sono discostati da quelli in dollari più di quanto non avessero già fatto in corso d'anno. Nondimeno, i rendimenti a lungo termine nei principali mercati sono rimasti ben al disotto dei massimi di giugno.

Gli investitori azionari ignorano i “profit warning”

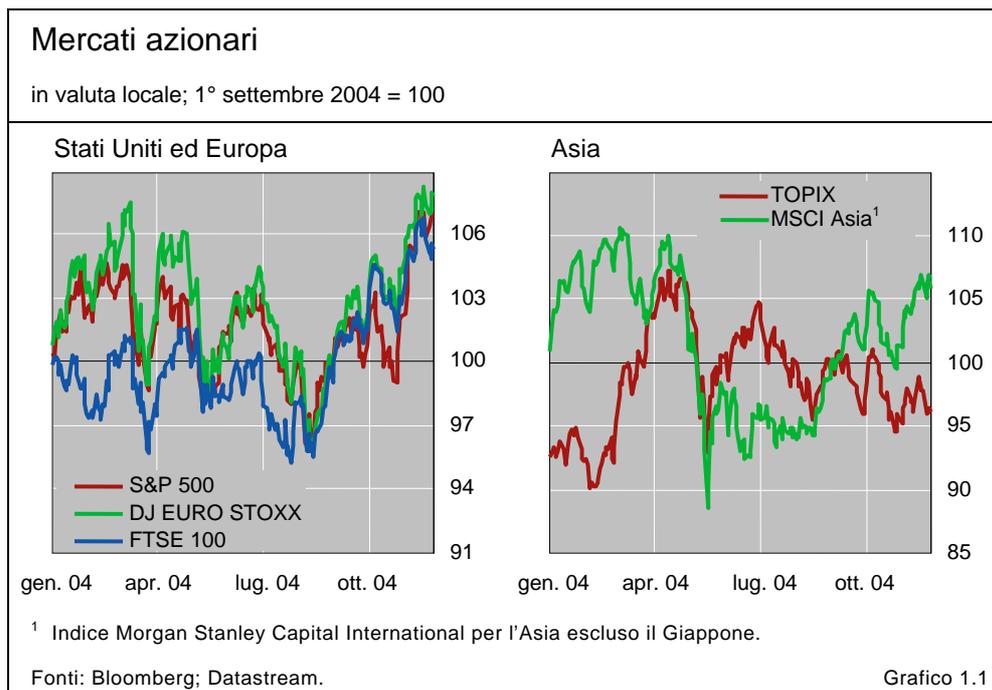
Sono stati i mercati azionari a rispecchiare maggiormente il clima di ottimismo riguardo alle prospettive economiche. Dopo i cali di luglio e dei primi di agosto, indotti dai timori sul vigore della ripresa, le borse valori di tutto il mondo si sono mosse al rialzo a partire da metà agosto (grafico 1.1). La fase ascendente si è interrotta in ottobre, per poi riprendere nuovamente slancio in novembre: alla fine di questo mese numerosi listini hanno toccato livelli non più osservati dal 2001. L'indice S&P 500 è aumentato dell'11% tra il 12 agosto – il minimo dell'anno – e il 26 novembre. Nello stesso periodo gli indici Dow Jones EURO STOXX e MSCI Asia (Giappone escluso) sono saliti rispettivamente del 12 e dell'11%.

L'unica grande borsa valori a non avere registrato progressi nel periodo sotto rassegna è stata quella di Tokyo: dopo i forti guadagni segnati durante l'anno, le quotazioni giapponesi sono state raffrenate dalle deludenti notizie sul vigore dell'economia nipponica. È quanto accaduto ad esempio il 10 settembre, quando l'indice TOPIX ha perso mezzo punto percentuale all'annuncio di dati aggiornati sul PIL per il secondo trimestre inferiori alle aspettative.

Nei mercati che si sono mossi al rialzo le valutazioni sono state sospinte non tanto da un inequivocabile miglioramento delle prospettive di crescita quanto dal fatto che, agli occhi degli analisti, gli annunci sembravano escludere per il breve termine un rallentamento o un'inversione della ripresa mondiale. Se nei mesi di luglio e agosto molti importanti indicatori dell'economia USA avevano provocato una certa delusione, i dati pubblicati nei mesi successivi hanno soddisfatto, se non anche superato, le attese degli investitori. Di conseguenza, dopo le revisioni al ribasso del terzo trimestre, le previsioni di crescita si sono stabilizzate nel quarto, specie per gli Stati Uniti (grafico 1.2). La fiducia nelle prospettive per l'economia USA è stata alimentata dalla

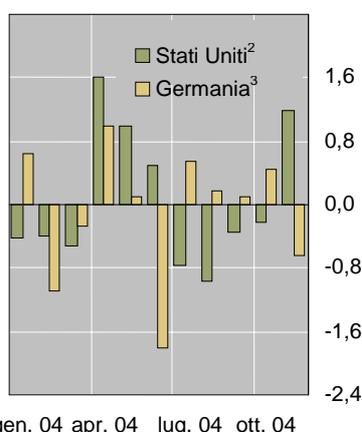
I corsi azionari toccano i massimi dal 2001 ...

... grazie al consolidamento delle prospettive di crescita ...

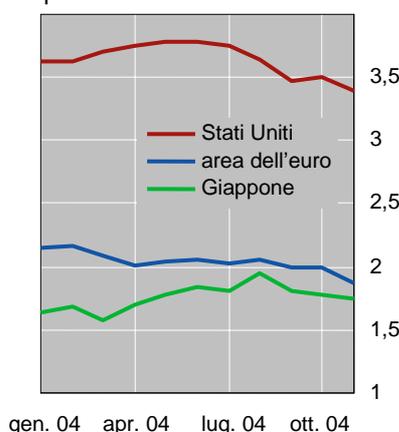


Annunci macroeconomici

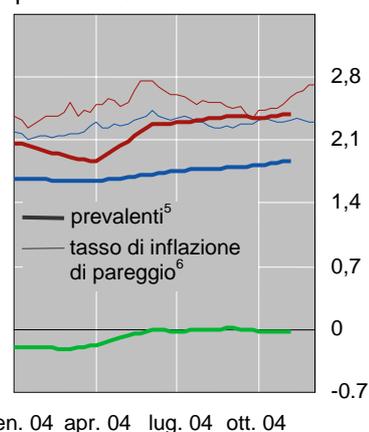
Sorprese contenute negli annunci¹



Previsioni di crescita per il 2005^{4,5}



Previsioni di inflazione per il 2005⁴



¹ Differenza fra le cifre effettive e le previsioni prevalenti, normalizzata in base alla deviazione standard delle sorprese precedenti; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono state pubblicate le cifre effettive. ² Media ponderata degli indici normalizzati delle "sorprese" relativi ai seguenti annunci: indagine dell'ISM; occupazione nei settori non agricoli; vendite al dettaglio; prezzi alla produzione; prezzi al consumo. ³ Indagine sul clima di mercato in Germania condotta dall'Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). ⁴ Variazioni percentuali sull'anno precedente. ⁵ Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui è stata effettuata la previsione. ⁶ Tasso di inflazione risultante dalla differenza fra i rendimenti nominali e i rendimenti su titoli di pari scadenza indicizzati all'inflazione; per l'area dell'euro, titoli indicizzati del governo francese; medie settimanali.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.2

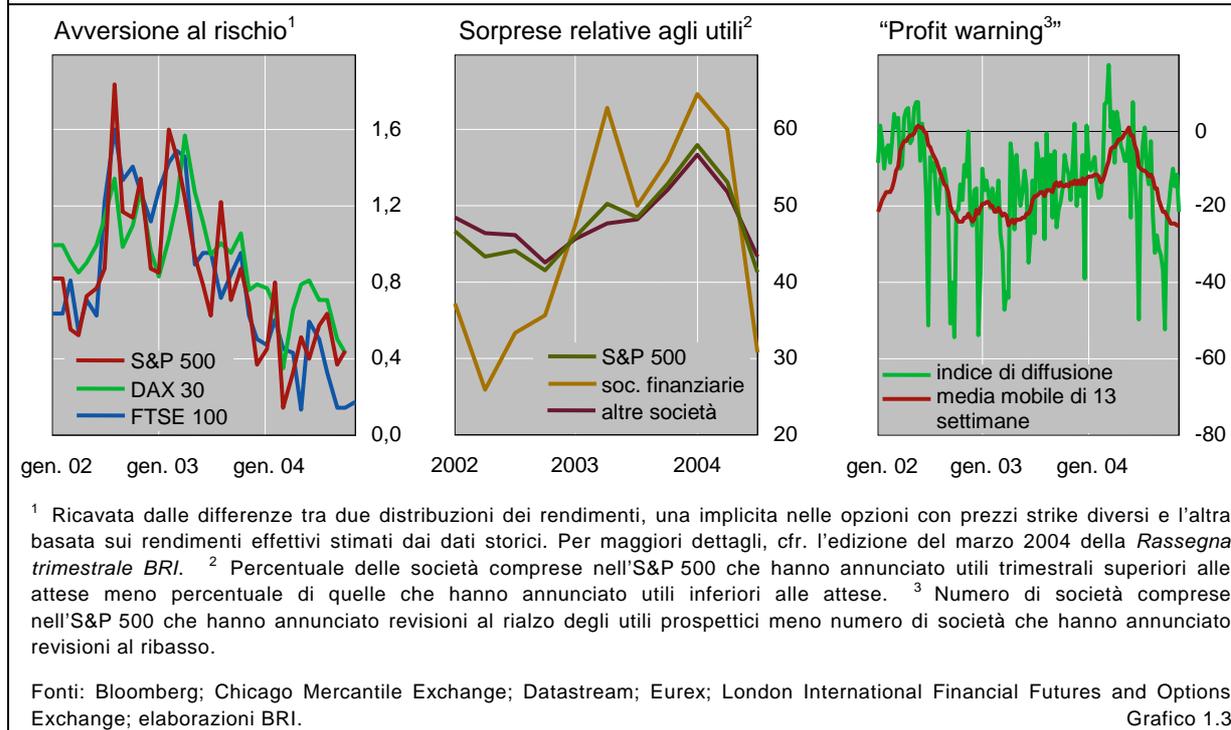
pubblicazione, il 5 novembre, di un rapporto sull'occupazione migliore del previsto, che ha innalzato l'S&P 500 di mezzo punto percentuale. L'indice aveva già guadagnato l'1% il 3 novembre, grazie al venir meno dell'incertezza di natura politica dopo le elezioni presidenziali.

... e alla minore avversione al rischio

A svolgere un ruolo fondamentale nella fase rialzista dei mercati è stato il calo dell'avversione al rischio. Tra aprile e giugno il suo aumento aveva inciso sulle quotazioni azionarie, di riflesso all'incertezza sul futuro orientamento della politica monetaria USA (grafico 1.3). Stando alle stime dell'avversione al rischio effettiva desunte dalle opzioni su indici azionari, a settembre tale tendenza si era invertita. Al diminuire delle "sorprese" macroeconomiche negative, gli investitori sarebbero tornati a confidare nelle proprie previsioni in materia di crescita e di tassi ufficiali.

In alcune occasioni sono stati i mediocri rapporti sugli utili a disturbare i mercati, specie in ottobre. Il 7 e il 14 di quel mese l'S&P 500 ha perso l'1% in seguito alla pubblicazione di profitti inferiori alle attese rispettivamente da parte di Alcoa, società operante nella produzione di alluminio, e del costruttore automobilistico General Motors. A dire il vero, nel terzo trimestre 2004 la crescita dei profitti delle società dell'S&P 500 ha deluso le aspettative per la prima volta da oltre un anno. Risultati reddituali inferiori alle previsioni degli analisti sono stati resi noti da ben un quarto delle istituzioni finanziarie statunitensi, quasi il doppio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (grafico 1.3). Di più, la differenza tra il numero di società USA che hanno annunciato correzioni verso il basso degli utili prospettici e quelle che hanno

Avversione al rischio e utili societari



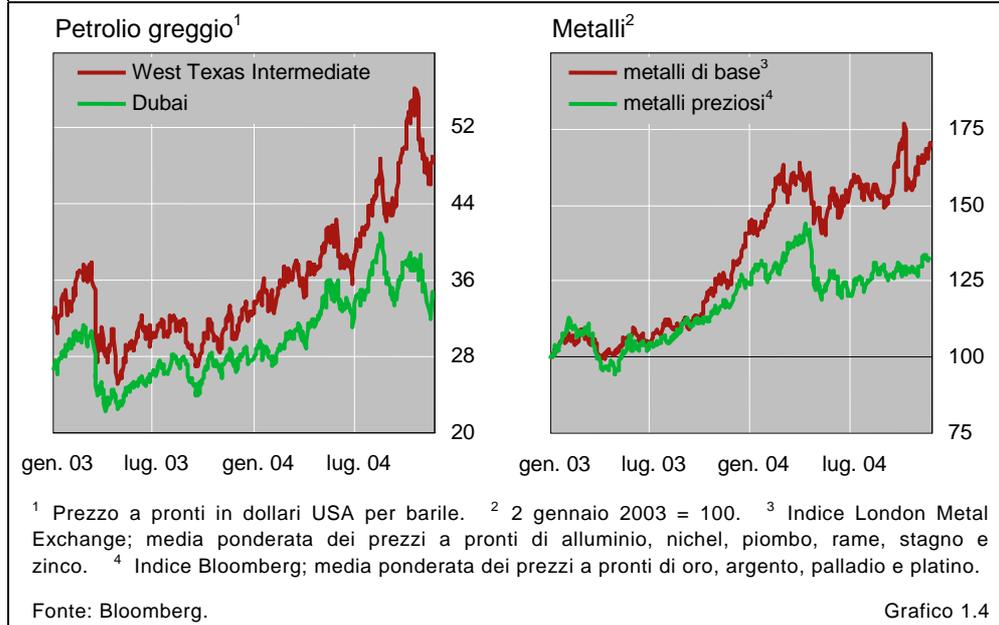
annunciato correzioni verso l'alto ha raggiunto il valore più elevato da metà 2003. In ottobre, a peggiorare la situazione del mercato USA si sono aggiunte le indagini avviate dall'ufficio del procuratore generale di New York nel settore assicurativo (cfr. infra).

Nondimeno, la forte crescita degli utili – pur sempre a due cifre, anche se inferiore alle attese – ha alimentato la tendenza rialzista del mercato, contribuendo a giustificare a posteriori le elevate valutazioni osservate a inizio d'anno. Basato su una media quinquennale degli utili effettivi, il rapporto prezzo/utili dell'S&P 500 è sceso da 30 a 26 tra gennaio e agosto, per poi tornare a salire. In novembre esso era pari a 28, ben al disopra del 17 registrato mediamente nel periodo 1961–1995. In prossimità di tale media si situerebbe l'indice calcolato in base agli utili prospettici; tuttavia, in passato questo indicatore si è spesso rivelato oltremodo ottimistico.

Gli alti prezzi petroliferi hanno anch'essi a tratti influito negativamente sui mercati azionari. Già da tempo gli operatori erano preoccupati per le tendenze di più lungo periodo della domanda e dell'offerta di greggio, e soprattutto per il perdurare di forti tassi di crescita nei grandi paesi consumatori come la Cina e di un basso eccesso di capacità nell'industria petrolifera mondiale. A metà settembre tali timori sono stati acuiti dai danni provocati da un uragano alle piattaforme estrattive del Golfo del Messico, da cui proviene circa il 10% del greggio consumato negli Stati Uniti. I danni sono stati più gravi del previsto, e molte società hanno annunciato che la produzione sarebbe rimasta al di sotto dei livelli normali ben oltre la fine del mese. A ciò sono andate ad aggiungersi tensioni sociali in Nigeria e agitazioni sindacali in Norvegia, che hanno provocato la chiusura di diverse installazioni petrolifere. Questi avvenimenti

Timori per l'impatto degli alti prezzi del petrolio sulla crescita

Prezzi delle materie prime



hanno fatto impennare i prezzi del greggio, e in particolare di quello dolce come il West Texas Intermediate (WTI) e il Brent (grafico 1.4). Meno colpita è stata l'offerta di greggio sulfureo, come il Dubai, le cui quotazioni non hanno segnato aumenti altrettanto drastici¹.

Il rincaro del petrolio avrebbe preoccupato gli investitori più per il suo impatto sulla crescita che non per i connessi effetti inflazionistici. Presumendo che, a differenza degli shock petroliferi degli anni settanta, la recente impennata dei corsi non avrebbe determinato spinte inflazionistiche, gli operatori sono sembrati invece temere che un'insufficiente capacità in eccesso nell'industria petrolifera potesse inibire la ripresa, soprattutto per l'economia USA, il cui consumo di greggio dolce è superiore a quello di altri grandi paesi.

I timori per le ripercussioni dei rincari del petrolio sulla crescita sono venuti meno allorché i prezzi del greggio hanno registrato un brusco calo verso la fine di ottobre. Il 27 ottobre la notizia di un aumento maggiore del previsto nelle scorte petrolifere statunitensi ha fatto precipitare le quotazioni: il WTI è calato del 5% dal livello quasi record di 55 dollari a barile del giorno prima. L'S&P 500 è balzato dell'1% in quella stessa giornata, e ha continuato a salire nei giorni seguenti. L'intervento governativo attuato in precedenza quella settimana per porre fine alle agitazioni sindacali in Norvegia potrebbe aver amplificato l'effetto del rapporto sulle scorte. I prezzi del greggio sono calati ulteriormente nelle settimane successive, riassorbendo buona parte dei rincari di settembre e ottobre. Ciò nonostante, verso la fine di novembre i corsi petroliferi erano ancora ben al disopra dei loro livelli del primo semestre 2004.

Il calo dei corsi petroliferi sospinge i prezzi azionari

¹ La differenza principale tra il greggio dolce e quello sulfureo risiede appunto nel contenuto di zolfo. Le qualità a più elevato tenore sulfureo sono più difficili da raffinare e, di conseguenza, il loro prezzo è di solito proporzionalmente inferiore a quello del greggio dolce.

Ricerca di rendimento nei mercati creditizi

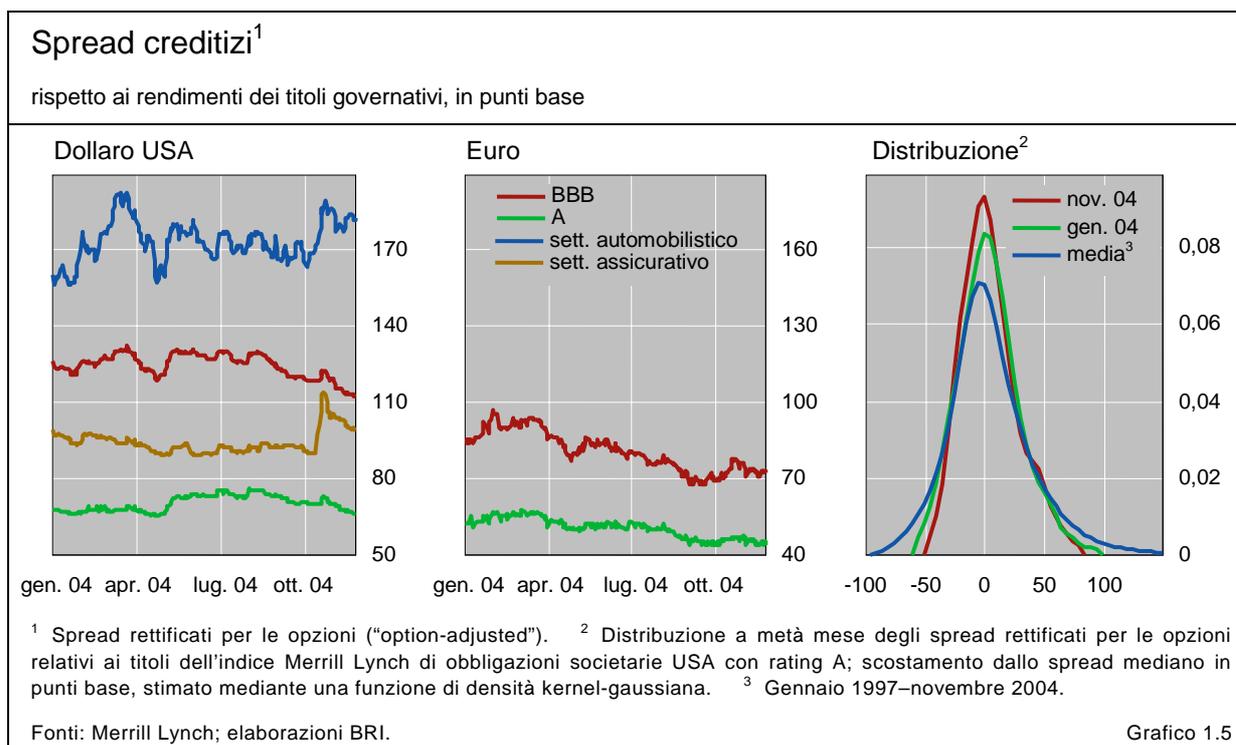
Il consolidamento delle aspettative di crescita e il calo dell'avversione al rischio hanno altresì innescato un'ascesa dei mercati creditizi. Dopo essere rimasti pressoché stabili nella prima metà del 2004, i differenziali sulle obbligazioni societarie sia "investment grade" sia ad alto rendimento si sono ristretti tra fine agosto e fine novembre (grafico 1.5). Il 26 novembre gli spread sui titoli in dollari emessi da società con rating BBB erano scesi a 112 punti base – poco al disopra del loro precedente minimo del gennaio 1998 – e quelli sui corrispondenti titoli in euro a 79 punti base.

Gli spread creditizi scendono ai minimi degli ultimi anni

Il basso livello dei differenziali è stato favorito dai costanti miglioramenti nella qualità creditizia delle imprese. La forte crescita degli utili, associata a un protrarsi di una debole spesa in conto capitale, ha consentito un ulteriore abbassamento del grado di leva. Il calo nel numero di declassamenti – e l'aumento degli innalzamenti – da parte delle agenzie di rating in atto da fine 2002 è proseguito nel terzo trimestre di quest'anno, quando il rapporto tra il numero di emittenti promossi e quello di emittenti declassati da Moody's ha sfiorato quota 2, contro poco meno di 1 nel terzo trimestre 2003.

Nei pochi comparti in cui si è avuto un deterioramento del merito di credito, ciò è sempre avvenuto per cause inerenti al settore o a singole società. L'attenzione degli investitori si è rivolta in particolare ai problemi delle case automobilistiche e delle compagnie di assicurazione. Gli spread sulle obbligazioni di General Motors – uno dei maggiori emittenti nel mercato dei titoli societari USA – si sono ampliati di ben 50 punti base a metà ottobre, dopo le deludenti segnalazioni sugli utili: il declassamento da parte di Standard & Poor's a BBB-, il grado più basso della qualità bancaria assegnato da questa agenzia, ha intensificato le cessioni di titoli della società. Gli spread di varie compagnie

Problemi per le imprese automobilistiche e assicurative



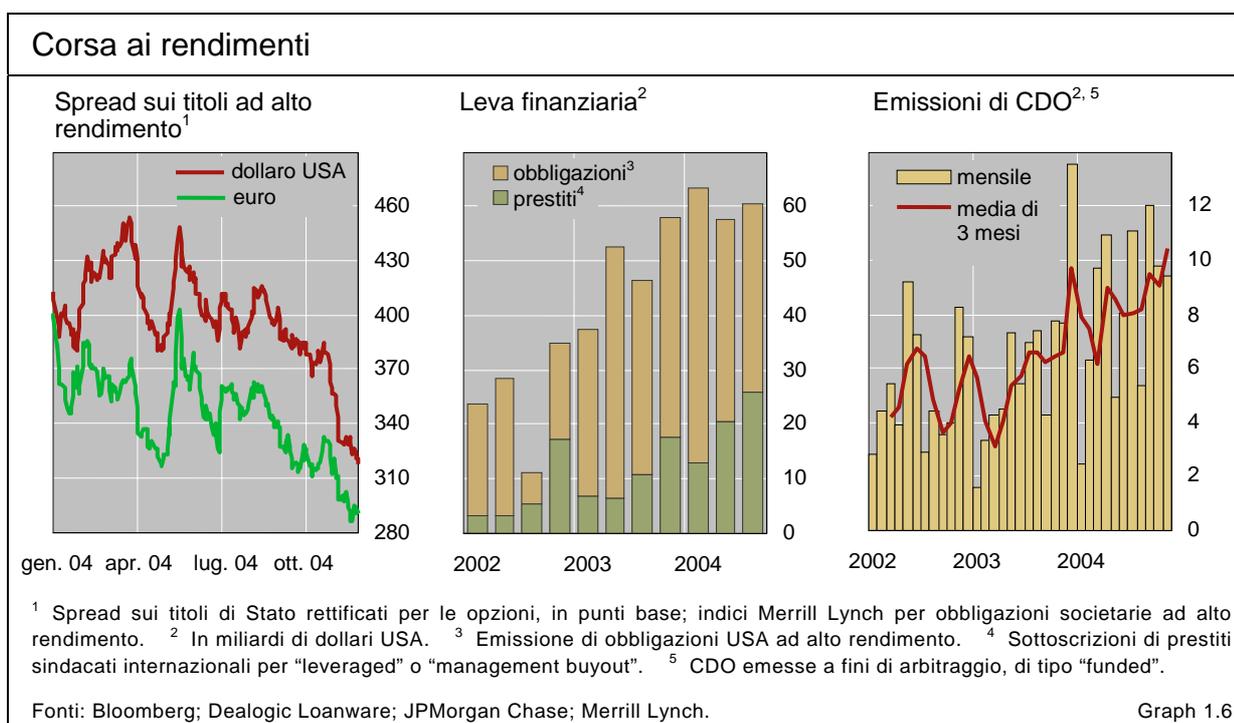
di assicurazione sono aumentati verso la fine di ottobre, dopo che l'ufficio del procuratore generale di New York ha intentato un'azione civile contro il broker Marsh & McLennan, accusandolo di turbativa d'asta con la complicità di assicuratori. I costi di finanziamento di Marsh & McLennan sono saliti drasticamente, viste anche le sue ingenti passività sotto forma di commercial paper, che lo rendevano più esposto al rischio di liquidità rispetto ad altre società indagate.

Il calo dell'avversione al rischio ha contribuito alla compressione dei differenziali. I costanti bassi rendimenti nominali sui titoli meno rischiosi hanno favorito il protrarsi della ricerca di rendimento che caratterizza i mercati dalla fine del 2003. Nel comparto "high-yield" la domanda degli investitori ha continuato a far lievitare i prezzi nonostante i massicci collocamenti (grafico 1.6), e i differenziali hanno addirittura toccato i minimi dal 1998. Gli stessi mutuatari con minor merito di credito non hanno avuto difficoltà a trovare acquirenti per le loro emissioni: in base alle stime di Moody's, nel trimestre in esame oltre un terzo dei collocamenti di titoli USA ad alto rendimento faceva capo a imprese quotate B3 o Caa (i rating più bassi assegnati dall'agenzia alle nuove emissioni). Sempre nel terzo trimestre, le sottoscrizioni di prestiti sindacati per il finanziamento di operazioni di "leveraged buyout" hanno toccato la cifra record di \$26 miliardi.

La ricerca di alti rendimenti nei mercati creditizi si è manifestata altresì nella minore selettività mostrata dagli investitori. Il restringimento della distribuzione degli spread per i mutuatari appartenenti a una data classe di rating indica che, nell'ultima parte del 2004, gli investitori hanno operato una minore differenziazione rispetto al passato (grafico 1.5). Ad esempio, nel mese di novembre i differenziali per la classe A risultavano maggiormente addensati rispetto non solo alla media dal 1997, ma anche ai precedenti periodi del 2004.

Nonostante le ingenti emissioni, calano gli spread sull'alto rendimento

Minore selettività da parte degli investitori



Anche la domanda dei gestori di “collateralised debt obligation” (CDO) ha contribuito a mantenere bassi i differenziali creditizi. Le “arbitrage CDO” sono strutturate in modo da trarre vantaggio dal fatto che gli spread sulle singole obbligazioni tendono ad essere più ampi di quanto basterebbe per coprire le probabili perdite da inadempienza in un portafoglio obbligazionario ben diversificato². Dopo essere rallentate nei primi mesi del 2004, le emissioni di tali strumenti sono riprese nel secondo e nel terzo trimestre (grafico 1.6). A causa della strettezza dei differenziali e della scarsità di nuove emissioni da parte delle imprese meglio quotate, sembra sia aumentata l’incidenza delle obbligazioni con rating B o inferiore fra i titoli stanziati a garanzia delle CDO di tipo “funded”.

Domanda dei gestori di CDO

È interessante notare come l’interazione dei fattori summenzionati abbia teso ad accentuare il calo degli spread. La migliore qualità creditizia ha indotto una flessione dei premi al rischio, che a sua volta ha incentivato gli investitori a ricercare impieghi più redditizi – compresi prodotti strutturati quali appunto le CDO –, esercitando così ulteriori pressioni al ribasso sui premi al rischio.

Gli spread sui titoli dei mercati emergenti scendono a nuovi minimi

Fattori analoghi hanno prodotto una compressione degli spread nei mercati emergenti. Dopo aver segnato un brusco rialzo durante l’ondata di vendite sui mercati obbligazionari globali in aprile e maggio, i differenziali sul debito emergente sono calati gradualmente fino agli ultimi di novembre (grafico 1.7). Il 26 di quel mese lo spread sull’EMBI+ si situava a 376 punti base, il livello più basso dall’ottobre 1997.

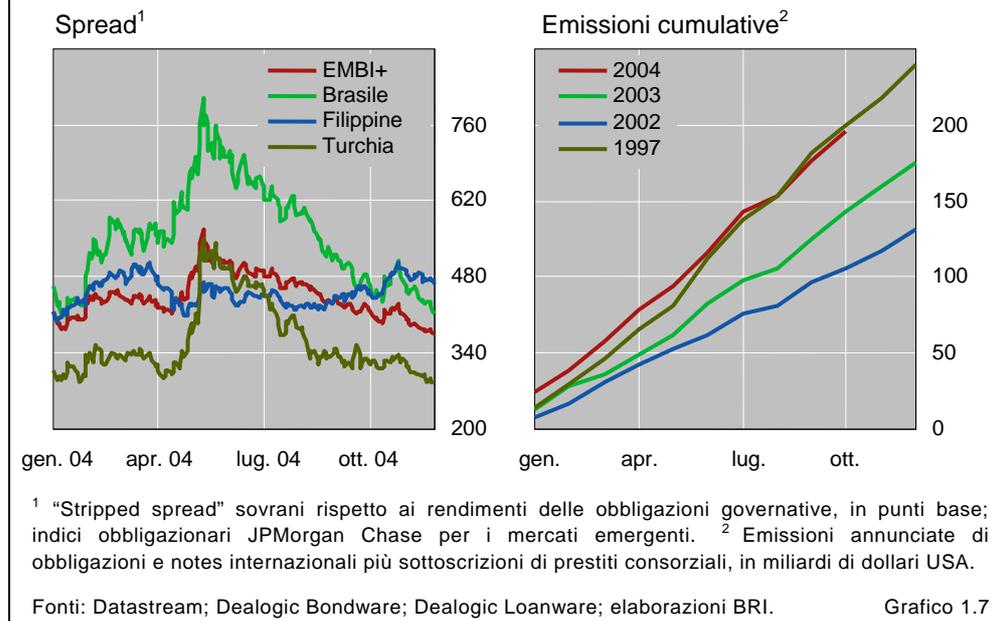
Gli emittenti dell’area emergente hanno continuato ad approfittare delle favorevoli condizioni di finanziamento offerte: oltre a raccogliere importi considerevoli sui mercati mobiliari e creditizi internazionali, essi si sono indebitati su scadenze sempre più lunghe e in un più ampio novero di valute, comprese quelle locali. Di questo passo, la raccolta dei prenditori emergenti per l’anno in corso è destinata a eguagliare il precedente massimo del 1997. A riprova dell’accresciuta ricettività degli investitori verso strategie innovative di finanziamento, in novembre la Colombia ha collocato la seconda obbligazione globale tradizionale mai emessa nella propria valuta da un soggetto sovrano quotato al disotto della qualità bancaria³; l’operazione ha contribuito a ridurre l’esposizione del paese a disallineamenti valutari.

Le emissioni dei mercati emergenti sono destinate a uguagliare il record del 1997

² Cfr. J. Amato ed E. Remolona: “L’enigma degli spread creditizi”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2003, pagg. 53–66.

³ Il primo soggetto sovrano a collocare un’obbligazione globale nella propria valuta era stata l’Argentina nel 1997. Per quanto riguarda l’emissione della Colombia, tutti i pagamenti sono denominati in pesos colombiani, ma vengono corrisposti in dollari USA sulla base del tasso di cambio medio peso/dollaro calcolato sui 28 giorni precedenti il pagamento.

Mercati emergenti



Sullo sfondo di questo generale miglioramento delle condizioni di mercato, un'importante fonte di incertezza per l'area emergente è provenuta dalle oscillazioni dei prezzi delle materie prime. Negli ultimi anni il loro elevato livello aveva sostenuto i forti ritmi di crescita di molti paesi emergenti, soprattutto in America latina e in Africa, contribuendo al miglioramento dei saldi di conto corrente. I prezzi dei metalli di base sono aumentati del 12% nel mese di settembre, per poi calare in seguito alla pubblicazione l'8 ottobre di dati sull'occupazione USA inferiori alle aspettative (grafico 1.4). Il 13 ottobre i prezzi sul London Metal Exchange sono crollati di quasi il 10%, forse a causa dei timori circa le prospettive economiche di Stati Uniti e Cina.

Il calo dei prezzi dei metalli innesca una temporanea ondata di vendite sui mercati emergenti

La serie di "sorprese" negative ha provocato a metà ottobre un sensibile ampliamento degli spread dei mercati emergenti. Tra i paesi più colpiti figurano Brasile, Filippine e altre economie con pesanti oneri debitori sull'estero. Tuttavia, l'ondata di vendite si è rivelata solo temporanea. La rinnovata fiducia nelle prospettive per gli Stati Uniti e le segnalazioni di un basso livello delle giacenze di talune merci primarie hanno spinto in alto i prezzi di metalli e di altre materie prime non petrolifere, e compresso gli spread dei mercati emergenti nei giorni a cavallo tra ottobre e novembre.

Diversamente da quanto accaduto in occasione di precedenti episodi di massicce vendite sui mercati emergenti, a metà ottobre i differenziali sulle obbligazioni in valuta estera della Turchia sono rimasti pressoché invariati. Grazie alla prospettiva dell'adesione all'Unione europea, gli spread sul debito turco sono riusciti ad affrancarsi da quelli di altre economie emergenti pesantemente indebitate. I primi di ottobre la Commissione europea si è espressa a favore dell'avvio dei negoziati di adesione, raccomandazione che – nelle opinioni degli operatori – dovrebbe essere avallata dai governi della UE in dicembre.

Sebbene a fine novembre gli spread sul debito emergente fossero per lo più prossimi o inferiori ai precedenti minimi del 2004, i timori per il crescente onere debitorio del governo filippino hanno mantenuto gli spread su livelli elevati. L'ampliamento ha avuto inizio verso fine agosto, quando la presidente del paese ha sottolineato l'urgenza di una rigorosa politica di bilancio; ulteriori pressioni si sono manifestate in ottobre, in seguito ai moniti di un possibile declassamento da parte delle principali agenzie di rating. I ritardi nella ratifica di leggi volte a incrementare il gettito fiscale hanno ulteriormente aggravato il clima negativo.

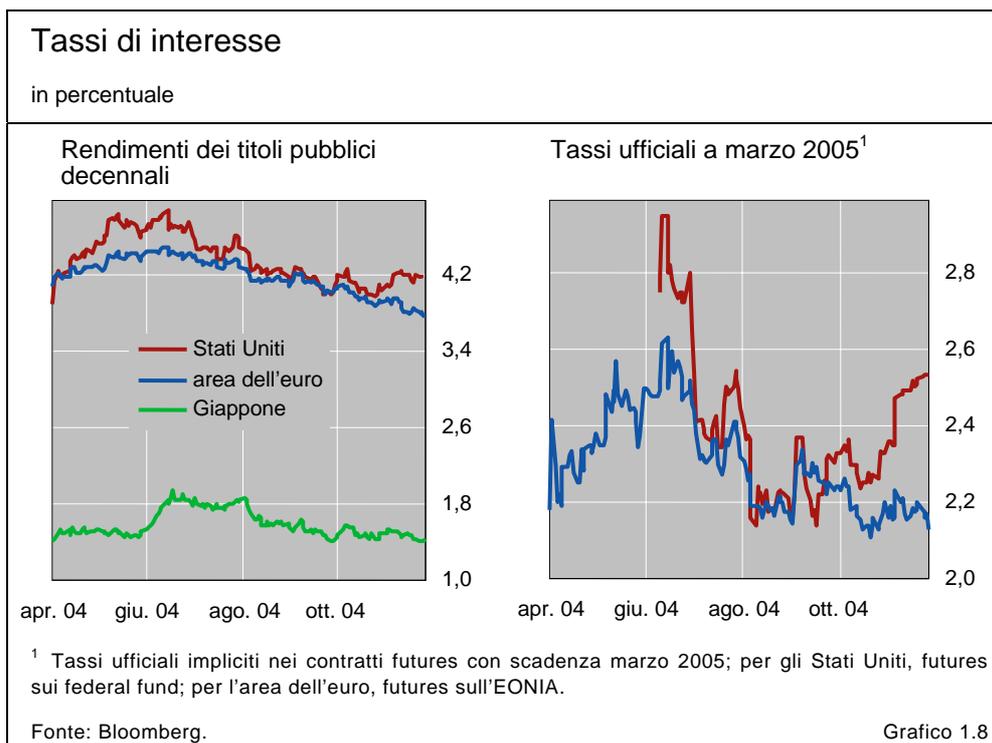
Crescono i timori per l'onere debitorio delle Filippine

Ancora bassi i rendimenti a lungo termine

Anche se i mercati azionari, creditizi ed emergenti si sono tutti mossi al rialzo, i rendimenti a lungo termine sono rimasti ben al di sotto dei loro massimi di giugno. Rispetto al picco del 14 giugno, al 22 settembre i rendimenti sui Treasuries decennali erano scesi di 90 punti base, al 4% (grafico 1.8). Essi hanno successivamente oscillato entro un intervallo di 25 punti base, stabilizzandosi a novembre inoltrato sul 4,2%, per poi salire ancora alla fine di quel mese. I rendimenti in yen hanno seguito un andamento simile, mentre quelli in euro hanno continuato a piegare verso il basso fino agli ultimi di novembre, due mesi dopo il punto di svolta inferiore dei rendimenti USA.

Se fino a settembre le stabili aspettative inflazionistiche avevano concorso al calo dei rendimenti a lunga, nei mesi successivi questi sono rimasti bassi anche in presenza di un deterioramento di tali aspettative. Le previsioni degli economisti in materia di inflazione, che erano state innalzate nettamente nel secondo trimestre, hanno continuato a muoversi verso l'alto nei due trimestri successivi. Analogamente, i tassi di inflazione di pareggio desunti dai

Rendimenti ancora bassi nonostante il peggioramento delle prospettive inflazionistiche

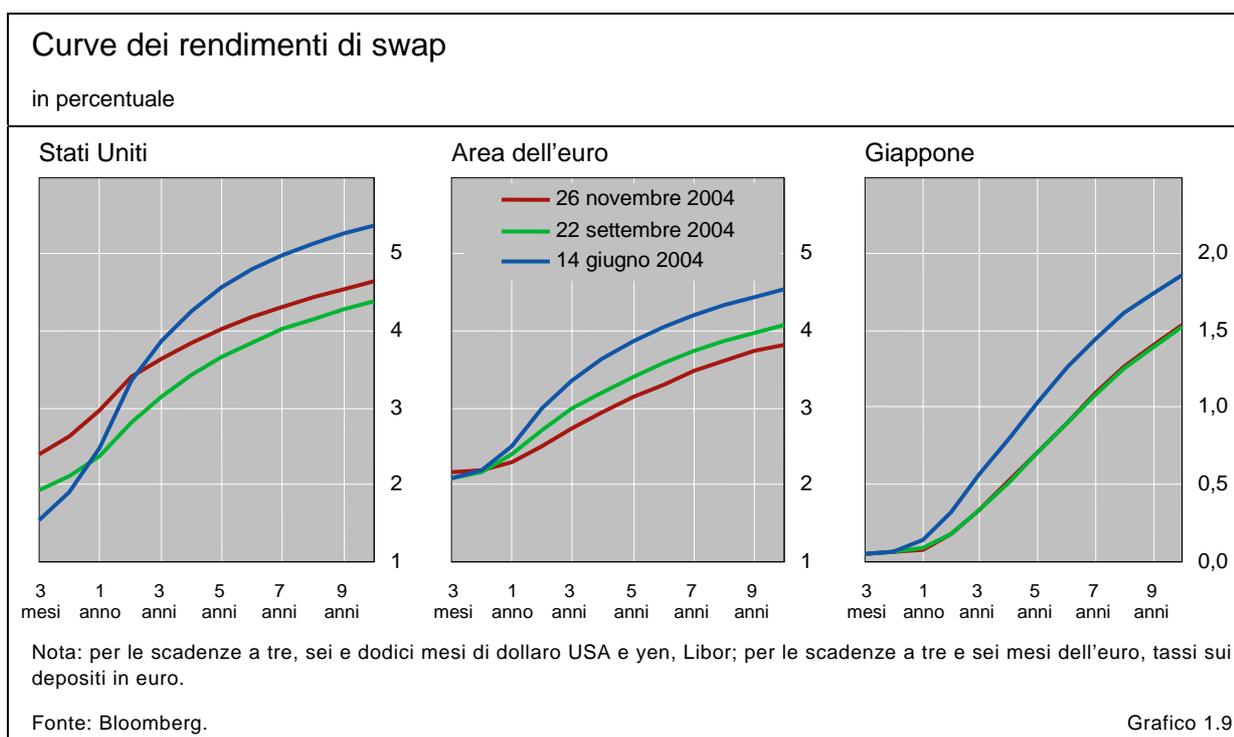


rendimenti delle obbligazioni indicizzate al costo della vita sono aumentati negli ultimi tempi, specie negli Stati Uniti, dopo essere calati nel terzo trimestre. Le prospettive di inflazione – soprattutto per l’economia USA – hanno continuato a deteriorarsi persino dopo la flessione dei corsi petroliferi a fine ottobre. Ciò non ha peraltro causato turbolenze sui mercati: le volatilità implicite nei maggiori mercati obbligazionari sono scese ai livelli minimi degli ultimi anni (cfr. il riquadro al termine di questa sezione).

Gli investitori sui mercati obbligazionari hanno continuato ad essere particolarmente sensibili alle mutevoli aspettative in materia di tassi ufficiali USA. I provvedimenti di politica monetaria – che tra giugno e novembre hanno innalzato per complessivi 100 punti base il tasso obiettivo sui federal fund – hanno avuto di per sé un impatto modesto sui rendimenti a lungo termine: essi erano stati anticipati dagli operatori fin da metà anno, ed erano già incorporati nei rendimenti. I mercati obbligazionari si sono invece concentrati sulla pubblicazione dei dati macroeconomici e sulle dichiarazioni ufficiali, ritenute indicative del probabile orientamento della Federal Reserve nel 2005 e oltre. Con il consolidamento delle prospettive di crescita e la correzione delle aspettative degli investitori riguardo al probabile indirizzo monetario, la curva dei rendimenti in dollari si è innalzata parallelamente di circa 20 punti base tra fine settembre e fine novembre (grafico 1.9).

Già da qualche tempo tra gli operatori è diffusa la percezione secondo cui le condizioni sul mercato del lavoro statunitense rappresentino un’importante determinante per il ritmo dell’inasprimento monetario. Di conseguenza, negli ultimi mesi le principali variazioni dei rendimenti si sono generalmente associate alle “sorprese” provenienti dai dati sull’occupazione USA. Mentre tra gennaio 1998 e luglio 2003 una variazione imprevista nell’ordine di 100 000

Le maggiori oscillazioni dei rendimenti seguono la pubblicazione dei dati sull’occupazione USA



posti di lavoro nei settori non agricoli avrebbe indotto una variazione media di 2 punti base nei rendimenti decennali, nell'ultimo anno tale impatto si è avvicinato ai 10 punti⁴. Di norma, l'effetto degli annunci sull'occupazione è stato determinato in egual misura dal quadro da essi fornito circa gli sviluppi sul mercato del lavoro per i vari mesi precedenti e da quello per il mese più recente. Così, sebbene i dati di agosto resi noti il 3 settembre fossero in linea con le attese, quel giorno i rendimenti sono balzati di 10 punti base a causa delle correzioni al rialzo annunciate per i dati di giugno e luglio.

Anche nei mercati del debito a lungo termine di Giappone ed area dell'euro i maggiori movimenti giornalieri sono per lo più intervenuti in concomitanza con la pubblicazione degli indicatori macroeconomici USA, mentre l'impatto degli annunci interni è stato più contenuto, come si osserva da tempo. Ad esempio, i rendimenti sulle obbligazioni decennali tedesche hanno perso 7 punti base dopo la diffusione del rapporto sull'occupazione USA dell'8 ottobre, che evidenziava un andamento sorprendentemente mediocre. Al contrario, gli altrettanto sorprendenti risultati positivi dell'indagine Ifo sul clima di fiducia delle imprese tedesche il 25 ottobre non hanno in pratica modificato i rendimenti in euro.

Nonostante l'elevata correlazione dei movimenti giornalieri, le tendenze di più lungo periodo dei rendimenti in yen e soprattutto in euro sono risultate meno allineate alle variazioni dei rendimenti in dollari rispetto al terzo trimestre. Nelle prime due settimane di novembre, in particolare, i rendimenti in yen ed euro sono calati, mentre quelli in dollari si sono mossi al rialzo. All'origine di tale divergenza vi sono state le mutevoli attese sulle prospettive economiche: gli investitori sono rimasti scettici riguardo al vigore della ripresa in Giappone e nell'area dell'euro, nutrendo invece maggior fiducia in quella statunitense.

Scostamento dei rendimenti in euro e yen da quelli in dollari

Nuovo deprezzamento del dollaro USA

Nonostante i dati macroeconomici USA estremamente positivi resi noti in novembre, nel periodo sotto rassegna il dollaro si è deprezzato scendendo a nuovi minimi nei confronti di molte valute (grafico 1.10). L'indebolimento della moneta statunitense è iniziato con la pubblicazione, il 14 ottobre, dei dati sulla bilancia commerciale per il mese di agosto, che hanno evidenziato il secondo più ingente deficit mai rilevato. Pochi giorni dopo lo slittamento è accelerato alla notizia che gli acquisti esteri di obbligazioni USA erano inaspettatamente rallentati in agosto. L'annuncio è stato interpretato da alcuni operatori come la conferma che banche centrali asiatiche e paesi esportatori di petrolio avessero avviato un processo di diversificazione dei portafogli a scapito del dollaro e a favore principalmente dell'euro. Se dovesse continuare, questo processo potrebbe pregiudicare la sostenibilità degli ampi disavanzi correnti USA registrati negli ultimi anni. I commenti rilasciati il 18 novembre dal presidente del Federal Reserve Board in merito al finanziamento del deficit del conto

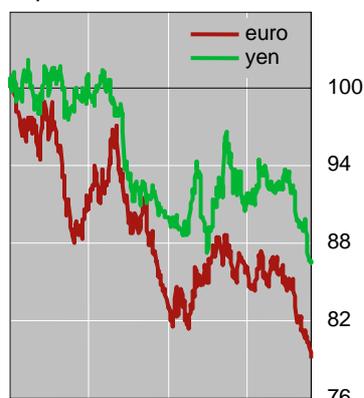
L'attenzione degli investitori per il disavanzo commerciale USA ...

⁴ Cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali, 74^a *Relazione annuale*, 28 giugno 2004, pagg. 114-115.

Tassi di cambio rispetto al dollaro USA

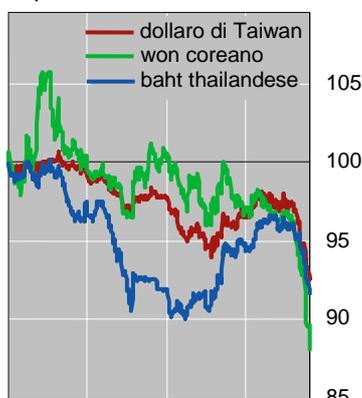
unità di moneta per dollaro USA; 1° gennaio 2003 = 100

A pronti



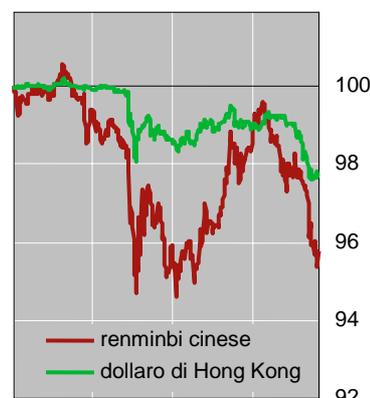
gen. 03 lug. 03 gen. 04 lug. 04

A pronti



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

A termine¹



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

¹ Tasso a dodici mesi; per il renminbi, tasso "non-deliverable forward".

Fonti: Bloomberg; WM/Reuters.

Grafico 1.10

corrente statunitense hanno acuito le percezioni negative nei riguardi del dollaro.

Il deprezzamento della valuta USA sembra aver concorso allo scostamento tra rendimenti in euro e in dollari. Il 25 novembre l'euro ha raggiunto un nuovo massimo nei confronti del dollaro, sfiorando quota \$1,33. Si è ritenuto che la forza della moneta unica avrebbe avuto un effetto potenzialmente frenante sulla crescita dell'area dell'euro e ridotto la probabilità di un aumento dei tassi ufficiali nel breve termine, esercitando pressioni al ribasso sui rendimenti in euro. Allo stesso tempo, la ricomposizione dei portafogli a scapito del dollaro ha apparentemente intensificato le spinte al rialzo sui rendimenti nella moneta USA.

... spinge il dollaro verso nuovi minimi nei confronti di molte valute

Anche le valute asiatiche si sono apprezzate nei confronti del dollaro. Tra fine settembre e fine novembre lo yen e il won coreano hanno guadagnato rispettivamente il 6 e il 9% contro la moneta statunitense, raggiungendo i livelli più elevati degli ultimi anni. Anche il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong sono stati oggetto di nuove pressioni. Le attese di una rivalutazione del renminbi si sono notevolmente rafforzate il 5 novembre, dopo che alcune dichiarazioni rilasciate in ambienti ufficiali cinesi sono state interpretate a favore di una certa fluttuazione del tasso di cambio. Qualche giorno prima le autorità monetarie di Pechino avevano innalzato i tassi di interesse per la prima volta da quasi un decennio allo scopo di prevenire un surriscaldamento dell'economia. Questo provvedimento riveste una particolare rilevanza non tanto per l'effetto diretto dell'aumento in sé, ma perché segnala il crescente ricorso da parte delle autorità del paese a meccanismi di mercato per il governo dell'economia.

Il recente calo della volatilità

La volatilità nei mercati azionari e obbligazionari è andata per lo più calando negli ultimi due anni, e ciò persino nei periodi in cui i mercati sono sembrati scossi dalle "sorprese" concernenti il vigore della ripresa mondiale. Nel mercato azionario la volatilità effettiva dei rendimenti dell'S&P 500 è scesa da oltre il 35% nell'ottobre 2002 al 10% nel luglio 2004, ed è rimasta su questo livello sino a fine novembre; la volatilità implicita nei prezzi delle corrispondenti opzioni è calata dal 34 al 15%. Nel mercato obbligazionario tra i primi di agosto 2003 e fine novembre 2004 la volatilità effettiva dei rendimenti del Treasury USA decennale è diminuita da oltre il 9 al 5% circa, il livello più basso dall'estate 2001, mentre quella implicita desunta dai prezzi delle opzioni si è dimezzata, dal 10 al 5%.

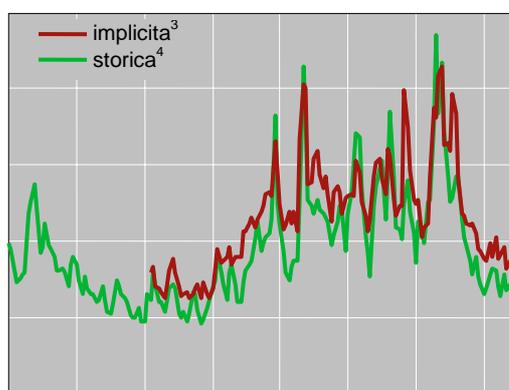
Per comprendere i fattori alla base del calo può essere utile osservarne il profilo temporale. Nei mercati azionari esso ha preso avvio intorno all'ottobre 2002. Si era alla fine di un prolungato periodo di insolita volatilità, caratterizzato dalla dilatazione e dallo scoppio di una bolla speculativa e da gravi scandali di natura contabile, ma anche all'inizio di una fase di accelerazione della crescita degli utili delle società e di un consolidamento dei loro bilanci, grazie al quale l'effetto di leva che in genere si associa a un'alta volatilità sembra essersi attutito, determinando altresì un calo degli spread. Inoltre, i rialzi successivi alla lunga fase ribassista del 2000-02 potrebbero avere smorzato i timori secondo cui il mercato sarebbe vulnerabile a un'ulteriore ampia correzione.

Nei mercati obbligazionari la volatilità ha toccato un picco nell'estate 2003, un periodo turbolento durante il quale gli operatori avrebbero valutato erroneamente la probabilità di un ricorso della Federal Reserve a misure non convenzionali di politica monetaria. Il 25 giugno la decisione della banca centrale di ridurre il tasso ufficiale di 25 punti base invece dei 50 previsti ha finito con lo stabilizzare le attese. Successivamente, i segnali e le dichiarazioni della Fed paiono aver creato tra gli operatori un consenso notevolmente ampio circa il futuro andamento dei tassi ufficiali. Ne è risultato un calo della volatilità, nonostante le oscillazioni talvolta anche brusche delle aspettative sulla ripresa di fondo, specie in occasione della pubblicazione dei dati sull'occupazione USA nei settori non agricoli. L'efficacia con cui le autorità monetarie sono riuscite a comunicare i propri intendimenti sembra aver annullato l'effetto "sorpresa" degli annunci macroeconomici.

Un secondo fattore che ha contribuito al calo della volatilità, specie nel mercato USA del reddito fisso, è stata la minore frequenza delle variazioni dei rendimenti collegate alla copertura di portafogli ipotecari. In alcune precedenti occasioni, e più di recente nell'agosto 2003, i crescenti rendimenti a lungo termine avevano condotto a un allungamento nella duration dei portafogli di titoli garantiti da ipoteca allorché i mutuatari avevano rallentato l'attività di rifinanziamento. Ciò aveva a sua volta comportato maggiori operazioni di copertura e, di conseguenza, un'ulteriore temporanea ascesa dei rendimenti a lunga. Nel 2004 questo effetto sembra essere stato meno pronunciato rispetto al passato, come dimostra l'aumento dei rendimenti nell'aprile scorso, cui si è associato un incremento solo modesto della volatilità. Il lungo periodo di rendimenti nominali relativamente bassi potrebbe aver ridotto il margine per nuove rinegoziazioni, cosicché modifiche inattese nel profilo dei rifinanziamenti non riescono più a cogliere di sorpresa il mercato.

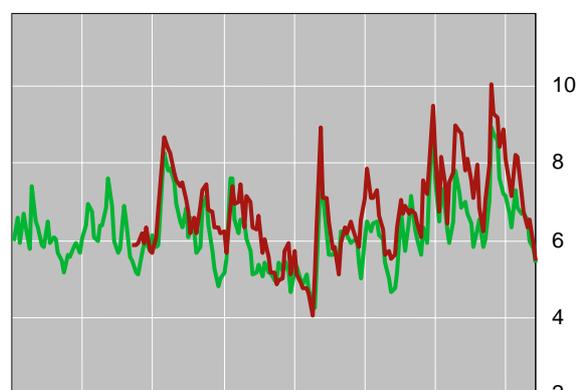
Misure della volatilità¹

S&P 500



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

Treasuries USA²



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

¹ Volatilità giornaliera annualizzata; medie mensili. ² Contratti futures sui titoli decennali. ³ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni call "at-the-money". ⁴ Volatilità condizionale dei rendimenti giornalieri stimata sul periodo gennaio 1990-novembre 2004 utilizzando un modello GARCH(1,1).

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; elaborazioni BRI.

2. Il mercato bancario internazionale

Dopo l'eccezionale espansione del primo trimestre 2004, l'attività bancaria internazionale è stata modesta nel secondo. Particolarmente deboli sono state le operazioni in dollari USA e in euro, poiché i crescenti rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti e in altre regioni hanno indotto gli investitori a liquidare posizioni in titoli. Per contro, gli impieghi in yen hanno mostrato segni di crescita. Per la prima volta dalla fine del 2002 il credito in dollari USA a mutuatari non bancari, in particolare quelli residenti negli Stati Uniti, ha subito un calo, compensato peraltro da un moderato aumento dei prestiti interbancari.

L'area emergente ha registrato nel complesso un afflusso netto di fondi, anche se permangono alcune differenze fra le varie regioni. La crescita degli impieghi nei confronti di banche dell'Asia-Pacifico ha determinato afflussi netti verso quest'area, mentre è continuata la fuoriuscita di capitali dall'America latina. Le attività verso l'Europa emergente sono aumentate, ma il cospicuo collocamento di depositi presso banche dichiaranti alla BRI ha prodotto un deflusso su base netta dalla regione. Nonostante il rincaro del greggio nel secondo trimestre, i fondi depositati dai paesi esportatori di petrolio presso gli istituti dichiaranti hanno segnato una flessione. Inoltre, da metà 2001 – da quando cioè è iniziato l'ultimo ciclo ascendente dei prezzi petroliferi – la composizione per valuta delle passività nette delle banche nei confronti dei paesi produttori è mutata, con un lieve ridimensionamento dell'incidenza del dollaro.

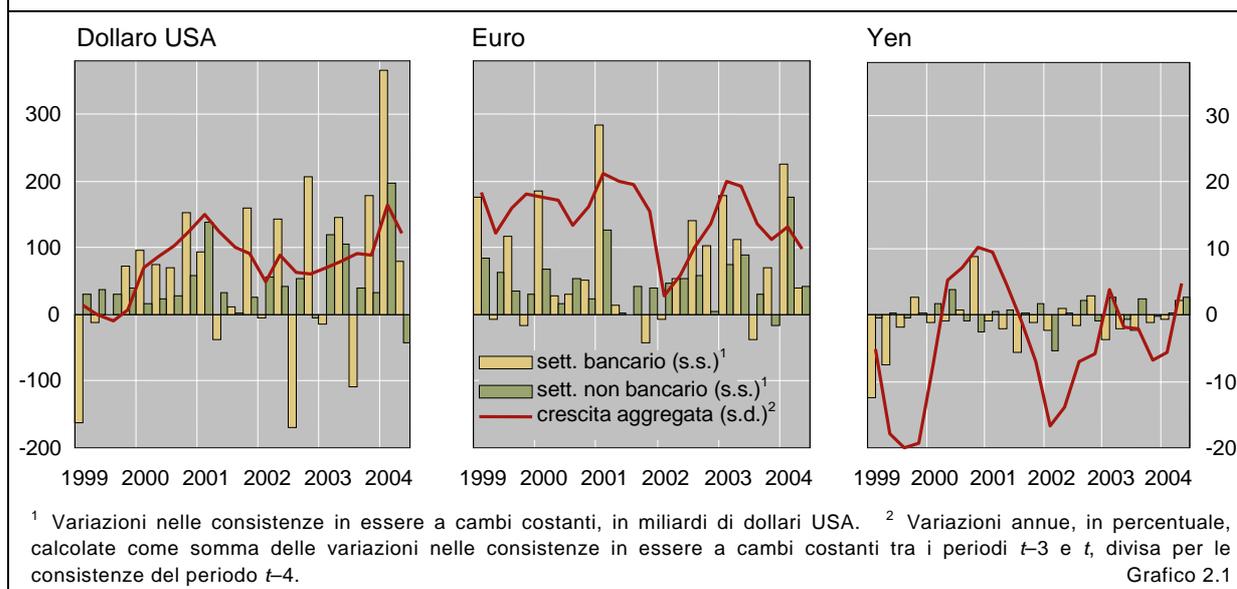
Secondo trimestre sottotono, dopo l'impennata del primo

Debole crescita degli impieghi nonostante la ripresa dell'attività interbancaria

Dopo l'incremento record del primo trimestre, il credito totale ha segnato una crescita solo modesta nel secondo. L'aumento dei rendimenti obbligazionari¹ ha indotto gli investitori a liquidare posizioni, e ciò ha reso particolarmente debole l'attività in dollari USA e in euro. Solo gli impieghi in yen hanno mostrato una certa vivacità (grafico 2.1). Le attività interbancarie delle banche dichiaranti alla BRI sono salite di \$200 miliardi, concorrendo per oltre l'80% all'incremento totale, mentre i nuovi crediti a imprese e altri mutuatari non

¹ Cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del giugno 2004 della Rassegna trimestrale BRI.

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



bancari hanno ristagnato, crescendo di soli \$40 miliardi, affluiti per i tre quarti a soggetti nei centri offshore. La combinazione di questi andamenti ha sospinto il credito complessivo di un modesto 1,4% rispetto al primo trimestre 2004, abbassando dal 14 all'11% il tasso di crescita su base annua.

Il minor credito al settore non bancario indebolisce l'attività in dollari USA

L'attività in dollari USA è stata particolarmente debole nel secondo trimestre, a causa soprattutto della flessione del credito a mutuatari non bancari negli Stati Uniti. I crediti totali in dollari sono saliti di \$38 miliardi grazie alle accresciute operazioni interbancarie, che hanno compensato la flessione dell'attività verso altre controparti. Gli andamenti nel comparto interbancario sono stati piuttosto insoliti in quanto i prestiti effettivi sono stati largamente superati dagli investimenti in titoli di debito internazionali². Gli impieghi complessivi in dollari USA verso prenditori *non bancari* sono di fatto diminuiti di \$42 miliardi, registrando il primo calo netto da fine 2002 e quello più ingente dall'inizio del periodo di rilevazione BRI³.

È significativo il fatto che i prestiti al settore non bancario degli Stati Uniti siano scesi per la prima volta dal terzo trimestre 2001. Essendo intervenuta in concomitanza con un aumento dei finanziamenti *interni* a breve (prestiti bancari ed emissioni di commercial paper), tale contrazione – pari a \$57 miliardi –

Le società di intermediazione mobiliare liquidano posizioni PcT

² I crediti interbancari sono cresciuti di \$80 miliardi, di cui quasi un terzo rappresentato da operazioni intragruppo e \$32 miliardi da attività in titoli di debito internazionali. Le banche nei centri offshore hanno acquistato titoli emessi da banche situate nel Regno Unito, in altri centri offshore e in Cina, mentre quelle negli Stati Uniti hanno acquistato titoli emessi da omologhe in Canada e nel Regno Unito.

³ I prestiti a mutuatari non bancari hanno subito una contrazione di \$51 miliardi, cui si è associato un calo delle disponibilità in titoli di debito internazionali. Le flessioni sono state parzialmente compensate da acquisti di azioni di residenti USA da parte di banche in centri offshore e, in misura minore, nel Regno Unito.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA¹

	2002	2003	2003			2004		Stock a fine giugno 2004
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1° trim.	2° trim.	
Attività internazionali totali	740,1	1 076,4	492,6	-110,0	315,8	1 232,5	239,8	17 341,4
sett. bancario	425,0	531,0	306,7	-229,5	277,1	826,9	200,0	11 247,8
sett. non bancario	315,2	545,4	185,9	119,5	38,7	405,5	39,8	6 093,6
Prestiti: sett. bancario	395,4	452,9	324,3	-263,8	249,3	727,9	128,5	9 554,8
sett. non bancario	103,8	277,0	24,8	92,3	18,1	196,2	-32,6	3 163,1
Titoli: sett. bancario	36,3	75,8	-8,2	22,5	35,1	76,0	58,9	1 205,0
sett. non bancario	202,2	208,3	122,9	8,3	6,5	192,2	31,3	2 570,7
Attività totali per valuta:								
dollaro USA	320,4	500,3	252,4	-68,3	210,9	562,8	37,8	6 922,2
euro	453,3	502,9	202,6	-8,0	53,9	400,9	82,8	6 381,1
yen	-42,3	-50,5	-25,4	0,7	-15,0	-1,9	49,4	820,7
altre valute ²	8,7	123,7	64,2	-34,5	65,9	270,7	69,8	3 217,4
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	315,1	459,0	159,9	103,3	47,0	344,5	11,2	4 771,6
Area dell'euro	117,4	157,3	67,5	50,5	-17,7	151,4	32,4	2 174,1
Giappone	4,1	38,4	15,6	6,5	-5,2	0,1	20,4	200,2
Stati Uniti	153,1	179,6	60,0	40,9	53,0	87,3	-41,1	1 557,1
Centri offshore	18,8	100,0	18,9	10,2	-10,1	41,6	30,7	702,9
Economie emergenti	-16,5	5,1	3,3	4,9	3,1	23,9	1,1	574,5
Non classificate ³	-2,2	-18,7	3,8	1,1	-1,3	-4,5	-3,1	44,6
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>44,5</i>	<i>415,2</i>	<i>88,8</i>	<i>51,7</i>	<i>94,1</i>	<i>187,5</i>	<i>35,1</i>	<i>2 527,1</i>

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

non è necessariamente il sintomo di una debole domanda di prestiti societari⁴. Essa sembra piuttosto collegata alla liquidazione di posizioni PcT da parte di società di intermediazione mobiliare tra metà marzo e metà maggio, quando i rendimenti dei titoli del Tesoro USA sono cresciuti di 100 punti base. Il finanziamento delle transazioni mobiliari tramite operazioni PcT, e in particolare i legami fra banche nel Regno Unito e società di intermediazione mobiliare negli Stati Uniti, appaiono come una componente sempre più importante dei flussi bancari internazionali⁵. Coerentemente con questa liquidazione, il calo complessivo dei prestiti al settore non bancario negli Stati Uniti durante il trimestre in esame è stato in gran parte dovuto alle ridotte

⁴ I dati di flusso USA per il secondo trimestre 2004 indicano che i prestiti bancari a imprese – esclusi i settori agricolo e finanziario – sono aumentati di \$22 miliardi, il primo incremento dal 2000. Inoltre, le emissioni di commercial paper hanno registrato un aumento di \$34,4 miliardi nel primo trimestre 2004 e di \$32,9 miliardi nel secondo.

⁵ Cfr. la sezione monografica "Cambia il mercato londinese degli eurodollari" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

posizioni di banche nel Regno Unito e nei centri offshore. Inoltre, sono scese di \$14 miliardi le disponibilità degli istituti nel Regno Unito sotto forma di titoli di debito internazionali in dollari di soggetti non bancari residenti negli USA, che hanno anch'esse così segnato la flessione più elevata del periodo di rilevazione BRI.

In generale, la contrazione complessiva del credito a soggetti non bancari sarebbe stata più pronunciata senza il sensibile aumento dei prestiti a mutuatari nelle Isole Cayman: essi hanno ricevuto \$17 miliardi da banche negli Stati Uniti e altri \$1,4 miliardi da istituti nel Regno Unito e nell'area euro, che hanno portato il totale di questi prestiti a \$221 miliardi, pari al 9% delle attività totali in dollari USA verso mutuatari non bancari (rispetto all'8% dei due trimestri precedenti). L'incremento potrebbe essere ascrivibile all'accresciuta attività degli hedge fund: secondo stime, i fondi affluiti a questa classe di prenditori – molti dei quali hanno sede legale nelle Isole Cayman – hanno continuato a essere sostenuti nel secondo trimestre.

Recupero delle attività in yen

Nel secondo trimestre 2004 gli impieghi in yen hanno segnato una ripresa, seppure appena sufficiente a bilanciare la debole crescita delle attività in altre valute (grafico 2.1). Al livello di \$49 miliardi, l'aumento del credito totale è stato il maggiore dall'ultimo trimestre 2000 ed è essenzialmente riconducibile ai nuovi impieghi di banche in Giappone (\$19 miliardi), Regno Unito (\$15 miliardi) e Lussemburgo (\$14 miliardi). Gli istituti nel Regno Unito hanno collocato yen per un controvalore di \$11 miliardi presso banche in Giappone, oltre a importi minori presso istituti nelle Isole Cayman e negli Stati Uniti. Nello stesso tempo, le posizioni creditorie di banche nel Regno Unito in titoli di debito internazionali in yen emessi da soggetti non bancari in Giappone sono diminuite di \$8,7 miliardi, nonostante i \$11 miliardi di collocamenti netti (e i \$33 miliardi di emissioni annunciate) da parte di soggetti giapponesi⁶.

Aumentano gli impieghi in yen per effetto dell'attività interbancaria giapponese

La ripresa dei prestiti in yen erogati da banche nipponiche, benché non particolarmente ampia in base ai parametri storici, è stata forse quella di maggior rilievo. I crediti totali delle banche situate in Giappone hanno segnato nel secondo trimestre un aumento di \$31 miliardi, inferiore a quello del periodo precedente (\$44 miliardi), ma pur sempre significativo se si considera che vi hanno concorso tanto le operazioni in yen (\$19 miliardi) quanto quelle in dollari USA (\$14 miliardi). Sebbene l'attività interbancaria in yen delle banche in Giappone sia in calo almeno dal 1995 (grafico 2.2, diagramma di sinistra), i prestiti ad altri istituti bancari hanno rappresentato nel trimestre sotto rassegna oltre la metà della loro attività complessiva in tale moneta, registrando il primo aumento negli ultimi sei trimestri. Per contro, i prestiti in yen a soggetti non bancari, principalmente residenti nei centri offshore, sono andati aumentando dal secondo trimestre 2002.

⁶ Cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Attività delle banche situate in Giappone

in miliardi di dollari USA

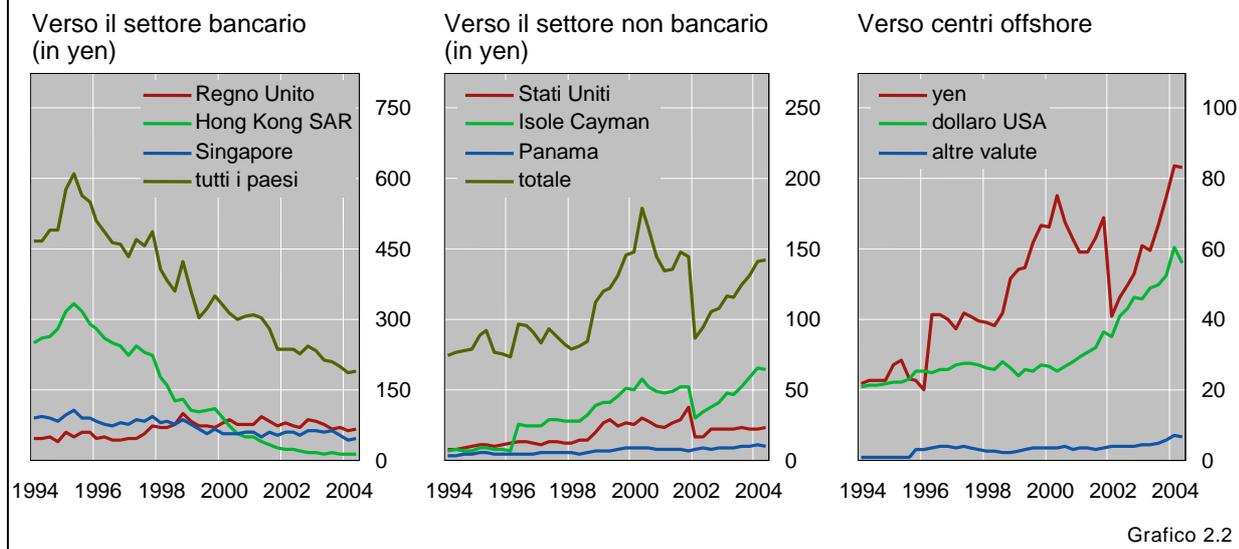


Grafico 2.2

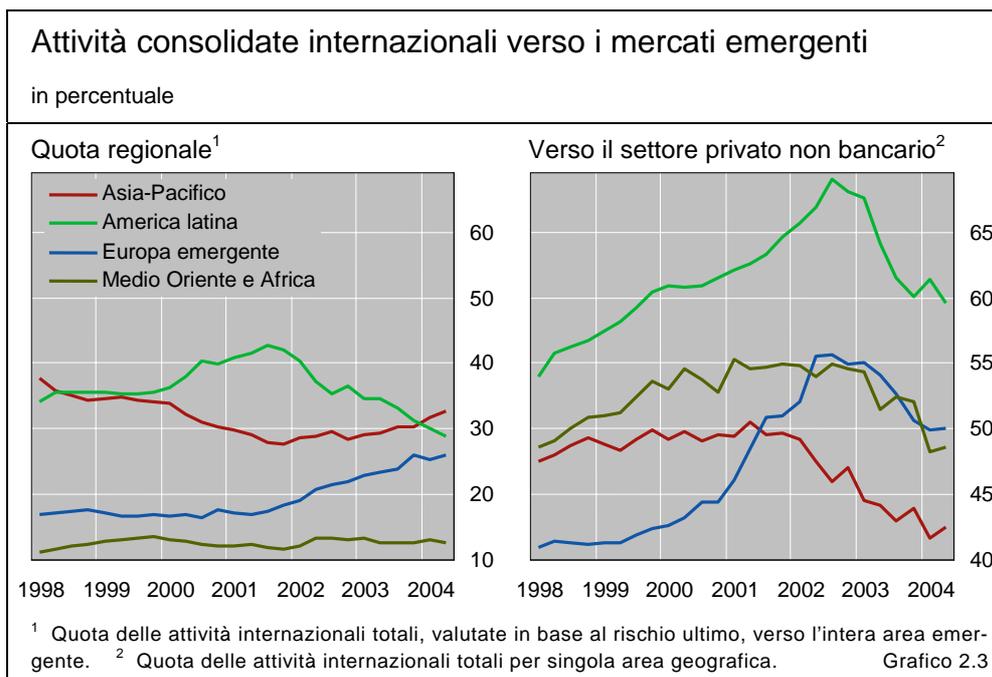
Il credito bancario continua a spostarsi dall'America Latina all'Asia

Prosegue
l'allontanamento
dall'America
latina ...

I nuovi prestiti ai mercati emergenti hanno superato di stretta misura un modesto aumento dei fondi depositati all'estero, dando origine al primo afflusso netto verso l'area emergente da un anno a questa parte. Le cifre aggregate, tuttavia, celano notevoli divergenze a livello geografico. Capitali sono defluiti da America latina ed Europa, mentre il nuovo credito a banche nell'Asia-Pacifico ha determinato afflussi netti verso questa regione. Le statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, segnalano come nel secondo trimestre 2004 il credito delle banche dichiaranti abbia ulteriormente favorito le regioni Asia-Pacifico ed Europa emergente e penalizzato l'America latina, continuando così una tendenza in atto dalla fine del 2001 (grafico 2.3). Le attività estere (calcolate in base al rischio ultimo) verso prenditori latino-americani sono scese a \$450 miliardi, pari al 29% dell'esposizione internazionale complessiva verso i mercati emergenti, contro il 30% del primo trimestre e il 35% di un anno prima.

L'America latina diviene fornitrice netta di fondi

Le banche hanno continuato a ridurre la propria esposizione verso i paesi dell'America latina, dando luogo al nono periodo consecutivo di deflussi netti da quest'area. Se negli ultimi trimestri a tale andamento hanno contribuito gli ingenti fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI, i \$5,1 miliardi di deflussi registrati su base netta nel periodo in esame sono dovuti principalmente a un calo di \$6,3 miliardi delle attività verso la regione. Anche in questo caso vi sono tuttavia state sostanziali differenze fra i vari paesi. I più significativi flussi netti in uscita sono stati registrati dal Venezuela, a causa dell'aumento dei depositi all'estero in un trimestre caratterizzato da prezzi petroliferi alti e in crescita. L'Argentina è stata interessata da un deflusso più



contenuto, derivante da una riduzione delle attività verso l'insieme dei settori del paese, con il proseguimento dei rimborsi e degli stralci di posizioni creditorie. Anche gli impieghi verso tutti i settori del Brasile hanno subito un sensibile calo (di \$4 miliardi), in ampia misura controbilanciato dal rimpatrio di depositi.

Grazie ai continui depositi presso banche dell'area dichiarante, nonché ai rimborsi e alle svalutazioni di crediti nei confronti di alcuni paesi prenditori della regione, negli ultimi tre trimestri l'America latina è divenuta nell'insieme fornitrice netta di fondi al sistema bancario internazionale. Complessivamente, negli ultimi tre periodi di rilevazione le consistenze nette di attività (attività totali meno passività totali) verso questa regione hanno assunto segno negativo per effetto sia delle accresciute passività nette verso banche, sia della flessione degli impieghi netti nei confronti del settore non bancario (grafico 2.4, diagramma di sinistra)⁷. In particolare, il settore bancario brasiliano – tuttora prenditore netto di fondi – ha contribuito da solo a buona parte della transizione, con un calo nello stock di attività nette verso le banche del paese dai \$27 miliardi di metà 2002 a \$1,5 miliardi nel trimestre sotto rassegna. Come mostra il diagramma centrale del grafico 2.4, ciò è dovuto in massima parte ai maggiori fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI. Nel contempo, è stato rilevante anche il calo dei crediti netti a soggetti non bancari in Argentina (grafico 2.4, diagramma di destra), benché dovuto principalmente alla continuazione dei rimborsi e degli stralci di prestiti.

... mentre la regione diventa creditrice netta ...

⁷ Un fattore che ha contribuito a tale risultato è la porzione dello stock totale di attività nette verso la regione non attribuita ad alcun paese in particolare, passata da -\$1,4 miliardi nel primo trimestre 2003 a -\$18,7 miliardi nel periodo in esame. Escludendo questa posta non classificata, lo stock di attività nette verso la regione nel suo insieme è divenuto negativo solo nel trimestre sotto rassegna.

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 giugno 2004
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale ²	Attività	-37,0	65,0	-4,6	20,6	14,7	67,9	26,1	1 102,6
	Passività	-45,9	71,9	-10,3	28,2	43,1	107,5	21,7	1 346,8
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	0,9	-5,4	-2,1	-2,6	-1,1	20,0
	Passività	0,0	-0,8	0,1	-2,2	0,7	0,3	0,1	25,2
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	-1,7	1,4	-9,1	1,8	-4,0	81,2
	Passività	-8,0	14,4	6,6	7,9	-3,4	5,0	-3,6	58,0
Cina	Attività	-12,4	13,5	-6,4	4,9	-1,0	13,9	10,1	84,6
	Passività	-3,6	-6,4	-11,3	1,8	1,8	21,6	20,6	130,9
Corea	Attività	2,3	3,7	0,5	0,8	1,7	-1,7	0,8	18,8
	Passività	-3,7	-2,4	0,1	0,2	-0,9	-2,6	2,5	9,9
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-1,0	-1,9	-0,8	0,3	-0,9	28,1
	Passività	-2,4	0,2	-0,1	-0,5	0,3	-0,2	-2,1	33,8
Messico	Attività	8,2	-1,0	-2,0	-1,5	0,1	14,3	-8,5	82,7
	Passività	0,5	7,3	-6,1	2,1	12,1	21,7	-4,8	56,6
Polonia	Attività	3,1	-0,7	-0,1	0,8	-0,9	7,5	-0,6	71,8
	Passività	-11,4	6,2	2,2	-0,3	-0,1	4,0	-0,7	65,2
Rep. ceca	Attività	2,9	3,3	0,9	1,0	0,4	2,4	2,1	37,2
	Passività	-3,1	-0,1	-1,1	-1,0	1,2	3,0	3,9	25,6
Russia	Attività	3,6	12,1	1,7	2,8	5,8	3,4	-0,3	55,1
	Passività	9,6	16,2	-4,4	7,2	7,9	5,0	7,8	70,3
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,3	18,7
	Passività	2,7	9,7	4,8	1,4	2,8	4,1	1,8	37,9
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	0,3	0,0	-1,6	-1,0	-0,4	17,4
	Passività	-4,6	5,7	-0,9	0,9	3,2	-1,5	-0,8	26,4
Turchia	Attività	-2,8	5,3	-0,5	3,4	0,1	4,1	3,4	51,4
	Passività	0,0	-0,4	1,5	1,0	0,9	2,9	0,9	24,0
<i>Per memoria:</i>									
<i>nuovi paesi della UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>9,2</i>	<i>20,9</i>	<i>1,2</i>	<i>5,6</i>	<i>8,5</i>	<i>3,9</i>	<i>6,7</i>	<i>129,3</i>
	<i>Passività</i>	<i>-5,9</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,8</i>	<i>3,2</i>	<i>4,8</i>	<i>69,1</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>1,4</i>	<i>139,8</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>-11,8</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>16,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>287,3</i>

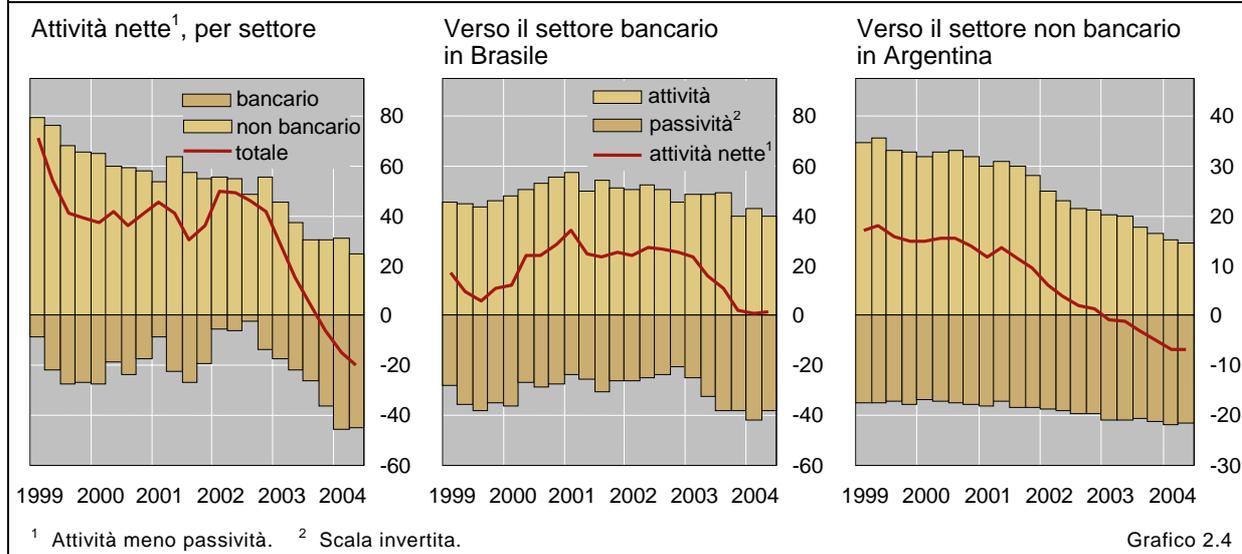
¹ Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. ² Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. ³ Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.2

... nonostante le sue emissioni obbligazionarie

Tale mutamento si è accompagnato a un'intensa attività di emissione di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari della regione. Sebbene le emissioni nette di Argentina, Brasile e Messico siano state negative nel secondo trimestre (grafico 2.5), le tendenze di più lungo periodo indicano nondimeno uno spostamento dal finanziamento bancario a quello obbligazionario, specie da parte dei prenditori non bancari. I titoli di debito rappresentano attualmente il 59% del credito internazionale totale a soggetti non bancari della regione, rispetto al 54% del primo trimestre 2001 e al 46% del primo trimestre

Esposizione verso l'America latina e i Caraibi

in miliardi di dollari USA



1999. Contemporaneamente all'ascesa delle emissioni obbligazionarie, le statistiche consolidate della BRI – che consentono una più puntuale scomposizione settoriale delle attività bancarie – mostrano come all'interno dell'esposizione delle banche dichiaranti sia tendenzialmente diminuita l'incidenza del settore *privato* non bancario, ossia dei mutuatari che più sono ricorsi all'emissione di titoli di debito (grafico 2.3, diagramma di destra).

Afflussi di fondi alla regione Asia-Pacifico, malgrado i depositi della Cina

I nuovi prestiti erogati alle banche dell'Asia-Pacifico, insieme al rimpatrio di depositi da parte di alcuni paesi, hanno determinato un saldo positivo dei flussi a quest'area. Lo stock delle attività nette verso la regione ha oscillato negli ultimi trimestri per l'influsso congiunto dei fondi netti depositati all'estero da residenti cinesi e dell'aumento su base netta dei crediti verso residenti di Taiwan, Cina⁸ (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Nel periodo in esame le consistenze nette dei fondi incanalati dall'Asia-Pacifico nel sistema bancario internazionale sono scese a \$64 miliardi, dopo essere tendenzialmente salite nei tre trimestri precedenti. Le banche a Taiwan, nelle Filippine, in Indonesia e in Corea hanno rimpatriato depositi, mentre quelle in Cina e, in misura minore, India hanno collocato all'estero somme relativamente considerevoli per il secondo trimestre consecutivo.

I movimenti di capitali in entrata a Taiwan – dovuti al rimpatrio di depositi e ai prestiti interbancari – sono stati i più cospicui della regione, rispecchiando forse le aspettative di un apprezzamento del nuovo dollaro di Taiwan nei confronti del dollaro USA. Le banche nel paese hanno prelevato \$7,1 miliardi da depositi bancari in dollari USA in essere presso gli Stati Uniti e mutuato

Rimpatrio dei depositi a Taiwan ...

⁸ Di seguito, Taiwan.

Credito al settore non bancario in America latina e nei Caraibi

in miliardi di dollari USA

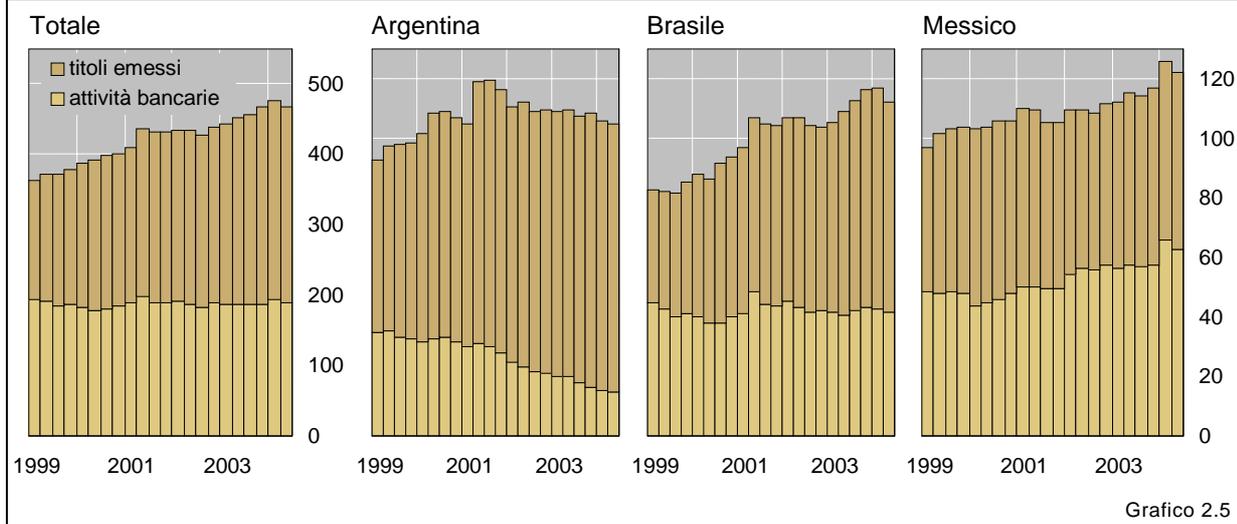


Grafico 2.5

importi relativamente ingenti (\$9,4 miliardi) da banche dichiaranti alla BRI⁹. Ciò ha determinato afflussi netti di fondi a Taiwan per \$17 miliardi, spingendo verso il pareggio il saldo dei crediti totali nei confronti del paese (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Al tempo stesso, i residenti non bancari di Taiwan hanno accresciuto per il secondo trimestre consecutivo il proprio indebitamento in dollari USA presso banche interne, questa volta per \$2,4 miliardi.

... ma deflussi netti da Cina e Corea

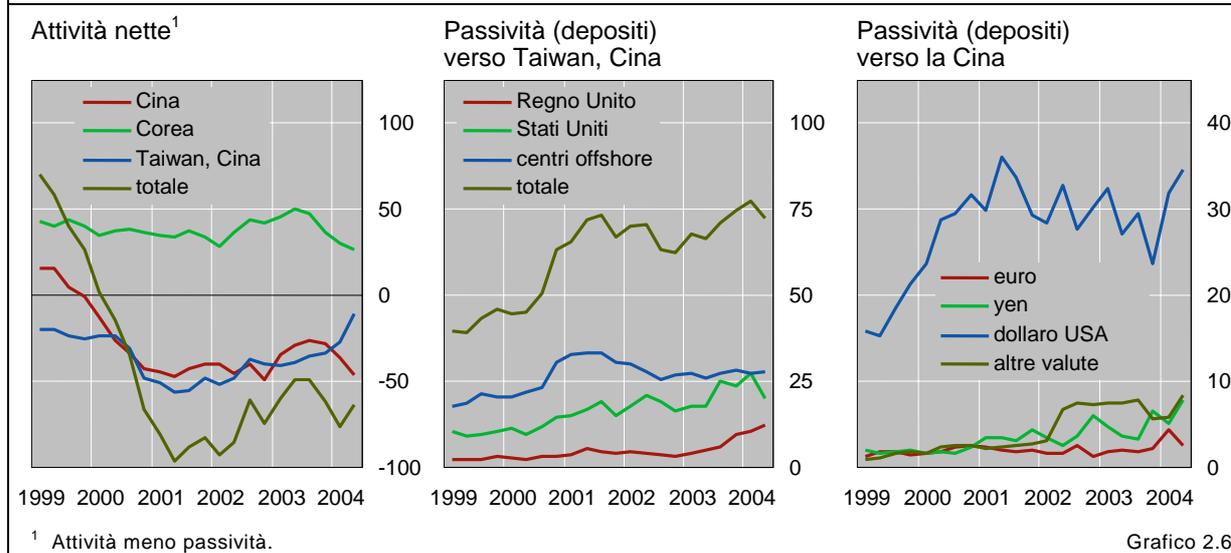
Altri paesi della regione, in particolare Cina e Corea, hanno invece registrato deflussi netti di fondi. Come nel trimestre precedente, le banche in Cina hanno depositato somme considerevoli (\$21 miliardi) presso istituti dichiaranti esteri¹⁰. Si è trattato principalmente di depositi in dollari USA, ma sono cresciuti anche quelli in yen e in dollari di Hong Kong (grafico 2.6, diagramma di destra). Tale incremento, ancorché compensato in parte da \$11,5 miliardi di nuovi prestiti interbancari affluiti alle banche in Cina, ha determinato deflussi netti dal paese per \$10,5 miliardi. In Corea i deflussi di fondi registrati su base netta per il quarto trimestre consecutivo sono riconducibili sia alla contrazione dei prestiti verso l'insieme dei settori, sia alla cessione di partecipazioni azionarie in società non bancarie del paese da parte di banche dichiaranti alla BRI. Questo calo di attività si è accompagnato a un rimpatrio di depositi (principalmente in dollari USA) per \$4,4 miliardi ad opera del sistema bancario coreano.

⁹ Questo ingente rimpatrio di depositi è intervenuto malgrado l'aumento delle riserve valutarie totali di Taiwan nel secondo trimestre, ed è stato parzialmente compensato dall'incremento – pari a \$2,1 miliardi – dei depositi effettuati dalle banche a Taiwan presso omologhe nel Regno Unito.

¹⁰ Le riserve valutarie totali della Cina sono aumentate da \$440 miliardi del primo trimestre 2004 a \$471 miliardi nel secondo.

Esposizione verso l'Asia-Pacifico

in miliardi di dollari USA



L'acquisizione di una banca in Corea ha determinato, su base consolidata, un forte aumento (\$36 miliardi) delle attività in valuta locale delle banche USA verso residenti del paese. A questo risultato – dovuto a una riclassificazione degli impieghi esistenti – ha fatto riscontro un analogo incremento delle passività in valuta locale. Esso ha fatto salire i crediti in won delle banche dichiaranti nei confronti della Corea al 48% delle attività estere totali verso questo paese, rispetto al 29% dei due trimestri precedenti¹¹. Se si escludono le posizioni creditorie delle banche USA, gli impieghi in valuta locale verso la regione sono rimasti stabili.

I depositi russi all'origine del primo deflusso netto dall'Europa emergente negli ultimi sei trimestri

Nonostante i prestiti relativamente cospicui affluiti all'insieme dei settori della regione, l'aumento dei fondi depositati presso le banche dichiaranti alla BRI ha determinato un deflusso netto di capitali dall'Europa emergente. Le attività verso tutti i settori, in crescita da undici trimestri, sono salite nel periodo sotto rassegna di \$11 miliardi, una cifra alquanto ragguardevole. Ma i depositi all'estero sono stati ancor maggiori, originando \$6 miliardi di deflussi netti, il primo saldo negativo dal terzo trimestre 2002. Come nei tre periodi precedenti, sono state le banche in Russia ad effettuare il maggior volume di depositi (cfr. infra). Dal canto loro, gli istituti in Polonia e Repubblica ceca hanno collocato all'estero fondi per \$3,7 e 2,6 miliardi rispettivamente, in parte rappresentati da riserve valutarie¹². Il deflusso dalla regione nel suo insieme è intervenuto

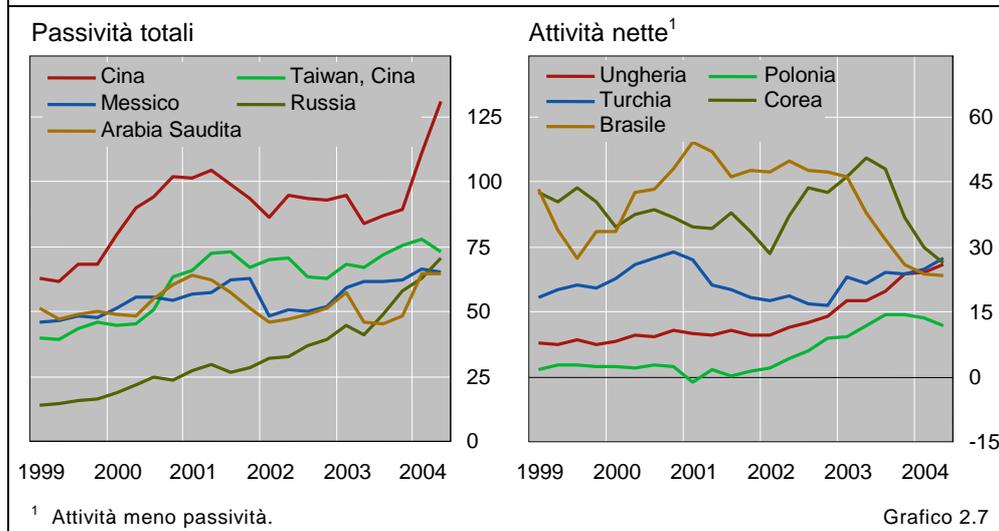
Deflussi dall'Europa emergente ...

¹¹ Gli impieghi in valuta locale delle banche USA verso la Corea sono balzati all'86% delle loro attività internazionali totali verso questo paese, dal 52% del trimestre precedente.

¹² Nel secondo trimestre le riserve valutarie della Repubblica ceca detenute presso banche all'estero sono aumentate di \$755 milioni, quelle della Polonia di \$1,4 miliardi.

Esposizione verso alcuni paesi emergenti

in miliardi di dollari USA



nonostante i \$2 miliardi di capitali affluiti al gruppo dei nuovi paesi membri della UE.

... trainati dai depositi effettuati da banche russe ...

Come accennato, nel secondo trimestre 2004 i residenti della Russia hanno continuato a depositare fondi presso banche dichiaranti alla BRI, determinando così il deflusso netto di capitali registrato dall'Europa emergente nel suo complesso. Le banche in Russia hanno collocato all'estero \$7,4 miliardi, diretti principalmente verso istituti nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Francia¹³. I problemi di liquidità interna cui hanno dovuto far fronte alcune banche russe in giugno non sembrano aver avuto conseguenze sulle loro attività internazionali. Il continuo deflusso di depositi dalla fine del 2002 ha innalzato a \$70,3 miliardi lo stock di passività totali delle banche dichiaranti nei confronti della Russia che, avendo superato le consistenze di Arabia Saudita (\$64,4 miliardi) e Messico (\$65,2 miliardi), si colloca ora al terzo posto dopo Cina (\$130,9 miliardi) e Taiwan (\$72,9 miliardi) (grafico 2.7, diagramma di sinistra). Su base netta, benché la Russia resti ancora indietro rispetto a molte altre economie, il contributo fornito dall'insieme dei settori del paese al sistema bancario internazionale è salito a \$15,2 miliardi, scavalcando Kuwait e Taiwan e approssimandosi a Egitto e Venezuela, un risultato di tutto rispetto per unpaese che solo nel 2002 figurava come prestatore netto di fondi.

... nonostante le accresciute attività verso Turchia, Polonia e Ungheria

Le attività verso l'Europa emergente sono state alimentate dai crediti a residenti di Turchia, Polonia e Ungheria. In Turchia, i nuovi prestiti concessi all'insieme dei settori – soprattutto da banche nel Regno Unito – hanno sospinto i crediti totali verso il paese a \$51,4 miliardi, al secondo posto dopo la Russia. Negli ultimi trimestri lo stock di crediti netti verso Turchia e Ungheria ha mostrato una tendenza ascendente, dovuta a un aumento delle attività nei confronti di questi paesi. Nel periodo in esame le consistenze nette di attività

¹³ Le riserve valutarie totali della Russia sono passate dai \$79,6 miliardi del primo trimestre a \$84,5 miliardi del secondo.

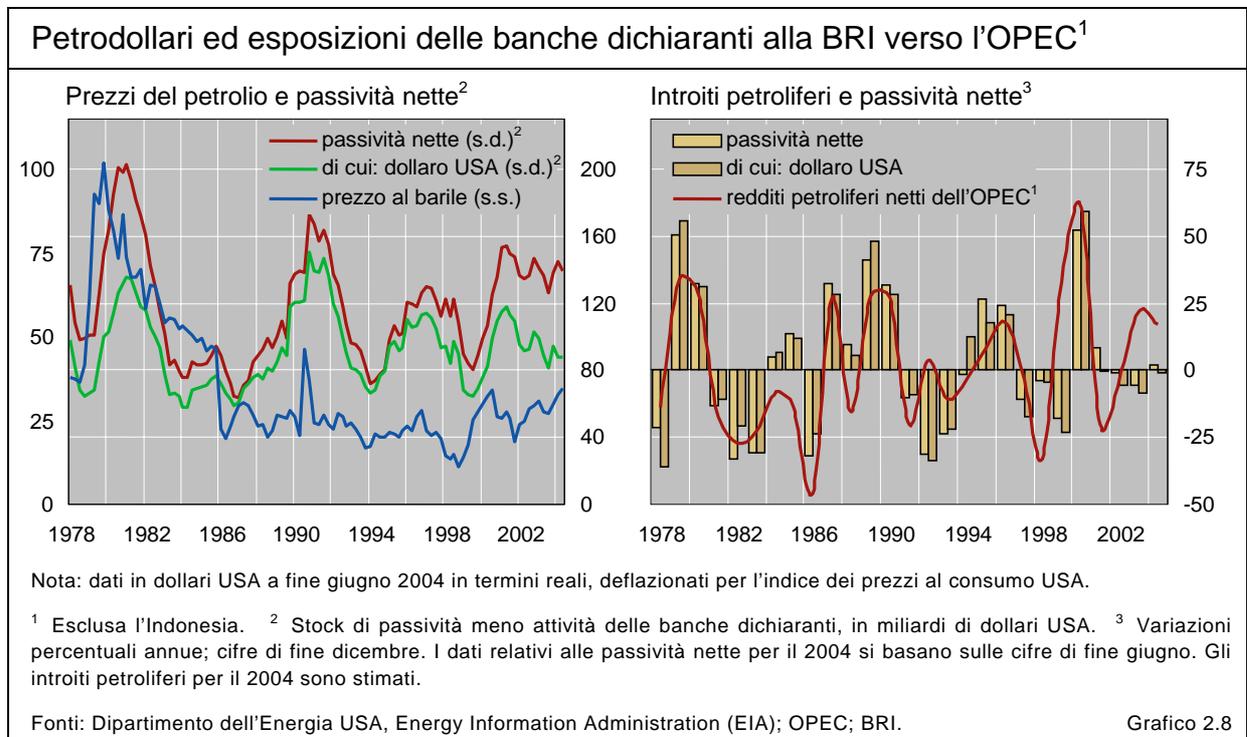
verso la Turchia (\$27,4 miliardi) hanno superato quelle verso la Corea, facendo del paese il maggiore prenditore netto di fondi dell'area emergente (grafico 2,7, diagramma di destra); l'Ungheria segue di stretta misura, con uno stock salito a \$26 miliardi, dai \$17,5 miliardi di un anno prima.

Prezzi petroliferi e avanzi OPEC: uno spostamento in favore dell'euro?

Sebbene i maggiori prezzi petroliferi contribuiscano in genere a innalzare le eccedenze dei paesi dell'OPEC, i recenti rincari hanno prodotto un impatto minimo, se non nullo, sullo stock di fondi depositati all'estero. Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui si starebbe modificando l'incidenza del dollaro USA sul totale dei depositi di questi paesi. In altri termini, nell'ultimo ciclo il comovimento tra corsi del greggio e avanzi in dollari dell'OPEC sembra essere meno evidente rispetto al passato.

Dall'esperienza storica si può senz'altro discernere una correlazione, ancorché non lineare, tra prezzi del greggio, entrate petrolifere e stock netto di fondi depositati dai paesi dell'OPEC presso banche dichiaranti. Come illustrato nel diagramma di sinistra del grafico 2.8, le consistenze reali nette delle passività nei confronti di questi paesi – che forniscono una misura del saldo dei fondi da essi incanalati nel sistema bancario internazionale – sono in genere cresciute all'aumentare dei prezzi reali del petrolio, talora con uno sfasamento temporale¹⁴. I paesi OPEC hanno depositato (in parte) i loro introiti petroliferi presso banche all'estero, per poi prelevarli in periodi di più lenta crescita dei proventi. Il diagramma di destra del grafico 2.8 mostra infatti che le fasi di

La relazione storica fra prezzi petroliferi e depositi esteri ...



¹⁴ In questo esercizio l'Indonesia è stata esclusa dal gruppo dei paesi dell'OPEC.

crescita elevata dello stock netto di passività nei confronti dei paesi OPEC si sono generalmente accompagnate a periodi di ascesa dei ricavi petroliferi. Tale relazione emerge con la massima evidenza durante il secondo shock petrolifero alla fine degli anni settanta, ma si fa più tenue sul finire del decennio successivo, quando gli ingenti depositi netti di dollari USA non sembrano derivare da un balzo altrettanto cospicuo dei prezzi reali del greggio. Ciò potrebbe rispecchiare più una fuga verso la sicurezza o l'investimento in attività alternative che non una reazione amplificata al picco – relativamente modesto e di breve durata – dei prezzi reali del petrolio nel periodo intorno alla prima guerra del Golfo.

... è meno evidente nell'ultimo ciclo

Per quel che riguarda il ciclo più recente il quadro è decisamente più sfumato. In termini reali, nel secondo trimestre i prezzi del petrolio hanno raggiunto livelli non più registrati dalla prima guerra del Golfo, pur rimanendo sensibilmente inferiori ai massimi raggiunti durante il secondo shock petrolifero di fine anni settanta. Tra il quarto trimestre 1998 e il terzo trimestre 2000 essi sono aumentati del 207%¹⁵, mentre – con un lieve sfasamento – lo stock delle passività nette in termini reali nei confronti dei paesi OPEC si è pressoché raddoppiato (grafico 2.8)¹⁶. Dopo essere calati di quasi il 50% tra fine 2000 e metà 2001, i prezzi reali del greggio sono nuovamente aumentati, guadagnando l'85% dal quarto trimestre 2001. Tuttavia, a differenza di quanto accaduto in passato, nell'ultimo ciclo le consistenze nette di fondi depositati all'estero non sono cresciute: dal secondo trimestre 2002 il saldo delle passività delle banche dichiaranti verso i paesi dell'OPEC è rimasto relativamente stabile in termini reali, salendo di appena il 3%. Inoltre, in tale periodo lo stock netto reale delle passività in essere in dollari USA ha di fatto perso il 4%. Nel complesso, ciò indica che durante il ciclo più recente i proventi petroliferi non sono stati convogliati nel sistema bancario internazionale, o per lo meno non tanto quanto nei periodi precedenti.

Diminuisce l'incidenza del dollaro USA nei depositi dei paesi OPEC

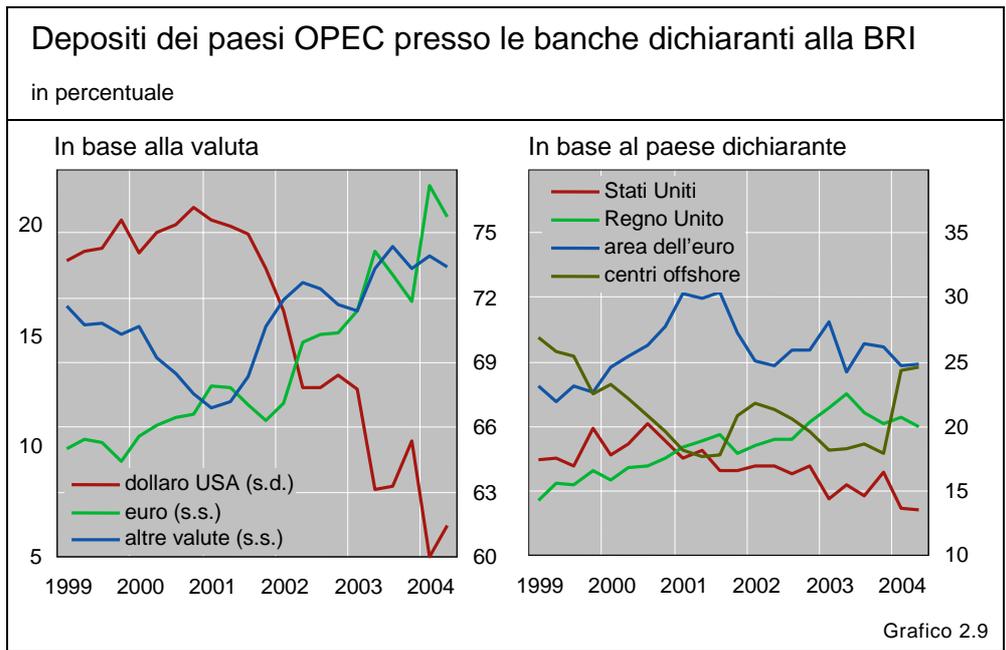
Malgrado i modesti depositi effettuati dai paesi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI, negli ultimi tre anni è emerso con chiarezza un lieve mutamento nella loro composizione per valuta. Dal terzo trimestre 2001 gli introiti petroliferi sarebbero stati convogliati in misura crescente su depositi in euro e altre valute. Come mostrano il grafico 2.8 e più in particolare il diagramma di sinistra del grafico 2.9, le monete diverse dal dollaro USA concorrono a una quota sempre maggiore dei fondi depositati da questi paesi presso le banche dichiaranti. Tra il terzo trimestre 2001 e il periodo sotto rassegna, l'incidenza del dollaro USA è scesa dal 75 al 61,5%, mentre quella dell'euro è aumentata dal 12 al 20%. In certa misura, questo risultato potrebbe essere dovuto al diverso andamento dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nell'area dell'euro dalla fine del 1998: in media, tra dicembre 1998 e marzo 2001 i tassi a breve termine in dollari USA hanno superato di 2,1 punti

¹⁵ I dati annui della Energy Information Administration statunitense indicano che i proventi petroliferi dei paesi OPEC sono saliti da \$126 miliardi nel 1998 a \$267 miliardi nel 2000, con un incremento del 113%. Per il 2004 sono previsti introiti per \$286 miliardi.

¹⁶ In termini reali lo stock netto delle passività nei confronti dei paesi OPEC è aumentato del 91% tra il terzo trimestre 1999 e il secondo trimestre 2000.

percentuali i corrispondenti tassi in euro, mentre tra aprile 2001 e giugno 2004 essi sono stati inferiori di 1,3 punti percentuali.

Nel secondo trimestre 2004, quando i prezzi petroliferi *nominali* hanno raggiunto il massimo storico, le passività nette delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi OPEC sono di fatto diminuite (a \$142 miliardi)¹⁷. La flessione rispetto al primo trimestre è attribuibile a un calo di \$4,9 miliardi dei depositi in euro detenuti da banche dell'Arabia Saudita presso omologhe in Germania, centri offshore e Regno Unito. Le passività in dollari USA verso tali paesi sono cresciute in misura solo modesta, di \$2,8 miliardi, grazie ai maggiori depositi effettuati da residenti del Venezuela.



¹⁷ Lo stock lordo delle passività nei confronti dei paesi dell'OPEC (eccettuata l'Indonesia) è sceso a \$253 miliardi nel secondo trimestre.

Prosegue la vivace attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali

Jesper Wormstrup

Nel terzo trimestre 2004 l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è rimasta vivace. Nonostante un calo rispetto al periodo precedente, il volume totale registrato di \$430 miliardi rappresenta un massimo storico su base destagionalizzata (diagramma di sinistra del grafico seguente). Analogamente al trimestre precedente, le operazioni di rifinanziamento – ivi compreso il prefinanziamento di prestiti non ancora giunti a scadenza – hanno raggiunto livelli elevati (\$232 miliardi), rispecchiando le favorevoli condizioni finanziarie prevalenti nel mercato. I prestiti a fronte di fusioni e acquisizioni, incluse le operazioni di "leveraged buyout", sono balzati a \$90 miliardi, rispetto alla media trimestrale di \$40 miliardi circa degli ultimi tre anni. A tale incremento hanno principalmente concorso le imprese dei settori sanitario, farmaceutico, delle telecomunicazioni, petrolifero e del gas naturale.

Benché inferiori al picco del trimestre precedente, le sottoscrizioni di prestiti da parte di soggetti USA sono rimaste piuttosto sostenute, con un volume totale pari a \$206 miliardi. Gli importi maggiori sono stati raccolti nei settori energetico, sanitario e alimentare, ma l'operazione singola più ingente è stata allestita per Caterpillar Inc, produttore di motori e macchinari, sotto forma di un credito rotativo per \$5 miliardi. Prenditori di qualità non bancaria (ossia, con rating inferiore a BBB) si sono assicurati una quota insolitamente elevata della raccolta complessiva dei mutuatari provvisti di rating: oltre il 40%, contro una media storica di circa il 20%.

A differenza degli Stati Uniti, nell'Europa occidentale l'attività è cresciuta moderatamente rispetto al trimestre precedente. Su un totale di \$150 miliardi, ben \$66 miliardi sono stati sottoscritti da soggetti francesi. L'agenzia governativa CADES ha ottenuto un prestito ponte/rotativo a breve per €20 miliardi, la terza operazione per dimensioni sul mercato dei prestiti sindacati internazionali[®], mentre la società farmaceutica Sanofi-Synthelabo SA ha concluso un'operazione per €16 miliardi finalizzata ad acquisizioni e rifinanziamenti. Tra i principali prestiti a favore di mutuatari dell'Europa occidentale figurano anche le operazioni di rifinanziamento di Deutsche Telekom AG (€5 miliardi) e dell'operatore spagnolo Auna Operadores de Telecomunicaciones SA (€4,5 miliardi).

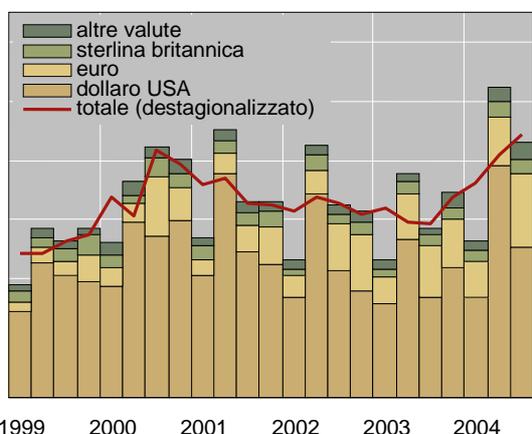
Nel terzo trimestre 2004 è proseguita la dinamica ascendente dei prestiti a mutuatari dei mercati emergenti (diagramma di destra del grafico). Con un totale di \$32,5 miliardi, le sottoscrizioni hanno raggiunto il valore massimo mai registrato dal 1997 in un terzo trimestre. In linea con gli ultimi periodi di rilevazione, ad aggiudicarsi l'importo maggiore (\$11,3 miliardi) sono stati i soggetti asiatici, in particolare i settori taiwanesi dell'elettronica e dei computer, nonché banche commerciali di India, Corea e Kazakistan.

Nell'Europa orientale l'attività, pari a \$7,9 miliardi, è stata principalmente alimentata da società petrolifere e metallurgiche russe. Anche le banche commerciali turche si sono fatte notare, stipulando contratti per un controvalore di \$2,2 miliardi con spread fino a 65 punti base più bassi rispetto a un anno fa. La raccolta dei prenditori di Medio Oriente e Africa è stata trainata dalle cospicue sottoscrizioni della società petrolifera nazionale dell'Angola Sonangol (\$2,35 miliardi), dell'impresa energetica Dolphin Energy Ltd degli Emirati Arabi Uniti (\$1,36 miliardi) e della Reserve Bank del Sudafrica (\$1 miliardo). In America latina più della metà del volume totale sottoscritto (\$6,5 miliardi) è andata al settore societario messicano, grazie anche al prestito a termine di \$2,4 miliardi accordato alla società di telecomunicazioni Telmex, la maggiore operazione di tutta l'area emergente nel terzo trimestre.

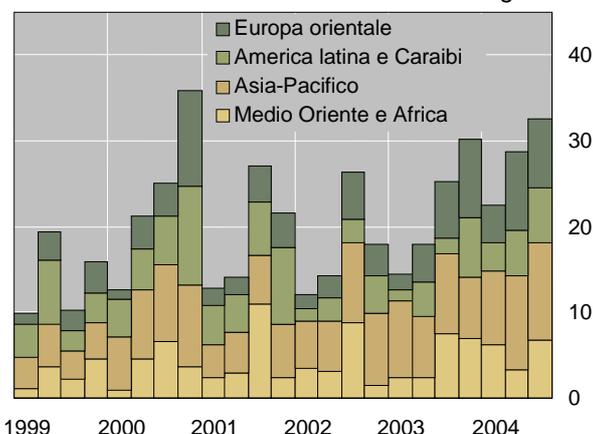
Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni in base alla valuta



Sottoscrizioni a mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

[®] Dopo i contratti di France Telecom (€30 miliardi, luglio 2002) e AT&T Corp (\$25 miliardi, dicembre 2000).

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Favoriti dal costante calo dei tassi di interesse a lungo termine, da una graduale ripresa dell'economia a livello mondiale e dalla buona accoglienza riservata dal mercato a una vasta gamma di strumenti debitori, nel corso del

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 sett. 2004
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 010,4	1 472,3	303,6	458,9	520,9	351,9	324,6	12 778,7
Strumenti del mercato monetario ¹	1,7	75,3	-33,0	49,2	34,9	4,4	17,5	621,2
Commercial paper	23,7	83,3	-25,5	48,7	8,8	-3,4	25,8	445,3
Obbligazioni e notes ¹	1 008,7	1 397,0	336,5	409,7	486,0	347,5	307,1	12 157,5
A tasso variabile	197,9	392,1	98,0	153,4	154,5	167,4	132,8	3 278,3
Ordinarie a tasso fisso	800,7	983,9	234,2	240,6	338,4	172,4	177,0	8 523,4
Collegate ad azioni	10,2	20,9	4,3	15,7	-6,8	7,7	-2,7	355,8
Paesi sviluppati	944,5	1 365,3	281,3	434,9	485,3	321,1	293,3	11 408,8
Stati Uniti	328,5	274,3	90,4	97,7	125,6	6,8	41,7	3 245,8
Area dell'euro	479,1	768,7	124,6	223,4	231,7	216,1	139,2	5 531,2
Giappone	-22,7	-1,0	-3,7	7,9	6,5	11,0	0,7	282,5
Centri offshore	8,1	16,3	0,4	9,1	0,9	5,1	9,8	147,9
Mercati emergenti	36,9	67,4	19,5	19,0	24,6	18,6	14,5	694,3
Istituzioni finanziarie	832,4	1 188,2	256,4	409,6	418,2	285,9	295,8	9 469,1
Private	697,1	983,3	209,8	349,2	340,7	237,5	233,6	7 982,2
Pubbliche	135,4	204,9	46,6	60,4	77,5	48,4	62,2	1 486,9
Imprese	55,1	113,1	21,7	40,9	7,2	11,3	10,5	1 517,6
Private	44,3	94,9	18,0	37,2	-0,4	7,8	10,2	1 267,7
Pubbliche	10,8	18,2	3,7	3,7	7,6	3,5	0,2	249,9
Governi	102,0	147,8	23,0	12,5	85,5	47,6	11,3	1 264,2
Organizzazioni internazionali	20,9	23,2	2,4	-4,2	10,0	7,0	7,1	527,8
<i>Per memoria: CP sull'interno²</i>	-99,1	-41,0	-36,6	8,2	57,9	-21,7	0,8	1 927,1
<i>di cui: USA</i>	-91,4	-81,3	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	6,7	1 316,4

¹ Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. ² Per il terzo 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	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 099,2	2 887,3	656,9	712,3	983,1	770,8	754,7
Obbligazioni	1 164,7	1 612,9	343,6	405,0	570,3	404,4	409,5
Notes	934,5	1 274,4	313,3	307,3	412,8	366,4	345,2
A tasso variabile	602,4	963,8	241,2	257,6	338,0	307,8	302,9
Ordinarie a tasso fisso	1 454,0	1 835,4	388,9	428,1	627,7	444,7	440,6
Collegate ad azioni ¹	42,8	88,1	26,8	26,6	17,4	18,3	11,2
Dollaro USA	985,0	1 172,4	285,8	268,6	357,2	257,4	260,6
Euro	806,3	1 289,1	271,8	316,9	478,8	379,6	370,6
Yen	88,3	102,9	24,5	29,0	29,3	33,8	23,6
Altre valute	219,7	322,9	74,8	97,7	117,8	100,0	99,9
Paesi sviluppati	1 891,9	2 623,4	602,8	657,4	907,4	696,2	683,3
Stati Uniti	648,2	739,6	184,7	173,7	249,4	167,8	172,5
Area dell'euro	866,1	1 294,5	275,5	326,1	439,3	356,3	324,4
Giappone	40,3	48,3	10,2	18,5	20,4	19,8	12,9
Centri offshore	22,1	31,6	6,2	11,0	7,1	7,8	13,8
Mercati emergenti	100,9	139,7	33,1	33,8	44,9	36,5	35,4
Istituzioni finanziarie	1 631,6	2 281,0	536,2	593,8	788,4	604,3	633,9
Private	1 361,3	1 913,8	451,1	506,5	660,9	515,4	519,7
Pubbliche	270,3	367,2	85,1	87,3	127,5	88,9	114,1
Imprese	211,5	271,2	67,0	68,8	62,0	72,3	62,6
Private	187,3	220,7	53,6	56,5	52,4	60,6	57,5
Pubbliche	24,2	50,5	13,4	12,3	9,5	11,7	5,1
Governi	171,8	242,6	39,0	39,6	109,1	63,9	36,1
Organizzazioni internazionali	84,3	92,5	14,7	10,1	23,7	30,3	22,2
Emissioni perfezionate	2 098,3	2 868,4	684,1	735,3	934,0	797,7	706,5
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 089,6</i>	<i>1 471,4</i>	<i>347,6</i>	<i>325,6</i>	<i>448,0</i>	<i>450,2</i>	<i>399,4</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

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

Tabella 3.2

terzo trimestre 2004 i mutuatari hanno continuato a emettere titoli di debito internazionali a ritmo sostenuto. Al netto dei rimborsi, le emissioni di strumenti a breve e a lungo termine sono ammontate a \$325 miliardi, in calo dai \$352 miliardi del secondo trimestre (tabella 3.1). Questa lieve flessione rispecchia la diminuzione dell'attività dei mutuatari nell'area dell'euro, in Giappone e nelle economie emergenti, non pienamente compensata dall'incremento della raccolta di soggetti situati negli Stati Uniti e nei centri offshore. Andamenti analoghi hanno caratterizzato anche i collocamenti lordi (tabella 3.2). Per il settimo trimestre consecutivo le emissioni sia nette che lorde hanno superato i livelli registrati nel corrispondente periodo dell'anno passato. I dati preliminari mostrano che la forte attività è proseguita in ottobre, con una ripresa della raccolta lorda di Europa ed Asia emergente. Per quanto riguarda l'area emergente, le condizioni di finanziamento generalmente

favorevoli hanno aperto l'accesso al mercato anche a mutuatari occasionali e assecondato la prosecuzione della recente tendenza verso un allungamento delle scadenze.

Calano le emissioni europee, ma l'attività in euro resta sostenuta

Emissioni europee
in calo ...

La raccolta netta dei mutuatari nelle economie dell'Europa occidentale è scesa del 26%, da \$295 miliardi nel secondo trimestre a \$220 miliardi nel terzo, rispecchiando sia una diminuzione dei nuovi collocamenti sia un incremento dei rimborsi. Tale andamento è riconducibile principalmente alle ridotte emissioni dei mutuatari nell'area dell'euro, specie in Italia e Spagna. Il rallentamento è stato in parte causato dalla diminuzione – tipica del secondo semestre – nella raccolta dei governi, ma anche dai minori collocamenti netti di imprese e di istituzioni finanziarie dell'area dell'euro. Le emissioni delle imprese non finanziarie sono calate su base netta da \$16 miliardi nel secondo trimestre a meno di \$3 miliardi nel terzo, mentre su base lorda sono scese ai livelli minimi registrati dal quarto trimestre 2002, sebbene questa evoluzione sia stata parzialmente compensata dall'incremento della raccolta sui mercati interni. I dati preliminari di ottobre, tuttavia, indicano un recupero di circa il 13% delle emissioni lorde dei mutuatari dell'area dell'euro.

		Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e per valuta ¹						
		2002		2003		2004		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	291,4	215,5	75,8	75,4	102,9	-26,0	8,5
	Euro	39,8	47,5	14,1	14,5	13,6	21,5	16,2
	Sterlina	2,3	11,7	1,8	7,2	3,5	5,1	10,7
	Yen	-6,2	-1,5	-1,7	0,8	1,3	1,5	0,8
	Altre valute	1,2	1,0	0,4	-0,1	4,3	4,7	5,6
Area dell'euro	Dollaro USA	36,1	87,9	23,0	24,9	18,2	34,8	10,0
	Euro	416,5	646,1	97,8	180,8	191,9	159,0	116,5
	Sterlina	18,4	17,5	3,5	5,4	6,6	15,6	5,4
	Yen	-16,1	-12,1	-3,2	0,4	1,5	3,3	0,5
	Altre valute	24,2	29,4	3,6	12,1	13,7	3,3	6,7
Altre aree	Dollaro USA	90,9	165,2	43,6	49,3	53,9	47,4	45,3
	Euro	66,4	140,2	28,1	37,0	71,3	40,8	66,7
	Sterlina	41,8	70,9	11,7	26,2	21,6	22,6	12,7
	Yen	-20,9	9,4	-2,0	10,6	2,5	10,7	3,1
	Altre valute	24,6	43,6	7,1	14,6	14,3	7,5	15,9
Totale	Dollaro USA	418,4	468,6	142,4	149,5	175,0	56,1	63,8
	Euro	522,8	833,8	140,0	232,2	276,8	221,3	199,4
	Sterlina	62,5	100,1	17,0	38,8	31,7	43,3	28,8
	Yen	-43,3	-4,3	-6,9	11,8	5,2	15,5	4,4
	Altre valute	50,0	74,0	11,2	26,6	32,3	15,6	28,1

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.
 Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.3

Nonostante il calo dell'attività di emissione nell'area dell'euro nel periodo in esame, la quota dell'euro sui mercati mobiliari internazionali è rimasta sostanzialmente invariata (tabella 3.3). La moneta europea è stata utilizzata nel 48% delle emissioni perfezionate nel terzo trimestre, rispetto al 49% nel secondo, mentre la sua incidenza nelle emissioni al netto dei rimborsi è scesa dal 63 al 61%. Ciò riflette, in parte, la persistenza su livelli relativamente bassi delle emissioni in dollari di soggetti situati negli Stati Uniti (cfr. più avanti), ma deriva altresì dal maggiore utilizzo dell'euro da parte di mutuatari al di fuori dell'Unione europea, in particolare istituzioni finanziarie con sede in Svizzera e in Australia.

... ma l'incidenza dell'euro resta invariata

Limitato recupero delle emissioni statunitensi

Sebbene tra il secondo e il terzo trimestre i nuovi finanziamenti contratti da soggetti statunitensi sul mercato internazionale dei titoli di debito siano saliti, essi sono rimasti significativamente inferiori ai livelli di fine 2003 e inizio 2004. Nello stesso periodo, le emissioni lorde perfezionate di mutuatari statunitensi, pari a \$240 miliardi, sono rimaste sostanzialmente invariate. Non tenendo conto della cancellazione di \$20 miliardi di debito insoluto di WorldCom nel secondo trimestre¹, la raccolta netta è cresciuta da \$27 a 42 miliardi per effetto di un calo dei rimborsi, risultando pressoché pari a un terzo dell'importo registrato nel primo trimestre e ben inferiore alla media trimestrale di \$69 miliardi del 2003.

Il ritmo contenuto dell'attività di emissione statunitense nel secondo e nel terzo trimestre è riconducibile principalmente alla minore raccolta internazionale delle grandi agenzie di credito ipotecario Fannie Mae e Freddie Mac. I collocamenti lordi di queste due istituzioni sono scesi da \$63 miliardi nel secondo trimestre a \$35 miliardi nel terzo. Su base netta, la loro raccolta complessiva è risultata negativa nel terzo trimestre, poiché i -\$12 miliardi di Freddie Mac hanno assorbito i +\$4 miliardi di Fannie Mae; nel secondo trimestre essa era stata pari a \$14 miliardi (imputabili per la quasi totalità a Fannie Mae). La flessione su base netta dei collocamenti internazionali delle due istituzioni finanziarie rispecchia quella analoga registrata dalle loro emissioni sul mercato interno statunitense. L'evoluzione verso una crescita di bilancio più equilibrata era già iniziata ben prima che Fannie Mae e la competente autorità di regolamentazione raggiungessero a fine settembre un accordo con cui l'agenzia si impegnava nei mesi a venire a innalzare il suo livello patrimoniale.

Diminuisce la raccolta delle agenzie di credito ipotecario ...

Nel settore delle imprese non finanziarie la raccolta sui mercati internazionali nel terzo trimestre è proseguita su livelli sostenuti. Le emissioni nette sono passate a \$8 miliardi, in crescita rispetto ai \$4,5 miliardi registrati nel primo trimestre e ai \$5 miliardi nel secondo (considerando la cancellazione del debito di WorldCom). Le emissioni lorde perfezionate sono balzate tra il

... mentre aumentano le emissioni societarie

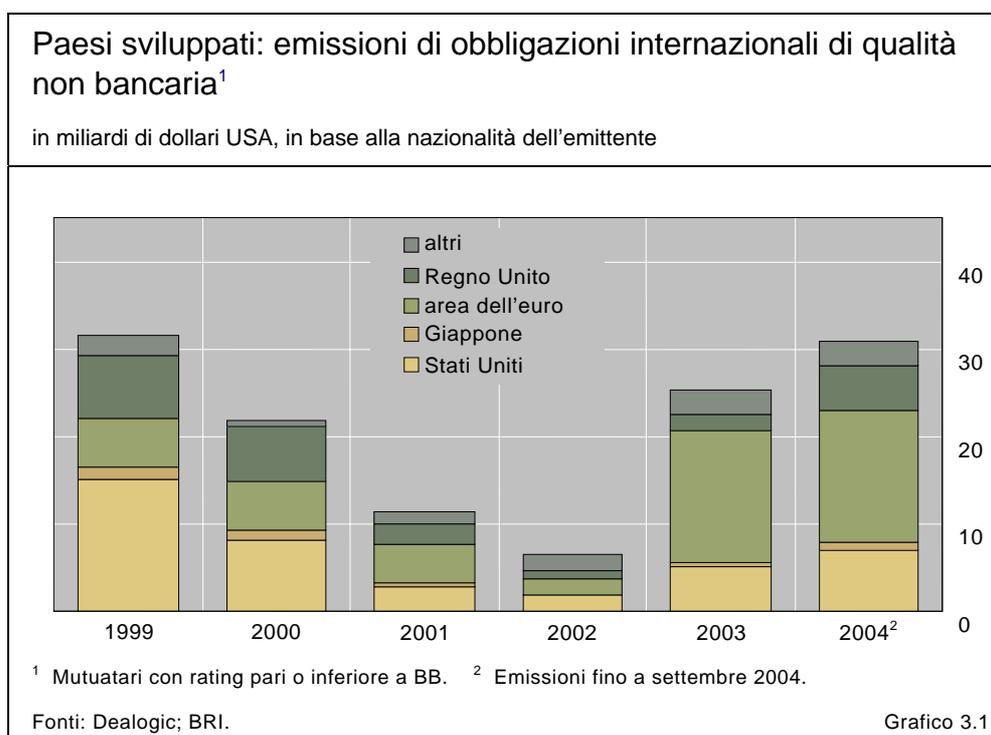
¹ Nelle statistiche BRI relative ai mercati mobiliari, la cancellazione di un debito insoluto viene considerata alla stregua di un rimborso anticipato. Di conseguenza, la tabella 3.1 riporta per il secondo trimestre \$6,8 miliardi di raccolta netta da parte di soggetti residenti negli Stati Uniti.

secondo e il terzo trimestre da \$18 a 28 miliardi, l'ammontare più elevato dal secondo trimestre 2002. Tale evoluzione ricalca un incremento dei collocamenti lordi sul mercato interno, passati nello stesso periodo da \$121 a 161 miliardi.

Intensa attività di emissione di titoli "speculativi"

Come avvenuto nei trimestri precedenti, i prenditori con basso rating si sono affrettati a trarre vantaggio dalle favorevoli condizioni di finanziamento, caratterizzate da spread creditizi ristretti e tassi aggregati di inadempienza in calo, nonché dalla disponibilità degli investitori ad assumersi una maggiore esposizione al rischio di credito di fronte ai bassi rendimenti nominali fruttati dagli investimenti più sicuri. Le emissioni internazionali annunciate da mutuatari di qualità non primaria nei paesi sviluppati si sono avvicinate nel corso del terzo trimestre a \$13 miliardi, una cifra record, lievemente superiore a quella del periodo precedente. In conseguenza di ciò, le emissioni lorde di tali soggetti per i primi tre trimestri del 2004 superavano già quelle registrate nell'insieme del 2003 (grafico 3.1).

Le cifre elevate del terzo trimestre celano un rallentamento delle emissioni del settore privato rispetto al periodo precedente, poiché includono i \$6 miliardi di passività denominate in euro e in dollari USA emesse in luglio dal governo tedesco nell'ambito della cartolarizzazione delle attività bilaterali verso la Russia. Escludendo questa operazione, le emissioni annunciate, sebbene inferiori a quelle del secondo trimestre, sono nondimeno risultate superiori sia alle emissioni annunciate nel primo trimestre che alla media trimestrale del 2003.



Contrariamente al primo semestre, nel periodo sotto rassegna l'attività delle imprese tecnologiche e di telecomunicazione è stata relativamente meno sostenuta. Il principale emittente del settore privato è stata la società statunitense Enterprise Products Partners, attiva nel trasporto e nello stoccaggio di gas naturale, che a fine settembre ha annunciato quattro emissioni denominate in dollari USA con scadenze comprese fra i tre e i trenta anni per un totale di \$2 miliardi. Come già nei trimestri precedenti, l'offerta di titoli è stata alimentata anche dalle operazioni di "leveraged buyout", ad esempio nel caso dell'obbligazione decennale per €335 milioni emessa dalla tedesca Grohe all'inizio di settembre.

Lo stabile contesto dei tassi favorisce le strutture a tasso fisso

La quota di emissioni a tasso fisso sul totale di quelle annunciate di obbligazioni e notes non convertibili con denominazione in dollari USA è salita al 72% nel terzo trimestre, contro, rispettivamente, il 67 e 66% del secondo e del primo trimestre. Ciò potrebbe rispecchiare la maggiore stabilità delle condizioni dei tassi di interesse nel terzo trimestre, allorché nei mercati le aspettative di un rapido inasprimento monetario da parte della Federal Reserve hanno ceduto il passo a previsioni di un approccio più graduale (cfr. la sezione "Quadro generale degli sviluppi"). Gli investitori sono stati pertanto più propensi ad assicurarsi i livelli di tasso correnti, anziché cercare di assumere esposizioni in vista di eventuali rialzi dei rendimenti nel mercato monetario tramite investimenti a tasso variabile. I mutuatari, che rispetto agli investitori hanno generalmente migliore accesso agli swap e ad altri strumenti di copertura delle variazioni dei tassi di interesse, hanno assecondato con favore tale evoluzione.

I mutuatari in dollari USA si orientano verso i titoli a tasso fisso ...

La situazione nel mercato dell'euro risulta più complessa. Per quanto riguarda le emissioni di imprese non finanziarie, tra il secondo e il terzo trimestre il ricorso a strutture a tasso fisso per obbligazioni e notes non convertibili è aumentato dal 64 al 69%. Tuttavia, per l'insieme del mercato dell'euro la quota a tasso fisso è scesa al 47%, dal 50 e 64% del secondo e primo trimestre. Questo andamento è in parte ascrivibile a una diminuzione stagionale della raccolta dei governi, che tendono ad avvalersi prevalentemente di emissioni a tasso fisso. Esso rispecchia altresì l'aumento dei collocamenti a tasso variabile delle istituzioni finanziarie, in particolare banche del settore pubblico. Da vari anni ormai, per ragioni ancora da chiarire, le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro incrementano l'indebitamento a tasso variabile nel secondo semestre.

... al pari dei prenditori societari in euro

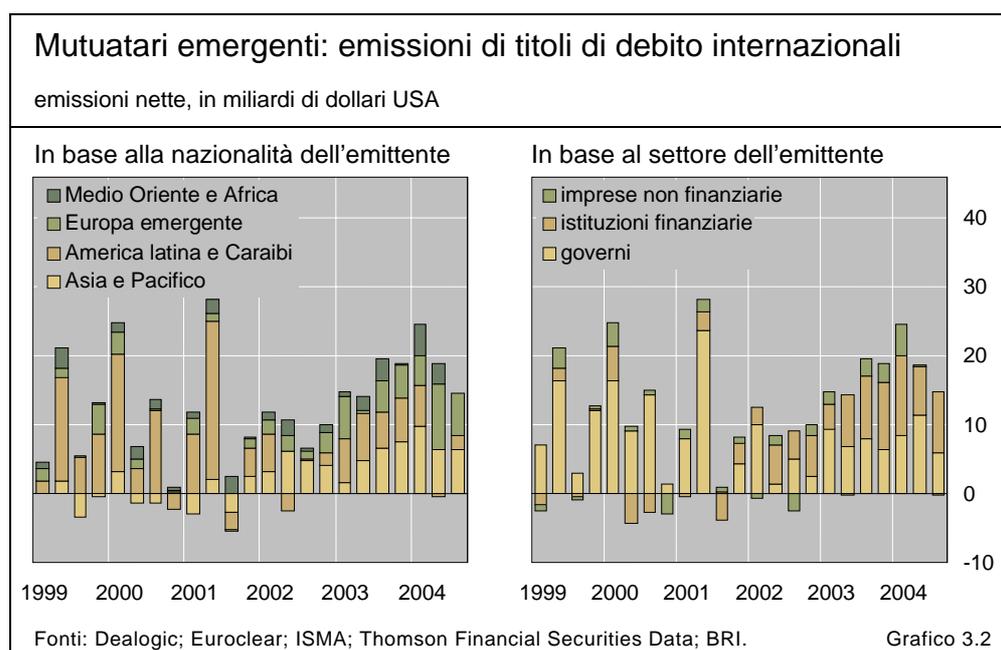
Protratto interesse degli investitori per le economie emergenti

Favorita dalla graduale diminuzione degli spread creditizi – che a fine settembre erano tornati in prossimità dei minimi storici del gennaio 2004 –, l'attività di raccolta delle economie emergenti è rimasta elevata nel terzo trimestre. Con nuove operazioni annunciate per un totale di \$38,7 miliardi, le emissioni lorde sembrano destinate a raggiungere il livello record del 1997.

Vivace l'attività di emissione di mutuatari dei mercati emergenti ...

I nuovi collocamenti hanno superato i rimborsi per \$14,5 miliardi, contro \$18,6 miliardi nel secondo trimestre e una media trimestrale di \$16,9 miliardi nel 2003 (grafico 3.2). Questa contrazione della raccolta netta si è verificata nonostante la strettezza degli spread e il protrato interesse da parte degli investitori per le emissioni a basso rating. Ciò fa ritenere che la flessione abbia rispecchiato non una perdita di accesso al mercato, ma piuttosto la ridotta necessità di finanziamento esterno, poiché la maggior parte dei paesi ha continuato a beneficiare di una stabile posizione di conto corrente e di bilancio.

In Asia l'attività è stata alimentata principalmente dalle istituzioni finanziarie – in ampia misura enti del settore pubblico di Cina e Corea –, le cui emissioni nette hanno concorso a \$3,9 dei 6,4 miliardi totali. Anche taluni emittenti sovrani hanno raccolto importi considerevoli. Dopo un'assenza di oltre un anno, la Repubblica di Corea ha lanciato un'obbligazione decennale per \$1 miliardo in settembre. In considerazione dell'elevato livello delle riserve ufficiali del paese, tale emissione ha rispecchiato l'intento di fornire un prezzo di riferimento per altri mutuatari coreani, piuttosto che l'esigenza di finanziamenti in valuta estera. La Repubblica delle Filippine, che ricorre con maggiore frequenza ai mercati internazionali dei titoli di debito, ha raccolto complessivi \$1,4 miliardi mediante il collocamento di due obbligazioni in dollari USA e una in euro. Tuttavia, a causa dei crescenti timori degli investitori circa l'aumento del debito pubblico, l'emittente sovrano ha dovuto far fronte a maggiori costi di finanziamento rispetto a un anno fa. Per esempio, l'obbligazione a 10½ anni per \$300 milioni lanciata in settembre presenta un rendimento annuale a scadenza del 9,37%, pari a 497 punti base rispetto a un titolo del Tesoro USA equiparabile, mentre un collocamento analogo nell'ottobre 2003 era stato quotato con uno spread di soli 401 punti base. Tale incremento contrasta con la generale tendenza al restringimento dei differenziali nei mercati emergenti. L'indice EMBI Global di JPMorgan, ad esempio, è sceso nello stesso periodo da 442 a 418 punti base. Con un totale



parziale per il 2004 di \$4,1 miliardi di emissioni, la Repubblica delle Filippine è di gran lunga il mutuatario sovrano più attivo della regione.

Nei paesi europei emergenti la raccolta netta è stata alimentata per la maggior parte dalle istituzioni finanziarie russe e dai mutuatari sovrani. Nonostante la recente crisi bancaria e le difficoltà che hanno coinvolto la grande società petrolifera Yukos, gli enti finanziari russi – soprattutto banche e società veicolo collegate ai settori petrolifero, minerario e del gas naturale – hanno continuato a godere del favore degli investitori, collocando \$2,6 dei 6,1 miliardi di emissioni nette della regione. La forte presenza delle istituzioni finanziarie russe è stata una costante dei mercati internazionali dei titoli di debito negli ultimi due anni. Benché anche prenditori sovrani dell'Europa emergente si siano rivolti al mercato, i volumi collocati non hanno raggiunto i livelli insolitamente alti dei due trimestri precedenti, allorché l'attività era stata stimolata dall'adesione di dieci nuovi paesi all'Unione europea il 1° maggio. La Repubblica di Turchia, l'emittente sovrano più attivo della regione negli ultimi anni, ha continuato ad attingere ai mercati internazionali dei titoli di debito. La recente rivalutazione a BB- da parte di Standard & Poor's, il miglioramento dei fondamentali dell'economia e l'atteggiamento degli investitori, incoraggiati dalla prospettiva di un futuro ingresso del paese nella UE, hanno contribuito a costi di finanziamento relativamente bassi. In settembre un'obbligazione quinquennale per €600 milioni è stata lanciata con un rendimento annuale a scadenza del 5,75%, pari ad appena 238 punti base rispetto a un equivalente titolo di Stato tedesco, contro i 680 punti registrati per un analogo collocamento nel gennaio 2003. Più tardi nello stesso mese un'obbligazione a 10½ anni per \$1 miliardo è stata emessa con un rendimento a scadenza del 7,58%, ovvero con uno spread su un Treasury equiparabile di 333 punti base, 117 in meno di un anno prima. Il mercato ha riservato buona accoglienza anche alla note decennale di €500 milioni emessa in luglio dalla Repubblica di Cipro: grazie alla recente adesione del paese alla UE e al suo rating di A2/A, uno dei più alti fra quelli assegnati ai nuovi Stati membri, l'emissione è stata quotata ad appena 20 punti base circa al disopra di un titolo di Stato tedesco paragonabile. Un altro collocamento sovrano degno di nota è stato effettuato dall'Ucraina sotto forma di uno strumento quinquennale da \$500 milioni.

Dopo essere divenute negative nel secondo trimestre (-\$0,4 miliardi), le emissioni nette dell'America latina sono tornate in positivo nel terzo (\$2,0 miliardi) per effetto dell'attività delle istituzioni finanziarie di Messico e Brasile, nonché di alcuni prenditori sovrani. La raccolta netta del settore societario della regione è rimasta negativa per il secondo trimestre consecutivo, poiché i rimborsi, in particolare di residenti brasiliani, hanno continuato a superare i nuovi collocamenti. A riprova della protratta ricettività degli investitori nei confronti di una vasta gamma di strumenti debitori, fra i soggetti sovrani attivi nel trimestre figuravano non solo prenditori abituali, come Brasile e Messico (ciascuno con \$2 miliardi di nuove emissioni annunciate), Venezuela (\$1,5 miliardi) e Colombia (con un'emissione di \$500 milioni indicizzata al peso colombiano), ma anche vari altri mutuatari meno frequenti. In luglio, il Governo della Giamaica ha lanciato un'obbligazione a otto anni per €200 milioni, il titolo in euro con scadenza più lunga finora collocato dal paese.

... istituzioni
finanziarie russe ...

... e governi
dell'America latina

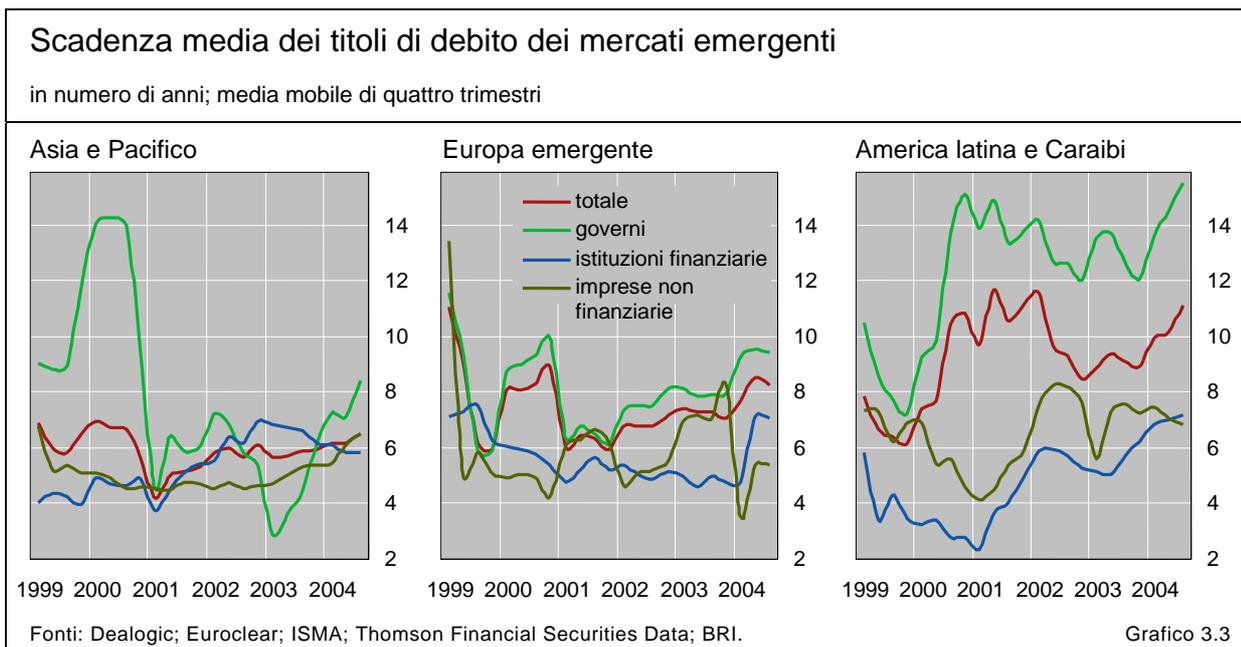
Con un rendimento all'emissione dell'11,1% (all'incirca 700 punti base al di sopra di un titolo di Stato tedesco equiparabile), l'obbligazione ha offerto agli investitori una remunerazione più elevata rispetto a quella fornita da altri prenditori sovrani latino-americani con rating B, come l'Uruguay e il Venezuela. Successivamente, sempre in luglio, la Repubblica Orientale dell'Uruguay ha collocato un'obbligazione per 7,4 miliardi di pesos uruguayani (equivalenti a \$250 milioni) collegata al dollaro statunitense e con scadenza a un anno e mezzo. Verso la fine di settembre la Repubblica di Guatemala ha lanciato un'obbligazione trentennale per \$330 milioni, poco dopo un'operazione analoga per \$286 milioni della Repubblica di El Salvador.

Gli emittenti dei mercati emergenti allungano le scadenze

Le favorevoli condizioni di finanziamento prevalenti per gran parte del 2004 hanno consentito ai mutuatari dei mercati emergenti non solo di raccogliere cospicui ammontari sui mercati internazionali dei titoli di debito, ma anche di estendere la durata del proprio debito (grafico 3.3).

Sebbene la durata media degli strumenti di debito internazionali dei prenditori emergenti abbia toccato il massimo di 9,4 anni nel primo trimestre 2004, durante il secondo e il terzo trimestre le scadenze sono rimaste lunghe rispetto agli standard recenti. Nell'insieme dei primi tre trimestri del 2004 la scadenza media delle emissioni annunciate (inclusi strumenti del mercato monetario) di mutuatari dei mercati emergenti è stata pari a 9,0 anni, a fronte, rispettivamente, di 7,8 e 7,2 anni nel 2003 e nel 2002. L'allungamento delle scadenze è in larga misura ascrivibile ai collocamenti dei governi (principalmente emittenti sovrani), che nei primi tre trimestri dell'anno presentavano una scadenza media di 12,2 anni, rispetto ai 9,8 del 2003.

Indebitamento a più
lunga scadenza dei
mercati
emergenti ...



L'estensione delle scadenze interessa la maggior parte delle regioni e dei settori. L'allungamento più significativo si è verificato in America latina, specie tra i prenditori sovrani. Questi hanno collocato con successo diverse obbligazioni trentennali, innalzando la durata media dei titoli pubblici latino-americani dai 12,1 anni del 2003 al livello record di 16,5 anni nei primi tre trimestri del 2004. Nell'Europa emergente l'allungamento delle scadenze da 7,0 a 8,8 anni osservato nello stesso periodo per l'insieme degli emittenti è stato alimentato in parte da prenditori sovrani e in parte da soggetti del settore finanziario, prevalentemente istituzioni russe associate alle industrie del petrolio e del gas naturale. Infine, nella regione Asia-Pacifico tale tendenza è sostanzialmente riconducibile alle emissioni a più lunga scadenza del settore societario coreano e della Repubblica delle Filippine.

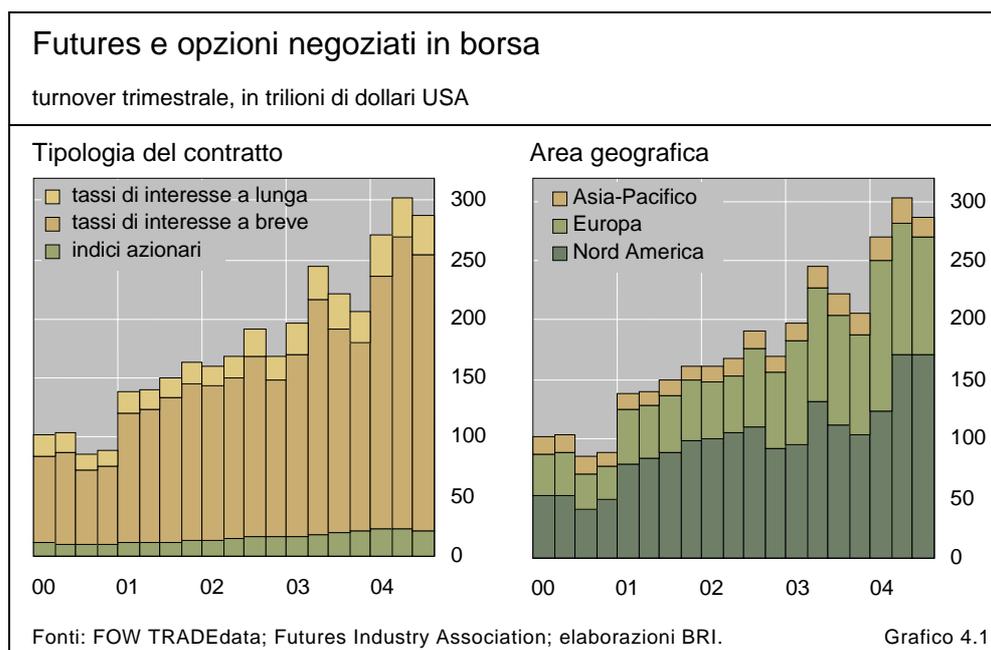
... in particolare dei
soggetti sovrani
latino-americani

4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati è sceso nel terzo trimestre 2004: il valore complessivo degli scambi di contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è stato pari a \$288 trilioni, in flessione del 5% sul trimestre precedente (grafico 4.1). Dopo la corsa frenetica dei primi sei mesi dell'anno, l'attività sembra aver segnato il passo per riprendere fiato.

Il calo ha interessato tutte le categorie di rischio ad eccezione delle valute. È probabile che esso sia in larga parte riconducibile alla maggiore uniformità di vedute sull'andamento futuro della politica monetaria nelle principali economie dopo il primo innalzamento dei tassi ufficiali USA in giugno. Proprio questa mancanza di disparità ha limitato le opportunità di scambio.

Da un punto di vista geografico, le contrattazioni sono state fiacche soprattutto in Asia, dove è diminuita l'attività in strumenti su indici azionari e su tassi di interesse, ma anche in Europa si è avuta una contrazione significativa (pari all'11% nel solo comparto dei tassi di interesse). Negli Stati Uniti, gli scambi di prodotti su tassi di interesse hanno praticamente ristagnato, mentre quelli su indici azionari sono scesi del 4%.



Il ritmo graduale dell'inasprimento monetario contiene gli scambi

Dopo sei mesi di crescita vigorosa, nel terzo trimestre 2004 il volume aggregato degli scambi di borsa in strumenti sul reddito fisso è diminuito del 5%, a \$266 trilioni. La flessione ha fatto seguito al primo innalzamento del tasso obiettivo sui federal fund statunitensi in giugno che, oltre a essere in linea con le attese, è stato accompagnato da una dichiarazione che avrebbe fornito agli operatori maggiori certezze circa il "ritmo graduale" dei futuri inasprimenti da parte della Federal Reserve.

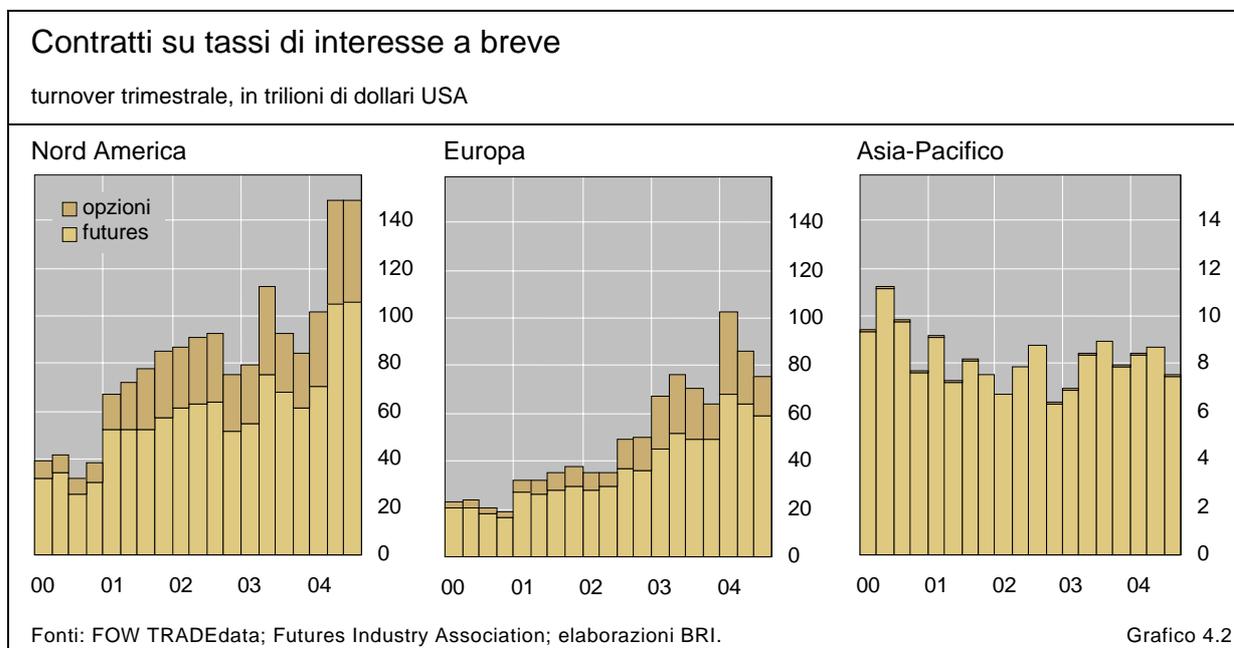
Calano le transazioni sul reddito fisso

Il calo del turnover in prodotti sul reddito fisso ha interessato in misura abbastanza omogenea le diverse tipologie di contratti. L'attività in strumenti del mercato monetario – compresi quelli sull'Euribor e sui tassi dell'eurodollaro e dell'euroyen – è scesa del 5%, a \$233 trilioni, e quella in obbligazioni del 3%, a \$33 trilioni (grafico 4.2)¹. La contrazione ha riguardato sia i futures (-3%, a \$173 trilioni) sia le opzioni (-11%, a \$59 trilioni).

L'attività è invece variata notevolmente da regione a regione. Negli Stati Uniti, dopo la rapida crescita del trimestre precedente, essa è rimasta piuttosto stabile su valori complessivamente prossimi ai \$146 trilioni, con un ristagno sia dei futures sia delle opzioni (grafico 4.2). In Europa gli scambi sono diminuiti del 13%, a \$75 trilioni, soprattutto a causa di un calo delle opzioni su tassi a breve. I livelli di attività registrati negli Stati Uniti sono dunque stati quasi doppi rispetto a quelli europei.

I primi due mesi del trimestre sono stati i più fiacchi. Negli Stati Uniti, alla contrazione di luglio (-9%) hanno fatto seguito un ristagno in agosto e una crescita del 14% in settembre. La minore volatilità osservata in questo

Possibile effetto della minore volatilità ...



¹ Vale la pena segnalare che il calo dell'attività si è associato alla liquidazione di posizioni negli stessi strumenti. Nell'insieme, la diminuzione del 5% degli scambi di prodotti su tassi di interesse a breve ha coinciso con una flessione del 9% delle posizioni aperte, misurate in termini di ammontari nozionali. Tale fenomeno è stato particolarmente evidente negli Stati Uniti.

paese fa ritenere che il calo di inizio estate sia stato collegato alle predette dichiarazioni della Federal Reserve, nonché a notizie economiche meno favorevoli del previsto, che hanno ulteriormente ridotto la probabilità di repentini aumenti dei tassi (cfr. il “Quadro generale degli sviluppi” nell’edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Tali andamenti hanno abbassato il grado di incertezza circa l’evoluzione futura dei tassi di interesse a breve e ridotto l’assunzione di posizioni.

... e del maggior
consenso
sull’orientamento
futuro della politica
monetaria

Il nesso fra le contrattazioni in derivati su tassi di interesse e il grado di convergenza delle vedute sul corso della politica monetaria è particolarmente evidente se si considerano gli scambi di futures su federal fund. Essi sono aumentati del 235% tra febbraio e giugno, riflettendo la maggiore assunzione di posizioni in presenza di pareri difformi nel periodo precedente la prima variazione dei tassi di interesse ufficiali da parte della Federal Reserve alla fine di giugno; gli scambi sono poi scesi del 28% in luglio, di riflesso alla tendenza verso un maggiore grado di consenso. Oscillazioni analoghe, seppur più modeste, hanno riguardato nello stesso periodo i contratti futures sull’eurodollaro a tre mesi.

Anche gli strumenti europei hanno evidenziato considerevoli variazioni mensili. L’attività in Europa è stata debole in luglio e agosto, con cali del 20 e 12% rispettivamente in termini di volumi, ma è poi cresciuta del 40% in settembre, molto più di quanto atteso sulla base della passata stagionalità dei dati. La relativa stabilità della volatilità implicita dei tassi europei a tre mesi sta a indicare che il recupero di settembre potrebbe essere in ampia misura riconducibile a negoziazioni basate su esigenze di liquidità, e non effettuate sulla spinta di nuove informazioni. Ad alimentare gli scambi potrebbe avere altresì contribuito il fatto che, rispetto al passato, l’evoluzione dei tassi a breve europei è divenuta più incerta di quella dei tassi statunitensi².

Anche i contratti su
obbligazioni a lungo
termine
ristagnano ...

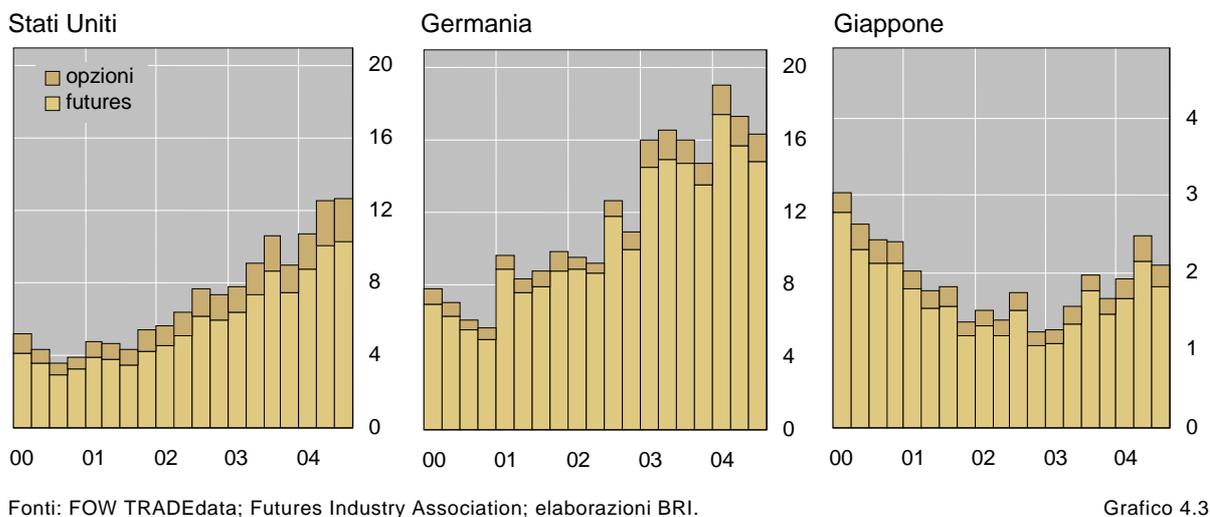
Il segmento a lunga ha registrato un andamento sostanzialmente simile a quello a breve: mentre negli Stati Uniti l’attività è rimasta pressoché invariata a \$13 trilioni, in Europa è scesa del 5%, a circa \$17 trilioni (grafico 4.3). Sia negli Stati Uniti che nell’area dell’euro le contrattazioni sono state contenute in luglio e sostenute nei mesi successivi. Particolarmente vigorosi in agosto (+35%), gli scambi negli Stati Uniti sono aumentati di appena il 6% in settembre. Sui mercati europei l’attività è invece rimasta stabile in agosto per poi segnare in settembre il sorprendente aumento del 47%, ancora una volta ben superiore a quanto prevedibile in base alla sola dinamica stagionale.

La crescente attività in derivati su tassi di interesse a lungo termine osservata negli Stati Uniti durante gli ultimi due mesi del trimestre potrebbe derivare dall’andamento divergente delle volatilità in tale segmento e in quello a breve. La volatilità differenziale – misurata dai prezzi delle swaption

² Negli ultimi anni si è osservata una correlazione negativa fra le variazioni negli scambi di derivati su tassi di interesse statunitensi e quelle degli analoghi contratti europei, che si è associata a una crescente volatilità a breve termine negli Stati Uniti (cfr. “I mercati degli strumenti derivati” nell’edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Per contro, lo scorso trimestre è emersa una correlazione positiva proprio nel momento in cui il differenziale di volatilità si è assottigliato.

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



sui tassi swap quinquennali e annuali con durata residua pari a un anno – si è ampliato a partire da agosto negli Stati Uniti e da settembre nell'area dell'euro. Ciò va probabilmente ascritto al fatto che le notizie economiche peggiori del previsto pubblicate negli Stati Uniti hanno accresciuto l'incertezza (e la discordanza di pareri) circa l'andamento dei tassi a lunga, più che di quelli a breve.

Nella regione Asia-Pacifico il turnover è sceso del 13%, a \$10 trilioni. La contrazione è stata particolarmente accentuata in Asia (-25%), dove i futures sui tassi a breve e a lungo termine sono calati rispettivamente del 29 e 15%. A livello di singoli paesi il rallentamento è stato più pronunciato a Singapore, con una diminuzione del 47% nei contratti a breve, dovuta soprattutto al calo del 56% dei futures su strumenti in eurodollari a tre mesi³. Minori livelli di attività sono stati osservati anche in Giappone, dove i contratti a breve e a lunga sono diminuiti rispettivamente del 10 e 15%. L'attività in tassi di interesse nel paese ha così registrato il primo rallentamento dell'anno su base trimestrale. Ciò ha probabilmente riflesso, almeno in parte, la minore domanda di posizioni a copertura di un possibile abbandono della politica del tasso di interesse zero da parte del Giappone, considerati i segnali di moderazione della ripresa.

... soprattutto in Asia

L'Australia si è mossa in controtendenza rispetto alla generale dinamica nella regione Asia-Pacifico: le transazioni su tassi di interesse sono aumentate del 18%, per lo più grazie al maggiore turnover nel segmento a breve, cresciuto del 21%.

³ Questi contratti sono negoziati a Singapore nel quadro di un accordo di compensazione reciproca con il Chicago Mercantile Exchange.

Cresce l'attività in contratti su valute

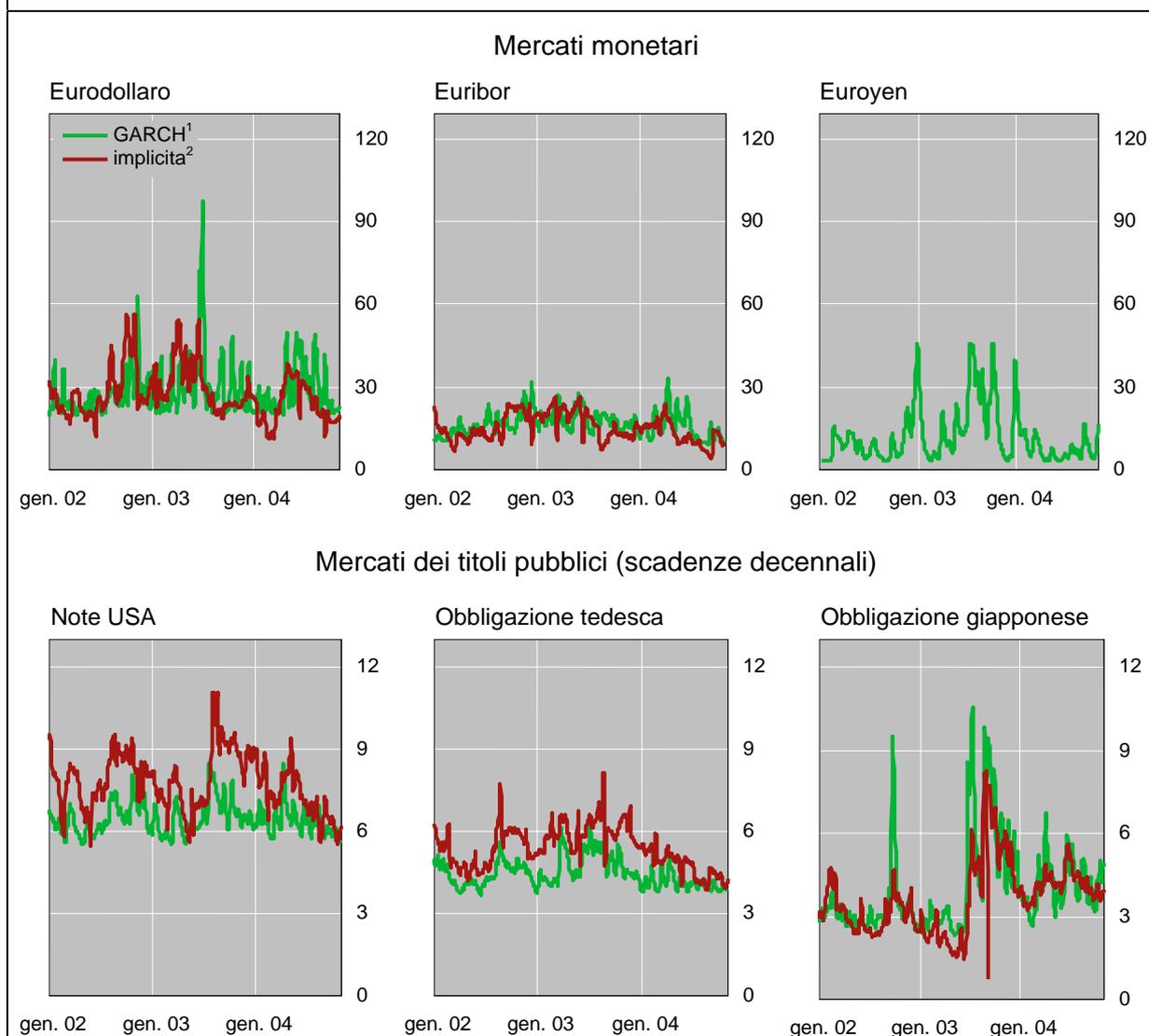
In netto contrasto con il calo nel mercato dei tassi di interesse, nel terzo trimestre 2004 il volume delle negoziazioni di borsa in derivati valutari è salito del 10%, a \$1,7 trilioni. A tale risultato hanno contribuito soprattutto gli Stati Uniti (+12%) e l'Europa (+6%), mentre l'Asia ha costituito l'unica eccezione, registrando un calo del 10%.

Il turnover si concentra sulle borse statunitensi

In termini di distribuzione geografica, i derivati su valute restano notevolmente concentrati sulle borse statunitensi, che detengono il 90% del mercato. Quanto agli strumenti, una quota preponderante dell'attività sia all'interno che al di fuori degli Stati Uniti è rappresentata dai futures, pari complessivamente al 93% dei contratti valutari di borsa.

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni

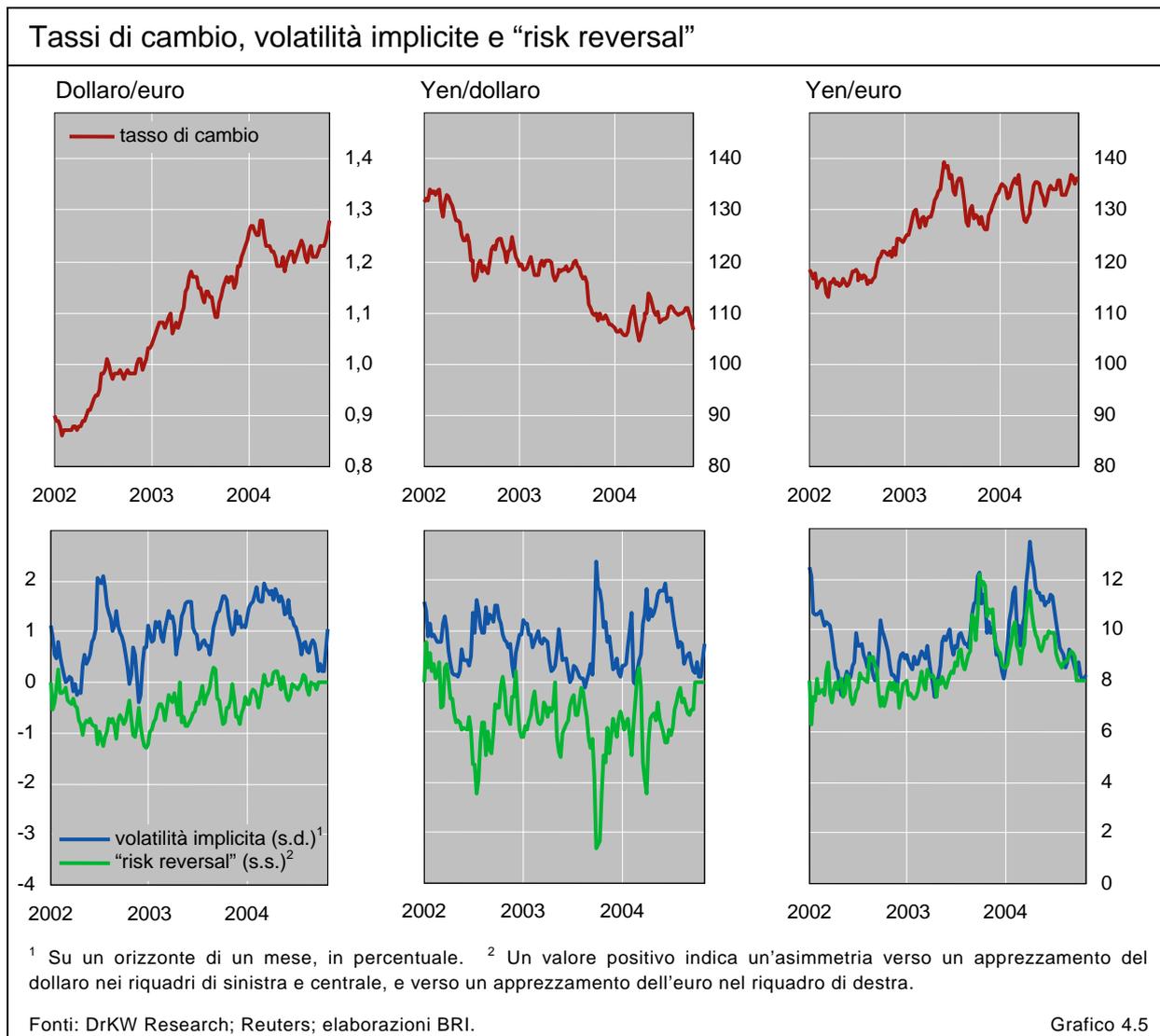


¹ Volatilità condizionale annualizzata delle variazioni giornaliere nei rendimenti su eurovalute e nei prezzi obbligazionari, in base a un modello GARCH(1,1). ² Volatilità implicita nei prezzi delle opzioni call "at-the-money".

Nell'insieme, la maggiore attività del terzo trimestre è ascrivibile ai segmenti di dollaro canadese, franco svizzero e sterlina britannica, il cui turnover è cresciuto di circa il 20%. Gli scambi sull'euro sono rimasti invariati, mentre quelli sul dollaro sono saliti del 4%. A livello regionale, le negoziazioni sul dollaro sono aumentate sensibilmente (+16%) nelle borse degli Stati Uniti, mentre quelle sull'euro sono rimaste pressoché stabili nelle piazze sia statunitensi sia europee. Gli scambi di futures sul dollaro sono stati particolarmente intensi in Brasile, dove i volumi sono cresciuti del 68%. La crescita dell'attività osservata nel terzo trimestre rispetto al secondo si deve soprattutto al mese di settembre, mentre luglio e agosto sono stati contrassegnati da un'evoluzione piuttosto modesta degli scambi.

Gli andamenti del trimestre, e in particolare il picco di attività in settembre, costituiscono probabilmente la risultante sia dell'indebolimento del dollaro rispetto all'euro, sia del massimo toccato in quel mese dalla volatilità implicita (grafico 4.4). La presenza di chiare tendenze e di una maggiore volatilità sui mercati valutari può determinare un aumento delle attività di investimento e di copertura su tali mercati (cfr. lo studio di Galati e Melvin in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). D'altra parte, l'attività non si è

La maggiore volatilità può avere alimentato le contrattazioni



inequivocabilmente associata a movimenti attesi dei tassi di cambio bilaterali delle principali coppie valutarie, anch'essi potenzialmente in grado di stimolare le operazioni di copertura. I "risk reversal" sono di fatto rimasti sempre prossimi allo zero, attestando la neutralità delle opinioni circa l'andamento futuro dei tassi di cambio del dollaro. Ciò si pone in netto contrasto con il brusco calo della misura di "risk reversal" per la coppia yen/dollaro osservato durante l'episodio di deprezzamento della moneta USA nel settembre scorso (grafico 4.5).

Calano nettamente le contrattazioni su indici azionari asiatici

Calo generalizzato del turnover di contratti su indici azionari

Nel periodo in esame il turnover globale dei contratti su indici azionari, che nel secondo trimestre aveva ristagnato dopo una crescita prolungata, è sceso bruscamente dell'11%, a \$21 trilioni. L'attività è stata particolarmente mediocre nella regione Asia-Pacifico (-24%, a \$7 trilioni). Nello stesso periodo, le transazioni sono scese sulle piazze nordamericane (del 4%, a \$9 trilioni), rimanendo stabili su quelle europee (a circa \$4,8 trilioni). Nel dettaglio dei singoli paesi europei, l'attività ha ristagnato in Germania e nel Regno Unito ed è nettamente calata (in misure comprese fra il 7 e il 10%) in Francia, Italia e Spagna.

L'andamento fiacco degli scambi su indici azionari è riconducibile a vari fattori. Per quanto riguarda l'Asia, esso è probabilmente collegato alle indagini attualmente condotte dalle autorità coreane in merito ai presunti casi di corruzione che avrebbero interessato le operazioni in derivati fra il 2001 e il 2003. Le opzioni sull'indice KOSPI 200 della borsa coreana costituiscono una quota predominante (69%) dell'attività asiatica su indici azionari. In altre regioni il minore turnover si spiega probabilmente con la stabilità degli indici sottostanti. Come nel trimestre precedente, il ristagno ha rispecchiato il grado insolitamente basso dell'incertezza, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni su indici azionari. Già prossime ai minimi storici sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro alla fine del secondo trimestre, le volatilità implicite hanno di fatto continuato a calare nel periodo sotto rassegna.

Scendono anche i contratti su titoli singoli

La minore attività di posizionamento mediante derivati azionari risulta evidente anche dagli strumenti su titoli singoli (per i quali sono disponibili soltanto dati sul numero di contratti). Dopo essere cresciuto per cinque trimestri consecutivi dagli inizi del 2003, negli ultimi due trimestri il numero di contratti è sceso del 18 e 6%. Il calo è stato più brusco in Europa (-14%) che negli Stati Uniti (-5%), mentre in Asia si è registrato un incremento del 4%.

Si riducono gli scambi su merci

Nel terzo trimestre l'attività si è ridotta anche sui mercati delle merci, dove il numero di contratti negoziati è sceso del 9%. I derivati su metalli preziosi e non preziosi, nonché quelli su prodotti agricoli hanno subito un calo in termini di turnover pari rispettivamente al 12, 23 e 17%.

Attività nel segmento OTC e misure del grado di concentrazione

Agli inizi di quest'anno 52 banche centrali e autorità monetarie hanno preso parte all'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati. Questa è articolata in due parti: la prima incentrata sul volume degli scambi nei mercati valutari, la seconda sugli ammontari nozionali in essere e sui valori lordi di mercato dei derivati over-the-counter (OTC), compresi quelli su valute, tassi di interesse, azioni, merci e crediti. I dati della seconda parte risultano di particolare utilità in quanto sono stati pubblicati nello stesso formato dell'indagine semestrale sulle posizioni nel mercato mondiale dei derivati OTC (anche se, rispetto a quest'ultima, coprono un maggior numero di istituzioni e una più ampia gamma di strumenti). Il presente riquadro sintetizza i risultati dell'Indagine triennale e fornisce alcuni riscontri sul grado di concentrazione nel mercato dei derivati OTC, pubblicati nel medesimo comunicato stampa[®].

L'attività complessiva sul mercato OTC è rimasta sostenuta nella prima metà del 2004. Alla fine di giugno l'ammontare nozionale complessivo dei contratti in essere era pari a \$220 trilioni, in aumento del 12% rispetto a fine dicembre 2003. I prodotti su tassi di interesse e quelli su valute, cresciuti rispettivamente del 16% (a \$165 trilioni) e del 10% (a \$27 trilioni), hanno rappresentato l'87% del totale, ma anche l'attività in strumenti collegati ad azioni è stata vivace (+19%). Per contro, gli ammontari in essere dei derivati collegati a merci sono scesi del 10%.

I valori lordi di mercato, che misurano il costo di sostituzione dei contratti in essere, sono scesi dell'8%, a \$6,4 trilioni. Per la grande maggioranza (il 62%, pari a \$4,0 trilioni) essi si concentrano nel segmento dei prodotti su tassi di interesse. In termini di controparti, il calo nei valori lordi di mercato è stato consistente nel caso degli operatori dichiaranti (-14%, a \$2,3 trilioni) e meno pronunciato (-5%) per le altre istituzioni finanziarie, una categoria che ricomprende fondi comuni, hedge fund, banche commerciali minori e compagnie di assicurazione.

Grazie alla sua più ampia copertura, l'Indagine triennale fornisce anche informazioni sull'evoluzione del mercato dei derivati creditizi, che di norma non rientra nell'indagine semestrale. Negli ultimi tre anni i valori nozionali di questi strumenti sono cresciuti in misura ragguardevole, risultando più che sestuplicati (a \$4,5 trilioni) alla fine di giugno 2004. Tale risultato va ricondotto in larga misura all'utilizzo diffuso dei credit default swap, stimolato dalla standardizzazione delle condizioni contrattuali e dalla creazione di indici e piattaforme di negoziazione.

Dai dati relativi alle misure del grado di concentrazione emerge una serie di elementi di fatto. Anzitutto, tra fine 1998 e metà 2004 la concentrazione sui principali mercati derivati OTC è rimasta invariata o è lievemente aumentata. In secondo luogo, essa si è rivelata più bassa e stabile sui mercati di maggiori dimensioni (in termini di ammontari nozionali in essere), che non in quelli minori. In terzo luogo, per gran parte dei contratti il comparto inter-dealer presenta un livello di concentrazione analogo o di poco superiore a quello del mercato complessivo.

Nel segmento dei derivati su tassi di interesse (il più grande del mercato globale OTC), il grado di concentrazione è leggermente calato per gli swap denominati in dollari statunitensi, yen, sterline, franchi svizzeri e dollari canadesi, mentre è rimasto invariato per quelli in euro e corone svedesi. Con riferimento alle opzioni, esso si è mantenuto pressoché immutato nel caso degli strumenti in dollari USA, euro e sterline, aumentando però in quello dei prodotti denominati nelle altre principali valute. Nell'insieme, il livello di concentrazione continua a essere più elevato nei mercati dei contratti forward e delle opzioni che non in quelli degli swap.

[®] *Triennial and semiannual surveys on positions in the global over-the-counter (OTC) derivatives market at end-June 2004 – Concentration measures for OTC derivatives markets from December 1998 to June 2004*, pubblicato il 6 dicembre 2004. Le misure del grado di concentrazione nei mercati dei derivati OTC sono fornite per controparte, categoria di rischio e tipologia di contratto, sulla base dei dati raccolti dalle banche centrali presso i principali intermediari a livello mondiale nei suddetti mercati. La BRI pubblicherà gli aggregati complessivi dei dati sul grado di concentrazione all'interno delle statistiche semestrali sui derivati OTC. Le banche centrali partecipanti alla raccolta dei dati sono le seguenti: Banque Nationale de Belgique, Bank of Canada, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Bank of Japan, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Bank of England, Board of Governors of the Federal Reserve System, Sveriges Riksbank e Banca Nazionale Svizzera.

Crescono soltanto i derivati sull'energia

L'unica eccezione a questa dinamica generale è rappresentata dai derivati su prodotti energetici, le cui contrattazioni sono aumentate dell'8%. La volatilità dei corsi petroliferi, assieme alle crescenti disparità di vedute circa il loro andamento futuro, ha probabilmente determinato un maggiore utilizzo dei derivati su petrolio a fini speculativi e di copertura (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*). Geograficamente parlando, gli incrementi maggiori sono stati osservati negli Stati Uniti (6%) e in Giappone (13%). Va inoltre rilevato il notevole calo della crescita delle contrattazioni in derivati su metalli non preziosi, pari al 9% in Europa, al 14% negli Stati Uniti e al 36% in Asia. Le variazioni dell'attività in questo comparto anticipano generalmente quelle degli indicatori ciclici coincidenti: il calo delle contrattazioni potrebbe riflettere la revisione al ribasso delle attese circa la crescita mondiale futura, avvenuta nel terzo trimestre.

Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese¹

Il presente saggio analizza, in un quadro unitario, tre recenti orientamenti in materia di rischio paese: "intolleranza al debito", "peccato originale" e "disallineamenti valutari". Sebbene vi siano evidenze statistiche a sostegno di vari aspetti dei tre orientamenti, la fondatezza di tale conferma varia notevolmente a seconda delle ipotesi, lasciando aperte diverse questioni. In ogni caso, le evidenze avvalorano l'assunto secondo cui il fattore chiave per affrontare il rischio paese risiede nell'adozione, da parte dei singoli governi, di efficaci politiche macroeconomiche e strutturali.

Classificazione JEL: F30, G15

Negli ultimi anni hanno acquisito preminenza alcuni nuovi orientamenti in materia di rischio paese, noti come "intolleranza al debito", "peccato originale" e "disallineamenti valutari". L'intolleranza al debito postula che il trade-off tra indebitamento e rischio paese sia peggiore per i paesi con un passato di cattiva gestione economica. Il peccato originale parte dal presupposto che i paesi con una ridotta capacità di indebitamento nella propria valuta siano intrinsecamente più rischiosi. Infine, in base all'ipotesi dei disallineamenti valutari, i paesi con una ricchezza netta più sensibile ai deprezzamenti del cambio dovrebbero incorrere in costi maggiori nell'eventualità di una crisi.

Si tratta di punti di vista distinti, che però non si escludono a vicenda. D'altronde, solo da poco tempo le loro implicazioni vengono sottoposte a verifiche sistematiche. Il presente studio vuole costituire un'ulteriore tappa in questa direzione, e ricorre a una misura ampiamente utilizzata del rischio paese, ossia il rating sovrano elaborato dalle principali agenzie di valutazione.

I test preesistenti sono stati affinati in duplice modo. In primo luogo, è stato impiegato un miglior modello di riferimento per le determinanti dei rating, che consente di individuare più puntualmente l'effetto di altri fattori che influenzano il rischio paese in modo da isolare il contributo aggiuntivo fornito da intolleranza al debito, peccato originale e disallineamenti valutari. In secondo luogo, è stato utilizzato un maggior numero di dati di migliore qualità

¹ Le opinioni espresse in questo saggio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Gli autori desiderano ringraziare Arturo Macias e Jhuvesh Sobrun per il prezioso supporto statistico.

– in particolare, le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) sui mercati bancario, obbligazionario e degli strumenti derivati –, che permettono di estendere e perfezionare le misure del peccato originale e dei disallineamenti valutari.

Anticipando i risultati dello studio, sono stati riscontrati elementi a sostegno dell'ipotesi secondo cui intolleranza al debito, peccato originale e disallineamenti valutari contribuiscono tutti a spiegare il rischio paese, anche tenendo conto di un'ampia gamma di altri fattori. Nel complesso, le variabili associate ai singoli orientamenti costituiscono indicatori statisticamente significativi nelle regressioni dei rating. In alcuni casi, tuttavia, la loro significatività economica è più modesta rispetto a quanto rilevato in lavori precedenti, e risulta inferiore a quella di alcune delle variabili economiche e strutturali più tradizionali. I risultati statistici avvalorano inoltre l'assunto secondo cui efficaci politiche macroeconomiche e strutturali a livello *nazionale* costituiscono la chiave per affrontare il rischio paese.

Nella prima sezione dello studio vengono brevemente analizzati i predetti orientamenti in materia di rischio paese. Segue una descrizione dello schema utilizzato per verificare le varie ipotesi, dove si evidenziano le differenze rispetto a lavori precedenti. Nella terza sezione sono presentati e discussi i risultati empirici, mentre nelle conclusioni vengono tracciate alcune precisazioni e proposti ambiti per ulteriori approfondimenti.

Tre orientamenti in materia di rischio paese

Intolleranza al debito

Il concetto di "intolleranza al debito" – introdotto da Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), di seguito RRS – riguarda l'incapacità di molte economie emergenti di far fronte a "livelli complessivi di indebitamento che sembrerebbero tutto sommato gestibili in base ai parametri delle economie industriali avanzate". RRS sostengono che la causa prima di questa ridotta capacità di sopportazione del debito risiede nei trascorsi di cattiva gestione economica, soffermandosi in particolare sui passati episodi di elevatissima inflazione e di insolvenza.

Per quale motivo le esperienze passate dovrebbero essere rilevanti? Le spiegazioni possibili sono più d'una. Per cominciare, vi è l'inevitabile inerzia delle istituzioni. L'attuazione di riforme radicali richiede tempo. In base a questa interpretazione, un trascorso di inflazione e di insolvenze andrebbe piuttosto considerato come il sintomo di più profonde carenze istituzionali. Un'altra possibile spiegazione è che le stesse crisi passate possano di per sé produrre effetti durevoli e debilitanti sulle istituzioni, i quali – come sottolineano RRS – rischiano di indebolire il sistema finanziario, minare la capacità di prelievo fiscale e pregiudicare la crescita a lungo termine. Questi rischi oggettivi potrebbero essere rafforzati dalla "memoria lunga" degli investitori, poco propensi a concedere il beneficio del dubbio (dopotutto, la prudenza non è mai troppa). Infine, gli elevati ed estremamente reattivi costi di raccolta prodotti dal verificarsi di siffatte eventualità possono a loro volta esacerbare le debolezze.

L'intolleranza al debito mette in luce l'impatto dei trascorsi di cattiva gestione economica sulla capacità di indebitamento

RRS osservano – e ciò non sorprende – come, a causa del carattere persistente di queste vulnerabilità, i paesi che si rendono inadempienti tendano a recidivare, trasformandosi in “serial defaulter”. Gli autori sottolineano tuttavia che il perseguimento di efficaci politiche dovrebbe, col tempo, permettere di superare tali carenze.

Peccato originale

Il peccato originale riguarda l'incapacità di un paese di indebitarsi all'estero nella propria valuta

Il termine “peccato originale”, che richiama alla mente gli echi di un evento sepolto in un passato remoto, può di primo acchito essere erroneamente assimilato alla nozione di “intolleranza al debito” ma, in realtà, si riferisce a una condizione diversa. Con l'andare del tempo, il concetto si è evoluto. In questa sede, esso viene riferito alla “incapacità di un paese di indebitarsi sull'estero nella propria valuta” e, per estensione, di effettuare operazioni di copertura nei confronti di non residenti^{2, 3} (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2003a – di seguito EHP). I fautori del peccato originale ritengono che tale condizione accentui la vulnerabilità del paese poiché implica che eventuali deprezzamenti del tasso di cambio rendano più difficoltoso il servizio del debito estero. A sua volta, ciò riduce ex ante la disponibilità dei non residenti a finanziare il paese e accresce ex post la sensibilità di questi finanziamenti a condizioni economiche avverse, limitando il margine di manovra dei responsabili delle politiche.

Quali possono essere le cause del peccato originale? Se esso fosse provocato dalla stessa serie di fattori all'origine dell'intolleranza al debito, si tratterebbe semplicemente di un ulteriore sintomo di locali carenze istituzionali passate e presenti. Ad esempio, viene naturale pensare che episodi di inflazione e di inadempienza possano rendere gli investitori esteri riluttanti a detenere titoli di debito, specie a lungo termine, denominati nella valuta del paese in questione. In questo caso, si sarebbe in presenza non tanto di un peccato originale, quanto di un peccato una tantum (McCauley e Ho, 2003). I sostenitori di questa tesi, tuttavia, affermano che il peccato originale è principalmente il frutto di caratteristiche intrinseche dei mercati finanziari internazionali e, in quanto tale, resta ampiamente al di fuori del controllo di un paese o quantomeno richiederebbe tempi di risoluzione molto più lunghi rispetto a carenze strutturali a livello nazionale. In particolare, EHP sostengono che, considerati i costi di transazione, la diversificazione dei portafogli internazionali si limiterebbe a quelle poche valute che ne massimizzano i benefici e che gli autori identificano con le monete delle maggiori economie. Analogamente, Flandreau e Sussman (2003) ritengono che il peccato originale rispecchi un “premio di liquidità sul mercato secondario” applicato a tutte le valute tranne quelle delle principali economie. Essi fanno rilevare come,

² Se i non residenti sono restii a detenere attività in valuta locale, essi lo saranno altrettanto a fungere da controparte in transazioni di copertura con residenti; cfr. anche Slavov (2003).

³ Una precedente versione dell'ipotesi contemplava anche l'incapacità di indebitarsi sull'interno a lungo termine in valuta locale (Eichengreen e Hausmann, 1999). I considerevoli progressi compiuti da molti paesi emergenti in quest'ambito, tuttavia, rendono meno interessante verificare questa versione.

storicamente, per espiare il peccato originale i paesi abbiano dovuto imporsi come potenze economiche leader.

Disallineamenti valutari

I disallineamenti valutari vengono spesso, e comprensibilmente, confusi con il peccato originale. Un disallineamento valutario ("currency mismatch") può essere definito – come hanno fatto di recente Goldstein e Turner, 2004 (di seguito, GT) – "la sensibilità del valore netto o del valore attuale del reddito netto a variazioni del tasso di cambio". Se i disallineamenti assumono la veste di posizioni *debitorie nette* in valuta, essi possono accrescere la vulnerabilità di un paese poiché ampi deprezzamenti renderebbero più oneroso il servizio del debito estero. I disallineamenti valutari non vanno pertanto intesi come un indicatore di crisi, ma piuttosto come un "moltiplicatore" del costo delle crisi stesse nell'eventualità di un brusco e cospicuo deprezzamento della moneta (in altri termini, essi costituiscono una sorta di "prova di stress")⁴. Le conseguenze potenzialmente destabilizzanti di siffatte configurazioni di bilancio sono state ampiamente riconosciute, quantomeno a partire dalla crisi asiatica (cfr., fra gli altri, Krugman, 1999, e FSF, 2000).

Dal momento che, in base al peccato originale, l'incapacità a indebitarsi in valuta nazionale dovrebbe aumentare il rischio paese principalmente attraverso le posizioni debitorie nette in valuta estera, si è tentati di concludere che i due concetti si equivalgano. In realtà, essi differiscono per almeno due importanti aspetti. Primo, i sostenitori dell'ipotesi dei disallineamenti valutari fanno notare che dovrebbe esserci solo una debole correlazione tra questi ultimi e l'apparente incapacità di indebitamento all'estero in valuta nazionale. I soggetti residenti potrebbero infatti accumulare attività, effettuare operazioni di copertura o percepire redditi (netti) in valuta estera⁵. Secondo, un limitato indebitamento in valuta nazionale potrebbe scaturire da opportunità mancate dovute ai distorti incentivi in favore dei residenti (quali le garanzie implicite associate con regimi di cambio fissi, ma in definitiva insostenibili), più che dalla riluttanza dei non residenti a fornire tali finanziamenti. Infine, e anche a corollario di ciò, il perseguimento di efficaci politiche governative può abbondantemente superare ogni eventuale incapacità residua di indebitamento o di copertura, e limitarne le ricadute. Ne sono un esempio i regimi di cambio flessibili, gli investimenti finalizzati allo sviluppo di mercati obbligazionari in valuta locale e, più in generale, di istituzioni nazionali solide. Molti paesi hanno

I disallineamenti valutari possono essere scarsamente correlati alle misure del peccato originale

⁴ In gran parte per gli stessi motivi, ci si potrebbe anche attendere che la vulnerabilità associata ai disallineamenti sia collegata ad altri fattori strutturali dell'economia.

⁵ Concettualmente esistono due serie distinte di disallineamenti: a) quelli che comportano un potenziale trasferimento di ricchezza dai residenti ai non residenti; b) quelli che comportano trasferimenti di ricchezza tra residenti. Nel sottolineare l'importanza di entrambe, GT riconoscono al tempo stesso la possibilità che intervenga una compensazione parziale tra residenti qualora le autorità pubbliche ricorrano alle riserve valutarie per attutire gli shock. Per contro, EHP si concentrano esclusivamente sul trasferimento nei confronti di non residenti; nella loro approssimazione empirica dei disallineamenti valutari, essi incontrano difficoltà nel separare nettamente le due serie, considerata la limitatezza dei dati disponibili.

attuato iniziative di questo tipo negli ultimi anni, sotto la forte spinta della comunità internazionale (cfr. ad esempio FSF, 2000 e G7, 2003).

Schema di riferimento per la verifica dei vari orientamenti

L'analisi precedente suggerisce una metodologia semplice per verificare la validità dei vari orientamenti in materia di rischio paese. Per prima cosa è necessario selezionare una misura affidabile del rischio paese. In seguito, si tratta di verificare quale sia la valenza esplicativa delle varie proxy dell'intolleranza al debito, del peccato originale e dei disallineamenti valutari con riferimento alle variazioni nella misura prescelta, dopo aver incluso nel modello benchmark per il rischio paese una serie completa di potenziali determinanti. Ciò consente di evitare il pericolo di riscontrare relazioni spurie tra le proxy e la misura del rischio paese.

I lavori precedenti impiegano un insieme limitato di variabili di controllo

Rispetto a questa metodologia i lavori svolti finora risultano in qualche modo carenti. Anzitutto, non vi è uniformità nelle misure impiegate per il rischio paese, che vanno dai rating di Institutional Investor (RRS) a quelli di S&P (EHP) e alle crisi effettive (GT). Inoltre, è stato utilizzato un insieme piuttosto ristretto di variabili rappresentative delle altre determinanti di fondo del rischio paese: RRS affiancano al debito le sole misure dei trascorsi di cattiva gestione (alta inflazione e passate inadempienze), mentre EHP si limitano a considerare alcuni indici di indebitamento, le ragioni di scambio e la volatilità del cambio reale⁶. Infine, se si eccettua un primo tentativo da parte di EHP, le tre ipotesi di base non sono mai state verificate congiuntamente in modo esaustivo.

La trattazione che segue si prefigge di colmare in parte queste carenze, prestando particolare attenzione a distinguere i fattori riconducibili alle politiche interne da quelli di altra natura.

La misura del rischio paese: i rating creditizi

I rating delle agenzie costituiscono una misura stabile del rischio paese

Come misura del rischio paese si è optato per i rating attribuiti dalle agenzie per la valutazione del merito di credito, e ciò per vari motivi. In primo luogo, benché per loro natura i rating non costituiscano necessariamente la misura più accurata della variazione nel tempo di tale tipologia di rischio, essi forniscono nondimeno un parametro affidabile per valutarne la distribuzione trasversale ("cross-sectional"); in effetti, due delle ipotesi proposte in materia di rischio paese – intolleranza al debito e peccato originale – sono maggiormente legate alla dimensione trasversale, poiché la variazione temporale nelle corrispondenti misurazioni è presumibilmente piuttosto limitata. In secondo luogo, per gli scopi qui perseguiti, i rating creditizi sono preferibili agli spread di mercato, che presentano un'elevata volatilità (essendo influenzati da fattori estranei come la mutevole propensione al rischio) e sono disponibili per un periodo di tempo troppo breve. In terzo luogo, i rating continuano a essere

⁶ Vi è disparità anche riguardo alle metodologie adottate. In particolare, RRS e EHP si basano sull'analisi econometrica formale. Per contro, e in parte a causa della mancanza di dati, GT si limitano a osservare che, su un campione di grandi paesi emergenti, quelli affetti da crisi finanziarie presentano in genere valori ampiamente negativi nelle misurazioni dei disallineamenti valutari prima e durante le crisi stesse.

utilizzati dagli operatori di mercato come benchmark per la valutazione del rischio paese. Infine, l'impiego delle valutazioni delle agenzie agevola il raffronto con i lavori di EHP/RRS e con altri studi precedenti basati sui rating invece che su misure ex post del rischio, quali l'incidenza delle crisi⁷. Naturalmente, lo svantaggio di una misura ex ante del rischio anziché ex post (come appunto le crisi) risiede nel fatto che i test si fondano inevitabilmente sull'accuratezza delle corrispondenti valutazioni del rischio (cfr. infra).

Per le finalità del presente lavoro, le valutazioni sovrane elaborate dalle principali agenzie costituiscono con tutta probabilità una misura migliore rispetto ai rating pubblicati da Institutional Investor⁸. Questi ultimi vengono ricavati per semplice aggregazione dei punteggi da 0 a 100 assegnati ai paesi da importanti banche, senza specificare i criteri considerati, mentre le principali agenzie di valutazione periodicamente pubblicano la lista dei criteri seguiti e riesaminano la corrispondenza tra i loro rating e i tassi di inadempienza (cfr. ad esempio Moody's, 2003a). Non da ultimo, a differenza degli anonimi partecipanti a un sondaggio, le agenzie fondano la propria reputazione sull'accuratezza delle valutazioni assegnate.

In questa analisi è stata impiegata la media dei rating di Moody's e Standard & Poor's, e non un singolo rating come nei lavori di EHP. Gli studi effettuati mostrano infatti che, in presenza di due rating diversi, il prezzo delle obbligazioni viene generalmente determinato sulla base della media dei rating (Cantor et al., 1997).

Infine, sono stati privilegiati i rating sovrani in valuta estera anziché quelli in valuta locale che, essendo stati introdotti piuttosto di recente, non sono altrettanto disponibili⁹. La tabella 1 elenca i rating medi nel periodo di stima per i paesi considerati nell'analisi¹⁰.

⁷ Cfr. ad esempio Cantor e Packer (1996), Ferri et al. (1999), Jüttner e McCarthy (2003), Reisen (2003) e Moody's (2003b, 2004). Nell'ambito dell'industria del rating la valutazione del debito sovrano è un'attività che si è affermata relativamente tardi, e per questo motivo l'impiego dei rating sovrani delle principali agenzie nella stima delle regressioni del rischio paese risale solo a metà degli anni novanta. In base alla formulazione originale di Cantor e Packer, una specificazione OLS composta soltanto di otto variabili esplicative spiegava oltre il 90% della varianza trasversale dei rating per 49 paesi. Fra l'altro, essi hanno riscontrato che reddito pro capite, inflazione, indebitamento sull'estero, sviluppo economico ed episodi di inadempienza costituivano indicatori particolarmente affidabili dei rating in valuta estera.

⁸ Chiaramente, dal momento che i rating sovrani vengono qui utilizzati come proxy del rischio paese, è stata adottata una definizione di tale rischio incentrata sulla probabilità che il mutuatario sovrano adempia a tutte le sue obbligazioni debitorie. Le agenzie elaborano per ogni paese anche un massimale generico, che di solito corrisponde al rating più elevato ottenibile da un residente di quel paese; in pratica, tale livello coincide spesso con il rating sovrano. Vi è la possibilità che singoli rating superino tale massimale, ma ciò avviene di rado se si eccettuano le operazioni di finanza strutturata (cfr. Moody's, 2001). Più in generale, il rischio paese viene spesso riferito alla probabilità di eventi che modificano i profitti delle imprese e le valutazioni delle attività. A titolo di esempio a questo riguardo, e di evidenza di come il rischio paese venga incorporato nelle quotazioni azionarie dei paesi emergenti, cfr. Erb et al. (1996).

⁹ Per una rassegna dei rating sovrani in moneta locale, cfr. Kisselev e Packer (2004).

¹⁰ Nell'analisi di regressione i rating sono stati convertiti in punteggi numerici sulla base delle seguenti equivalenze: AAA (Aaa) = 17, AA+ (Aa1) = 16, e così via fino a CCC+ (Caa1) = 1.

Rating creditizi sovrani in valuta estera					
media, 1996–2003					
Paese	Rating	Paese	Rating	Paese	Rating
Argentina	BB	Giappone	AA	Portogallo	AA
Australia	AA+	Grecia	A–	Regno Unito	AAA
Austria	AAA	Hong Kong SAR	A	Rep. ceca	A–
Belgio	AA+	India	BB	Russia	BB–
Brasile	B+	Indonesia	BB	Singapore	AAA
Bulgaria	BB–	Irlanda	AA+	Slovenia	A
Canada	AA+	Islanda	A+	Spagna	AA+
Cile	A–	Israele	A–	Stati Uniti	AAA
Cina	BBB	Italia	AA	Sudafrica	BBB–
Cipro	A+	Lituania	BBB	Svezia	AA+
Colombia	BB+	Malaysia	BBB+	Svizzera	AAA
Corea	A–	Messico	BB+	Taiwan, Cina	AA
Croazia	BBB–	Norvegia	AAA	Thailandia	BBB
Danimarca	AAA	Nuova Zelanda	AA+	Turchia	B
Filippine	BB+	Paesi Bassi	AAA	Ungheria	BBB
Finlandia	AA+	Pakistan	B	Venezuela	B
Francia	AAA	Perù	BB–		
Germania	AAA	Polonia	BBB		

Nota: media dei rating medi di fine anno in valuta estera assegnati da Moody's e Standard & Poor's. I rating sono riportati secondo le convenzioni di Standard & Poor's. Il campione non ricomprende i paesi con rating pari o inferiore a CCC. Non sempre sono disponibili rating per ciascun anno considerato.

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

Modello benchmark del rischio paese e test specifici per i tre orientamenti

Un adeguato modello benchmark per i rating dei paesi dovrebbe tener conto di tutta una gamma di variabili tradizionalmente considerate rilevanti. Le stesse agenzie di rating forniscono frequentemente indicazioni sull'ampio ventaglio di fattori quantitativi e qualitativi su cui si basano (cfr. ad esempio Moody's, 2004 e Standard & Poor's, 2004). Nella tabella 2 vengono riportate le oltre 30 variabili esplicative considerate nell'analisi di regressione. Esse rispecchiano in gran parte fattori macroeconomici (tra cui inflazione e crescita), onere per il debito estero e proxy della liquidità e della situazione di bilancio. Inoltre, vengono esaminate alcune misure intese a cogliere fattori istituzionali più profondi, quali gli indici di corruzione e di rischio politico (cfr. ad esempio Kaufmann et al., 2003). In generale, la relazione attesa tra queste variabili e il rischio paese è intuitiva e non necessita di approfondimenti. Per contro, vale la pena di spendere alcune parole con riferimento alle specifiche ipotesi sottoposte a verifica.

In ogni test dell'ipotesi di intolleranza al debito andrebbe verificata la rilevanza dei trascorsi di cattiva gestione economica. Prendendo spunto da RRS, vengono qui utilizzate come proxy di tali precedenti la percentuale di anni in cui un paese ha registrato un'inflazione superiore al 40% e le passate esperienze di inadempienza. Da una rigida interpretazione dell'ipotesi deriva

La cattiva gestione economica viene approssimata con i precedenti di inflazione e di "default"

Variabili esplicative			
Categorie	Variabili	Unità	Fonte
Variabili macroeconomiche	Log PIL pro capite ¹	\$	IIF, FMI, IFS, DRI, EIU
	Log inflazione ¹	%	
	Crescita del PIL reale (annualizzata) ¹	%	
	Investimenti/PIL	%	
	Risparmio/PIL	%	
	Conto corrente/PIL	%	
Onere debitorio	Indebitamento netto/PIL	%	IIF, FMI, IFS, DRI, EIU
	Debito estero/esportazioni ¹	%	
	Debito estero a breve/riserve valutarie	%	
	Debito estero a breve/debito estero totale	%	
	Debito estero a breve/PIL	%	
	Riserve valutarie/importazioni	%	
Finanza pubblica	Debito pubblico/PIL ¹	%	IIF, FMI, IFS, DRI, EIU
	Saldo di bilancio/PIL	%	
Variabili politiche e socioeconomiche	Corruzione ^{1,2}	Scala 1–10	TI
	Rischio politico ^{1,2}	Scala 1–100	ICRG
	Indipendenza della banca centrale	Scala 0–1	CS
Precedenti storici	Dummy = 0 se senza default negli ultimi 25 anni	Indicatore 0,1	S&P
	Anni dall'ultima insolvenza in valuta estera ¹	Anni	S&P
	% di anni con inflazione > 40% negli ultimi 25 anni ¹	%	IFS
Dimensioni	Log PIL reale	\$ (costante)	IFS
	Log PIL reale (in termini di PPA) ¹	\$	BM
Sviluppo finanziario	Credito interno al settore privato/PIL	%	IFS
	Capitalizzazione di borsa/PIL	%	DS, JPM
	Credito più capitalizzazione di borsa/PIL	%	DS, JPM
	Turnover derivati su cambi/PIL	%	BRI
	Turnover cambi a pronti e derivati /PIL ¹	%	BRI
Peccato originale e disallineamenti valutarie	PECC2, PECC3 (cfr. riquadro per la definizione) ¹ MISMATCH (cfr. riquadro per la definizione) ¹ DVEA (cfr. riquadro per la definizione)	%	BRI

¹ Variabile utilizzata nella specificazione finale. ² Al fine di agevolare l'interpretazione dei coefficienti di regressione, gli indici di corruzione e di rischio politico elaborati di TI e ICRG – in cui a valori più elevati corrispondono gradi minori di corruzione e di rischio – sono stati cambiati di segno.

Fonti: BRI = Banca dei Regolamenti Internazionali; CS = Cukierman et al. (2002) e Syklos (2003); DRI = Data Resources Institute; DS = Datastream; EIU = Economist Intelligence Unit; ICRG = *International Country Risk Guide*; IFS = *International Financial Statistics* (FMI); IIF = Institute for International Finance; FMI = Fondo monetario internazionale; JPM = JPMorgan Chase; S&P = Standard & Poor's; TI = Transparency International; BM = Banca mondiale.

Tabella 2

che l'impatto del debito sul rischio paese dovrebbe essere amplificato da un'esperienza negativa di "default" o di inflazione *anche considerando eventuali effetti indipendenti esercitati da queste variabili sul rischio*. Del resto, la rilevanza dei trascorsi di inadempienza per i rating era già assodata – da un punto di vista sia concettuale che empirico – prima dell'affermarsi dell'ipotesi di intolleranza al debito (Eaton, 1996; Cantor e Packer, 1996). Per verificare questa versione "pura" dell'intolleranza al debito si è deciso di seguire RRS e

di introdurre variabili interattive che moltiplicano le misure impiegate del debito per le inadempienze e l'inflazione passate, *in aggiunta* a queste due variabili.

Si pone poi la questione di quale sia il concetto più rilevante di debito, se il debito estero o quello del settore pubblico. In linea di principio la misura più appropriata sembra essere la prima, giacché l'ipotesi di intolleranza al debito si incentra principalmente sulle insolvenze nei confronti di controparti estere. In pratica, però, la crescente globalizzazione e gli ingenti investimenti oltre confine rendono sempre più arduo operare una demarcazione tra insolvenze sull'interno e sull'estero. Gli stessi RRS impiegano entrambe le variabili, a seconda del paese esaminato. Nell'analisi seguente, vengono considerate separatamente le due variabili per tutti i paesi, così come fanno EHP.

La verifica del contributo specifico di peccato originale e disallineamenti valutari solleva questioni più spinose, che attengono ad aspetti di misurazione e interpretazione. Esse vengono affrontate di volta in volta nel prosieguo.

Seri problemi di misurazione si presentano per entrambe le ipotesi, e ciò a causa dell'estrema limitatezza delle statistiche sulla distribuzione per valuta delle esposizioni in bilancio e fuori bilancio. Ad esempio, EHP utilizzano una gamma di misure del peccato originale basate esclusivamente sull'incidenza del debito in valuta estera in alcuni sottoinsiemi di passività di bilancio, utilizzando i dati elaborati dalla BRI (cfr. il riquadro successivo). Dalla loro analisi sono escluse in particolare tutte le posizioni in derivati e, quindi, le eventuali operazioni di copertura. Questi problemi sono ancor più acuti nel caso delle misure dei disallineamenti valutari, che per forza di cose richiedono maggiori informazioni riguardo alla natura e alla distribuzione del rischio di cambio. GT elaborano alcune misure dichiaratamente grezze, delle cui limitazioni sono peraltro consapevoli.

Sotto due aspetti la presente analisi si spinge oltre le verifiche già condotte. In primo luogo, essa introduce esplicitamente varie proxy per le opportunità di copertura in base alle statistiche BRI sui mercati dei cambi e dei derivati. In particolare, viene valutato il ruolo dei contratti di swap e forward su valute, nonché delle dimensioni dell'intero mercato dei cambi. Si suppone che tali fattori possano avere rilevanza di per sé e/o modificare quella delle proxy del peccato originale riferite alle poste di bilancio. Inoltre, la misura dei disallineamenti valutari impiegata da GT è stata ampliata ben oltre il campione di paesi da essi esaminati, portandoli da 22 a 52. A titolo di verifica supplementare sono stati considerati anche EHP, creando una misura di approssimazione dei disallineamenti valutari che, all'occorrenza, può essere ricavata per un campione molto più ampio di paesi (cfr. riquadro).

Per quanto riguarda gli aspetti interpretativi, una questione concerne il *canale* tramite il quale il peccato originale dovrebbe esplicare i suoi effetti. Si può infatti sostenere che se il peccato originale non producesse posizioni debitorie in valuta estera (nella presente accezione, "disallineamenti valutari"), esso avrebbe un impatto solo contenuto sul rischio paese, a meno che – come sottolineano EHP – il paese non incorra in costi indiretti (più bassa redditività degli investimenti, controlli sui capitali, ecc.) al fine di limitare, coprire o controbilanciare le esposizioni valutarie. Così, qualora venga riscontrato che il peccato originale rileva anche in presenza di una proxy per i disallineamenti

Si impiegano proxy per le opportunità di copertura, ricavate dai dati BRI

valutari, si renderebbe necessario analizzare empiricamente il nesso tra peccato originale e i costi di cui sopra. Un siffatto risultato potrebbe altresì indicare la possibilità di un'errata misurazione della variabile dei disallineamenti valutari. In questo articolo, tuttavia, questi aspetti non vengono approfonditi.

Un secondo insieme di questioni interpretative concerne le potenziali cause del peccato originale.

In primo luogo, vale la pena considerare fino a che punto il peccato originale sia spiegato, rispettivamente, dalle dimensioni del paese o dalle proxy relative a un passato di cattiva gestione economica o ad altre caratteristiche istituzionali. Ciò rileva alla luce delle diverse implicazioni di politica economica. Analogamente, è utile verificare fino a che punto il peccato originale conservi una valenza esplicativa autonoma per il rischio paese una volta considerato l'influsso esercitato sullo stesso peccato originale dai richiamati fattori di politica economica. Tale verifica può essere condotta valutando separatamente l'impatto prodotto sul rischio paese dalla porzione di peccato originale "spiegata" dai vari fattori e da quella residuale non spiegata¹¹.

In secondo luogo, merita particolare attenzione l'aspetto dimensionale, giacché nessuna delle due spiegazioni fornite circa il nesso tra dimensioni del paese e peccato originale sembra pienamente soddisfacente. Da un lato, paesi di grandi dimensioni potrebbero in effetti essere maggiormente diversificati, ma ciò non implica che i benefici di questa diversificazione si estendano alle rispettive valute. La diversificazione valutaria dipende dalle correlazioni *tra* le valute in quanto classe di attività, e vi è ragione di attendersi che tali correlazioni siano legate solo in scarsa misura alla diversificazione dei flussi di reddito *all'interno* di un dato paese. Inoltre, gli investitori operano spesso e volentieri una diversificazione tra i vari mercati azionari delle economie emergenti su base scoperta. Analogamente, la scelta di finanziarsi massicciamente in alcune valute selezionate per sfruttare la liquidità dei rispettivi mercati mobiliari sottostanti non esclude la possibilità di coprire le esposizioni corrispondenti. Anzi, la raccolta di fondi su base coperta costituisce una strategia assai diffusa per ridurre i costi complessivi di raccolta. Pertanto, per stabilire la rilevanza del peccato originale è necessario disporre di evidenze distinte sulle limitate possibilità di copertura. Da entrambe queste argomentazioni discende l'opportunità di considerare l'aspetto dimensionale come una potenziale determinante *a pieno titolo* del rischio paese. Oltre a cogliere le opportunità di diversificazione, maggiori dimensioni potrebbero rendere un'economia meno vulnerabile ad aggiustamenti bruschi, ancorché modesti, dei portafogli degli investitori globali e, in alcuni casi, aumentare le probabilità che, in caso di crisi, essa riceva un sostegno esterno dalla comunità internazionale.

Fino a che punto il peccato originale risente di un passato di cattiva gestione economica?

Il fattore dimensionale potrebbe esercitare un impatto autonomo sul rischio paese

¹¹ Ciò viene effettuato includendo nella regressione principale solo il residuo di una regressione ausiliaria del peccato originale sulle corrispondenti variabili esplicative, unitamente alle variabili stesse.

Misure del peccato originale e dei disallineamenti valutari

Prendendo spunto da Eichengreen et al. (2003b), sono state costruite molteplici misure del peccato originale utilizzando le statistiche sui mercati bancari e mobiliari internazionali elaborate dalla BRI. Tutte le misure sono volte a quantificare l'incidenza del debito emesso in valuta estera sul debito totale in essere. Esse differiscono tuttavia per gli aggregati considerati e le ipotesi sottostanti. Si considerano le tre misure seguenti:

- 1) $PECC1 = (1 - \text{titoli emessi dal paese } i \text{ in moneta nazionale } i / \text{titoli emessi dal paese } i)$
- 2) $PECC2 = \text{Max} (\text{titoli e prestiti emessi dal paese } i \text{ nelle cinque principali valute} / \text{totale dei titoli e dei prestiti emessi dal paese } i, PECC3)$
- 3) $PECC3 = \text{Max} [1 - (\text{titoli nella moneta } i / \text{titoli emessi dal paese } i), 0]$

In quanto misura "pura" del peccato originale, ciascuna delle misurazioni proposte presenta degli svantaggi dovuti alla limitatezza dei dati. Ad esempio, mentre PECC2 ricomprende il debito bancario, PECC1 e PECC3 si limitano ai titoli di debito. PECC3 si distingue da PECC1 perché considera tutte le passività emesse nella moneta di un paese come emissioni in moneta locale del paese stesso, a prescindere dalla nazionalità dell'emittente. Ciò produce di norma valori più bassi per PECC3 che non per PECC1^①. Il punto di forza di PECC2 è che impiega non solo i dati sui titoli di debito, ma anche le statistiche BRI sui flussi bancari. Tuttavia, poiché queste non sono compilate per la totalità delle valute, le misure si fondano implicitamente sull'ipotesi che tutte le passività non denominate nelle cinque valute principali siano denominate in moneta locale. Pertanto, nella misura in cui vi sono passività in valute diverse da dollaro, euro, yen, sterlina e franco svizzero, esse sono considerate come se fossero in moneta locale, il che tenderebbe a sottostimare il peccato originale.

Per quanto riguarda i disallineamenti valutari, si impiegano le misure effettive aggregate costruite da GT, in entrambe le versioni originaria e modificata. GT ottengono la proxy originaria per i disallineamenti valutari effettivi aggregati (DVEA) nel modo seguente. Primo, calcolano le attività nette in valuta estera (ANVE) come attività nette estere presso banche centrali e commerciali, più attività (nette) in valuta estera di soggetti non bancari detenute presso banche dichiaranti alla BRI, meno titoli di debito internazionali in essere denominati in valuta estera. Dopodiché, calcolano la quota in valuta estera del debito totale (VE%TD), dove il denominatore è rappresentato da: passività internazionali di soggetti bancari e non (nei confronti di banche dichiaranti), più credito sull'interno in favore di soggetti privati, più titoli di debito nazionali e internazionali. DVEA risulta così pari ad ANVE moltiplicato per VE%TD e diviso per le esportazioni quando le attività nette in valuta estera sono minori di zero, ovvero diviso per le importazioni quando tali attività sono maggiori di zero^②. Viene inoltre sottoposta a verifica una misura dei disallineamenti elaborata da EHP, che moltiplica il peccato originale (nei risultati seguenti è stato usato PECC2) per (riserve – debito) / esportazioni. EHP ritengono che questa misura sia quella che più si approssima a DVEA di GT in base ai dati disponibili.

^① Ad esempio, nel caso del Sudafrica – la cui valuta è utilizzata per la denominazione di un volume significativo di emissioni di organizzazioni internazionali – il valore di PECC3 è molto inferiore a quello di PECC1. EHP preferiscono PECC3 a PECC1 poiché postulano che la capacità di un paese di effettuare emissioni nella propria valuta dovrebbe aumentare al crescere delle emissioni in quella stessa moneta da parte di non residenti, grazie alle più ampie possibilità di stipulare swap ed effettuare operazioni di copertura. Tuttavia, poiché l'esistenza di sottostanti impegni a fronte di obbligazioni in moneta locale non costituisce una condizione necessaria per le parti interessate a stipulare uno swap in valuta, non è detto che questa misura più espansiva dell'attività in moneta locale abbia una valenza predittiva maggiore. ^② La versione originaria ipotizza che il credito e le obbligazioni nazionali siano interamente denominati in moneta locale, ma vengono effettuati aggiustamenti caso per caso per giungere a DVEA modificato. Cfr. il lavoro degli autori per una trattazione di alcune delle inevitabili approssimazioni e ipotesi necessarie al calcolo della proxy.

Infine, è utile considerare la possibilità che il peccato originale non sia la causa, bensì la *conseguenza* del rischio paese. In altre parole, un'economia potrebbe non essere in grado di indebitarsi all'estero nella propria moneta *poiché*, quale che ne sia il motivo, essa viene ritenuta eccessivamente rischiosa. Ciò spiegherebbe perché le organizzazioni internazionali, come la Banca mondiale, possono di fatto indebitarsi nelle valute dei mercati emergenti¹². Questa ipotesi concorderebbe anche con la generale preferenza per controparti di elevato standing creditizio (di norma, "market-maker") manifestata dai non residenti per le operazioni di copertura. In presenza di un siffatto nesso inverso di causalità, l'eventuale valenza esplicativa che la suddetta componente non spiegata del peccato originale avrebbe per il rischio paese potrebbe essere considerata spuria, o perlomeno sospetta¹³.

Il peccato originale potrebbe essere la conseguenza di un elevato rischio paese

Risultati empirici¹⁴

Il campione considerato comprende 52 paesi, per i quali sono stati raccolti dati annui dal 1996 al 2003. Vengono utilizzati dati di panel per sfruttare le informazioni contenute nella variazione temporale e trasversale dei dati. In via preliminare, si riporta una matrice di correlazione dei rating e di alcune variabili esplicative selezionate (tabella 3). I rating creditizi sovrani presentano una forte correlazione con alcune delle variabili esplicative, segnatamente PIL pro capite ($\rho = 0,86$), indici di corruzione e di rischio politico ($-0,85$ e $-0,87$ rispettivamente), nonché con il numero di anni dall'inadempienza e con i precedenti di inflazione ($0,69$ e $-0,62$). Anche le misure del peccato originale presentano una forte correlazione con i rating creditizi sovrani. Le misure dei disallineamenti valutari appaiono invece avere una correlazione relativamente bassa con i rating, anche se dalla tabella emerge che i paesi con misure più elevate di peccato originale tendono in realtà a presentare un disallineamento negativo.

Il modello benchmark: quali sono i fattori rilevanti?

Il modello benchmark dei rating, che esclude le variabili direttamente collegate alle ipotesi di intolleranza al debito, peccato originale e disallineamenti valutari,

¹² Eichengreen et al. (2003c) si avvalgono proprio di questa osservazione per corroborare la loro ipotesi di imperfezioni nei mercati finanziari internazionali. A loro parere, il fatto che le istituzioni finanziarie internazionali siano in grado di coprirsi proficuamente riflette la sottostante domanda repressa di "hedging" da parte dei residenti del paese della valuta di emissione. Ma la spiegazione alternativa appare quantomeno altrettanto plausibile.

¹³ È questo un caso di "bias di simultaneità". In linea di principio, il peccato originale potrebbe essere rappresentato da qualche altra variabile; tuttavia, è stato difficile trovare variabili che potessero rivelarsi utili e, allo stesso tempo, fornire garanzie contro ogni possibile influsso autonomo sul rischio paese. La questione potrebbe essere oggetto di ulteriori studi.

¹⁴ Per una trattazione ulteriore basata su una serie completa di risultati, cfr. Borio e Packer (di prossima pubblicazione). Per verificare se i risultati possano risentire del limite massimo AAA posto ai rating per i paesi con elevato merito di credito, è stato stimato anche un modello Tobit per dati censurati, che non ha peraltro prodotto effetti di rilievo. Inoltre, le regressioni principali sono state verificate anche attraverso una dummy addittiva per il gruppo dei paesi industriali: essa non è risultata statisticamente significativa, e i risultati non ne sono stati influenzati.

I rating reagiscono maggiormente a PIL pro capite, rischio politico e corruzione

funziona piuttosto bene (tabella 4, regressione 1). Le misure dello sviluppo (PIL pro capite) e dell'evoluzione macroeconomica (inflazione e crescita del PIL) sono del segno atteso e hanno significatività statistica a livelli di confidenza standard¹⁵. Le variabili qualitative di approssimazione del rischio politico e della corruzione sono anch'esse statisticamente significative, così come del resto le variabili storiche degli anni dall'inadempienza e dei trascorsi di inflazione. In termini di significatività economica, la sensibilità dei rating è massima nel caso del PIL pro capite; seguono rischio politico e corruzione. Mantenendo costanti le altre variabili, un "miglioramento" dal 25° al 75° percentile nella variabile esplicativa si traduce in un miglioramento del rating medio pari a 2,9, 1,7 e 1,4 gradi rispettivamente per PIL pro capite, rischio politico e corruzione. Miglioramenti analoghi delle variabili per i trascorsi di inflazione e di inadempienza fanno aumentare di 1 e di 0,6 gradi le previsioni di rating.

Intolleranza al debito

Sostegno variabile all'ipotesi di intolleranza al debito

Nel caso dell'intolleranza al debito i risultati dipendono dall'esatta interpretazione data all'ipotesi (tabella 4, regressioni 2–3). Da un lato, i risultati precedenti mostrano chiaramente che un passato di cattiva gestione economica ha un influsso sullo standing creditizio *in generale*. Allo stesso modo, va sottolineato come il debito pubblico e il debito estero abbiano maggiore rilevanza per i paesi emergenti che non per quelli industriali: in questo senso, per i paesi emergenti risulta più difficoltoso sopportare elevati livelli di indebitamento¹⁶. Coerentemente con ciò, le variabili per il debito presentano significatività statistica e il segno atteso solo nel caso dei paesi emergenti, come indica il coefficiente sulla dummy interattiva per questo gruppo di paesi^{17, 18}. Dall'altro lato, la versione "forte" dell'ipotesi non è in genere confermata dai dati. Nello specifico, le dummy che fanno interagire il debito con l'esperienza pregressa non aggiungono sistematicamente valenza esplicativa alla regressione¹⁹. In altre parole, un passato di cattiva gestione non sembra di per sé accrescere la sensibilità del rischio paese al debito.

¹⁵ Si è altresì effettuato un tentativo utilizzando le riserve valutarie ufficiali, normalizzate per le importazioni, ma questa variabile non ha dato risultati soddisfacenti.

¹⁶ Questo risultato segnala inoltre l'esistenza di altri fattori, non ricompresi nella regressione, che dovrebbero spiegare tale differenza.

¹⁷ Naturalmente, più in generale *anche se la sensibilità dei rating al debito fosse analoga a quella dei paesi industriali* (analogo coefficiente nella regressione), i paesi emergenti avrebbero una capacità di indebitamento *inferiore*. Ciò rispecchia il fatto che essi presentano di norma un più basso reddito pro capite, peggiori precedenti in materia di gestione economica e più gravi debolezze strutturali interne. In questa accezione generale, essi sarebbero comunque "intolleranti al debito".

¹⁸ Sebbene in alcune delle successive regressioni queste dummy interattive di gruppo per il debito pubblico e il debito estero possano non avere significatività statistica se prese singolarmente, congiuntamente esse sono sempre significative.

¹⁹ Agli stessi risultati si perviene anche attraverso la stima di due regressioni separate e distinte per i paesi industriali e per quelli emergenti, evitando così di "forzare" tutte le differenze tra i due gruppi a operare attraverso le dummy interattive.

Matrice di correlazione di alcune variabili selezionate					
	Variabile				
	Rating in valuta estera	PECC2	PECC3	DVEA	MISMATCH
Log PIL pro capite	0,861	-0,536	-0,516	-0,177	-0,233
Log inflazione	-0,609	0,307	0,335	0,061	0,001
Crescita del PIL	0,024	0,146	0,172	-0,159	0,006
Indice corruzione percepita	-0,849	0,387	0,405	0,217	0,266
Punteggio rischio politico	-0,866	0,501	0,532	0,218	0,191
Anni dall'inadempienza in valuta estera	0,685	-0,433	-0,408	-0,148	-0,040
Frequenza dei periodi di elevata inflazione	-0,616	0,385	0,429	-0,089	-0,147
Rating in valuta estera		-0,617	-0,620	-0,108	-0,049
PECC2			0,854	-0,065	-0,276
PECC3				-0,115	-0,328
DVEA					0,732

Fonti: Banca mondiale; FMI; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.

Tabella 3

Peccato originale e disallineamenti valutari

Le proxy per il peccato originale contribuiscono a spiegare i rating per il rischio paese, anche tenendo conto dei fattori di cui sopra (tabella 4, regressione 5). Tra di esse, la variabile che dà risultati migliori è quella che considera congiuntamente la composizione del debito bancario e i titoli di debito (PECC2)²⁰. Da un punto di vista formale e tenute costanti le altre variabili, le stime indicano che portando dal 100 allo 0% la denominazione in valuta estera del debito estero, un paese beneficerebbe di un avanzamento di rating di poco inferiore a un'intera lettera (ossia tre gradi), meno dei cinque gradi talvolta riscontrati in lavori precedenti (EHP, Eichengreen et al., 2003b).

Allo stesso tempo, l'introduzione delle dimensioni del paese nella regressione produce un ulteriore calo della rilevanza del peccato originale (tabella 4, regressione 6). Il coefficiente corrispondente scende di due gradi. Le dimensioni del paese, misurate nel modello più adeguato dal PIL in termini di parità del potere di acquisto, hanno una modesta significatività economica: un loro aumento dal 25° al 75° percentile, tenute costanti altre variabili, farebbe salire il rating di circa un terzo di grado.

L'importanza del peccato originale si riduce includendo le dimensioni ...

²⁰ La sostituzione di PECC2 con PECC1 o PECC3 riduce la valenza esplicativa del modello complessivo e il valore dei coefficienti sulle variabili corrispondenti, che rimangono comunque statisticamente significativi. Allo stesso tempo, il quadro complessivo dei risultati non varia. Nel prosieguo dello studio, l'analisi è circoscritta alla misurazione PECC2.

Regressioni dei rating sovrani in valuta estera

Variabile esplicativa	Specificazione								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Log PIL pro capite	1,49* (10,35)	1,40* (9,74)	1,25* (8,63)	1,29* (9,31)	1,33* (9,59)	1,31* (9,54)	1,45* (10,41)	1,45* (10,53)	1,31* (9,56)
Log inflazione	-0,48* (5,31)	-0,49* (5,64)	-0,52* (5,38)	-0,50* (6,02)	-0,47* (5,66)	-0,45* (5,48)	-0,42* (5,06)	-0,42* (5,14)	-0,44* (5,32)
Crescita del PIL	0,06* (2,01)	0,07* (2,33)	0,08* (2,46)	0,09* (3,01)	0,08* (2,83)	0,09* (3,10)	0,08* (2,95)	0,08* (2,98)	0,10* (3,14)
Indice corruzione percepita	-0,31* (4,85)	-0,34* (5,33)	-0,36* (5,84)	-0,44* (6,79)	-0,45* (7,14)	-0,45* (7,35)	-0,46* (7,46)	-0,44* (7,11)	-0,47* (7,38)
Punteggio rischio politico	-0,10* (7,92)	-0,07* (4,59)	-0,07* (4,45)	-0,06* (4,07)	-0,06* (4,49)	-0,07* (4,86)	-0,07* (4,91)	-0,07* (4,92)	-0,08* (5,90)
Anni dall'inadempienza in valuta estera	0,05* (4,66)	0,03* (3,22)	0,01 (0,70)	0,03* (3,17)	0,03* (2,97)	0,04* (3,36)	0,03* (3,10)	0,04* (3,36)	0,04* (3,54)
Frequenza dei periodi di elevata inflazione	-5,76* (11,82)	-4,81* (7,49)	-7,70* (5,18)	-4,33* (7,20)	-4,31* (7,32)	-4,11* (6,96)	-4,44* (7,36)	-4,25* (6,99)	-4,48* (7,58)
Debito pubblico/PIL		0,005 (1,68)	0,006 (1,62)	-0,004 (1,03)	-0,004 (1,07)	-0,002 (0,54)	-0,000 (0,05)	0,000 (0,26)	-0,002 (0,61)
Debito estero/esportazioni		0,001* (4,00)	0,002* (4,27)	0,000 (1,16)	-0,000 (0,11)	0,000 (0,90)	0,001* (2,07)	0,000 (0,43)	0,000 (1,11)
Debito pubblico/PIL (paesi emergenti)		-0,012* (3,04)	-0,050* (2,52)	-0,002 (0,55)	-0,003 (0,75)	-0,006 (1,30)	-0,009 (1,88)	-0,010* (2,40)	-0,006 (1,42)
Debito estero/esportazioni (paesi emergenti)		-0,004* (2,48)	-0,003 (0,48)	-0,003* (2,26)	-0,003 (1,91)	-0,003 (1,93)	-0,002 (1,07)	-0,000 (0,34)	-0,003 (1,89)
Debito pubblico/PIL* anni dall'inadempienza			0,001 (1,83)						
Debito estero/PIL* anni dall'inadempienza			-0,000 (0,22)						
Debito pubblico/PIL* elevata inflazione			0,051 (1,79)						
Debito estero/PIL* elevata inflazione			-0,000 (0,02)						
PECC2				-2,43* (6,10)	-1,98* (5,24)	-1,64* (4,25)	-0,72 (1,62)	-1,11* (2,52)	-1,66* (4,36)
Dimensioni (log PIL)_					0,18* (3,58)	0,17* (3,61)	0,16* (3,39)	0,10* (2,05)	0,18* (3,68)
DVEA						0,01* (2,85)			0,01* (3,01)
MISMATCH							0,57* (5,20)	0,70* (6,80)	
MISMATCH* {(cambi a pronti e derivati)/PIL}								-0,07* (5,70)	
Indice R2 corretto	0,922	0,941	0,943	0,948	0,950	0,951	0,953	0,954	0,951

Nota: la variabile dipendente è definita come media dei rating creditizi di Moody's e Standard & Poor's (che prende forma numerica, come descritto alla nota 10). Le variabili dummy per gli anni sono incluse nelle regressioni, ma non vengono riportati i coefficienti. Tra parentesi sono riportate le statistiche T assolute, basate su errori standard sottoposti a correzione di White per l'eteroschedasticità. * = significativo almeno al livello del 5%. La regressione 9 è stimata utilizzando le stesse variabili della regressione 6, salvo per la sostituzione con l'errore previsionale della regressione 4 nella tabella 5 per PECC2. Le variabili interattive del debito nella regressione 3 sono calcolate soltanto per i paesi emergenti, o altrimenti poste pari a zero. La definizione di DVEA e MISMATCH è tale per cui valori positivi sono associati a posizioni nette attive in valuta.

Fonti: Banca mondiale; FMI; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.

Tabella 4

Anche i disallineamenti valutari sembrano avere valenza esplicativa in aggiunta alle variabili precedenti, e ciò a prescindere dalla misura considerata, sia essa quella di GT o di EHP (tavola 4, regressioni 7–8). Ad esempio, i risultati indicano che un miglioramento dal 25° al 75° percentile nelle due proxy per i disallineamenti valutari produce un miglioramento dei rating sovrani di 0,1 e 0,5 gradi rispettivamente.

In aggiunta, anche l'inclusione delle proxy per i disallineamenti valutari sottrae alle variabili per il peccato originale parte della loro valenza esplicativa. Con l'introduzione della misura dei disallineamenti proposta da EHP il coefficiente PECC2 scende a meno di un grado e perde significatività ai livelli standard di confidenza²¹.

Le misure delle possibilità di copertura non alterano sostanzialmente il quadro. Ad esempio, facendo interagire il peccato originale con il totale delle transazioni valutarie a pronti e in derivati (standardizzate per il PIL) in una data moneta viene in effetti ridotto l'impatto del peccato originale, ma questo risultato non è statisticamente significativo (e non viene riportato). Nel contempo, la proxy per le opportunità di copertura sembra integrare l'effetto di una variabile di disallineamento, come osservabile nella regressione 8 della tabella 4. Questi risultati indicano che le misure per le operazioni di copertura fuori bilancio andrebbero ulteriormente affinate.

E per quanto riguarda le determinanti del peccato originale? È interessante riscontrare come tanto i trascorsi di cattiva gestione quanto altre proxy delle fragilità strutturali (indice di rischio politico) abbiano valenza esplicativa superiore a quella del mero fattore dimensionale (tabella 5). Le due serie di variabili maggiormente collegate alla politica economica concorrono singolarmente a oltre il 20% della variazione di PECC2 e congiuntamente a circa un terzo²², quando invece le dimensioni del paese spiegano circa il 13%. Tale risultato conforta l'opinione secondo cui un passato di cattiva gestione interna avrebbe un'influenza significativa sul peccato originale e, pertanto, quest'ultimo potrebbe essere superato con il contributo di sane politiche²³.

Sulla base di questi risultati puramente statistici, ci si chiede in quale misura il peccato originale possa spiegare il rischio paese in maniera realmente indipendente dalle variabili relative alle precedenti politiche economiche. Come già rilevato, ciò può essere verificato introducendo nella regressione originaria del rischio paese il residuo non spiegato di una regressione ausiliaria di PECC2 sulle variabili del caso, oltre alle variabili

... e i disallineamenti valutari

La copertura potrebbe influenzare l'impatto delle proxy per i disallineamenti

Le fragilità strutturali hanno più rilevanza delle dimensioni del paese

²¹ Non sono stati effettuati test più accurati per verificare la possibilità che l'influsso dei disallineamenti valutari dipenda da altre caratteristiche del paese considerato (ad esempio, la credibilità di un regime di ancoraggio valutario). Si rimanda la questione a ricerche future.

²² L'indice di corruzione, tuttavia, non presenta il segno atteso (regressioni 1 e 3). Per questo motivo esso è stato escluso dalla regressione 4 e dall'analisi successiva.

²³ Si tratta di un limite dei risultati di EHP ed Eichengreen et al. (2003b), che non verificano la relazione tra il peccato originale e le proxy per i trascorsi di cattiva gestione economica e le fragilità strutturali qui considerate. Al tempo stesso, anche la loro variabile "dimensionale" è definita diversamente, sicché non è possibile a questo stadio raffrontare pienamente i risultati.

Regressioni del peccato originale						
Variabile esplicativa	Specificazione					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercetta	2,44* (17,13)	1,09* (24,69)	2,17* (15,61)	1,93* (18,81)	1,35* (19,88)	2,72* (19,24)
Indice corruzione percepita	-0,02* (2,45)		-0,03* (3,56)			-0,01 (1,22)
Punteggio rischio politico	0,03* (9,45)		0,02* (9,01)	0,02* (10,32)		0,02* (8,71)
Anni dall'inadempienza in valuta estera		-0,01* (6,86)	-0,00 (1,29)	-0,00 (0,93)		-0,00 (0,60)
Frequenza dei periodi di elevata inflazione		0,68* (6,27)	0,62* (5,30)	0,61* (5,35)		0,43* (5,01)
Dimensioni (log PIL)_					-0,09* (6,98)	-0,10* (10,56)
Indice R ² corretto	0,267	0,220	0,336	0,313	0,131	0,494

Nota: regressioni Tobit (dati normali censurati). Tra parentesi sono riportate le statistiche z assolute, basate su covarianza ed errori standard di Huber-White. * = significativo al livello del 5%.

Fonti: Banca mondiale; FMI; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.

Tabella 5

stesse. Così facendo, i coefficienti per trascorsi di elevata inflazione, rischio politico e corruzione crescono notevolmente. Nel contempo, il coefficiente per il peccato originale è tale per cui il passaggio dal 25° al 75° percentile nell'errore di previsione produce in questo caso sul rating sovrano un impatto pari a meno di 0,2 gradi, rispetto a quello molto più ampio osservabile nella specificazione originaria²⁴.

Conclusioni

In questo articolo sono analizzate varie ipotesi in materia di rischio paese – intolleranza al debito, peccato originale e disallineamenti valutari – che di recente hanno acquisito preminenza, valutandone l'attitudine a spiegare i rating sovrani. Si sono riscontrate evidenze a sostegno di queste ipotesi, seppur con qualche riserva. Rimangono inoltre alcune questioni ancora aperte.

In primo luogo, le tradizionali determinanti economiche e strutturali continuano a fare la parte del leone nello spiegare le variazioni del rischio paese misurato dai rating creditizi sovrani. Tra di esse figurano, in particolare, il PIL pro capite, le misure della corruzione e del rischio politico e le proxy per le passate esperienze di cattiva gestione economica.

In secondo luogo, vi sono elementi a conferma dell'intolleranza al debito, che dipendono però dall'esatta interpretazione data a questa ipotesi. Il debito ha in realtà rilevanza maggiore per i rating dei paesi emergenti che non per

²⁴ Le dimensioni effettive del coefficiente variano solo marginalmente, ma poiché la variazione della variabile indipendente è ben più modesta (residuo della regressione ausiliare anziché la PECC2 stessa), più modesta è anche la rilevanza di questa variabile nello spiegare la variazione del rischio paese.

quelli dei paesi industriali. E, come già accennato, un passato di cattiva gestione economica, rappresentato da inadempienze ed episodi di elevata inflazione, ha in effetti una considerevole incidenza sui rating. Nel complesso, se i paesi emergenti presentano una minore capacità di indebitamento, un passato di cattiva gestione non pare influenzare sistematicamente la sensibilità delle misure del rischio paese ai livelli del debito.

In terzo luogo, le proxy del peccato originale sembrano sì avere rilevanza per il rischio paese, ma in misura notevolmente inferiore rispetto a quanto emerso da precedenti analisi econometriche. Inoltre, vi sono evidenze secondo cui la possibilità di ottenere finanziamenti esteri in moneta nazionale dipende significativamente dai trascorsi di cattiva gestione economica e da fragilità strutturali socioeconomiche (ossia, alta inflazione in passato e rischio politico), più che dalle sole dimensioni del paese. Questa constatazione meramente statistica suffraga l'idea secondo cui il peccato originale può essere influenzato da efficaci politiche pubbliche. Essa concorda altresì con i progressi compiuti dai singoli paesi nello sviluppare mercati obbligazionari locali e opportunità di copertura attraverso un mix di sane politiche macroeconomiche e strutturali.

È stata da ultimo riscontrata un'effettiva rilevanza delle proxy esplicite per i disallineamenti valutari, che tendono parimenti a ridurre la valenza esplicativa delle proxy per il peccato originale. Allo stesso tempo, le variabili concepite per cogliere le possibilità di copertura hanno solo un ruolo marginale. Questi risultati lasciano insoluto il quesito seguente: se, come accennato, il principale effetto del peccato originale sulle vulnerabilità di un paese opera attraverso i disallineamenti in bilancio, perché le proxy del peccato originale conservano spesso rilevanza anche quando si includono nell'analisi le misure dei disallineamenti? Varie spiegazioni possono essere avanzate a questo riguardo (cfr. ad esempio EHP), ma si ritiene che le difficoltà incontrate nel misurare correttamente i disallineamenti a causa della scarsità dei dati possano svolgere un ruolo significativo.

Da questi risultati si evince come alcune questioni meritino ulteriore attenzione. Tra queste figura in particolare la gamma di fattori che influiscono sulle differenze residue riscontrate nelle valutazioni del rischio paese per i due ampi raggruppamenti di economie – industriali ed emergenti –, nonché la questione delle determinanti dell'entità del finanziamento esterno in moneta nazionale. In assenza di migliori statistiche sulle esposizioni valutarie, tuttavia, le risposte ad alcune di tali questioni potrebbero continuare a risultare elusive.

Un'altra importante riserva in merito all'analisi effettuata deriva dal fatto che essa si applica unicamente a valutazioni del rischio piuttosto che a sue misurazioni ex post, quali le crisi. Le variabili che contribuiscono a spiegare i rating creditizi non costituiscono necessariamente buoni indicatori ex ante delle crisi. Anzi, in certa misura è più probabile che le crisi finanziarie si manifestino quando gli osservatori di mercato, come le agenzie di rating, sottovalutano o misurano erroneamente fattori che si riveleranno poi importanti a posteriori. Ad esempio, è possibile che prima delle crisi finanziarie intervenute nel periodo campione le agenzie di rating abbiano mal giudicato la rilevanza dei

disallineamenti valutari e/o disponessero di stime non adeguate al riguardo²⁵. Ma è preferibile rimandare anche questi aspetti ad approfondimenti futuri.

Riferimenti bibliografici

Borio, C. e F. Packer (di prossima pubblicazione): *Debt intolerance, original sin and currency mismatches: the message from credit ratings*, BRI, mimeo.

Cantor, R. e F. Packer (1996): "Determinants and impact of sovereign credit ratings", *FRBNY Economic Policy Review*, ottobre.

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

Cukierman, A., G. Miller e B. Negapti (2002): "Central bank reform, liberalisation and inflation in transition economies – an international perspective", *Journal of Monetary Economics*, 49 (2002), pagg. 237–264.

Eaton, J. (1996): "Sovereign debt, reputation, and credit terms", *International Journal of Finance and Economics*, 1, gennaio, pagg. 25–36.

Eichengreen, B. e R. Hausmann (1999): "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Papers*, n. 7418, in *New Challenges for Monetary Policy*, pagg. 329–368, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Eichengreen, B., R. Hausmann e U. Panizza (2003a): "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters", *NBER Working Papers*, n. 10036, ottobre.

——— (2003b): *The pain of original sin*, agosto, mimeo.

——— (2003c): *The mystery of original sin*, agosto, mimeo.

Erb, C., C. Harvey e T. Viskanta (1996). "Political risk, financial risk and economic risk", *Financial Analysts Journal*, vol. 52(6), pagg. 28–46.

Ferri, G., L. Liu e J. Stiglitz (1999): "The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis", *Economic Notes*, vol. 28, pagg. 335–355.

Flandreau, M. e N. Sussman (2003): "Old sins: exchange clauses and European foreign lending in the 19th century", paper preparato per la conferenza NBER sul tema *Developing and sustaining financial markets 1820–2000*, Londra, novembre.

Forum per la stabilità finanziaria (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 25–26 marzo.

Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

Gruppo dei Sette (2003): Dichiarazione dei Ministri delle finanze e dei Governatori delle banche centrali dei paesi del G7, Dubai, 20 settembre.

²⁵ Per un'analisi recente basata su misure ex post, cfr. Manasse et al. (2003).

- Jüttner, D.J. e J. McCarthy (2003): "Modelling a rating crisis", in R. Tsao (ed.), *Country risk and economic stabilization in developing countries*, Pechino.
- Kaufmann, D., A. Kraay e M. Mastruzzi (2003): *Governance matters III: governance indicators for 1996–2002*, World Bank Research Department, giugno.
- Kisselev, K. e F. Packer (2004): "Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings", paper presentato alla conferenza organizzata dalla Korea University e dalla BRI sul tema *Asian bond markets: issues and prospects*, Seoul, marzo.
- Krugman, P. (1999): "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", in P. Isard, A. Razin e A. Rose (ed.), *International finance and financial crises: essays in honor of Robert Flood*, Kluwer Academic Publishers–IMF.
- Manasse, P., N. Roubini e A. Schimmelpfennig (2003): "Predicting sovereign debt crises", *IMF Working Paper*, WP/03/221, novembre.
- McCauley, R. e C. Ho (2003): "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies", *BIS Working Papers*, n. 130, febbraio.
- Moody's Investors Service (2001): *Revised country ceiling policy: rating methodology*, giugno.
- (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985–2002)*, febbraio.
- (2003b): *A quantitative model for local currency bond ratings*, settembre.
- (2004): *A quantitative model for foreign currency government bond ratings*, febbraio.
- Reinhart, C., K. Rogoff e M. Savastano (2003): "Debt intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, gennaio.
- Reisen, H. (2003): "Ratings since the Asia Crisis", *OECD Development Centre Working Paper*, n. 214, novembre.
- Slavov, S. (2003): "But can't they hedge?", Center for Research on Economic Development and Policy Reform, Stanford University, *Working Paper*, n. 177, agosto.
- Standard & Poor's (2004): *Sovereign credit ratings: a primer*, aprile.
- Syklos, P. (2003): *The changing face of central banking*, Cambridge University Press.

Fattori all'origine della crescita del turnover nei mercati dei cambi: analisi dell'Indagine triennale 2004¹

L'Indagine 2004 evidenzia un forte aumento del turnover nei mercati valutari tradizionali, cui avrebbero contribuito sia le strategie di "momentum" e "carry trade" poste in essere da investitori istituzionali e operatori ad alto grado di leva nella corsa globale ai rendimenti, sia l'attività di copertura.

Classificazione JEL: F31, C42

L'Indagine triennale 2004 delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati rivela una forte espansione dell'attività sui mercati valutari tradizionali². Il turnover medio giornaliero ha raggiunto \$1,9 trilioni nell'aprile 2004; rispetto al 2001, ciò equivale a un aumento del 57% a tassi di cambio correnti e del 36% a tassi costanti³ (tabella 1), che ha più che compensato la contrazione nei volumi globali di scambi intervenuta fra il 1998 e il 2001⁴.

La crescita ha interessato sia gli strumenti che le tipologie di controparti. Tra il 2001 e il 2004 le transazioni tra banche e operatori finanziari hanno registrato un netto aumento, che ha innalzato la loro incidenza sul turnover totale dal 28 al 33% (tabella 2)⁵. Nello stesso periodo si è altresì intensificata l'attività interbancaria, pur continuando tuttavia a perdere terreno in termini percentuali: la sua quota è scesa infatti dal 59 al 53%, un livello decisamente

¹ Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Arizona State University. Si ringraziano Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvesh Sobrun e Karsten von Kleist per il supporto analitico fornito.

² L'Indagine è stata condotta nell'aprile 2004 da 52 banche centrali e autorità monetarie. I dati raccolti concernono le operazioni tradizionali in cambi – a pronti, a termine secco e swap su valute –, nonché gli strumenti derivati su valute e tassi di interesse negoziati fuori borsa.

³ Il considerevole deprezzamento del dollaro tra il 2001 e gli inizi del 2004 spiega l'ampio divario fra il turnover a tassi di cambio correnti e costanti.

⁴ L'aumento del turnover era stato previsto dalla maggior parte degli operatori (BRI, 2004).

⁵ Le statistiche dell'Indagine triennale si riferiscono alle unità dichiaranti e non alle organizzazioni bancarie.

Turnover globale nel mercato dei cambi ¹						
medie giornaliere del mese di aprile, in miliardi di dollari USA						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Contratti a pronti	317	394	494	568	387	621
Contratti a termine secco	27	58	97	128	131	208
Swap su valute	190	324	546	734	656	944
Lacune stimate delle segnalazioni	56	44	53	60	26	107
Totale contratti tradizionali	590	820	1 190	1 490	1 200	1 880
<i>Per memoria:</i>						
<i>turnover ai tassi di cambio dell'aprile 2004²</i>	<i>650</i>	<i>840</i>	<i>1 120</i>	<i>1 590</i>	<i>1 380</i>	<i>1 880</i>

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Gli importi delle contropartite non in dollari delle transazioni valutarie sono stati convertiti nella valuta originaria ai tassi di cambio medi del mese di aprile del rispettivo anno di segnalazione, e quindi riconvertiti in dollari ai tassi di cambio medi dell'aprile 2004. Tabella 1

inferiore al 64% toccato alla metà degli anni novanta. Quanto alle transazioni tra banche e clientela non finanziaria, la loro incidenza sul totale ha segnato un leggero aumento, portandosi al 14%⁶.

Benché permanga tuttora l'influsso di talune forze che in passato avevano contribuito a spiegare i cambiamenti intervenuti nei volumi trattati, sono emersi nuovi fattori rivelatisi più importanti per comprendere la recente crescita del turnover. Nel periodo 1998–2001 l'attività sul mercato dei cambi aveva subito un calo pronunciato, cui avevano verosimilmente contribuito l'introduzione dell'euro, il processo di consolidamento nell'industria bancaria, lo sviluppo dell'intermediazione elettronica, le fusioni nel settore societario e gli eventi del 1998, caratterizzati da una crescente avversione al rischio e da una generale carenza di liquidità. Il consolidamento del settore bancario e l'intermediazione elettronica proseguono ancora oggi, sebbene il loro impatto sia ritenuto relativamente meno importante che nel 2001⁷.

La forte ripresa dell'attività di mercato tra il 2001 e il 2004 è probabilmente dovuta a una serie di fattori correlati. Anzitutto, la presenza di chiare tendenze e la maggiore volatilità sui mercati dei cambi hanno incentivato gli investimenti in valute con una persistente propensione all'apprezzamento. Questi fattori hanno anche determinato un incremento nell'attività di copertura, che ha impartito ulteriore slancio alle negoziazioni in cambi. In secondo luogo, i differenziali di tasso di interesse hanno incoraggiato gli impieghi in monete ad alto rendimento finanziati da posizioni corte in valute meno remunerate, allorché le divise di investimento, come il dollaro australiano, tendevano ad apprezzarsi rispetto a quelle di finanziamento, come il dollaro USA. Tali

⁶ Mentre vi sono state sostanziali variazioni nel turnover globale e nella composizione delle controparti, le distribuzioni per valuta e per area geografica dei volumi trattati sono rimaste stabili.

⁷ Ad esempio, la quota di mercato dell'intermediazione elettronica è rimasta praticamente invariata rispetto all'indagine 2001.

Turnover del mercato dei cambi per tipo di controparte¹

medie giornaliere del mese di aprile, in miliardi di dollari USA e in percentuale

	1995		1998		2001		2004	
	Importo	Quota %						
Totale ²	1 137	100	1 430	100	1 174	100	1 773	100
Operatori dichiaranti	728	64	908	64	689	59	936	53
Altre istituzioni finanziarie	230	20	279	20	329	28	585	33
Clientela non finanziaria	179	16	242	17	156	13	252	14
Residenti locali	526	46	657	46	499	43	674	38
Residenti esteri	613	54	772	54	674	57	1 099	62

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Non comprende le lacune stimate delle segnalazioni, riportate nella tabella 1. Tabella 2

strategie hanno retroagito sui prezzi, favorendo il persistere di sequenze od oscillazioni lunghe dei tassi di cambio. Inoltre, la ricerca globale di rendimento ha fatto sì che i cosiddetti investitori “real money”⁸ e quelli ad alta leva finanziaria abbiano mostrato crescente interesse per le valute in quanto classe di attività alternativa alle azioni e al reddito fisso. Il presente saggio monografico analizza in maggior dettaglio l’influsso di tali fattori.

Strategie

La corsa globale ai rendimenti favorisce due strategie principali:

Il netto aumento dell’attività tra banche e clientela finanziaria potrebbe essere un riflesso della diffusa corsa al rendimento che ha caratterizzato i mercati finanziari negli anni recenti (BRI, 2004). Nella loro ricerca di profitti, sia i “real money manager” che gli operatori ad alto grado di leva hanno perseguito due importanti strategie finalizzate alle medesime valute: l’una basata sui differenziali di interesse e l’altra sulle tendenze dei cambi. I lunghi periodi di ascesa di talune monete a più alto rendimento nel 2001–04 hanno attratto investitori che perseguivano entrambe le strategie. Queste hanno cessato di essere redditizie nella prima metà del 2004, allorché si è arrestato il deprezzamento del dollaro e le valute venivano negoziate entro margini ristretti senza che emergesse una chiara tendenza.

i “carry trade”, che sfruttano il bias a termine ...

Con la prima strategia viene sfruttato il bias del tasso a termine investendo in valute ad alto rendimento. Una sua forma tipica, diffusa fra gli investitori “real money” e ad alto grado di leva, è rappresentata dai cosiddetti “carry trade”, con cui un operatore si indebita in una valuta a basso rendimento, come il dollaro USA, assumendo in pari tempo una posizione lunga in una moneta a più elevata remunerazione, come il dollaro australiano, nell’aspettativa che il cambio non subisca variazioni tali da compensare il differenziale di interesse. Fintantoché il dollaro si è deprezzato e lo scarto di interesse è rimasto positivo, tali strategie sono risultate proficue e hanno

⁸ I “real money manager” sono coloro che investono proprie disponibilità (ad esempio, fondi pensione, compagnie di assicurazione e tesoreri delle società), mentre gli investitori ad alta leva finanziaria, come gli hedge fund, mutuano un ammontare rilevante del denaro che investono.

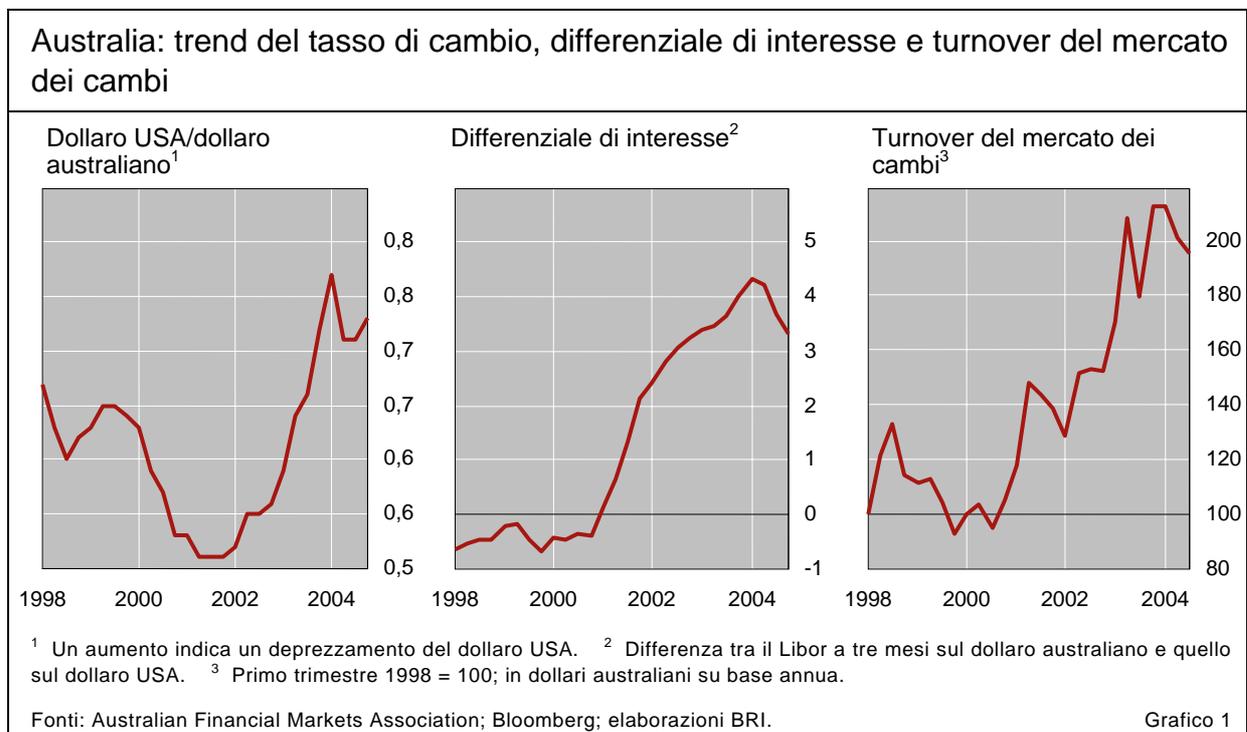
probabilmente contribuito alla crescita del turnover. A quanto risulta, le tre principali valute di finanziamento sono state dollaro USA, yen e franco svizzero, mentre tra quelle di investimento figurano soprattutto sterlina, dollari australiano e neozelandese, nonché alcune divise dei mercati emergenti. Ciò è in linea con i forti aumenti delle transazioni in dollari australiani e neozelandesi, pari rispettivamente al 98 e 152%. Il grafico 1 riporta un esempio delle interrelazioni esistenti nei “carry trade” aventi a oggetto un’importante moneta di investimento; in particolare, per la coppia dollaro australiano/dollaro USA il diagramma illustra i nessi fra tassi di cambio, differenziali di interesse e turnover delle negoziazioni sul mercato dei cambi. Con l’ampliarsi del differenziale, il dollaro australiano si è apprezzato in termini di valore e il turnover è salito fortemente.

La seconda strategia si basa sul “momentum trading”: gli investitori assumono ampie posizioni in valuta miranti a sfruttare sequenze od oscillazioni lunghe dei tassi di cambio. Tali operazioni hanno contribuito a sostenere le tendenze in atto. Successivamente all’Indagine 2001 si è delineata una netta dinamica discendente del dollaro, che ha perso costantemente terreno nei confronti di diverse importanti valute fino agli inizi della primavera del 2004. Il deprezzamento della moneta statunitense è variato dal 15% circa contro dollaro canadese e yen a oltre il 30% nei confronti del dollaro australiano.

... e il “momentum trading”, che punta sulle oscillazioni lunghe

Per verificare l’ipotesi secondo cui i differenziali di interesse e i tassi di cambio tendenziali avrebbero svolto un ruolo importante nella crescita delle operazioni valutarie è stata condotta un’analisi statistica basata sulle principali valute negoziate e sui dati rilevati nelle indagini del periodo 1992–2004. I

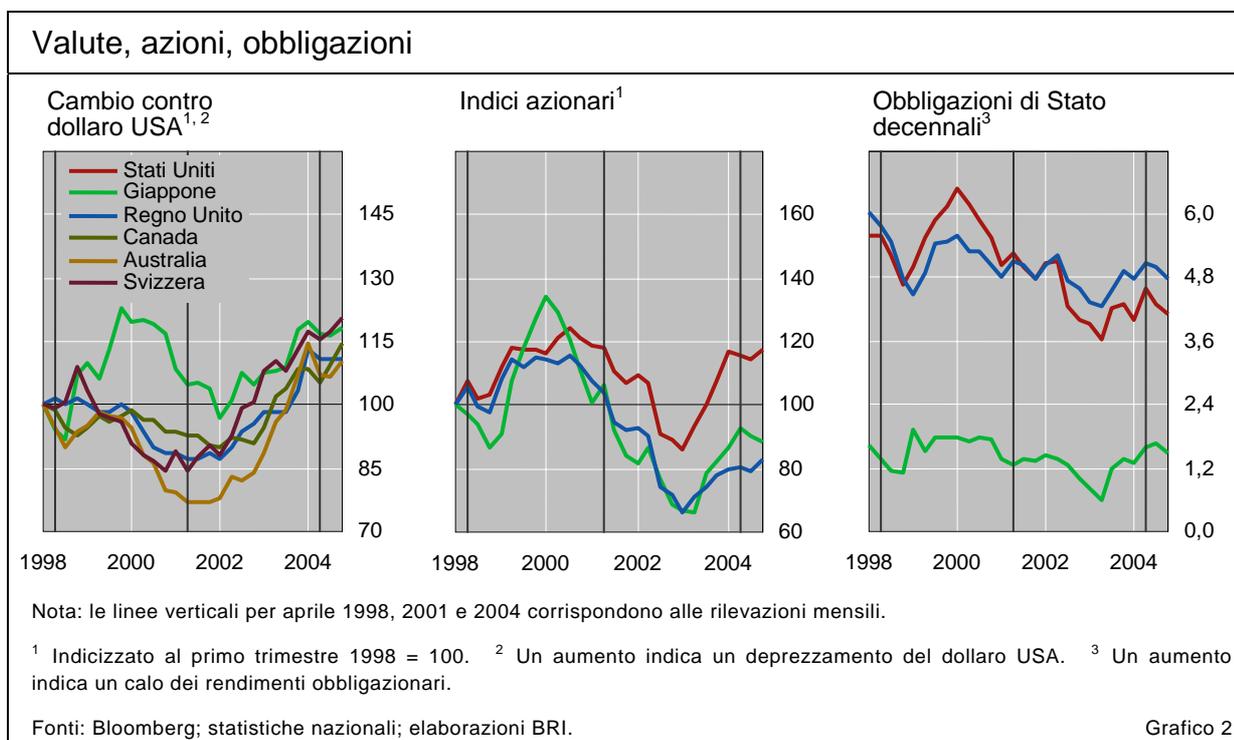
Riscontri statistici



risultati indicano che la crescita del turnover accelera all'aumentare dei differenziali di interesse delle principali valute nei confronti del dollaro USA e dell'entità delle variazioni di cambio rispetto a questa moneta nell'anno precedente quello iniziale di riferimento di ciascuna indagine⁹.

Crescita dell'attività di copertura

Oltre che all'assunzione di posizioni per sfruttare le opportunità di profitto connesse con le tendenze dei tassi di cambio, tali dinamiche possono essere collegate anche all'aumento delle contrattazioni a fini di copertura. Le società multinazionali sono sempre più incentivate a tutelarsi contro oscillazioni lunghe dei cambi al fine di minimizzare le perdite sulle posizioni in valuta. Ad esempio, un esportatore europeo che fatturi in dollari in un periodo di prolungato deprezzamento della moneta USA sarà indotto a proteggersi da ulteriori cali. Anche i servizi di copertura forniti da banche e operatori specializzati nella gestione valutaria dinamica ("currency overlay manager", COM) hanno contribuito a espandere il turnover: l'aumento dei contratti a termine secco tra il 2001 e il 2004, rilevabile nella tabella 1, potrebbe riflettere un accresciuto interesse per l'assunzione di posizioni di copertura.



⁹ Per l'analisi di regressione sono state impiegate le serie storiche dei dati delle indagini nel periodo 1992–2004 relative alle seguenti valute: dollaro australiano, dollaro canadese, euro, sterlina, yen e franco svizzero. È stata eseguita una regressione "cross-section" delle serie storiche "pooled", assumendo come variabile dipendente la crescita percentuale del turnover nell'intervallo tra le indagini, e come variabili indipendenti il differenziale di interesse delle singole monete nei confronti del dollaro USA durante ciascun periodo di indagine e la variazione percentuale del prezzo in dollari USA delle varie valute nell'anno precedente le indagini. Gli errori standard sono corretti per l'eteroschedasticità impiegando il metodo di White. I coefficienti ottenuti sono: differenziale di interesse = 0,042 (valore p = 0,00); variazione del tasso di cambio = 0,796 (valore p = 0,01); R² corretto = 0,41. L'analisi statistica rivela inoltre un certo nesso tra turnover e volatilità ritardata, ma la correlazione del turnover con i differenziali di interesse e le oscillazioni dei cambi appare decisamente più intensa.

Nella corsa ai rendimenti l'interesse degli investitori per le valute in quanto classe di attività è stato accentuato dal deludente andamento dei mercati azionari e obbligazionari. Un raffronto tra i rendimenti su tali mercati e quelli ottenuti nel comparto valutario rivela un quadro contrastante. Nel periodo 2001-04, con l'assottigliarsi dei rendimenti azionari e obbligazionari le strategie di investimento valutario si sono rivelate alquanto proficue per gli operatori. Il grafico 2 riporta i dati relativi a tassi di cambio, indici azionari e rendimenti obbligazionari a partire dall'Indagine 1998. Dopo l'Indagine 2001 ha preso avvio una lunga sequenza di deprezzamento del dollaro, che è stata attivamente sfruttata dagli investitori. D'altra parte, sia le azioni che il reddito fisso offrivano opportunità di investimento meno attraenti. Si può osservare come in generale i mercati azionari abbiano continuato a flettere fino a 2003 inoltrato, per poi iniziare una fase ascendente durata meno di un anno. Durante lo stesso periodo i rendimenti obbligazionari sono rimasti alquanto stazionari su bassi livelli. Quindi, la pronunciata tendenza del mercato valutario ha offerto attraenti alternative agli investitori azionari e obbligazionari.

Attrattiva delle valute rispetto ad azioni e obbligazioni

Operatori

Le strategie dianzi descritte sono indicative di una netta crescita delle transazioni fra banche e operatori finanziari, che tra il 2001 e il 2004 sono aumentate del 78% (tabella 2). Secondo fonti di mercato, esse hanno coinvolto una vasta gamma di operatori finanziari: investitori istituzionali (come fondi pensione e compagnie di assicurazione), hedge fund, "commodity trading adviser" (CTA), unità di negoziazione in proprio di grandi banche commerciali e COM.

Ruolo chiave delle operazioni tra banche e clientela finanziaria

All'accresciuta partecipazione degli investitori istituzionali paiono aver concorso fattori sia strutturali che congiunturali. Dai primi anni 2000 fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi comuni e altri investitori istituzionali hanno assunto un ruolo sempre più attivo sui mercati finanziari in generale, e su quelli valutari in particolare¹⁰. In alcuni paesi l'operatività internazionale dei fondi di investimento ha mostrato una netta tendenza all'aumento. In Australia, ad esempio, le casse pensionistiche hanno incrementato l'incidenza delle loro attività sull'estero da circa il 15% a fine anni ottanta a quasi il 30% nel 2002 (Battellino, 2002). Ciò spiega in parte l'incremento del 65% del turnover in dollari australiani, la cui quota sul totale delle negoziazioni si è accresciuta di 2 punti percentuali. In diversi paesi le modifiche regolamentari in materia di fondi pensione hanno allentato i vincoli alle esposizioni in valuta¹¹, aprendo la strada a ingenti acquisti di attività estere da parte di investitori nazionali.

Gli investitori istituzionali restano molto attivi

¹⁰ Cfr. CSFG (2001) per un'analisi dell'attività degli investitori istituzionali nei mercati finanziari, e Galati (2001) per una valutazione della loro incidenza nell'Indagine 2001.

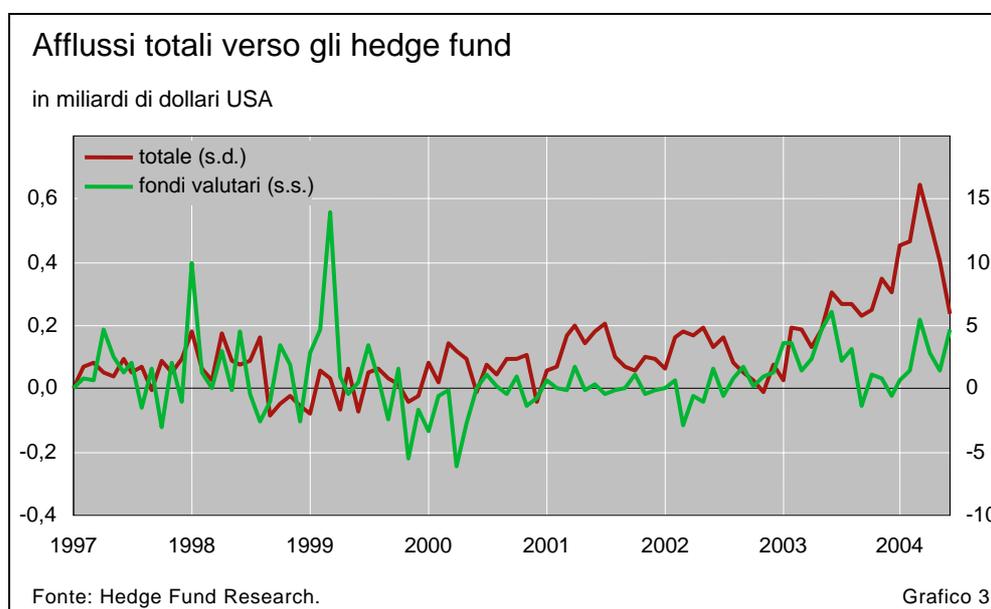
¹¹ Ad esempio, in Svezia nel 2000 (BRI, 2003).

Crescente
partecipazione degli
hedge fund ...

Tra il 2001 e il 2004 gli hedge fund si sono sviluppati marcatamente in termini sia di numero che di dimensioni complessive (grafico 3)¹². Osservatori di mercato sottolineano l'importanza del ruolo svolto tanto dai cosiddetti "momentum player", che sfruttano le tendenze di prezzo delle attività, quanto dai macrofondi, i quali assumono di norma posizioni direzionali basate sulle grandezze fondamentali che influenzano i mercati dei cambi¹³. Tali riscontri contrastano con quanto osservato nel precedente triennio, durante il quale era stata segnalata una riduzione del numero e dell'operatività in cambi degli hedge fund – e in particolare dei macrofondi – dopo il tracollo di LTCM e l'uscita dal mercato di Tiger e Quantum.

... dei CTA ...

Secondo fonti di mercato, l'incremento delle negoziazioni tra banche e clientela finanziaria osservato nel periodo 2001–04 è anche riconducibile alla crescente operatività in cambi dei CTA. All'origine i CTA erano società specializzate nella consulenza per l'acquisto di contratti futures, soprattutto su azioni e obbligazioni. Tuttavia, col tempo essi hanno assunto funzioni simili a quelle di altre categorie di gestori di fondi e negli ultimi anni operano attivamente anche sui mercati dei cambi. Per avere un'idea delle loro dimensioni, le disponibilità di un grande CTA – secondo le indicazioni di un analista di mercato – sarebbero ammontate nel 2003 a \$3–5 miliardi di attività a bassissimo grado di leva, a fronte dei \$7–10 miliardi di attività totali ad alto grado di leva per un grande hedge fund. Si ritiene che attualmente i CTA seguano per lo più strategie di tendenza, come i "momentum player", su orizzonti di investimento di norma molto brevi (da infragiornalieri a settimanali).



¹² Una differenza tra gli operatori oggi attivi e quelli che dominavano la scena negli anni novanta sta nel fatto che i fondi di nuova istituzione presentano in genere dimensioni molto minori e hanno orizzonti di investimento più brevi.

¹³ Per una trattazione delle diverse strategie di investimento seguite dagli hedge fund, cfr. Tsatsaronis (2000).

Anche i COM hanno contribuito alla rapida crescita delle transazioni tra banche e operatori finanziari¹⁴. Per “currency overlay” si intende il processo con cui gli investitori gestiscono le posizioni in cambi in modo più attivo e i rischi valutari in via separata, considerando le divise come una distinta classe di attività. La crescente importanza di questi operatori potrebbe rispecchiare sia un aumento della domanda di investimento sottostante sia la maggiore accettazione dei loro modelli finanziari da parte del mercato.

... e dei COM

Conclusioni

Il triennio 2001–04 è stato caratterizzato da differenziali di interesse e da prolungate tendenze dei tassi di cambio che hanno incoraggiato sia le strategie speculative sia un maggiore ricorso all’attività di copertura. Entrambi hanno contribuito all’espansione del turnover sui mercati valutari osservata durante il periodo. Più di recente, il venir meno di una chiara tendenza dei cambi potrebbe aver agito nella direzione opposta. Le perdite subite negli ultimi tempi da investitori che perseguono strategie basate sulle tendenze hanno dirottato gli operatori verso altri canali di investimento. Secondo fonti di mercato, i macrofondi avrebbero cominciato a spostarsi dalle valute alle merci o a operazioni di “carry trade” su tassi interni a breve/lungo termine. Un ulteriore rialzo dei tassi di interesse USA potrebbe tuttavia ridurre la convenienza delle strategie di “carry trade” e, di conseguenza, il turnover del mercato dei cambi. Così, mentre i dati confermano una certa attrattiva delle valute in quanto classe di attività, non è sicuro che l’attuale interesse degli investitori perduri nel tempo.

L’interesse degli investitori per i mercati dei cambi potrebbe cessare

In una prospettiva di più lungo periodo, va rilevato come l’influsso di alcuni fattori che erano stati all’origine del sorprendente calo delle operazioni in cambi rilevato nell’Indagine 2001 permanga ancora oggi; ciò vale in particolare per il consolidamento del settore bancario e lo sviluppo dell’intermediazione elettronica nel mercato interbancario. La tabella 3 riporta il numero di banche che hanno concorso al 75% del turnover nelle principali economie durante le

Consolidamento nel settore bancario				
numero di banche cui fa capo il 75% del turnover ¹				
	1995	1998	2001	2004
Regno Unito	20 ²	24	17	16
Stati Uniti	20 ³	20	13	11
Giappone	24	19	17	11
Singapore	25	23	18	11
Germania	10	9	5	4
Svizzera	5	7	6	5
Hong Kong SAR	3–22 ⁴	26	14	11

¹ Per il 2004, soglia superiore soggetta a revisione. ² 68%. ³ 70%. ⁴ A seconda del segmento di mercato. Tabella 3

¹⁴ Analisti di mercato (ad esempio: Putnam, Pareto e JPMorgan) stimano in \$25–30 miliardi le attività in gestione presso i maggiori COM nel 2003.

ultime quattro indagini. Da ciò emerge chiaramente come il processo di consolidamento non sia ancora concluso. A queste tendenze, che agiscono nel senso di ridurre il volume delle contrattazioni, se ne aggiungono altre che sono parimenti in grado di influire sul turnover. Ne sono un esempio Continuous Linked Settlement (CLS), che ha iniziato a operare nel 2002 e la cui quota di mercato risulta essere in costante aumento, nonché le piattaforme di contrattazione elettronica destinate alla clientela bancaria – come FX Connect, Currenex e FXall –, che consentono di accrescere l'efficienza e ridurre i costi delle strategie di investimento poste in essere per conto della clientela non bancaria. Come si è potuto osservare per l'ultimo triennio coperto dall'Indagine, l'influsso di questi fattori strutturali di lungo periodo potrebbe essere annullato da incentivi a breve termine all'attività valutaria provenienti, per esempio, dalle tendenze dei tassi di cambio e dai differenziali di interesse.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2003): *73ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

——— (2004): *74ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

Battellino, R. (2002): "Australia as a capital exporter", intervento alla conferenza su "The impact of an Australia–US free trade agreement: foreign policy challenges and economic opportunities", Canberra, 29 agosto.

Comitato sul sistema finanziario globale (2001): "Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective", *CGFS Discussion Notes*, n. 1, giugno.

Galati, G. (2001): "Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'Indagine triennale 2001", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge fund", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre.

Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni¹

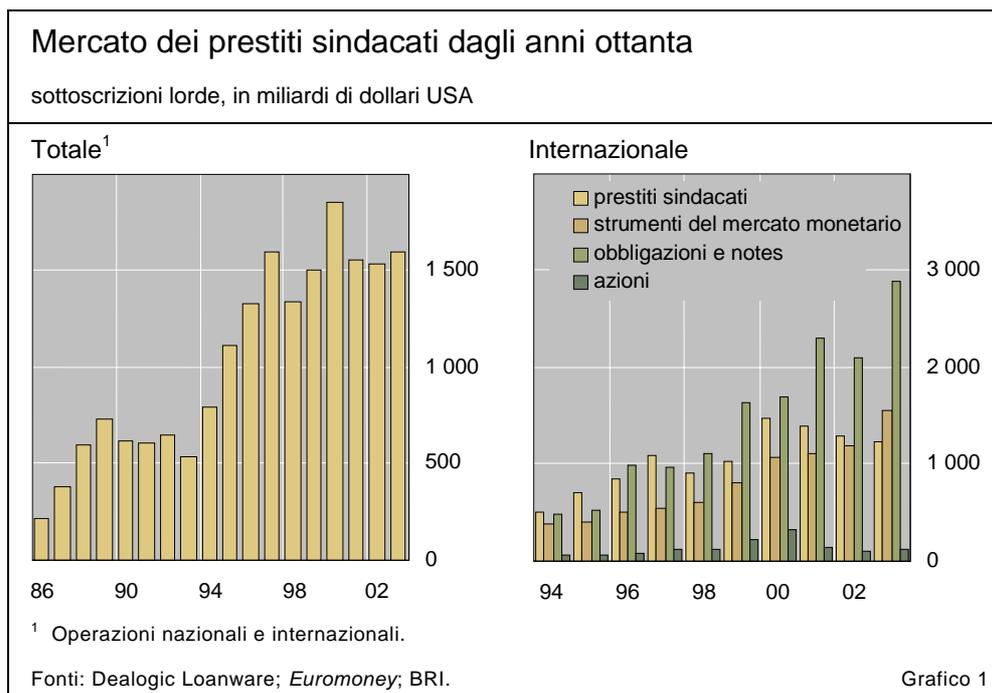
Il mercato dei prestiti sindacati consente una più efficiente ripartizione del rischio a livello geografico e istituzionale. Le grandi banche statunitensi ed europee allestiscono prestiti per i prenditori dei mercati emergenti e li allocano alle banche locali. Gli istituti dell'area dell'euro hanno accresciuto l'attività paneuropea e reperito finanziamenti al di fuori dell'area.

Classificazione JEL: G100, G200

I prestiti sindacati sono crediti concessi da un gruppo di banche a un mutuatario. Si tratta di strumenti ibridi che combinano caratteristiche tipiche del rapporto creditizio banca-cliente e altre proprie di un debito negoziato sul mercato. Essi consentono la ripartizione del rischio di credito tra diverse istituzioni finanziarie, senza comportare gli oneri di informativa e di commercializzazione cui sono sottoposti gli emittenti di obbligazioni. I prestiti sindacati sono una fonte di finanziamento internazionale assai rilevante: le sottoscrizioni di facilitazioni di questo tipo rappresentano non meno di un terzo del finanziamento internazionale totale, comprese le emissioni di titoli obbligazionari, azionari e di commercial paper (grafico 1).

Il presente saggio monografico fornisce un quadro storico dello sviluppo di questo mercato sempre più globale e ne descrive il funzionamento, soffermandosi su operatori, meccanismi di formazione dei prezzi, organizzazione dei prestiti nel mercato primario e negoziazione sul mercato secondario. Ne viene inoltre valutato il grado di integrazione geografica. Dai risultati emerge che in genere le grandi banche statunitensi ed europee allestiscono prestiti per i mutuatari dei mercati emergenti e li allocano alle banche locali. Gli istituti bancari dell'area dell'euro sembrano aver accresciuto l'attività di credito paneuropea e aver reperito fondi al di fuori dell'area.

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. L'autore desidera ringraziare Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona e Kostas Tsatsaronis per gli utili commenti, Denis Pêtre per il supporto nella programmazione e Angelika Donaubauer per la preziosa assistenza nella ricerca.



Sviluppo del mercato

L'evoluzione del mercato dei prestiti sindacati può essere suddivisa in tre fasi. Questo tipo di attività creditizia ha cominciato a svilupparsi negli anni settanta, ed era inizialmente riservata a soggetti sovrani. Alla vigilia dell'inadempienza sovrana del Messico nel 1982, i prestiti sindacati costituivano la maggior parte del debito dei paesi in via di sviluppo. Le difficoltà di pagamento incontrate negli anni ottanta da molti prenditori delle economie emergenti hanno portato alla ristrutturazione del debito messicano in obbligazioni Brady nel 1989. Tale processo di conversione ha spinto i mutuatari di queste economie verso il finanziamento obbligazionario, con una conseguente flessione dell'attività di prestito sindacato. Dagli inizi degli anni novanta, tuttavia, essa ha acquisito nuovo slancio, diventando progressivamente il principale mercato per il finanziamento delle imprese negli Stati Uniti e, alla fine del decennio, la principale fonte di reddito per i prestatori (Madan et al., 1999).

Inizialmente
destinati ai soli
soggetti sovrani ...

Durante la prima fase di espansione, tra il 1971 e il 1982, i prestiti sindacati a medio termine furono ampiamente utilizzati per incanalare capitale estero ai paesi in via di sviluppo in Africa, Asia e soprattutto America latina, consentendo alle istituzioni finanziarie minori di acquisire esposizioni verso i mercati emergenti senza dover stabilire una presenza in loco. I prestiti a questi mutuatari passarono dagli esigui importi dei primi anni settanta a \$46 miliardi nel 1982, spiazzando gradualmente i crediti bilaterali.

L'attività creditizia subì una brusca battuta d'arresto nell'agosto del 1982, dopo che il Messico sospese i pagamenti degli interessi sul proprio debito sovrano, seguito a breve da altri paesi tra cui Brasile, Argentina, Venezuela e Filippine. I volumi di prestito toccarono il livello minimo nel 1985, a \$9 miliardi. Nel 1987 Citibank svalutò gran parte dei propri crediti ai mercati emergenti e diverse grandi banche statunitensi fecero altrettanto. Questi avvenimenti

furono all'origine della negoziazione di un piano, ideato dal Segretario al Tesoro USA Nicholas Brady, in base al quale i creditori scambiarono i prestiti sindacati verso i mercati emergenti contro obbligazioni dette appunto "Brady", i cui pagamenti in conto interesse e capitale erano variamente garantiti da titoli del Tesoro statunitense.

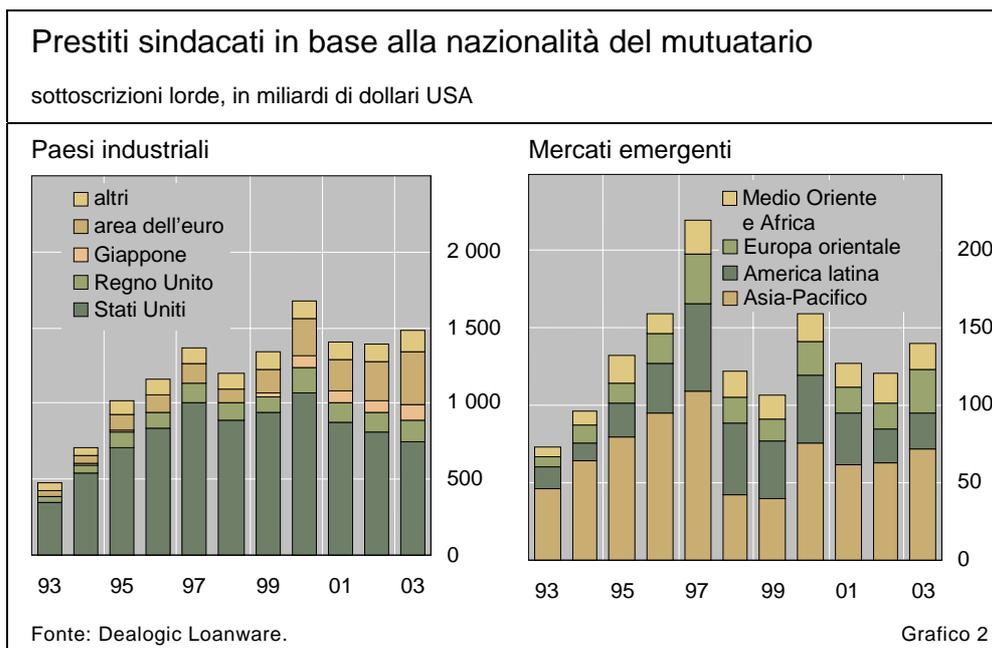
Il piano Brady fornì nuovo impeto al mercato dei prestiti sindacati. Agli inizi degli anni novanta le banche – che in occasione della crisi del debito avevano subito ingenti perdite – iniziarono ad applicare a queste operazioni sistemi più sofisticati di valutazione del rischio (basati in parte su tecniche inizialmente elaborate per le obbligazioni societarie). Cominciarono altresì a utilizzare maggiormente clausole contrattuali (cd. "covenant") che collegano esplicitamente il prezzo a eventi societari quali variazioni di rating e servizio del debito. Contemporaneamente, aumentarono i dati a disposizione sulla performance dei prestiti, e ciò contribuì allo sviluppo di un mercato secondario che gradualmente attrasse istituzioni finanziarie non bancarie, come fondi pensione e compagnie di assicurazione. Infine, il ricorso a garanzie e a operazioni non finanziate di trasferimento del rischio², quali la cartolarizzazione sintetica, ha consentito alle banche di acquistare protezione contro il rischio di credito pur mantenendo i prestiti in bilancio. L'avvento di queste nuove tecniche di gestione del rischio ha ampliato il novero di istituzioni finanziarie attive in questo mercato, estendendolo a quelle che si trovavano impossibilitate a parteciparvi a causa dei massimali e delle strategie di fido interni. In parte, i creditori hanno considerato i prestiti sindacati come un prodotto di richiamo ("loss-leader") per vendere servizi più lucrativi di "investment banking" o di altro tipo. E, cosa ancora più importante, oltre ai mutuatari dei mercati emergenti hanno cominciato a interessarsi ai prestiti sindacati anche le imprese dei paesi industrializzati, che vi hanno visto un'utile e flessibile fonte di credito, cui poter attingere in tempi rapidi a integrazione di altre fonti di finanziamento esterno quali azioni o obbligazioni.

Questi sviluppi hanno fatto sì che i prestiti sindacati siano notevolmente cresciuti dagli inizi degli anni novanta a oggi. Le sottoscrizioni di nuovi prestiti – inclusi quelli sull'interno – erano pari a \$1,6 trilioni nel 2003, più che triplicate rispetto al 1993. A questa forma di finanziamento ricorrono i prenditori sia dei mercati emergenti che dei paesi industrializzati: i primi rappresentano il 16% del totale, mentre la parte restante è attribuibile in uguale misura a mutuatari di Stati Uniti ed Europa occidentale (grafico 2). In base agli stessi dati, i prestiti consorziali concorrono a una quota solo modesta – ma in crescita – dell'attività di credito interna complessiva in Giappone, non da ultimo per la tradizionale importanza delle "banche principali" per le imprese.

... negli ultimi anni i prestiti sindacati hanno registrato un boom

L'attività globale è trainata dai mutuatari di Stati Uniti ed Europa occidentale

² In un'operazione non finanziata di trasferimento del rischio, quale un credit default swap, il soggetto che si assume il rischio ("risk-taker") non fornisce alcun finanziamento iniziale ma deve far fronte a obbligazioni che dipendono dall'evoluzione del merito di credito del mutuatario.



I prestiti sindacati sono pertanto divenuti una fonte di finanziamento molto importante. Essi rappresentano circa un terzo dell'insieme del credito internazionale³, incluse le emissioni di obbligazioni, commercial paper e titoli azionari. Sul volume complessivo dei prestiti sindacati, le operazioni per fusioni, acquisizioni e "buyout" erano pari al 13% nel 2003, contro il 7% del 1993. In seguito a un'ondata di privatizzazioni, le banche, le società di servizi di pubblica utilità, le imprese di trasporti e le imprese minerarie⁴ hanno iniziato a prendere il posto dei mutuatari sovrani in qualità di principali prenditori nei mercati emergenti (Robinson, 1996)⁵.

Un ibrido tra rapporto di clientela e disintermediazione creditizia

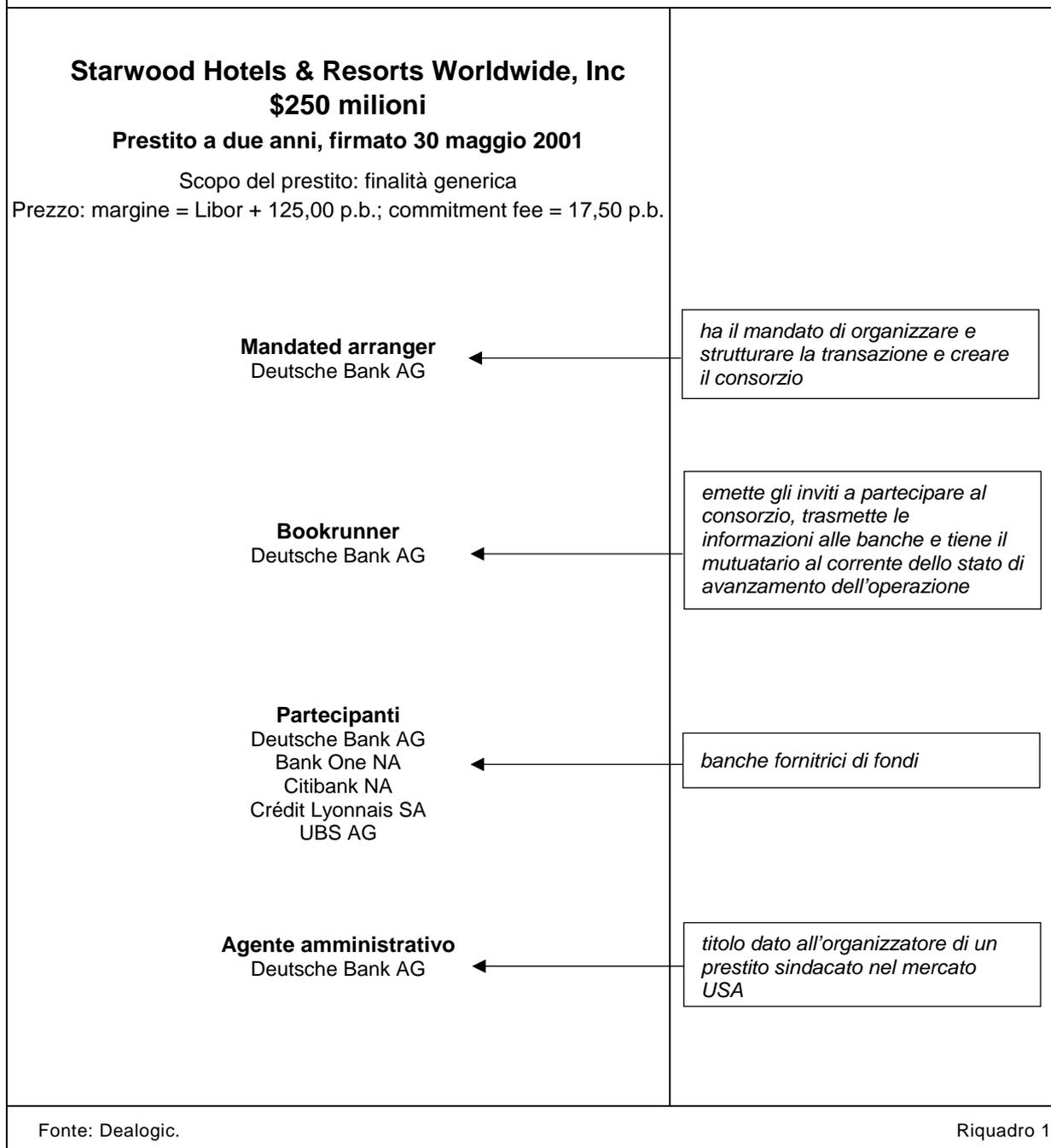
In un prestito sindacato due o più banche si accordano per erogare un prestito a un mutuatario. A ogni membro del consorzio fa capo un credito separato nei confronti del debitore, sebbene il contratto di prestito sia unico. I creditori possono essere suddivisi in due gruppi. Il primo è quello delle banche al vertice del consorzio, capeggiate da uno o più istituti che di norma ricoprono i ruoli di "mandated arranger", "arranger", "lead manager" o

³ Nelle statistiche della BRI viene classificato come internazionale un prestito in cui almeno un membro del sindacato ha nazionalità diversa dal debitore.

⁴ I prestiti sindacati sono ampiamente utilizzati per finanziare progetti in questi settori, nei paesi sia emergenti che industrializzati. L'ultimo saggio monografico all'interno di questa *Rassegna trimestrale* studia la natura del rischio di credito nel "project finance".

⁵ È interessante notare come durante la maggior parte degli anni novanta siano state accordate linee di credito con scadenze più lunghe (cinque anni in media) ai mutuatari dei mercati emergenti che non a quelli dei paesi industrializzati (tre-quattro anni).

Esempio di una semplice struttura consorziale



“agente”⁶. Esse ricevono dal prestatore l’incarico di costituire un sindacato di istituti disposti a fornire fondi ai termini specificati nel contratto di prestito. Il sindacato viene formato attorno alle banche “arranger” – spesso quelle che intrattengono un rapporto di clientela consolidato con il debitore – le quali conservano una quota del prestito e si occupano di contattare le banche che

⁶ Questi ruoli, qui enumerati in ordine decrescente di importanza, comportano una partecipazione attiva nella scelta della composizione del sindacato, nella negoziazione del prezzo e nell’amministrazione della linea di credito.

formeranno la base del consorzio. Queste agiscono generalmente in veste di “manager” o di “partecipanti” e rappresentano il secondo gruppo di creditori. Il loro numero e la loro identità possono variare in base alle dimensioni, alla complessità e al prezzo del prestito, nonché alla propensione del debitore ad ampliare la gamma delle proprie relazioni bancarie.

Pertanto, i crediti sindacati si situano a metà strada tra il rapporto di clientela e la disintermediazione creditizia (Dennis e Mullineaux, 2000). Il precedente riquadro 1 mostra, in ordine decrescente di importanza, le banche che formavano la semplice struttura consorziale costituita in occasione di un prestito a Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc nel 2001.

Le ragioni che spingono una banca a organizzare un sindacato possono essere molteplici. Può trattarsi di un mezzo per evitare esposizioni eccessive verso un singolo affidato, in conformità con i limiti regolamentari di concentrazione dei rischi, e mantenere al tempo stesso la relazione di clientela. Può inoltre essere un sistema per ricevere commissioni, diversificando le fonti di reddito. Fondamentalmente, l'organizzazione di un prestito sindacato permette a una banca di soddisfare la domanda di credito dei prenditori senza dover sostenere da sola i rischi di mercato e di credito.

Per le banche semplici partecipanti, un prestito consorziale può risultare vantaggioso per diversi motivi. Esse potrebbero infatti non essere in grado di allestire transazioni di un certo tipo, in determinate aree geografiche o settori, oppure essere semplicemente motivate dal proposito di ridurre i costi di “origination”. Inoltre, sebbene queste banche non percepiscano commissioni ma soltanto interessi, esse possono sperare che il cliente le ricompensi più tardi affidando loro incarichi più redditizi, come quelli di gestione della tesoreria, di “corporate finance” o di consulenza (Allen, 1990)⁷.

Uno strumento ibrido ...

... con banche organizzatrici al vertice e banche partecipanti alla base

Struttura dei prezzi: margini e commissioni

Oltre a lucrare uno spread rispetto a un tasso variabile di riferimento (di norma il Libor) sulla quota utilizzata del prestito, le banche del sindacato ricevono varie commissioni (Allen, 1990; tabella 1). La banca organizzatrice⁸ e altre banche capofila incassano di norma una sorta di commissione iniziale per l'allestimento dell'operazione, spesso denominata *praecipium* o *arrangement fee*. Analogamente, le banche sottoscrittrici percepiscono una *underwriting fee* per l'impegno a garantire la disponibilità dei fondi. Altri partecipanti (per lo meno quelli a livello di “manager” e “co-manager”) possono ricevere una *participation fee*, il cui ammontare effettivo dipende in genere dai fondi offerti. I membri di rango inferiore all'interno del sindacato guadagnano di norma solo

I prestatori ricevono commissioni in base al loro ruolo nel sindacato ...

... come remunerazione per i servizi offerti ...

⁷ Nella pratica, tuttavia, ciò non avviene sistematicamente. L'esperienza negli Stati Uniti indica anzi che proprio per questa ragione gli operatori minori si sono recentemente ritirati dal mercato e hanno smesso di utilizzare i prestiti sindacati come prodotti “loss-leader”.

⁸ A questo proposito va ricordato che una stessa banca può ricoprire vari ruoli all'interno del sindacato. Ad esempio, la banca organizzatrice può agire anche da sottoscrittrice e/o allocarsi una quota modesta del prestito, figurando così fra le partecipanti alla base del consorzio.

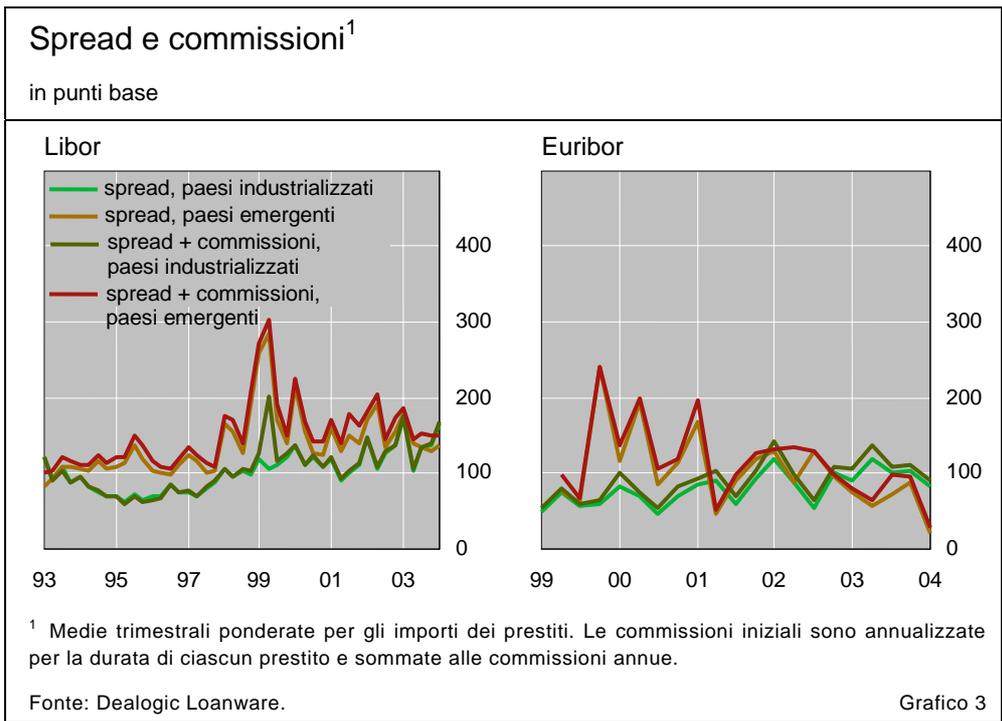
Struttura delle commissioni in un prestito sindacato		
Commissione	Pagamento	Osservazioni
Arrangement fee	Iniziale	Detta anche <i>praecipium</i> . Percepita e trattenuta dagli istituti capofila come compenso per l'organizzazione dell'operazione
Legal fee	Iniziale	Remunerazione del consulente legale
Underwriting fee	Iniziale	Compenso per l'impegno a fornire fondi nella prima fase del sindacato
Participation fee	Iniziale	Percepita dalle banche al vertice del consorzio
Facility fee	Annuo	Percepita dalle banche per l'erogazione della linea di credito, indipendentemente dal suo utilizzo
Commitment fee	Annuo, sulla quota non utilizzata	Percepita dal prestatore in caso di mancato utilizzo della linea, come compenso per il capitale bloccato a fronte dell'operazione
Utilisation fee	Annuo, sulla quota utilizzata	Accresce il rendimento del prestatore; non essendo necessariamente sottoposta all'obbligo di informativa, consente al mutuatario di annunciare al mercato uno spread inferiore a quello effettivamente versato
Agency fee	Annuo	Remunerazione della banca agente per i suoi servizi
Conduit fee	Iniziale	Remunerazione della banca "conduit" ¹
Prepayment fee	Una tantum, in caso di rimborso anticipato	Penale per rimborso anticipato

¹ Istituzione tramite cui vengono incanalati i pagamenti allo scopo di evitare il versamento della ritenuta fiscale. Per i mutuatari che consentono la negoziazione dei loro prestiti sul mercato secondario è importante che venga evitato il pagamento della ritenuta fiscale nel paese in cui l'acquirente del prestito ha il proprio domicilio fiscale.

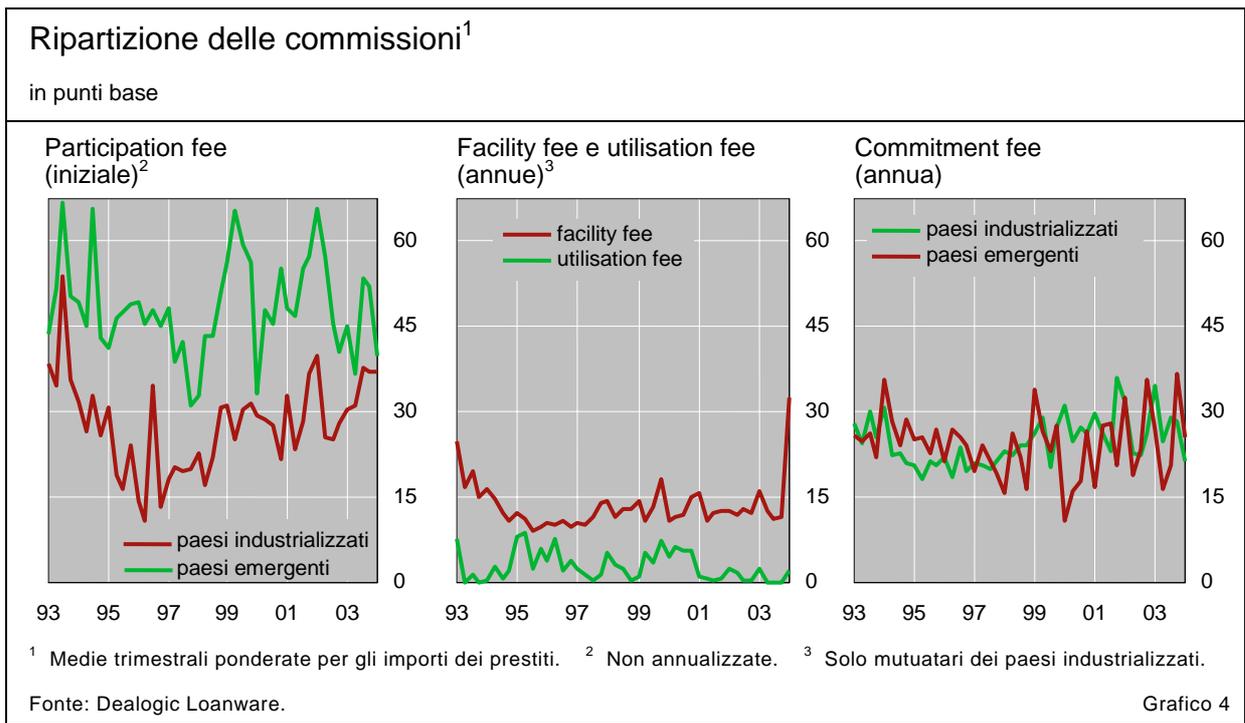
Fonte: a cura dell'autore. Tabella 1

lo spread sul tasso di riferimento. Una volta predisposta la linea di credito, in caso di mancato utilizzo i partecipanti al sindacato ricevono sovente una commissione annua detta *commitment* o *facility fee*, proporzionale all'importo messo a disposizione (e destinata segnatamente a compensare il costo del capitale regolamentare obbligatoriamente detenuto a fronte dell'impegno). Non appena il credito viene utilizzato, il mutuatario può essere tenuto al pagamento di una *utilisation fee* annua sulla quota ritirata. La banca agente percepisce in genere una *agency fee*, di norma pagabile su base annua, per coprire i costi di amministrazione del prestito. Talvolta è poi prevista una clausola penale in base alla quale il prenditore si impegna a compensare i prestatori tramite una *prepayment fee* o in altro modo in caso di rimborso anticipato. Sempre nel precedente riquadro 1 viene fornito un esempio di una semplice struttura di commissioni, in cui Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc ha corrisposto, oltre al margine, una *commitment fee*.

... o in relazione a specifici eventi



A livello aggregato, le dimensioni relative di spread e commissioni variano sistematicamente a seconda di un certo numero di fattori. Le commissioni sono più significative per i prestiti basati sull'Euribor che per quelli basati sul Libor. Inoltre, la loro incidenza sul costo totale del prestito per i mutuatari dei paesi industrializzati è superiore a quella per i prenditori dei paesi emergenti. Ciò è probabilmente riconducibile alla composizione settoriale dei mutuatari in questi segmenti. Nei paesi del primo gruppo sono maggiormente presenti soggetti non sovrani che, per ragioni fiscali o di informativa al mercato, potrebbero



Componenti diverse dal prezzo nella remunerazione del rischio

quota dei prestiti sindacati con "covenant", garanzie personali o reali, in percentuale, per nazionalità del mutuatario

	"Covenant"		Garanzie reali		Garanzie personali	
	Emergenti	Industrializz.	Emergenti	Industrializz.	Emergenti	Industrializz.
1993–1996	0	16	40	15	31	7
1997–2000	2	24	49	16	22	4
2001–2004 ¹	3	19	37	13	21	4

¹ Per il 2004, solo il primo trimestre.

Fonte: Dealogic Loanware.

Tabella 2

avere interesse a corrispondere una parte più ampia dei costi sotto forma di commissioni piuttosto che di spread. Tuttavia, il costo totale dei prestiti (interessi, commissioni iniziali e commissioni annue)⁹ è più elevato per i soggetti delle economie emergenti che per quelli dei paesi industrializzati (grafici 3 e 4). Nel caso dei mercati emergenti le commissioni per mancato utilizzo presentano altresì maggiore varianza. In sintesi, i prestatori paiono chiedere un compenso aggiuntivo, sotto forma sia di spread che di commissioni, per il livello più alto e variabile del rischio di credito nelle economie emergenti.

Gli spread e le commissioni non sono le uniche forme di compenso che i creditori possono richiedere a fronte dell'assunzione di rischio. Attraverso garanzie personali, garanzie reali e apposite clausole ("covenant") diviene possibile collegare esplicitamente il prezzo del prestito a eventi aziendali (variazioni di rating, servizio del debito). Le garanzie sono utilizzate maggiormente per i prenditori dei mercati emergenti (tabella 2), mentre le "covenant" si applicano molto di più nei paesi industrializzati (dove forse risulta più facile farle rispettare).

Mercati primari e secondari: ripartizione e trasferimento del rischio

Nel mercato primario predominano ancora le banche commerciali

Mentre sul mercato primario le banche commerciali hanno una posizione dominante tanto a livello di organizzatrici quanto di finanziatrici, altre istituzioni si sono fatte strada col passare del tempo. Nel complesso, tra le prime 200 istituzioni che detengono il 90% circa del mercato non figurano né banche di altro tipo né imprese non bancarie. Tuttavia, le banche di investimento hanno beneficiato della ripresa dell'attività di prestito sindacato negli anni novanta, approfittando dell'esperienza maturata nel collocamento di titoli obbligazionari e della crescente integrazione tra i circuiti bancari e quelli disintermediati del

⁹ Va notato che le commissioni illustrate nei grafici 3 e 4 non sono direttamente comparabili. Nel grafico 3, per permettere il confronto con gli spread, tutte le commissioni sono considerate congiuntamente, annualizzando quelle iniziali su tutta la durata del prestito in base a un'ipotesi di utilizzo totale e immediato. Nel grafico 4, invece, le commissioni annue e iniziali (non annualizzate) sono indicate separatamente.

credito¹⁰ per fare il loro ingresso nel mercato. Oltre al maggior coinvolgimento delle banche di investimento, si registra anche una crescente partecipazione delle agenzie multilaterali quali la International Finance Corporation o la Inter-American Development Bank¹¹.

In misura sempre maggiore i prestiti consorziali vengono scambiati su mercati secondari. La standardizzazione della documentazione per la negoziazione dei prestiti, promossa da organismi specializzati quali la Loan Market Association (in Europa) e la Asia Pacific Loan Market Association, ha contribuito ad aumentare la liquidità di questi mercati. Una misura della negoziabilità dei prestiti sul mercato secondario è data dalla frequenza di clausole di trasferibilità, che consentono di cedere il credito a un altro prestatore¹². Il mercato USA presenta la quota più consistente di prestiti trasferibili (25% del totale tra il 1993 e il 2003), seguito da quello europeo (10%). In generale, si considera che il mercato secondario sia costituito da tre segmenti: alla pari/quasi alla pari, ad alto rendimento ("leveraged") e in sofferenza. La liquidità si concentra in quest'ultimo comparto, ma in genere sono negoziati attivamente anche i prestiti in favore di grandi mutuatari privati.

Gli operatori del mercato secondario possono essere suddivisi in tre categorie: market-maker, trader attivi e venditori/investitori occasionali. I market-maker (operatori in acquisto e in vendita) sono tipicamente grandi banche commerciali e di investimento, che si impegnano a creare liquidità e assumono posizioni in proprio. Le istituzioni attive nell'organizzazione dei prestiti sul mercato primario detengono un vantaggio sul mercato secondario, non da ultimo grazie alle competenze acquisite nell'accesso e nella comprensione della documentazione relativa ai prestiti. I trader attivi sono principalmente banche commerciali e di investimento, operatori specializzati nei crediti in sofferenza e i cosiddetti "fondi avvoltoio" (investitori istituzionali che operano specificamente nelle società dissestate o prossime al fallimento). Le imprese non finanziarie e altri investitori istituzionali, come le compagnie di assicurazione, sono parimenti attivi sul mercato, ma in misura minore. Con il progressivo diffondersi presso le istituzioni finanziarie di dipartimenti dedicati alla gestione del portafoglio prestiti, sembrano acquisire sempre più rilevanza le strategie di "relative value", che sfruttano le opportunità di arbitraggio derivanti dalle differenze di rendimento tra prestiti e altri strumenti, come derivati su crediti, azioni e obbligazioni (Coffey, 2000; Pennacchi, 2003). Infine, sono presenti sul mercato operatori occasionali sia in veste di cedenti, motivati

Ruolo crescente del mercato secondario, dove intervengono ...

... market-maker ...

... trader attivi ...

... e operatori occasionali

¹⁰ Ad esempio, al giorno d'oggi accade di frequente che un prestito a medio termine erogato da un sindacato sia rifinanziato con un titolo obbligazionario prima o al momento della scadenza. Analogamente, i programmi di commercial paper statunitensi sono spesso garantiti da una lettera di credito fornita da un consorzio bancario.

¹¹ Questa soluzione offre l'opportunità di ripartire il rischio tra investitori del settore pubblico e del settore privato. In genere, essa assume la forma di un prestito sindacato garantito da agenzie multilaterali, con tranche riservate a prestatori bancari privati.

¹² La trasferibilità è determinata dal consenso del mutuatario, secondo quanto stabilito nel contratto di prestito originario. I prenditori possono decidere di negare tale consenso, allo scopo di preservare le loro relazioni bancarie.

Prestiti sindacati USA ¹								
	Quota sul totale ²			Per memoria: crediti totali (miliardi di \$)	Percentuale classificata ³			
	Banche USA	Organizzazioni bancarie estere	Imprese non bancarie		Banche USA	Organizzazioni bancarie estere	Imprese non bancarie	Crediti totali
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,1	4,7	14,6	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,4	7,3	23,0	8,4
2003	45	44	11	1 644	5,8	9,0	24,4	9,3

¹ Include sia i prestiti in essere che gli importi non utilizzati. ² Volume in dollari dei crediti detenuti da ciascun gruppo di istituzioni, in percentuale del volume in dollari totale. ³ Volume in dollari dei crediti classificati come "di qualità inferiore alla media", "di dubbia esigibilità" o "irrecuperabili", in percentuale del volume in dollari totale.

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System. Tabella 3

da considerazioni di gestione del bilancio, sia di investitori, per l'assunzione e il mantenimento di posizioni. I venditori di rischio possono in questo modo rimuovere i prestiti dal proprio bilancio allo scopo di rispettare i vincoli regolamentari, coprirsi o gestire esposizioni e liquidità¹³. Le banche statunitensi, per le quali il Federal Reserve Board monitora regolarmente gli impegni in essere per prestiti sindacati, paiono essere riuscite a trasferire con successo a investitori non bancari parte delle loro posizioni, incluso fino a un quarto dei crediti problematici (tabella 3). Quanto agli investitori, essi hanno la possibilità di acquisire un'esposizione verso determinati settori o paesi, specie quando non hanno dimensioni sufficienti per farlo sul mercato primario¹⁴.

Le contrattazioni sul mercato secondario rimangono relativamente modeste ...

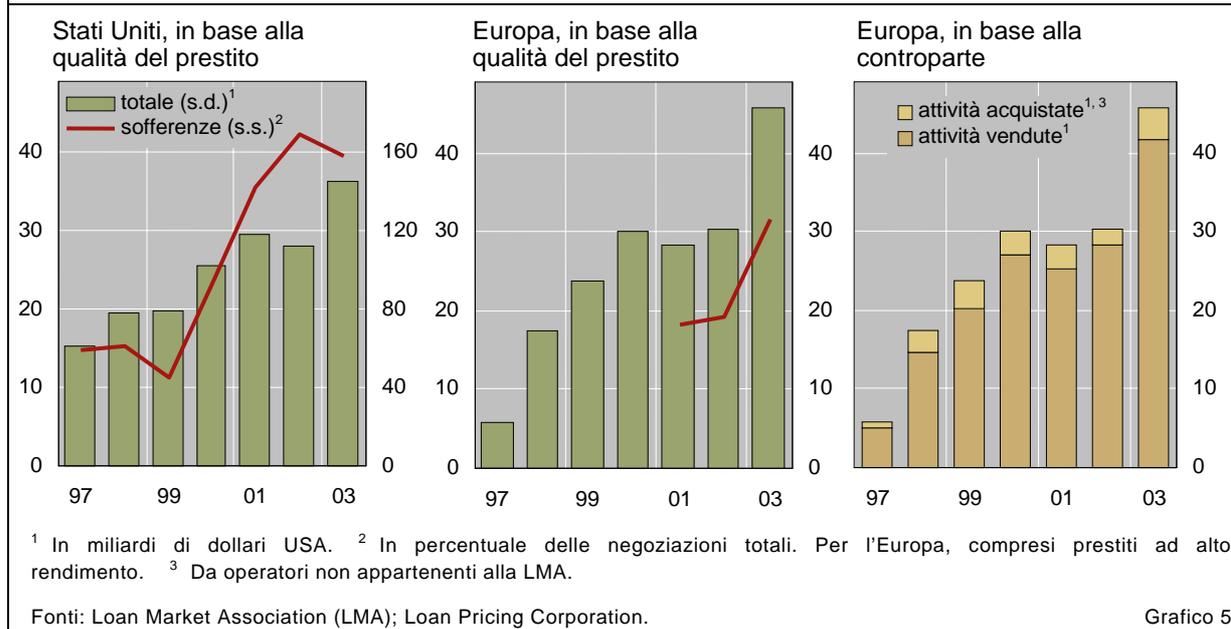
Seppur in crescita, il volume delle contrattazioni sul mercato secondario rimane relativamente modesto se confrontato a quello totale dei prestiti nel mercato primario. Il principale mercato secondario è quello statunitense, dove gli scambi complessivi ammontavano nel 2003 a \$145 miliardi, pari al 19% dei nuovi prestiti sul mercato primario nello stesso anno e al 9% degli impegni in essere. In Europa le contrattazioni hanno raggiunto \$46 miliardi nel 2003 (ossia l'11% del volume del mercato primario), facendo registrare una spettacolare crescita di oltre il 50% rispetto all'anno precedente (grafico 5).

I prestiti in sofferenza hanno continuato a rappresentare una quota ragguardevole delle contrattazioni totali sul mercato secondario negli Stati Uniti e hanno guadagnato terreno anche in Europa. Ciò riflette senz'altro in qualche misura le maggiori difficoltà del settore societario europeo ma, alla luce della crescente maturità del segmento di qualità bancaria, è altresì indicativo di una sostenuta domanda degli investitori e dell'accresciuta capacità del mercato di assorbire una quota più ampia di prestiti sotto la pari (BRI, 2004).

¹³ Le banche venditrici spesso accrescono il proprio reddito da commissioni organizzando nuovi prestiti per rinnovare quelli già concessi. Con la vendita di precedenti crediti sul mercato secondario esse possono aumentare la propria capacità di bilancio, necessaria per poter conservare parte dei nuovi prestiti.

¹⁴ Gli importi minimi di partecipazione nel mercato primario possono ad esempio eccedere i limiti di fido di una banca.

I mercati secondari statunitense ed europeo dei prestiti consorziali



Nella regione Asia-Pacifico il mercato secondario è ancora esiguo rispetto a quelli di Stati Uniti ed Europa: solo sei o sette banche dispongono di apposite funzioni di negoziazione situate a Hong Kong SAR, e al mercato non partecipano operatori non bancari. Il 1998 era stato un anno di eccezionale attività: ampi pacchetti di prestiti avevano cambiato di mano con la ristrutturazione dei portafogli di sofferenze da parte delle banche giapponesi¹⁵. Le negoziazioni si sono fatte più modeste negli anni seguenti¹⁶, sebbene l'interesse delle banche sembri essere stato ravvivato di recente dai prezzi dei prestiti sul mercato secondario, diminuiti in misura minore rispetto a quelli di "collateralised debt obligation" e obbligazioni¹⁷.

... soprattutto in Asia

Integrazione geografica del mercato

Alla luce della crescente integrazione geografica dei mercati finanziari, è interessante analizzare come questo processo si manifesti sotto forma di operazioni transfrontaliere nel caso dei prestiti sindacati. A tal fine viene qui esaminata la composizione per nazionalità dei consorzi sul mercato primario,

¹⁵ Generalmente, le banche negoziano pacchetti di prestiti solo in caso di ristrutturazione di interi portafogli; in tempi normali, è più comune la negoziazione di singoli prestiti.

¹⁶ Ciò nonostante, le banche in Giappone sono state recentemente molto attive nel trasferimento di prestiti sul mercato secondario locale. In base a uno studio trimestrale condotto dalla Bank of Japan, per l'esercizio finanziario aprile 2003-marzo 2004 tali trasferimenti sono ammontati a ¥11 trilioni, per il 38% costituiti da sofferenze. A ciò ha fatto seguito nel secondo trimestre del 2004 un'attività insolitamente debole rispetto agli standard storici.

¹⁷ Secondo gli operatori, fra i principali venditori figurano le grandi banche internazionali presenti in Asia, mentre la domanda proviene dalle banche taiwanesi e cinesi.

Integrazione internazionale del mercato				
Per nazionalità del mutuatario	% delle operazioni ¹ con "arranger" della stessa nazionalità ² del mutuatario (in base al numero di operazioni)		% dei fondi ¹ erogati da banche della stessa nazionalità ² del mutuatario (in base agli importi in USD)	
	1993–1998	1999–2004 ³	1993–1998	1999–2004 ³
Principali paesi e regioni				
Stati Uniti	74	70	61	62
Area dell'euro ⁴	59	72	71	67
Regno Unito	58	43	35	42
Altri paesi dell'Europa occidentale	37	26	36	25
Giappone	62	84	63	87
Altre economie industrializzate	67	65	61	57
Asia-Pacifico	29	37	34	51
Europa orientale	9	12	10	13
America latina/Caraibi	5	7	6	8
Medio Oriente e Africa	15	20	22	28
Centri offshore	54	36	44	31
Paesi dell'area dell'euro				
Austria	5	42	33	42
Belgio	17	22	31	16
Finlandia	26	13	16	9
Francia	48	50	45	46
Germania	43	46	57	44
Grecia	7	29	8	24
Irlanda	20	18	16	14
Italia	34	53	39	48
Lussemburgo	10	8	30	7
Paesi Bassi	24	29	28	25
Portogallo	31	27	30	23
Spagna	64	51	64	49
Area dell'euro ⁵	39	42	43	38
¹ Calcolata includendo anche le operazioni strettamente nazionali. ² Della stessa regione, nel caso delle regioni. ³ Per il 2004, primo trimestre soltanto. ⁴ Mutuatario e/o organizzatore/partecipante appartenenti a uno qualsiasi dei paesi dell'area dell'euro. ⁵ Mutuatario appartenente allo stesso paese dell'area dell'euro dell'organizzatore/partecipante; media dell'area dell'euro.				
Fonti: Dealogic Loanware; calcoli dell'autore.				Tabella 4

per il quale sono prontamente disponibili informazioni sui singoli partecipanti. L'analisi viene dapprima effettuata a livello globale, quindi per la sola area dell'euro, allo scopo di valutare l'eventuale impatto dell'introduzione della moneta unica.

La tabella 4 mostra il grado di integrazione internazionale dei mercati dei prestiti sindacati, misurato dalla quota di prestiti organizzati o erogati da banche dello stesso paese o della stessa regione del mutuatario. Per gli istituti organizzatori la composizione per nazionalità è determinata in base al numero di operazioni, mentre per i partecipanti vengono considerati gli importi in dollari singolarmente forniti. Vari risultati sono degni di nota.

In primo luogo, e la cosa non sorprende, il grado di penetrazione dei creditori esteri nel mercato dei prestiti a mutuatari di Giappone, area dell'euro e Stati Uniti appare relativamente modesto¹⁸. Sia al vertice sia alla base del consorzio le banche appartengono spesso allo stesso paese del prestatore, mentre la quota di operazioni a cui partecipano in varia veste istituti esteri supera raramente il 30%.

Grado di
integrazione nei
paesi industriali ...

In secondo luogo, le banche estere appaiono maggiormente presenti (con quote spesso superiori al 60%) nei sindacati costituiti per prestatori europei all'esterno dell'area dell'euro, in particolare nel Regno Unito. È interessante notare come i mutuatari britannici tendano a pagare in media commissioni più basse rispetto agli omologhi giapponesi, il cui mercato è caratterizzato da una minore penetrazione delle banche estere. Ciò induce a ritenere che nel Regno Unito il mercato sia più permeabile alla concorrenza.

In terzo luogo, con la possibile eccezione dell'Asia, nei sindacati costituiti per mutuatari dei mercati emergenti prevalgono in genere i prestatori esteri. È interessante notare che per tutta l'area emergente, ma soprattutto per Medio Oriente, Africa e Asia-Pacifico, le banche "locali" (ossia della stessa area geografica del prestatore) sono maggiormente presenti come mere finanziatrici piuttosto che come organizzatrici. La situazione più comune sembrerebbe quella in cui una grande banca internazionale organizza il consorzio e alloca quindi il credito a prestatori della regione¹⁹. Dato che la presenza di una grande e rinomata banca "arranger" estera produce un "effetto di certificazione" per le banche in posizione inferiore nel sindacato, l'investimento internazionale in veste di semplici erogatori di fondi risulta più facile rispetto alla fornitura di servizi di "screening" e monitoraggio in veste di capofila.

... e nei mercati
emergenti

Infine, l'avvento dell'euro sembra aver condotto a una certa integrazione nel mercato paneuropeo dei prestiti sindacati, soprattutto a livello di istituti organizzatori. La seconda e la terza colonna della tabella 4 mostrano come all'interno dell'area dell'euro la percentuale dei prestiti organizzati da banche dello stesso paese del mutuatario sia pressoché la stessa prima e dopo il 1999 (rispettivamente, 39 e 42%)²⁰, mentre la corrispondente percentuale a livello dell'area nel suo complesso (e non di singolo paese) è salita dal 59 al 72%, a indicazione del fatto che le banche dell'area hanno incrementato i prestiti a

Segni di
integrazione
paneuropea

¹⁸ Per i mutuatari USA tale affermazione andrebbe ridimensionata, alla luce della quota relativamente alta (circa il 45% dal 2000) di crediti detenuti da organismi bancari esteri sul totale dei prestiti sindacati, in seguito ai trasferimenti sul mercato secondario (tabella 3).

¹⁹ Per maggiori informazioni e per un'analisi che si estende ai mercati obbligazionari, cfr. McCauley et al. (2002).

²⁰ Sebbene l'euro sia ampiamente utilizzato come moneta di denominazione per i mutuatari europei (inclusi quelli dell'Europa orientale), il dollaro USA rimane la valuta preferita per i prestiti sindacati a livello internazionale (con una quota del 62% sul totale nel 2003, contro il 21% dell'euro e il 6% sia della sterlina che dello yen).

favore di mutuatari dell'area di nazionalità diversa dalla loro²¹. Al tempo stesso, i prestiti aggiuntivi organizzati su scala paneuropea sembrano essere stati finanziati in ampia misura da banche esterne all'area dell'euro, poiché la quota delle banche dell'area sul totale delle semplici partecipanti è rimasta relativamente stabile (ultime due colonne della tabella 4). Ciò potrebbe rispecchiare maggiori disponibilità a livello di bilancio al di fuori dell'area dell'euro.

Conclusioni

In questa sezione monografica si è fornito un quadro storico dell'evoluzione del mercato dei prestiti sindacati, da cui emerge come questo tipo di attività, nata negli anni settanta per una clientela formata essenzialmente da soggetti sovrani, si sia trasformata nel corso degli anni novanta in una delle principali fonti di finanziamento per le imprese.

Il mercato dei prestiti sindacati presenta vantaggi per i prestatori sia al vertice che alla base del consorzio. Ai primi offre l'opportunità di percepire commissioni sfruttando la competenza maturata nella creazione di posizioni di rischio nonché di gestire le proprie esposizioni in bilancio, mentre ai secondi permette di acquisire nuove esposizioni senza dover sostenere i costi di "screening" in paesi o settori per cui non hanno l'esperienza richiesta o una presenza consolidata. I mercati primario e secondario dei crediti sindacati consentono pertanto una più efficiente suddivisione istituzionale e geografica della creazione e dell'assunzione di posizioni di rischio. Ad esempio, i prestiti consorziali per mutuatari dei paesi emergenti sono generalmente allestiti da grandi banche statunitensi ed europee, che allocano successivamente il rischio a banche locali. Con l'introduzione della moneta unica, le banche dell'area dell'euro hanno rafforzato le loro attività paneuropee di organizzazione prestiti, reperendo al di fuori dell'area i relativi fondi.

Tuttavia, l'integrazione geografica del mercato sembra variare da una regione all'altra, come mostrano i diversi gradi di penetrazione internazionale. Per quanto tali differenze possano derivare anche dalle diverse dimensioni dei mercati nazionali, saranno necessarie ulteriori ricerche per acquisire una migliore comprensione del grado di permeabilità alla concorrenza del mercato, e valutare se esse non siano sistematicamente legate a divergenze nel "pricing" dei prestiti, specie nelle commissioni.

Riferimenti bibliografici

Allen, T. (1990): "Developments in the international syndicated loan market in the 1980s", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, febbraio.

²¹ In uno studio sul mercato delle sottoscrizioni obbligazionarie, Santos e Tsatsaronis (2003) mostrano come la scomparsa della segmentazione del mercato grazie alla moneta unica europea non abbia condotto a un'intensificazione dei rapporti di attività tra mutuatari e sottoscrittori dell'area dell'euro. Va rilevato tuttavia che questo mercato è alquanto diverso da quello dei prestiti sindacati, in quanto le obbligazioni sono vendute a investitori istituzionali mentre i prestiti vengono principalmente ceduti ad altre banche.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2004): *74^a Relazione annuale*, Capitolo VII, pagg. 133–134.

Coffey, M. (2000): “The US leveraged loan market: from relationship to return”, in T. Rhodes (ed.), *Syndicated Lending, Practice and Documentation*, Euromoney Books.

Dennis, S. e D. Mullineaux (2000): “Syndicated loans”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, ottobre, pagg. 404–426.

Madan, R., R. Sobhani e K. Horowitz (1999): “The biggest secret of Wall Street”, Paine Webber Equity Research.

McCauley, R.N., S. Fung e B. Gadanecz (2002): “Integrazione finanziaria dell’Est asiatico”, *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Pennacchi, G. (2003): “Who needs a bank, anyway?”, *Wall Street Journal*, 17 dicembre.

Robinson, M. (1996): “Syndicated lending: a stabilizing element in the Latin markets”, *Corporate Finance Guide to Latin American Treasury & Finance*.

Santos, A.C. e K. Tsatsaronis (2003): “The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting”, *BIS Working Papers*, n. 134.

La natura del rischio di credito nel “project finance”¹

Nel “project finance” il rischio di credito tende ad essere relativamente elevato nella fase iniziale del progetto e a diminuire durante il suo ciclo di vita. Di conseguenza, i prestiti a lunga scadenza risultano meno onerosi di quelli di più breve durata.

Classificazione JEL: F34, G12, G28, G32

Per decenni il “project finance” (o “finanza di progetto”) è stata la forma preferita per il finanziamento di grandi opere infrastrutturali su scala mondiale. Diversi studi ne hanno messo in luce la particolare rilevanza, specie per i paesi emergenti, incentrandosi sul nesso fra investimenti infrastrutturali e crescita economica. Nel corso degli ultimi anni, tuttavia, gli episodi di turbolenza finanziaria nei mercati emergenti, le difficoltà incontrate dai settori delle telecomunicazioni e dell’energia, nonché gli insuccessi nel finanziare taluni progetti di alto profilo² hanno indotto un generale ripensamento dei rischi connessi con questa forma di finanziamento.

Un quesito cruciale per comprendere la particolare natura del rischio di credito nel “project finance” è se le scadenze più lunghe costituiscano o meno una fonte di rischio in sé. I grandi progetti a uso intensivo di capitale richiedono in genere cospicui investimenti nella fase iniziale, mentre i proventi in grado di coprirne i costi vengono originati solo nel lungo periodo. Pertanto, al fine di allineare il profilo temporale del servizio del debito a quello del cash flow generato dal progetto finanziato, è necessario che la scadenza di questo tipo di crediti sia mediamente molto più lunga rispetto ad altri prestiti sindacati³.

Il presente studio monografico parte dal presupposto che alcune caratteristiche peculiari del “project finance” – in particolare, il forte effetto di leva finanziaria e l’impossibilità di rivalersi sui promotori in caso di fallimento

¹ Si ringraziano Claudio Borio, Blaise Gadanecz, Már Gudmundsson, Eli Remolona e Kostas Tsatsaronis per le osservazioni, nonché Angelika Donaubaue e Petra Hofer (Dealogic) per l’assistenza statistica. Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell’autore e non riflettono necessariamente il punto di vista della BRI.

² Fra di essi spiccano, in particolare, il tunnel sotto la Manica, il parco EuroDisney alle porte di Parigi e il progetto Dabhol in India.

³ Dalle evidenze storiche di Dealogic Loanware si evince che la scadenza media dei crediti destinati al finanziamento di progetti è pari a 8,6 anni, contro i 4,8 anni per i prestiti sindacati in generale.

del progetto – influiscano direttamente sulla struttura per scadenze del rischio di credito per questa classe di prestiti. In particolare, un’analisi econometrica comparata sugli spread creditizi ex ante nel mercato internazionale dei crediti sindacati indica come il finanziamento di progetti a più lunga scadenza non sia necessariamente considerato dai prestatori più rischioso di quello a più breve termine. Ciò contrasta con quanto riscontrato per altre forme di prestiti, in cui – ceteris paribus – il rischio di credito aumenta proporzionalmente alla durata.

Il finanziamento di progetti infrastrutturali complessi non solo richiede ai prestatori di impegnarsi per periodi lunghi, ma li espone in modo particolare al rischio di interferenze politiche da parte del governo ospite. Per tale motivo, essi ricorrono in misura sempre crescente a garanzie che li tutelino da questa tipologia di rischio, soprattutto nei paesi emergenti. Oltre a formulare una valutazione internazionale sul ruolo di tali coperture, il presente studio rileva come le banche commerciali prestatrici siano maggiormente propense a impegnarsi a più lungo termine nelle economie emergenti in presenza di garanzie, implicite o esplicite, contro il rischio politico rilasciate da banche multilaterali di sviluppo o agenzie per il credito all’esportazione. Tali garanzie riducono ulteriormente gli spread sui prestiti di “project finance” osservati nel segmento a lunga della struttura per scadenze.

Dopo una breve rassegna della storia e dello sviluppo del “project finance”, la seconda sezione esamina i problemi specifici connessi con il finanziamento di grandi progetti a uso intensivo di capitale, mentre la terza illustra come il “project finance” sia stato concepito per meglio affrontare tali sfide. La quarta e la quinta sezione, contenenti il nucleo dell’analisi, mostrano che le particolari caratteristiche del rischio di credito nella finanza di progetto danno luogo a un profilo “a campana” della struttura per scadenze degli spread osservati ex ante per questa categoria di prestiti. Nella sezione conclusiva vengono riepilogati i principali risultati dell’analisi e tracciate alcune implicazioni di politica economica.

Recenti sviluppi nel mercato del “project finance”

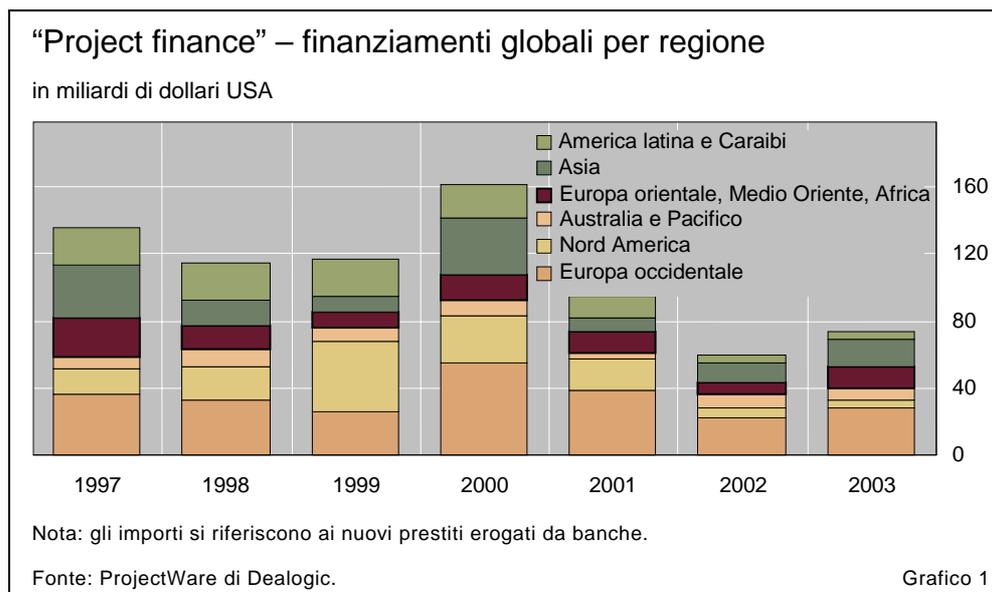
Il “project finance” consiste nell’investimento effettuato da un promotore pubblico o privato, tramite un’entità giuridicamente indipendente, per la realizzazione di uno specifico progetto. Solitamente esso non prevede per i creditori la possibilità di intentare un’azione di regresso sui promotori, sicché i rimborsi dipendono principalmente dal cash flow generato dall’attività finanziata.

Dagli anni novanta il “project finance” è divenuto un mercato sempre più diversificato a livello globale. Con le privatizzazioni e la deregolamentazione attuate su vasta scala nei principali settori industriali in tutto il mondo, la sua portata è cresciuta considerevolmente in termini sia geografici sia settoriali.

Negli anni successivi alla crisi dell’Est asiatico (1998–99) le turbolenze finanziarie nei mercati emergenti hanno indotto una generale riallocazione dei portafogli dai paesi in via di sviluppo verso quelli industrializzati. I nuovi investimenti, segnatamente in Nord America e nell’Europa occidentale, hanno

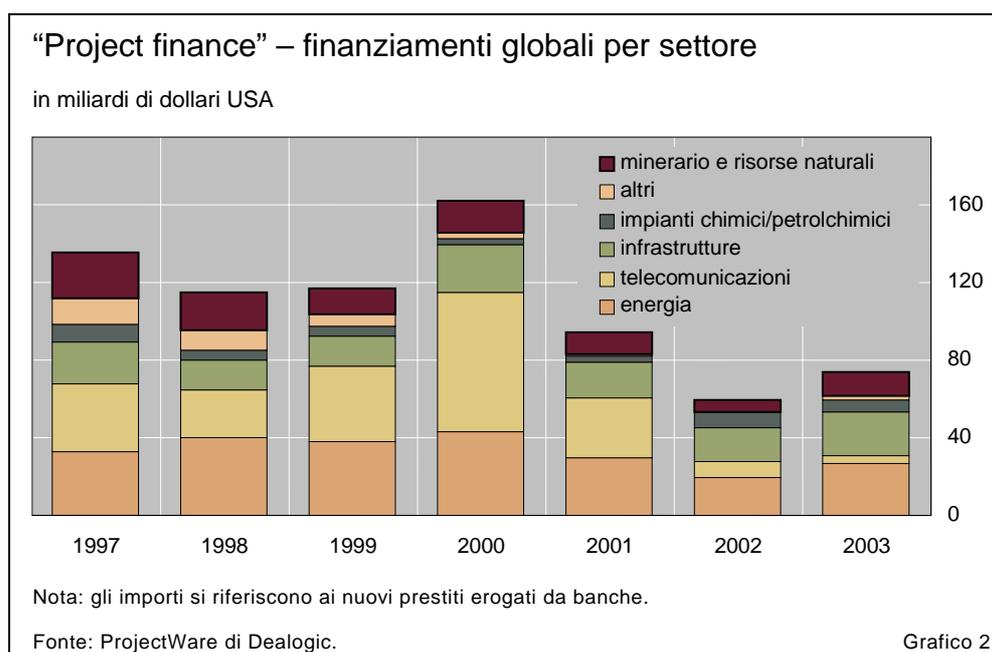
Il mercato globale del “project finance” nasce negli anni novanta ...

... e nonostante vicende alterne ...



più che compensato i capitali in uscita dalle economie emergenti, cosicché i crediti erogati su scala mondiale per il finanziamento di progetti sono tornati a crescere dopo due anni di declino, toccando nel 2000 un massimo storico (grafico 1).

A determinare un sensibile calo del “project finance” a livello mondiale sono intervenuti, a partire dal 2001, il generale rallentamento dell’economia e rischi specifici dei settori delle telecomunicazioni e dell’energia (grafico 2). Quest’ultimo è stato colpito in modo particolare da alcuni episodi di irregolarità contabili e dall’alta volatilità dei prezzi: il rating medio sul debito delle principali dieci società è sceso da BBB+ nel 2001 a B- nel 2003. Le imprese telecom sono state penalizzate per aver privilegiato investimenti onerosi in nuove tecnologie (come la trasmissione su fibra ottica o le licenze di telefonia mobile di terza generazione in Europa) che non hanno ancora prodotto i rendimenti



sperati. Oltre 60 di esse hanno richiesto l'ammissione alla procedura fallimentare fra il 2001 e il 2002, allorché l'eccesso di offerta ha scatenato una guerra dei prezzi e il giro di affari della clientela non è riuscito a tener fede a proiezioni oltremodo ottimistiche.

Nonostante la recente depressione, le esigenze di finanziamenti infrastrutturali a lungo termine rimangono elevatissime tanto nei paesi industriali quanto nelle economie in via di sviluppo. Solo negli Stati Uniti occorrono fra 1 300 e 1 900 nuove centrali elettriche per poter soddisfare la crescente domanda nei prossimi due decenni (National Energy Policy Development Group, 2001). Nei PVS sarebbero necessari investimenti annui per \$120 miliardi nel settore elettrico fino al 2010 (International Energy Agency, 2003).

... mantiene
inalterata la sua
rilevanza

Principali sfide poste dal finanziamento di progetti su vasta scala

Diverse caratteristiche che accomunano i grandi progetti (ad esempio, centrali elettriche, autostrade, aeroporti) ne rendono particolarmente problematico il finanziamento.

In primo luogo, essi richiedono cospicui investimenti indivisibili in attività ad uso specifico. Nella maggioranza dei settori industriali in cui viene impiegato il "project finance" – come quelli petrolifero, del gas naturale e petrolchimico – oltre il 50% del valore totale dei progetti è costituito da investimenti superiori al miliardo di dollari.

In secondo luogo, i progetti prevedono in genere due stadi principali – la costruzione e la fase operativa – caratterizzati da rischi e flussi finanziari alquanto diversi. La prima fase comporta principalmente rischi tecnologici e ambientali, mentre la seconda è esposta, fra gli altri, a rischi di mercato (fluttuazioni nei prezzi degli input o degli output) e politici⁴. Le spese in conto capitale si concentrano per la maggior parte nella fase iniziale di costruzione, i ricavi cominciano invece a maturare solo quando il progetto è entrato nella fase operativa.

In terzo luogo, il successo dei grandi progetti dipende dagli sforzi congiunti di diverse parti collegate (dal costruttore al fornitore degli input, dal governo ospite all'acquirente⁵); di conseguenza, un'inadeguata azione di coordinamento, la presenza di conflitti di interesse o fenomeni di "free riding" ad opera di uno dei partecipanti possono tradursi in costi significativi. Inoltre, la dirigenza dispone di una notevole discrezionalità nell'allocare i cash flow

⁴ Hainz e Kleimeier (2003) individuano tre ampie categorie di "rischio politico". La prima include i rischi di espropriazione, i rischi di conversione e di trasferimento valutari, nonché quelli di sconvolgimenti politici (guerre, sabotaggi, terrorismo, ecc.). La seconda comprende i rischi di modifiche normative impreviste o di insuccesso del governo nel ritoccare le tariffe in ragione di considerazioni politiche. La terza concerne infine i rischi pseudocommerciali che potrebbero scaturire nel caso in cui il progetto preveda l'intervento di fornitori o clienti pubblici con una discutibile capacità o disponibilità a onorare le obbligazioni contrattuali assunte nel progetto stesso.

⁵ L'acquirente ("off-taker") si impegna ad acquistare il prodotto del progetto sulla base di un accordo di acquisto ("off-take agreement") a lungo termine.

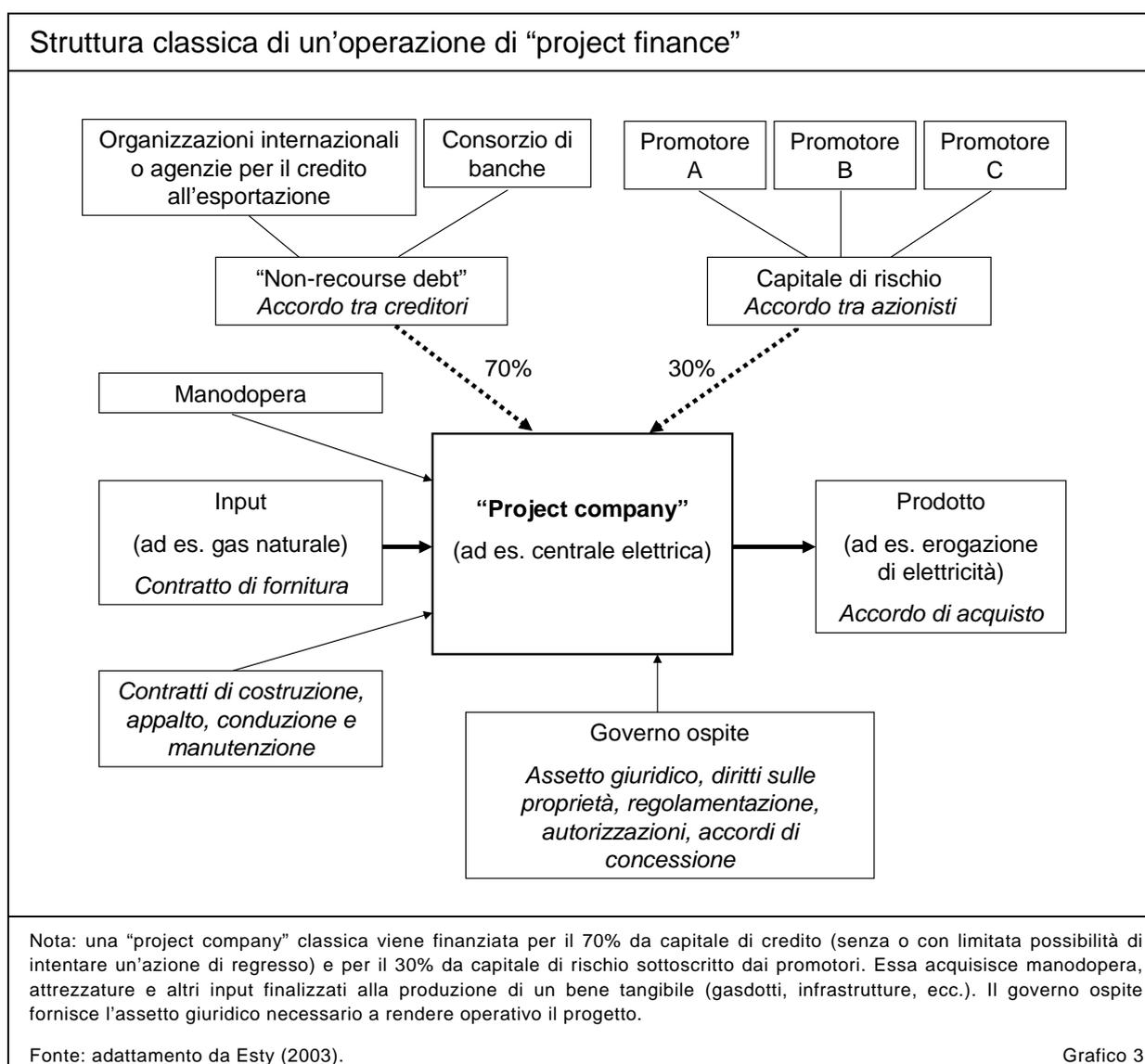
(solitamente cospicui) generati dal progetto in fase operativa, discrezionalità che potrebbe condurre a comportamenti opportunistici e a investimenti improduttivi.

Caratteristiche principali delle strutture di “project finance”

Talune caratteristiche tipiche delle strutture di “project finance” sono finalizzate alla gestione dei rischi descritti in precedenza.

Allo scopo di allineare gli incentivi e scoraggiare comportamenti opportunistici da parte dei soggetti coinvolti, nella finanza di progetto viene impiegata una varietà di contratti a lungo termine – quali accordi di costruzione, offerta, acquisto e concessione – e di strutture in compartecipazione. La società veicolo opera al centro di un’estesa rete di relazioni contrattuali, cercando di allocare i diversi rischi connessi con il progetto alle parti che meglio sono in grado di valutarli e controllarli: ad esempio, l’appaltatore si accolla il rischio di costruzione, mentre il rischio di un’insufficiente domanda del prodotto ricade sull’acquirente (grafico 3).

I conflitti di interesse vengono affrontati tramite ...



Obiettivo del “project finance” è quello di ricercare il giusto equilibrio tra l’esigenza di ripartire il rischio di cospicui impegni economici fra una pluralità di investitori e l’importanza di monitorare efficacemente l’operato della dirigenza, assicurando al tempo stesso l’azione coordinata di tutte le parti interessate.

... una rete di contratti ...

Un progetto complesso potrebbe presentare dimensioni tali da renderne impossibile il finanziamento da parte di una singola società. D’altronde, se l’emissione su larga scala di azioni od obbligazioni sul mercato dei capitali può contribuire a diversificare i rischi su una più vasta base di investitori, ciò potrebbe altresì rendere difficile controllare la discrezionalità dei responsabili nell’allocazione dei cash flow, con il rischio di incorrere in spese superflue. Nel “project finance”, invece, la proprietà del capitale azionario resta concentrata nelle mani di un numero limitato di promotori, mentre il credito viene fornito da un consorzio composto da un ristretto numero di banche. Tale concentrazione favorisce il monitoraggio dell’intera iniziativa da parte dei finanziatori, facilitando al tempo stesso l’applicazione di regole di governance concepite espressamente per il progetto allo scopo di evitare conflitti di interesse o investimenti non ottimali.

... lo stretto controllo della discrezionalità manageriale ...

L’assenza dell’azione di regresso sul debito (“non-recourse debt”) nel “project finance” concorre ulteriormente a limitare la discrezionalità della direzione, poiché collega direttamente gli introiti del progetto ai periodici rimborsi del prestito, riducendo in tal modo l’ammontare di cash flow disponibile.

... e la clausola “non-recourse” per il debito ...

La clausola “non-recourse”, unitamente all’indipendenza giuridica della società veicolo, rende inoltre possibile sostenere livelli di leva finanziaria molto maggiori di quanto gli sponsor non siano altrimenti in grado di fare con i propri bilanci. Difatti, nonostante una certa variabilità fra i vari settori, i valori medio e mediano dei rapporti debito/capitalizzazione complessiva per tutti i progetti finanziati con questa modalità negli anni novanta si aggirano intorno al 70%. Di solito, è possibile deconsolidare il “non-recourse debt”, e così facendo non si incrementa né il grado di leva né il costo del finanziamento nel bilancio dei promotori. Inoltre, l’impossibilità di esperire un’azione di regresso a carico di questi ultimi riduce il rischio di possibili *effetti di contagio*: anche nel caso di un fallimento del progetto, infatti, l’integrità finanziaria del promotore per quanto concerne la sua attività principale non viene messa a repentaglio.

Tuttavia, uno svantaggio del “non-recourse debt” risiede nel fatto che esso espone i prestatori ad alcuni rischi specifici che appaiono difficilmente diversificabili. Per far fronte alla peculiarità del rischio di credito nel “project finance” le banche creditrici ricorrono in misura sempre maggiore a strutture innovative di ripartizione del rischio, a fonti alternative di protezione del credito e a nuovi strumenti finanziari volti ad ampliare la base di investitori.

... mentre alla mancanza di diversificazione si è ovviato con ...

Sono attualmente allo studio strutture ibride, a metà strada tra la finanza di progetto e quella di impresa, in cui i prestatori non possono ricorrere ai promotori, ma i rischi inerenti ai singoli progetti vengono diversificati mediante il finanziamento di un portafoglio di attività, anziché delle singole iniziative. Fra le strutture ibride sempre maggiore diffusione assumono le partecipazioni miste pubblico-privato, in cui i finanziatori si assumono i rischi di costruzione e operativi, mentre i governi ospiti si accollano i rischi di mercato.

... strutture ibride di ripartizione del rischio ...

... garanzie contro il rischio politico ...

Crescente interesse attirano inoltre varie forme di protezione creditizia. Tra di esse figurano garanzie esplicite o implicite contro il rischio politico⁶, i derivati su crediti e i nuovi prodotti assicurativi di copertura dai rischi di natura macroeconomica, come i deprezzamenti valutari. Analogamente, fra i vari settori industriali del “project finance” è in aumento l’impiego delle *opzioni reali*⁷. Ne sono un esempio le iniziative delle industrie di raffinazione volte a diversificare la produzione fra i vari comparti (combustibili da riscaldamento, gasolio, benzina verde e prodotti petrolchimici) a seconda dei singoli prezzi di vendita, o le promozioni immobiliari aventi a oggetto locali a destinazione multipla, facilmente riadattabili per speculare sulle variazioni di prezzo degli immobili.

... cartolarizzazione e nuovi strumenti finanziari

Da ultimo, allo scopo di ripartire il rischio del “project finance” su un più ampio novero di partecipanti, le banche hanno di recente cominciato a cartolarizzare questa forma di finanziamento, mettendo così a disposizione degli investitori istituzionali un nuovo genere di investimento. Per accrescere la liquidità del comparto sono stati lanciati strumenti come “collateralised debt obligation” e fondi aperti⁸.

Struttura per scadenze degli spread creditizi nel “project finance”

Sulla struttura per scadenze degli spread incidono ...

I rischi specifici insiti nel finanziamento di progetti complessi e le principali caratteristiche delle strutture di “project finance” illustrate nelle sezioni precedenti (in particolare, l’alto grado di leva finanziaria e l’esclusione di diritti di regresso) hanno implicazioni importanti sulla struttura per scadenze degli spread creditizi per questa classe di attività.

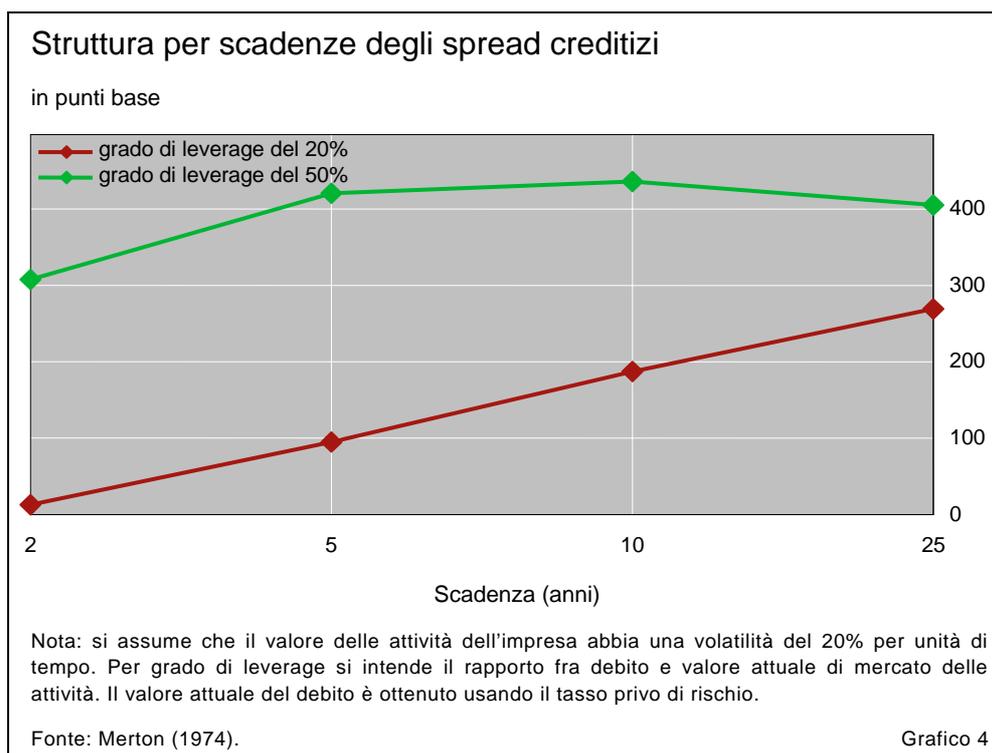
... gli alti indici di leva finanziaria ...

Anzitutto, in base al modello comunemente utilizzato per il pricing di titoli di credito proposto originariamente da Merton nel 1974 per gli emittenti obbligazionari maggiormente indebitati, ci si dovrebbe attendere una configurazione a campana della struttura per scadenze degli spread creditizi

⁶ Una garanzia esplicita consiste in un classico contratto di assicurazione contro specifici eventi di rischio politico (trasferibilità e convertibilità, espropriazione, modifiche normative da parte del paese ospitante, guerre, ecc.) che viene proposto anche da taluni assicuratori commerciali. La “garanzia implicita” funziona invece nel modo seguente: il finanziamento è di solito suddiviso in tranche, una delle quali viene sottoscritta dall’agenzia. Il mutuatario non può rendersi inadempiente su una determinata tranche senza rendersi inadempiente anche sulla tranche sottoscritta dall’agenzia. Per agenzia si intende un governo del G10 o una banca sovranazionale di sviluppo con un riconosciuto status di creditore privilegiato. Un’insolvenza a carico dell’agenzia comporta costi politici e finanziari aggiuntivi che il paese ospitante preferisce evitare, giacché le agenzie svolgono generalmente la funzione di prestatori di ultima istanza per i governi ospiti che si trovino in difficoltà finanziarie.

⁷ Simili alle *opzioni finanziarie*, ossia a quegli strumenti derivati che conferiscono al detentore il diritto ma non l’obbligo di negoziare l’attività sottostante, le *opzioni reali* forniscono ai responsabili del progetto la discrezionalità, ma non l’“obbligo”, di assumere talune iniziative o strategie (in entrambi i casi, le opzioni vengono esercitate solo qualora ciò sia ritenuto conveniente ex post).

⁸ Fra i nuovi strumenti finanziari usati nel “project finance” figurano: *revenue bond* e *future-flow securitisation*, titoli di debito garantiti da un flusso certo futuro di proventi generato da un’attività; *compartment fund*, investimenti di capitale che offrono alle diverse classi di investitori titoli azionari con differenti livelli di subordinazione.



(grafico 4). Secondo questo approccio, il sottostante rischio di insolvenza è funzione principalmente di due componenti: 1) i livelli di indebitamento dell'impresa; 2) l'incertezza circa il valore delle sue attività alla scadenza. Visto che Merton postula un calo graduale degli indici di leverage nel tempo, posticipando la data del rimborso si riduce la probabilità che il valore delle attività scenda al disotto della soglia di inadempienza allo scadere del prestito. D'altra parte, una durata più lunga accresce anche l'incertezza circa il valore futuro delle attività dell'impresa. Per gli obbligati che presentano un basso grado di indebitamento iniziale prevale questa seconda componente, sicché si osserva generalmente una struttura per scadenze monotona crescente. Per gli obbligati con alto grado di indebitamento, viceversa, l'incremento nel rischio di inadempienza dovuto alla maggiore volatilità degli attivi sarà fortemente avvertito dai detentori dei titoli di credito nel breve termine; tuttavia, man mano che la scadenza si allunga, sarà la prima componente a prendere rapidamente il sopravvento, grazie al più ampio margine per la riduzione del rischio via via che il livello di indebitamento diminuisce. Ciò determina la configurazione a campana della struttura per scadenze degli spread creditizi per i debitori ad alto leverage⁹.

In secondo luogo, nonostante l'estesa rete di contratti di garanzia illustrata nel grafico 3, il rischio di credito del "non-recourse debt" resta in definitiva collegato al profilo temporale dei cash flow generati dal progetto. Di fatto, non è escluso che progetti finanziariamente affidabili nel lungo periodo presentino carenze di tesoreria nel breve. Ferme restando le altre condizioni, un allungamento della durata del prestito comporta minori rimborsi in linea capitale nelle

... il profilo temporale e l'incertezza dei cash flow ...

⁹ Man mano che gli indici di leverage si approssimano al 100%, la seconda componente diviene predominante e la struttura per scadenze diventa monotona decrescente.

fasi iniziali del progetto. Ciò contribuisce ad allentare i vincoli di liquidità della “project company”, riducendo così il rischio di insolvenza. Conseguentemente, per questa modalità di finanziamento i prestiti a lungo termine dovrebbero essere considerati meno rischiosi di quelli a breve.

In terzo luogo, sul rischio di credito del “non-recourse debt” potrebbe influire non solo il profilo temporale, ma anche l’incertezza dei cash flow generati dal progetto e come essa evolve durante i vari stati di avanzamento. Il riuscito completamento delle fasi di costruzione e di avviamento può infatti ridurre significativamente le residue fonti di incertezza che incidono sull’integrità finanziaria dell’intero progetto. Per ogni anno di allungamento della scadenza del prestito dopo il termine previsto per l’avvio della fase operativa del progetto è senz’altro ipotizzabile un incremento dei premi al rischio ex ante, ma solo a un ritmo decrescente¹⁰.

... nonché le
garanzie contro il
rischio politico

Vi sono infine altri due fattori che potrebbero incidere sulla struttura per scadenze: 1) la maggiore esposizione al rischio politico dei finanziamenti di grandi progetti infrastrutturali; 2) la disponibilità di forme di assicurazione contro tale rischio concentrate sul segmento a lungo termine. Sebbene in linea di principio scadenze lunghe e rischio politico rappresentino due distinte fonti di incertezza, le banche che investono nei mercati emergenti sono spesso disposte a impegnarsi per periodi più lunghi solo in presenza di garanzie esplicite o implicite da parte di banche multilaterali di sviluppo o agenzie per il credito all’esportazione. Giacché le garanzie contro il rischio politico si accompagnano generalmente ai prestiti con scadenze più lunghe¹¹, a parità di altre condizioni i finanziatori non dovrebbero necessariamente presumere che i prestiti a lungo termine coperti contro questo tipo di rischio siano più rischiosi di quelli a breve non coperti.

Analisi comparativa degli spread creditizi sul mercato internazionale dei prestiti sindacati

Come asserito in precedenza, in virtù di alcune caratteristiche peculiari del “project finance” la struttura per scadenze degli spread creditizi di questa classe di prestiti non presenta necessariamente l’inclinazione monotona crescente osservata per altre forme di finanziamento. In questa sezione si cercherà di dimostrare la fondatezza empirica di questa tesi.

La struttura per
scadenze degli
spread mostra una
configurazione
a campana

Il grafico 5 illustra il differenziale rispetto al Libor di alcuni prestiti rappresentativi relativi a progetti realizzati in paesi industriali o emergenti, finanziati per tranche a scadenze diverse. Il profilo generale mostrato nel grafico indica che la struttura per scadenze di tali spread potrebbe presentare una configurazione a campana.

¹⁰ Ciò è in linea con l’ipotesi di “risoluzione sequenziale dei rischi” (Wilson, 1982).

¹¹ Ad esempio, la Banca mondiale ha lanciato uno speciale fondo di garanzia parziale che copre unicamente il rischio di eventi di inadempienza che intervengono negli ultimi anni del prestito. Ciò incoraggia i prestatori privati ad allungare la scadenza dei loro crediti.

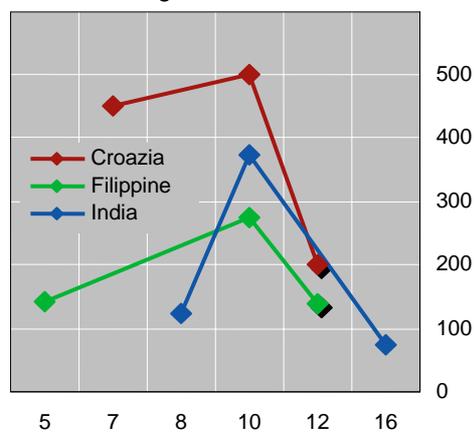
Struttura per scadenze degli spread creditizi nel "project finance"

differentiale rispetto al Libor, in punti base

Paesi industriali



Mercati emergenti



Scadenza (anni)

Nota: i vari punti collegati fra loro indicano diversi prestiti erogati a fronte dello stesso progetto. La rappresentazione grafica riguarda cinque progetti rappresentativi lanciati in paesi industriali o emergenti. I punti ombreggiati (Croazia e Filippine) segnalano l'esistenza di garanzie contro il rischio politico.

Fonte: ProjectWare di Dealogic.

Grafico 5

Per verificare questa ipotesi sono stati estratti dagli archivi Loanware di Dealogic – uno dei principali fornitori di dati sui crediti sindacati – gli spread ex ante rispetto al Libor per un campione rappresentativo di prestiti¹². Si è cercato di spiegare tali spread in relazione ad alcune microcaratteristiche del prestito (ammontare, scadenza, garanzie di terzi, settore di appartenenza del mutuatario, ecc.) unitamente a variabili di controllo fra cui taluni indicatori macroeconomici (crescita del PIL reale, inflazione, saldo del conto corrente, ecc.) del paese del mutuatario all'epoca dell'accensione del prestito, oltre a fattori macroeconomici globali (come tassi di interesse mondiali e indice EMBI).

I coefficienti stimati per la scadenza del prestito e la sua conversione logaritmica riportati nella tabella 1 indicano che nella finanza di progetto la relazione fra spread ex ante e scadenza assume di fatto una configurazione a campana¹³, mentre per tutti gli altri tipi di crediti essa presenta invece una inclinazione monotona crescente¹⁴. Questo risultato è valido tanto per i paesi

¹² Nel periodo 1997–2003 i prestiti sindacati internazionali costituivano circa l'80% dei flussi complessivi di finanziamenti di progetti (fonte: Thomson Financial).

¹³ Alle scadenze brevi prevale il termine logaritmico positivo, che determina il segmento crescente nell'inclinazione della curva per scadenze. All'aumentare della scadenza predomina invece il termine lineare negativo, responsabile del segmento decrescente della curva.

¹⁴ Il corrispondente coefficiente stimato sul "logaritmo della scadenza" nella tabella 1 non è statisticamente significativo. Si perviene allo stesso risultato impiegando funzioni alternative non lineari della scadenza (ad esempio, funzioni quadratiche).

industriali quanto per l'area emergente, e ha superato numerosi test econometrici di controllo¹⁵.

Le garanzie fornite da BMS o ACE attenuano il rischio politico nei paesi emergenti ...

Le regressioni riportate nella tabella 1 considerano altresì l'impatto prodotto sugli spread dal rischio politico e dalle garanzie contro tale rischio. Il rischio politico viene misurato dall'indice di corruzione fornito da Transparency International¹⁶. Stando ai risultati, mentre la corruzione non rappresenta un problema significativo per il "project finance" nei paesi industriali, i prestatori che finanziano progetti nelle economie emergenti applicano sistematicamente un premio più elevato sui mutuatari provenienti da paesi caratterizzati da un più elevato rischio politico. Quest'ultimo, tuttavia, sembra essere efficacemente attenuato dall'intervento di banche multilaterali di sviluppo (BMS) o agenzie per il credito all'esportazione (ACE). In effetti, la tabella 1 mostra che, ceteris paribus, il prezzo medio dei crediti assistiti da garanzie contro il rischio politico offerte da tali organismi è di circa 50 punti base più basso.

... e permettono di allungare le scadenze

Dalle risultanze dell'analisi emerge inoltre come la disponibilità di garanzie da parte di BMS/ACE contribuisca effettivamente ad allungare le scadenze dei finanziamenti di progetti nei mercati emergenti. Tuttavia, anche se si tiene conto di tale effetto includendo nelle regressioni della tabella 1 un termine di interazione fra scadenza e garanzie, la curva della relazione stimata tra spread e scadenza continua a evidenziare una forma a campana¹⁷. Ciò appare in linea con l'ipotesi secondo cui, pur confermandosi il fatto che i finanziatori impiegano le garanzie contro il rischio politico soprattutto per i prestiti a più lungo termine, la configurazione a campana della struttura per scadenze sia da ricondursi ad alcune caratteristiche più di fondo del "project finance".

Determinanti microeconomiche degli spread creditizi			
Variabile dipendente: spread	Prestiti di "project finance"		Altri prestiti
	Paesi industriali	Paesi emergenti	
Scadenza	-5,258**	-5,039*	7,066**
Logaritmo della scadenza	52,426**	33,184**	-0,761
Indice di corruzione	-0,792	19,340**	13,339**
Garanzie di BMS/ACE	11,872	-58,324**	-48,147**
Numero di osservazioni	331	687	12,393
R ² corretto	0,259	0,337	0,329

Nota: sono riportati solo i regressori rilevanti. I simboli * e ** indicano la significatività statistica ai livelli del 5 e 1% rispettivamente.

Fonte: Sorge e Gadanez (2004). Tabella 1

¹⁵ Inclusi test di endogeneità e per la selezione del campione, nonché verifiche di robustezza per gamma di scadenze analizzata, piani di rimborso, rating obbligazionari, clausole contrattuali e tassi fissi/variabili. Per maggiori dettagli, cfr. Sorge e Gadanez (2004).

¹⁶ Nella regressione riportata in tabella, un indice più elevato indica un maggior grado di corruzione nel sistema politico del paese ospitante.

¹⁷ Per un maggiore approfondimento, cfr. Sorge e Gadanez (2004).

Conclusioni

Nel presente studio monografico è stata analizzata la particolare natura del rischio di credito nelle operazioni di "project finance". Dall'analisi di alcune tendenze e caratteristiche peculiari di questo mercato sono emerse due principali risultanze. In primo luogo, a differenza di altre tipologie di credito, nel finanziamento di progetti gli spread creditizi sembrano evidenziare una struttura per scadenze a campana. In secondo luogo, il rischio politico e le connesse garanzie hanno un impatto significativo sugli spread applicati a questo tipo di prestiti nei paesi emergenti.

Occorre tuttavia una certa cautela nell'interpretare tali risultati. In assenza di rating riferiti ai singoli progetti, l'analisi si basa su alcune caratteristiche di rischio a livello micro e macroeconomico che possono rappresentare proxy imperfette della qualità creditizia dei singoli progetti. Inoltre, gli spread in fase di accensione del prestito riflettono solo una valutazione ex ante del rischio di credito. In futuro, lo sviluppo di un mercato secondario per i prestiti di "project finance" potrebbe contribuire a chiarire ulteriormente il profilo temporale del rischio di credito per questa classe di finanziamenti.

Una più approfondita conoscenza dei rischi insiti nella finanza di progetto e del loro evolversi nel tempo è importante sia per gli operatori del mercato sia per i policymaker. In particolare, lo sviluppo della ricerca in quest'ambito potrebbe favorire l'applicazione di requisiti patrimoniali sensibili al rischio, che forniscano agli operatori gli incentivi per un'allocazione a un tempo prudente ed efficiente delle risorse fra le varie opportunità di investimento. È questo un aspetto particolarmente rilevante, considerando il ruolo chiave svolto nel "project finance" dalle grandi banche internazionali e il fondamentale contributo che questa forma di finanziamento può apportare alla crescita economica, specie nei paesi emergenti.

Riferimenti bibliografici

Esty, B. (2003): "The economic motivations for using project finance", mimeo, Harvard Business School.

Hainz, C. e S. Kleimeier (2003): "Political risk in syndicated lending: theory and empirical evidence regarding the use of project finance", *LIFE working paper* 03-014, giugno.

International Energy Agency (2003): "World energy investment outlook", Parigi.

Merton, R.C. (1974): "On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates", *Journal of Finance*, 29(2), pagg. 449-470.

National Energy Policy Development Group (2001): "U.S. national energy policy", Washington D.C.

Sorge, M. e B. Gadanez (2004): "The term structure of credit spreads in project finance", *BIS Working Papers*, n. 159.

Wilson, R. (1982): "Risk measurement of public projects", in *Discounting for time and risk in energy policy*, Resources for the Future, Washington D.C.

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

Anche dopo la sua pubblicazione a fine giugno, il nuovo Schema di regolamentazione del patrimonio (Basilea 2) ha continuato a richiamare l'attenzione; dalle questioni relative all'adesione, l'interesse si è spostato agli aspetti applicativi. Più in generale, è stata l'analisi delle vulnerabilità del sistema finanziario internazionale e delle connesse sfide a tenere banco nel periodo sotto rassegna. La tabella 1 riassume cronologicamente, suddivise per organismo, alcune delle iniziative più recenti.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB pubblica un nuovo documento su gestione e controllo del rischio di tasso di interesse ...

In luglio il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato una versione riveduta di un documento del 1997 sui principi per la gestione del rischio di tasso di interesse. Il nuovo documento, dal titolo *Principles for the management and supervision of interest rate risk*, è stato elaborato in piena conformità con il metodo per il rischio di tasso di interesse nel "banking book" previsto dal secondo pilastro del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale, che stabilisce norme dettagliate per l'adozione di requisiti patrimoniali minimi più sensibili al rischio da parte delle organizzazioni bancarie.

... e un documento relativo all'applicazione del Basilea 2

Il Comitato ha inoltre pubblicato il documento di discussione *Implementation of Basel II: practical considerations*, in cui riprende l'opinione da tempo sostenuta secondo cui la diffusione del nuovo schema non rappresenta il traguardo, bensì una pietra miliare lungo il cammino intrapreso per incoraggiare il processo di convergenza internazionale dei requisiti patrimoniali. Con la pubblicazione di questo documento il Comitato riconosce che, sebbene il nuovo schema sia stato elaborato per affrontare problematiche di ordine globale, la sua applicazione nell'immediato futuro potrebbe non figurare tra le priorità delle autorità di vigilanza di molti paesi al di fuori del G10. Anzi, considerati i vincoli imposti dalle risorse nazionali e le limitazioni di altra natura, non è da escludere che alcuni paesi siano chiamati a risolvere questioni regolamentari più urgenti prima di aderire al Basilea 2, al fine di

rafforzare i propri sistemi finanziari¹. Nondimeno, le autorità di vigilanza di numerosi paesi non rappresentati in seno al Comitato hanno già iniziato a interessarsi delle problematiche applicative e, per favorire questo processo, lo scorso anno il CBVB ha incaricato un gruppo di lavoro di fornire loro indicazioni pratiche per la transizione al nuovo schema. Il documento, che non vuole porsi come un'interpretazione del Basilea 2, riassume quanto discusso dal gruppo di lavoro, proponendo soluzioni adattabili alle varie giurisdizioni.

Principali iniziative dei Comitati con sede in Basilea e di altri organismi			
Comunicati stampa e pubblicazioni nel periodo sotto rassegna			
Organismo	Iniziativa	Temi	Data di pubblicazione
CBVB	<i>Implementation of Basel II: practical considerations</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Costi e vantaggi dell'applicazione a livello nazionale • Applicazione dei singoli pilastri • Modifiche allo schema normativo e regolamentare 	luglio 2004
	<i>Principles for the management and supervision of interest rate risk</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Fonti del rischio di tasso di interesse • Prassi corrette, politiche e procedure • Controlli interni, pubblicità delle informazioni e vigilanza 	
	<i>Capital treatment of certain items under International Financial Reporting Standards (IFRS)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Impatto sul patrimonio di vigilanza 	
	XIII Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria	<ul style="list-style-type: none"> • Impegno per una più stretta cooperazione 	settembre 2004
Joint Forum ¹	<i>Outsourcing in financial services</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Principi direttori, tendenze attuali • Sviluppi regolamentari, rischi principali 	agosto 2004
	<i>Credit risk transfer</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Grado di trasferimento del rischio di credito (TRC) tramite strumenti e/o transazioni • Comprensione dei potenziali rischi da parte degli operatori • Rischio di concentrazione dovuto al TRC 	ottobre 2004
FSF	XII Incontro e rapporto di avanzamento	<ul style="list-style-type: none"> • Vulnerabilità del sistema finanziario • Regolamentazione del settore finanziario • Questioni relative a precedenti timori 	settembre 2004
<p>¹ Il Joint Forum è stato istituito nel 1996 sotto l'egida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), dell'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e dell'International Association of Insurance Supervisors (IAIS).</p> <p>Fonte: siti web degli organismi considerati (www.bis.org e www.fsforum.org).</p>			

Tabella 1

¹ L'FMI e la Banca mondiale hanno segnalato che le future valutazioni dei settori finanziari dei paesi che abbiano deciso di non adottare il Basilea 2 non si fonderanno su di esso, bensì sulla performance rilevata in relazione agli standard prescelti.

Il CBVB sconsiglia di aggiustare la misurazione del patrimonio con l'applicazione degli IFRS

In uno spirito analogo, e alla luce delle precedenti discussioni in merito al potenziale impatto dell'applicazione dei principi contabili internazionali (IFRS) sul patrimonio di vigilanza, nonché all'opportunità di un aggiustamento di questa misura, il CBVB ha annunciato che non intende per il momento incoraggiare le autorità di vigilanza nazionali a modificare l'attuale schema di adeguatezza patrimoniale, né tantomeno la definizione di patrimonio.

Le autorità di vigilanza bancaria di 120 paesi promettono una più stretta cooperazione

In occasione della XIII Conferenza internazionale delle autorità di vigilanza bancaria tenutasi a Madrid a fine settembre, i rappresentanti di oltre 120 paesi hanno annunciato l'impegno a favore di una più intensa cooperazione, volta a consolidare la stabilità del sistema finanziario e a sollecitare progressi nella gestione del rischio da parte delle banche. Gli intervenuti hanno discusso in merito all'applicazione del nuovo schema internazionale sui requisiti patrimoniali delle banche e alle problematiche di attualità in ambito contabile. Particolare enfasi è stata posta sulla necessità di rafforzare l'infrastruttura bancaria e prudenziale tramite l'applicazione dei principi sottesi al Basilea 2. Obiettivo della conferenza è quello di promuovere la cooperazione tra le autorità nazionali per la vigilanza sulle organizzazioni bancarie attive a livello internazionale. Essa viene tenuta con cadenza biennale dal 1979, e quest'anno è stata organizzata congiuntamente dal Banco de España e dal CBVB.

Joint Forum

Il Joint Forum pubblica due rapporti su diversi aspetti dell'outsourcing ...

In agosto il Joint Forum ha pubblicato un rapporto intitolato *Outsourcing in financial services*, in cui viene riconosciuta la tendenza globale delle imprese internazionali di servizi finanziari ad affidare sempre più spesso a terzi attività che venivano in precedenza svolte internamente. Il rapporto esamina lo sviluppo e altri aspetti caratteristici dell'outsourcing, illustrandone i potenziali rischi per le singole imprese in particolare e per il settore finanziario in generale. Esso presenta inoltre una serie di principi per prassi corrette destinati ai soggetti impegnati nell'esternalizzazione di attività e intesi a fornire requisiti minimi di riferimento con cui valutare le esperienze individuali in tale ambito. I principi sono stati elaborati dal Joint Forum in collaborazione con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), che sta mettendo a punto principi specifici per il settore mobiliare. Il Joint Forum e l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) valuteranno l'opportunità di linee guida supplementari per i settori bancario e assicurativo.

... e sull'impatto del trasferimento del rischio di credito sulla stabilità finanziaria

In risposta a una richiesta del Forum per la stabilità finanziaria (FSF), il Working Group on Risk Assessment and Capital del Joint Forum ha pubblicato in ottobre un attesissimo rapporto, *Credit risk transfer*, che affronta tre quesiti sollevati dallo stesso FSF in materia di trasferimento del rischio di credito: gli strumenti/le transazioni disponibili consentono di operare un trasferimento effettivo del rischio? qual è il grado di comprensione dei rischi connessi da parte degli operatori? le attività di trasferimento possono portare a inopportune concentrazioni del rischio di credito? Secondo le conclusioni cui giunge il rapporto, i derivati su crediti hanno finora dato buoni risultati nel trasferimento del rischio, gli operatori sembrano perlopiù consapevoli dei rischi connessi e le

concentrazioni di rischio di credito non rappresentano una minaccia immediata per la stabilità finanziaria.

Forum per la stabilità finanziaria

In settembre ha avuto luogo a Washington D.C. il XII Incontro del Forum per la stabilità finanziaria, dove sono state affrontate varie questioni attinenti a sei principali tematiche: potenziali vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale, standard internazionali per il settore finanziario, trasferimento del rischio di credito, riassicurazione, centri finanziari offshore, "reporting" finanziario.

Riguardo alle *vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale*, i partecipanti hanno ampiamente convenuto che dalla loro riunione di marzo il contesto macroeconomico per i mercati finanziari è generalmente migliorato. Molti dei fattori avversi di rischio precedentemente rilevati si sono attenuati e la capacità di resistenza agli shock dei principali sistemi finanziari ha continuato a crescere. L'FSF, che ritiene vi siano ancora margini di miglioramento, ha identificato diversi ambiti da tenere sotto stretta osservazione nei mesi a venire, tra cui: il possibile impatto di una rimozione dello stimolo delle politiche; i potenziali effetti sulla crescita e sull'inflazione di prezzi petroliferi elevati per un periodo prolungato di tempo; i protratti squilibri esterni e di bilancio in numerosi paesi; le continue incertezze riguardo all'andamento dell'economia cinese; la resilienza delle economie emergenti a questi sviluppi. I membri del Forum hanno inoltre passato in rassegna le fragilità del settore finanziario. Essi hanno preso atto dei più elevati livelli patrimoniali nel sistema finanziario e discusso delle potenziali cause della maggiore volatilità e del deterioramento della liquidità nei mercati. Si sono inoltre analizzati l'impatto del crescente afflusso di capitali verso gli hedge fund sul funzionamento del mercato e sul profilo di rischio delle istituzioni finanziarie, nonché i progressi finora compiuti per rafforzare i dispositivi di continuità operativa nei principali centri finanziari.

In tema di *standard per il settore finanziario* sono state passate in rassegna le possibilità per migliorarne l'applicazione nei settori bancario, mobiliare e assicurativo, sulla base delle esperienze maturate nel quadro del Financial Sector Assessment Program (FSAP) condotto congiuntamente dall'FMI e dalla Banca mondiale². I partecipanti hanno considerato il trattamento dei requisiti per una solida vigilanza e regolamentazione, la coerenza della metodologia di applicazione, la regolamentazione intersettoriale e internazionale, gli aspetti di governance regolamentare e di governo societario e l'informativa al pubblico. Secondo le conclusioni del Forum, si tratta di questioni che meritano ulteriore considerazione da parte delle autorità internazionali di normazione, in collaborazione con le istituzioni finanziarie internazionali.

L'FSF passa in rassegna le vulnerabilità nel sistema finanziario globale ...

... incoraggia i lavori in tema di standard per il settore finanziario ...

² L'FSAP si sta progressivamente affermando come standard mondiale per le autorità nazionali e riveste un ruolo chiave nel nuovo sistema di segnalazione periodica in materia di stabilità finanziaria adottato da numerose banche centrali. Cfr. il *Financial Stability Report* della Reserve Bank of New Zealand (www.rbnz.govt.nz/finstab/fsreport/fsr_oct2004.pdf) per un recente esempio di come l'FSAP sia utilizzato per valutare le esperienze nazionali.

... discute delle iniziative relative ai centri finanziari offshore ...

In materia di *centri finanziari offshore* (CFO) il Forum ha analizzato le iniziative di diversi organi internazionali – segnatamente CBVB, FMI, IOSCO e Offshore Group of Banking Supervisors – volte a migliorare lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra le autorità dei CFO e di altre giurisdizioni in materia prudenziale e regolamentare. Sono stati osservati miglioramenti generali sotto il profilo sia della cooperazione sia dello scambio di informazioni, benché in quest'ultimo ambito permangano problemi in relazione alle indagini sulle violazioni delle leggi in materia di valori mobiliari. Il Forum ritiene che siano necessari maggiori progressi e nuovi strumenti – basati su criteri oggettivi e procedimenti efficaci – per riconoscere e catalizzare i miglioramenti, prendendo spunto dalle valutazioni effettuate dai CFO, dall'FMI e dallo IOSCO.

... e riferisce sugli sviluppi nell'ambito dei principi contabili internazionali

I membri del Forum sono stati poi informati circa gli ultimi sviluppi nell'ambito dei *principi contabili internazionali*, ivi compresi i progetti dell'International Accounting Standards Board (IASB) e le discussioni in materia di convergenza tra IASB e Financial Accounting Standards Board statunitense³. Per quanto concerne la *qualità dell'audit* e la *sorveglianza dei revisori*, sono state espresse preoccupazioni per i ritardi nella creazione di un organo indipendente incaricato di monitorare le attività di normazione dell'IFAC e ne è stata sollecitata l'istituzione in tempi brevi.

³ Successivamente alla riunione principale del Forum, in ottobre si è tenuta una tavola rotonda organizzata congiuntamente dall'International Federation of Accountants (IFAC) e dallo IASB in cui si sono valutate alcune questioni sollevate dall'applicazione delle nuove norme IFRS nel 2005.