

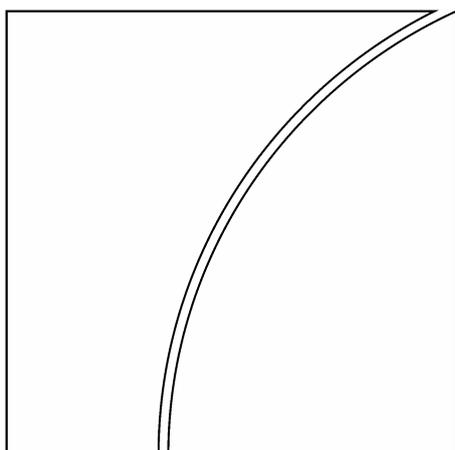


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2005

Evoluzione dell'attività sui
mercati bancari e finanziari
internazionali



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento monetario ed economico

Comitato editoriale:

Claudio Borio
Már Gudmundsson
Robert McCauley

Frank Packer
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Per informazioni di carattere generale sul contenuto della presente Rassegna rivolgersi a Frank Packer (tel. +41 61 280 8449, e-mail: frank.packer@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 Philippe Mesny (tel. +41 61 280 8425, e-mail: philippe.mesny@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 2005. Tutti i diritti riservati. Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2005

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: rivalutazione del rischio sui mercati	1
<i>Aumentano i differenziali creditizi</i>	1
<i>Riquadro: Prove di stress sui mercati creditizi:</i>	
<i>il declassamento di GM e Ford</i>	7
<i>Tornano a scendere i rendimenti a lungo termine</i>	9
<i>La ridotta propensione al rischio deprime i listini azionari</i>	12
2. Il mercato bancario internazionale	15
<i>I prestiti interbancari alimentano la crescita delle attività</i>	15
<i>Le banche incanalano i depositi verso titoli di debito</i>	17
<i>Rimpatrio di depositi dietro all'afflusso verso i mercati emergenti</i>	20
<i>Riquadro: La presenza di banche estere sui mercati creditizi interni</i>	22
<i>Riquadro: I prestiti sindacati internazionali nel primo trimestre 2005</i> ...	31
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	33
<i>Nuovo aumento delle emissioni nell'area dell'euro</i>	33
<i>L'offerta alimenta la domanda di duration</i>	35
<i>Quadro composito per la raccolta negli Stati Uniti e in Giappone</i>	37
<i>La forte propensione al rischio continua a sospingere</i>	
<i>le emissioni ad alto rendimento</i>	38
<i>Balzo della raccolta dei mercati emergenti con l'aumento dei rating</i>	39
<i>Crescono le emissioni dei mercati emergenti in moneta locale</i>	42
<i>Riquadro: Spread obbligazionari e anticipazione delle</i>	
<i>variazioni dei rating sovrani</i>	43
4. I mercati degli strumenti derivati	45
<i>Attività vivace lungo l'intera curva dei rendimenti</i>	45
<i>Prosegue l'espansione dell'attività in contratti valutari</i>	48
<i>Crescono le contrattazioni su indici azionari, ma a un ritmo inferiore</i>	50
<i>Invariate le negoziazioni di prodotti su merci</i>	50
<i>Robusta crescita delle contrattazioni fuori borsa</i>	51
<i>Crescono gli ammontari nozionali, specie nel segmento</i>	
<i>dei tassi di interesse</i>	53
<i>Credit default swap</i>	54
<i>Sensibile aumento dei valori lordi di mercato</i>	55
<i>Le contrattazioni di borsa non seguono la crescita del mercato OTC</i>	55

Sezioni monografiche

Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali	57
<i>Benjamin H. Cohen</i>	
<i>Fattori che influenzano la scelta della valuta di denominazione</i>	58
<i>Strategia di modellizzazione e risultati</i>	61
<i>Conclusioni</i>	69

Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating	73
<i>Ingo Fender e Janet Mitchell</i>	
<i>Cos'è la finanza strutturata?</i>	75
<i>La complessità della finanza strutturata</i>	77
<i>I rischi della finanza strutturata</i>	80
<i>Riquadro: Rating e profili di rischio degli strumenti di finanza</i> <i>strutturata</i>	83
<i>Alcune implicazioni</i>	84
 Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati	 87
<i>Guonan Ma ed Eli M. Remolona</i>	
<i>I mercati obbligazionari in moneta locale dell'Est asiatico</i>	88
<i>La cooperazione regionale e il progetto dell'ABF2</i>	90
<i>Riquadro: Configurazione del PAIF, fondo obbligazionario</i> <i>indicizzato liquido panasiatico</i>	93
<i>Ostacoli già rimossi</i>	95
<i>Incentivi per un'ulteriore riduzione degli impedimenti</i>	96
<i>Conclusioni</i>	98
 Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	101
<i>Comitato sul sistema finanziario globale</i>	102
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i>	104
<i>Joint Forum</i>	104
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	105
 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: rivalutazione del rischio sui mercati

Con il disimpegno degli investitori dalle attività a più alto rischio, nel marzo 2005 i mercati creditizi e azionari hanno cominciato a perdere terreno. I primi hanno subito la maggiore fase di vendite dal 2002, mentre le borse valori hanno ceduto gran parte dei guadagni realizzati dal 2004. Al tempo stesso, i rendimenti a lungo termine sui principali mercati sono scesi in prossimità o persino al disotto dei precedenti minimi, anche a causa della “fuga” degli investitori verso la qualità. I mercati paiono essersi stabilizzati a metà maggio, ma resta da vedere se la fase di turbolenza nel comparto creditizio sia realmente terminata.

Le notizie relative a imprese o settori specifici – in particolare quelle sulle difficoltà di alcuni costruttori automobilistici USA – hanno avuto un ruolo importante nel disinvestimento dalle attività più rischiose, così come la debolezza degli indicatori economici, soprattutto in aprile. In maggio la pubblicazione di dati migliori del previsto ha favorito un recupero delle quotazioni azionarie. Tuttavia, fino a metà mese gli spread creditizi hanno continuato ad ampliarsi – e i rendimenti dei titoli pubblici a calare – di riflesso al nervosismo provocato da possibili rischi di cedimento. Sempre in maggio, la straordinaria volatilità nel comparto dei *credit default swap* (CDS) ha aggravato il clima di incertezza, quantunque i mercati abbiano reagito in modo generalmente ordinato alla fase di vendite.

Nonostante l'aumento degli spread creditizi, le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli per molti prenditori. Di fatto, in virtù del basso livello dei rendimenti nominali, i costi della raccolta sono rimasti prossimi ai minimi storici sulle scadenze più lunghe. Talune nuove emissioni obbligazionarie sono state rinviate o annullate, ma i mutuatari con migliore affidabilità creditizia non hanno incontrato particolari difficoltà nel reperire fondi. Rientrano in questo gruppo numerosi prenditori dell'area emergente. Di recente gli spread sul debito dei mercati emergenti si sono ampliati in misura assai minore rispetto a precedenti episodi di *repricing*.

Aumentano i differenziali creditizi

Gli spread creditizi cominciano ad ampliarsi in marzo ...

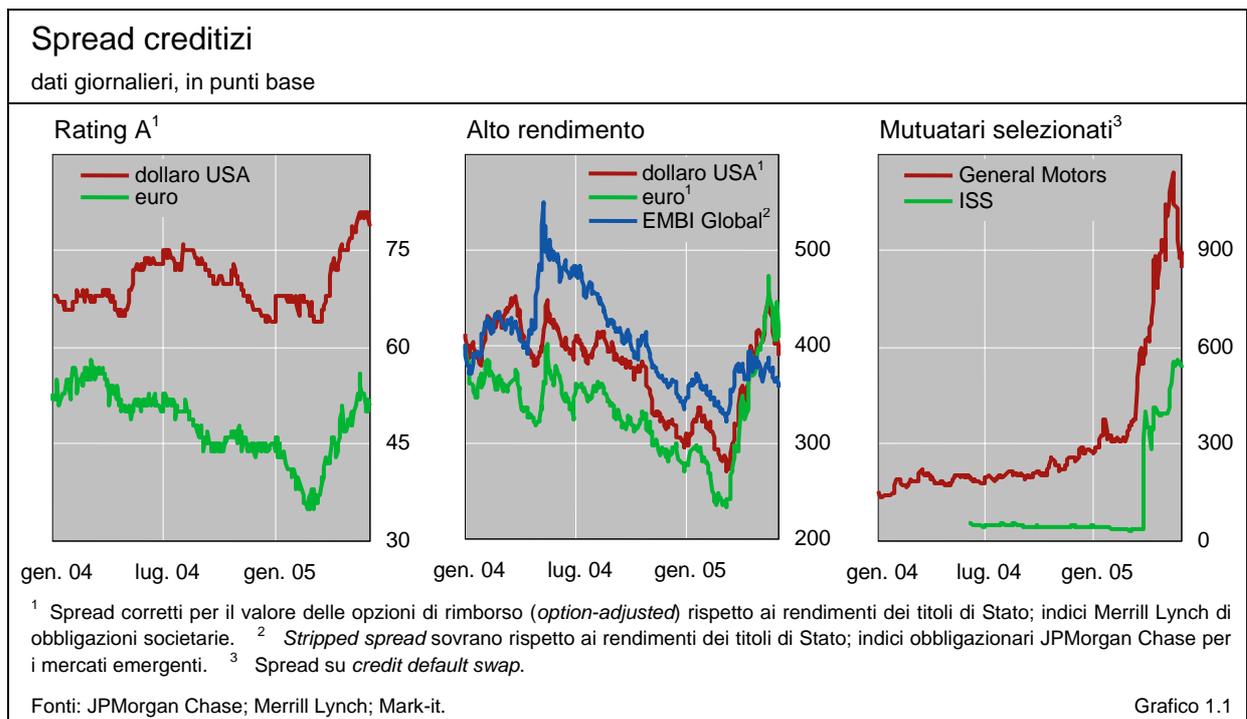
Dopo un calo pressoché ininterrotto dall'ottobre 2002, gli spread sulle obbligazioni di mercati emergenti e imprese hanno subito un'inversione a metà

marzo 2005 (grafico 1.1). Dal minimo toccato il 9 di quel mese, i differenziali sugli indici di titoli societari in dollari USA con rating A sono aumentati di quasi 20 punti base, fino a raggiungere un massimo di 81 punti il 17 maggio. Gli spread sui titoli societari ad alto rendimento sono cresciuti nello stesso periodo di 185 punti base, a 457 punti. A metà maggio sembra essere subentrata una certa stabilizzazione. Nondimeno, ai primi di giugno non era ancora chiaro se la fase di vendite rappresentasse un importante punto di svolta o solo una temporanea battuta di arresto nella lunga dinamica discendente degli spread.

L'ampliamento dei differenziali tra metà marzo e metà maggio non è stato eccezionalmente brusco né particolarmente deleterio per le condizioni creditizie generali. In precedenti episodi esso era stato assai maggiore – ad esempio dopo la moratoria russa dell'agosto 1998 o il collasso di WorldCom a metà 2002. Va inoltre rilevato che, persino ai valori massimi registrati di recente, gli spread sui titoli privati ed emergenti sono rimasti prossimi ai livelli di un anno fa e ben al disotto di quelli del 2002 e 2003.

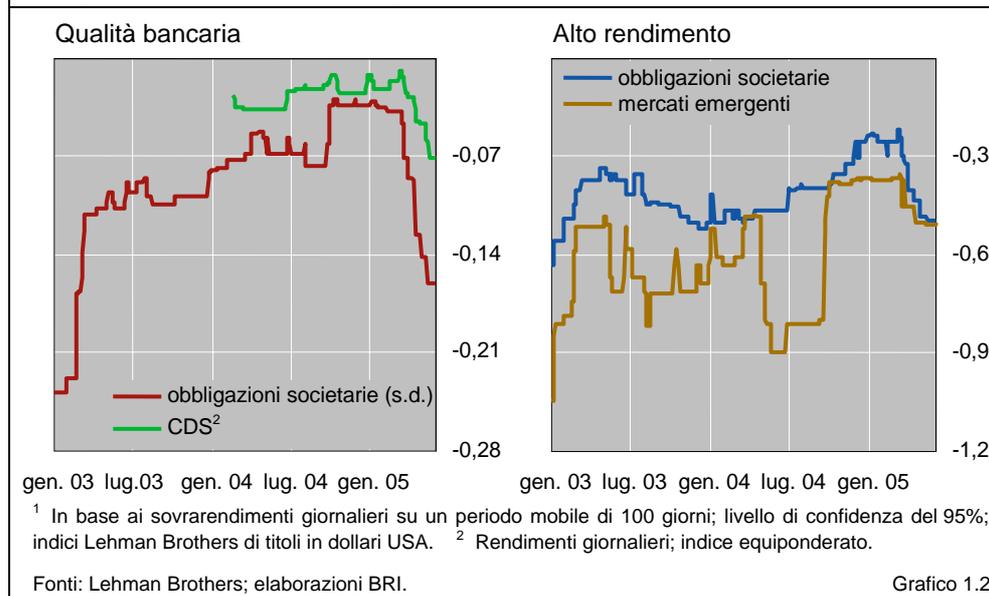
Ciononostante, la fase di vendite è stata significativa perché ampiamente diffusa. Mentre durante la lunga ascesa delle quotazioni obbligazionarie cominciata nell'ottobre 2002 gli spread sui titoli ad alto rendimento erano cresciuti in più occasioni, quelli sui titoli di qualità bancaria si erano ampliati solo di rado. Tra metà marzo e metà maggio 2005, tuttavia, l'incremento ha interessato tutte le tipologie di mutuatari, indipendentemente dal merito di credito. L'impatto sarebbe stato addirittura maggiore nel comparto *investment grade* che non in quello ad alto rendimento. Il grafico 1.2 illustra il valore a rischio (*value-at-risk*, VaR) giornaliero di vari indici creditizi, al livello di confidenza del 95%, calcolato in base al sovrarendimento effettivo su 100 giorni. Nel febbraio 2005 vi era una probabilità del 5% che le perdite giornaliere

... specie quelli sui titoli di qualità bancaria



Rischio di perdita nei mercati creditizi

VaR per alcuni indici selezionati, in percentuale¹



per gli indici di obbligazioni di qualità bancaria eccedessero lo 0,04%. Durante la fase di vendite il VaR si è più che quadruplicato, toccando a metà maggio lo 0,16%. Per contro, il VaR per l'indice di obbligazioni societarie *high-yield* è appena raddoppiato, passando dallo 0,26% di febbraio allo 0,49% di maggio.

Elementi catalizzatori

I profit warning di General Motors ...

A innescare la recente rivalutazione sui mercati obbligazionari pare esser stata una serie di eventi avversi e inattesi nel settore societario. Fra questi, il più importante è sicuramente l'annuncio effettuato da General Motors il 16 marzo, secondo cui gli utili per il 2005 sarebbero stati inferiori a quanto la società aveva precedentemente pronosticato. Esso ha indotto le principali agenzie di rating a rivedere in negativo le prospettive sull'affidabilità creditizia della casa automobilistica. Ciò ha a sua volta acuito i timori degli investitori riguardo all'impatto sui mercati creditizi dell'eventuale declassamento al di sotto dell'*investment grade* di un mutuatario così rilevante. I differenziali sui CDS di General Motors sono aumentati di circa 90 punti base subito dopo l'annuncio, toccando quota 473 il 16 marzo, e di ulteriori 400 punti nel mese successivo (grafico 1.1).

... le irregolarità contabili ...

Le irregolarità contabili e le indagini avviate in merito hanno messo ulteriormente in allarme gli investitori. L'ammissione di inesattezze nelle situazioni contabili di American International Group – la più grande compagnia assicuratrice del mondo e fino a epoca recente una delle pochissime società con rating tripla A – ha imposto una pausa di riflessione. Negli ultimi giorni di marzo, a causa delle incertezze circa la portata di tali irregolarità, i differenziali dei CDS su AIG sono raddoppiati e la società è stata declassata. Ma AIG non è stata la sola a incontrare problemi di natura contabile. Nel 2005 è cresciuto nettamente il numero di imprese che non hanno rispettato il termine di marzo stabilito per la presentazione dei bilanci annuali dalla Securities and Exchange

Commission statunitense; spesso il motivo addotto sono state le lacune nelle procedure contabili e nei controlli finanziari interni.

Gli investitori sono stati colti di sorpresa anche da diverse ristrutturazioni patrimoniali. Nella prima parte del 2005 molte imprese hanno annunciato piani di aumento del dividendo o di riacquisto di azioni proprie – in taluni casi con la precisa intenzione di innalzare in un secondo tempo gli indici di indebitamento –, mentre altre sono state oggetto di *leveraged buyout*. Le operazioni di questo tipo erano in aumento almeno dalla metà del 2004. Tuttavia, l'acquisizione a fine marzo 2005 di ISS (società danese operante nei servizi di pulizia) ha fatto particolare scalpore. Essa ha messo in luce una lacuna nella prassi dei creditori di richiedere clausole contrattuali a tutela dei loro interessi, prassi che aveva accompagnato il calo degli spread negli ultimi anni, specie nel comparto *high-yield*. Le obbligazioni ISS in essere non contenevano clausole che conferissero ai detentori la facoltà di accelerare i rimborsi in caso di trasferimento delle partecipazioni di controllo. Di fatto, tale lacuna ha consentito agli investitori di *private equity* che hanno lanciato l'offerta sulla società di postergare il debito esistente. Nel solo giorno di annuncio dell'operazione la prospettiva di un innalzamento del grado di leva ha accresciuto di oltre otto volte i differenziali dei CDS sulla società, passati da 39 a 315 punti base (grafico 1.1).

... e i leveraged buyout ...

A dire il vero, questi eventi non sono stati necessariamente interpretati come il segnale di una debolezza di fondo del settore societario nel suo insieme. Anzi, la qualità del credito è migliorata significativamente negli anni più recenti. Inoltre, sebbene non siano mancate indicazioni secondo cui essa avrebbe toccato il punto di svolta superiore, specie negli Stati Uniti, in genere non si prevede un suo deterioramento nel breve periodo. Negli Stati Uniti i declassamenti sono rimasti prossimi ai loro più recenti minimi, anche se dalla fine del 2004 risultano leggermente aumentati in percentuale delle variazioni di rating totali (grafico 1.3). Analogamente, le probabilità di insolvenza stimate dalle informazioni contabili e dalla volatilità dei corsi azionari sono rimaste in prossimità dei minimi ciclici. In Europa e Giappone gli avanzamenti continuano a superare i declassamenti e le probabilità di insolvenza restano basse.

Fuga verso la qualità

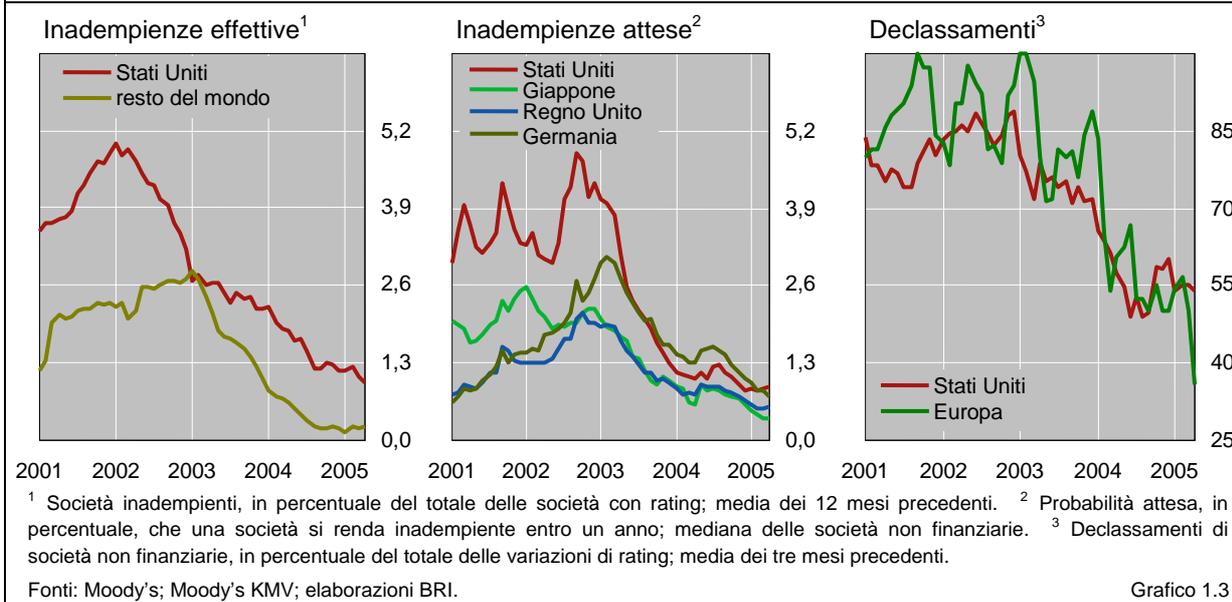
Data la solidità delle condizioni sottostanti, buona parte dell'ampliamento degli spread creditizi sembra riconducibile più a un aumento nel prezzo del rischio che non alla percezione di un rischio maggiore. Tra la fine del 2004 e gli inizi del 2005 l'avversione al rischio era scesa a livelli eccezionalmente bassi, anche a causa della ricerca di rendimento da parte degli investitori. Il *profit warning* di General Motors, l'acquisizione di ISS ed eventi analoghi hanno ricordato agli operatori le possibilità di perdita insite negli strumenti creditizi, dando avvio a una rivalutazione del prezzo dei rischi. I deludenti annunci economici di marzo e aprile hanno acutizzato l'intolleranza al rischio.

... innescano un riprezzamento del rischio

Il clima di fiducia è tornato a ristabilirsi nella seconda metà di aprile, in parte favorito da rapporti sugli utili di General Motors e Ford in linea con le aspettative degli investitori, ma si è trattato di un miglioramento effimero. Gli

Declassamento di Ford e General Motors

Qualità creditizia delle imprese



spread si sono nuovamente ampliati in maggio, a causa dei perduranti timori connessi al rischio di evento. Ad aggravare la situazione è intervenuto, il 5 maggio, il declassamento delle due case automobilistiche USA e delle loro affiliate finanziarie al di sotto dell'*investment grade* da parte di Standard & Poor's. Molti operatori sono rimasti sorpresi sia dalla tempistica della decisione che dall'ampiezza del *downgrade*: di due gradi, a BB, per General Motors e di un grado, a BB+, per Ford.

Le condizioni sui mercati delle obbligazioni societarie sono rimaste ordinate dopo la decisione di S&P. Nei giorni immediatamente successivi all'annuncio gli spread sui titoli quotati A sono variati assai poco. Gli effetti sono stati tuttavia più importanti nei mercati dei derivati su crediti (cfr. il riquadro a pag. 7). Alcuni *hedge fund* avrebbero subito pesanti perdite nelle attività di negoziazione aventi per oggetto General Motors e tranches di indici CDS. Nella prima metà di maggio le potenziali conseguenze sistemiche di un eventuale fallimento di alcuni di questi operatori ad alto grado di leva hanno influito sui mercati creditizi. Questi sarebbero stati messi sotto pressione anche da un riorientamento degli *hedge fund* verso posizioni più liquide, in alcuni casi in previsione di un aumento dei riscatti, dati i mediocri rendimenti segnati negli ultimi mesi.

Una ripresa delle quotazioni azionarie ha contribuito a stabilizzare i mercati creditizi a partire da metà maggio. Gli spread hanno toccato un massimo il 17 di quel mese, con un certo ritardo rispetto all'avvio della fase ascendente delle borse valori (cfr. oltre). Nei due giorni successivi l'indice CDS nordamericano ha perso ben 16 punti base, scendendo a 62 punti. Anche i differenziali sui titoli societari si sono ristretti, sebbene in misura più modesta. Nondimeno, ai primi di giugno non era ancora chiaro se la fase di vendite sui mercati fosse giunta al termine.

Difficile dire se la fase di vendite si sia esaurita

Migliore performance dei mercati emergenti

Nel periodo in esame gli spread sui titoli di mercati emergenti non sono stati colpiti quanto quelli sulle obbligazioni societarie: essi hanno toccato il massimo prima – intorno al 15 aprile, durante la fuga verso la qualità – e non sono stati altrettanto volatili. Anche in confronto alla fase di cessioni dello scorso anno i prenditori emergenti sono stati meno penalizzati: se in aprile e maggio 2004 l'EMBI Global era aumentato di circa 150 punti base, fino a un picco di 549 punti, in marzo e aprile di quest'anno l'indice è cresciuto di soli 73 punti base, a quota 395.

Meno colpiti gli spread sui titoli dei mercati emergenti ...

Una ragione di ciò risiede nel fatto che gli eventi all'origine del *repricing* sui mercati creditizi – annunci sugli utili attesi, problemi contabili e acquisizioni finanziate con capitale di prestito – avevano scarsa rilevanza per i mercati del debito pubblico. Inoltre, le condizioni interne nelle economie emergenti erano robuste.

Certo, anche in queste economie non sono mancate sorprese; ma, a differenza di quanto accaduto nel settore societario, nell'area emergente non si è ritenuto che esse potessero avere conseguenze più ampie. I problemi incontrati dall'Ecuador, ad esempio, sono stati considerati specifici di quel paese. Le tensioni sociali hanno portato alle dimissioni del Presidente, accrescendo le incertezze riguardo al futuro corso della politica economica. Di conseguenza, nella settimana iniziata il 18 aprile i differenziali sul debito pubblico ecuadoriano in dollari sono cresciuti di 150 punti base, pur in presenza di un calo della maggior parte degli altri spread sovrani. Sempre in aprile, la prospettiva che gli elettori francesi votassero contro la proposta Costituzione europea, con eventuali complicazioni anche per i negoziati di accesso alla UE, ha esercitato pressioni al rialzo sugli spread della Turchia. Ritardi nella messa a punto del programma di ristrutturazione del debito dell'Argentina non hanno impedito al paese di raccogliere fondi sui mercati obbligazionari interni in maggio, per la prima volta dalla dichiarazione di insolvenza. In febbraio l'adesione dei creditori all'offerta del governo aveva raggiunto il 76% (in termini di passività oggetto di moratoria), ma problemi di natura giuridica hanno ritardato il previsto scambio fino agli inizi di giugno.

Rispetto ai differenziali sul debito societario, quelli sui titoli dei paesi emergenti hanno risentito più delle condizioni macroeconomiche che non del rischio di evento. Proseguendo una dinamica osservabile fin dagli inizi del 2004, gli spread sulle obbligazioni dell'area emergente si sono mostrati più reattivi alle mutate aspettative circa l'orientamento monetario USA; ad esempio, dopo il rialzo di 15 punti base nel rendimento del Treasury decennale il 9 marzo, essi si sono ampliati di 6 punti base, mentre i differenziali sui titoli privati di qualità bancaria sono rimasti invariati. Del pari, il 22 marzo un balzo nei rendimenti ha provocato un aumento degli spread nei mercati emergenti, ma scarse reazioni nei mercati delle obbligazioni private.

... che però risentono delle mutevoli condizioni macroeconomiche

L'accresciuta avversione al rischio ha spinto molti prenditori dei mercati emergenti a posticipare i piani di raccolta. Tale decisione è stata facilitata dalle numerose operazioni di prefinanziamento poste in essere nel primo trimestre

Prove di stress sui mercati creditizi: il declassamento di GM e Ford

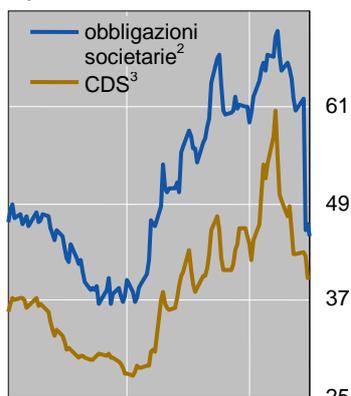
Il declassamento di Ford, di General Motors e delle loro affiliate finanziarie al di sotto dell'*investment grade* da parte di Standard & Poor's ha rappresentato un banco di prova per la tenuta del mercato creditizio. Le due case automobilistiche USA figurano tra i maggiori emittenti sul mercato delle obbligazioni societarie: insieme esse concorrevano per il 3% circa al mercato dei titoli di qualità bancaria all'epoca del declassamento e potrebbero arrivare fino al 15% del mercato globale delle obbligazioni ad alto rendimento. Il loro debito è ripartito su un'ampia base di investitori e comprende molte *collateralised debt obligation* (CDO). Il declassamento rischiava pertanto di causare tensioni nei mercati dei capitali. In realtà, i segmenti a pronti vi si sono adeguati in modo ordinato, mentre i mercati dei derivati creditizi ne hanno risentito più pesantemente: gli spread sui CDS si sono mossi al rialzo per diversi giorni nella prima quindicina di maggio, ripiegando verso il basso nella seconda parte del mese (diagramma di sinistra del grafico seguente). Nondimeno, gli effetti di contagio ad altri comparti sono stati limitati.

L'adeguamento dei mercati dei titoli societari al declassamento di Ford e GM è stato favorito da tre fattori. Primo, la decisione di S&P era stata anticipata da tempo, sicché i gestori di attività hanno potuto agevolmente rivedere la composizione dei propri portafogli; del resto, già da metà 2003 gli spread delle due case automobilistiche ricalcavano più la dinamica dei titoli speculativi che non quella di altre obbligazioni BBB. Secondo, Ford è ancora quotata *investment grade* da Moody's e Fitch, e GM da Moody's. Dato che i più importanti indici obbligazionari sono basati sulla media di tre rating, il titolo Ford continuerà a figurare negli indici di qualità bancaria nonostante il declassamento di S&P. Un ultimo motivo, non meno importante, è che negli ultimi anni numerosi gestori di titoli a reddito fisso hanno cessato di ricalcare gli indici di mercato per rapportarsi invece a *benchmark* personalizzati, ad esempio escludendo dall'indice di riferimento i valori anomali o imponendo rigorosi limiti alle esposizioni. Si è osservata inoltre la tendenza a tollerare *tracking error* maggiori. Tutte queste modifiche tenderanno a ridurre l'impatto esercitato sul mercato da variazioni meccaniche dei rating.

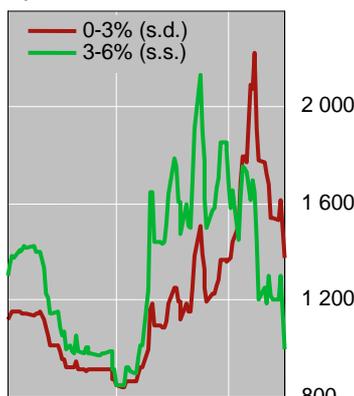
Come accennato, nonostante l'ordinata reazione dei mercati a pronti, il declassamento pare aver influito negativamente sul funzionamento dei mercati dei derivati su crediti. Qui l'assunzione di posizioni – specie corte – risulta più facile che sui mercati obbligazionari. Gli investitori ad alto grado di leva (come gli *hedge fund* e le unità indipendenti di negoziazione delle banche di investimento) tendono pertanto a essere più attivi che nei corrispondenti mercati a pronti. Tali investitori rivestono un ruolo importante nel promuovere la liquidità del mercato e migliorare il

Mercati dei CDS

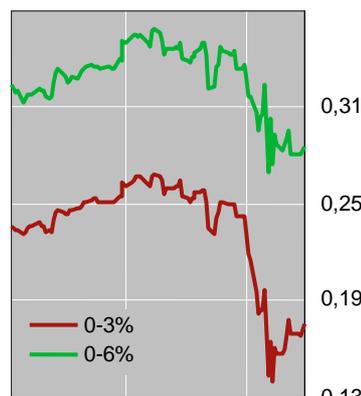
Spread su indici¹



Spread su tranche^{1,3}



Correlazione^{3,4}



¹ In punti base. ² Spread su swap di attività (rispetto al Libor); indice JPMorgan Euro Credit per società del settore industriale con rating pari ad almeno BBB; interruzione nella serie il 1° giugno 2005 a seguito dell'esclusione di Ford e GM dall'indice. ³ Indici iTraxx Europe a cinque anni *on-the-run*. ⁴ Correlazione delle insolvenze implicita nel prezzo di una tranche sintetica di prima perdita.

Fonti: JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

processo di formazione dei prezzi, ma la loro attività può a volte accentuare i movimenti di prezzo, come pare essere accaduto nel maggio 2005.

Il declassamento di Ford e GM ha modificato in maniera imprevista le relazioni di prezzo fra determinate attività. Di conseguenza, si sono registrate ingenti perdite in termini di quotazioni correnti di mercato su alcune operazioni di "arbitraggio sul valore relativo", strategie in cui si assumono posizioni più o meno simmetriche in due titoli che hanno caratteristiche simili ma non identiche e prezzi di negoziazione diversi. Una di queste operazioni sfruttava il divario tra il prezzo al quale venivano negoziate le obbligazioni convertibili di GM e quello di un portafoglio replicante (costituito di obbligazioni tradizionali e di opzioni di acquisto sull'indice azionario). Gli investitori che si aspettavano un restringersi del divario di prezzo hanno subito perdite su entrambe le contropartite della transazione: il 4 maggio le azioni di GM hanno guadagnato il 18% a seguito dell'offerta avanzata da Kirk Kerkorian, esperto di ristrutturazioni di aziende in crisi, per l'acquisto di una grossa partecipazione nella società, e il giorno successivo gli spread su CDS e obbligazioni di GM sono aumentati con il declassamento di S&P.

Un'altra operazione sul valore relativo che, a quanto risulta, avrebbe causato perdite agli investitori sfruttava invece le presunte anomalie di prezzo fra le tranche di CDO. Gli spread sulla tranche *equity* (o *first loss*) tendono a essere molto più alti del costo di una posizione coperta (tramite *delta hedging*) nella CDO sottostante (o, in alternativa, nella tranche *mezzanine*, che assorbe le perdite dal 3 al 10% dell'ammontare nozionale). Agli inizi del 2005 un investitore che avesse venduto protezione sulla tranche *equity* dell'indice CDS iTraxx Europe e si fosse poi coperto contro variazioni degli spread a livello dell'intero mercato acquistando la protezione sull'indice sottostante avrebbe lucrato uno spread di 300-400 punti base. Un'operazione di questo tipo è esposta a mutamenti nella correlazione delle insolvenze e per questo viene generalmente detta posizione lunga in correlazioni. Quanti si aspettavano che le correlazioni di insolvenza rimanessero stabili o aumentassero sono stati colti di sorpresa dal loro forte calo in maggio (diagramma di destra). A partire da metà aprile gli investitori paiono aver prestato crescente attenzione ai rischi idiosincratici, e ciò ha causato un ampliamento dello spread sulle tranche *equity* e perdite sulle posizioni lunghe in correlazioni (diagramma centrale). Dopo il declassamento di GM e Ford l'ampliamento si è accentuato. Alcuni *trader* avrebbero cercato di limitare le perdite liquidando le proprie posizioni. Ciò ha temporaneamente esercitato pressioni al ribasso sullo spread delle tranche *mezzanine*, amplificando così le perdite al valore di mercato. Sebbene di norma le variazioni nel differenziale delle tranche di questo tipo e le variazioni dell'indice presentino una correlazione positiva, ai primi di maggio esse si sono talvolta mosse in direzioni opposte.

All'accumularsi delle perdite su queste operazioni di arbitraggio gli investitori hanno ribilanciato i portafogli per adeguare le coperture, far fronte alle richieste di margini addizionali e ridurre l'esposizione al rischio. Ciò ha avuto ripercussioni negative sulla liquidità, specie nei mercati di indici e tranche di CDS. Molti investitori fortemente indebitati presentavano posizioni simili, e la concentrazione dell'attività ha accentuato il processo di *deleveraging*. Questo circolo vizioso è simile per natura, anche se non per entità, a quello del 1998, dopo la moratoria russa e il quasi tracollo di Long-Term Capital Management^①. Tuttavia, a quell'epoca la volatilità si era propagata bruscamente da un mercato finanziario all'altro, mentre nel maggio 2005 gli sviluppi nei mercati derivati hanno avuto un impatto solo modesto su altri mercati. Il presunto vigore delle condizioni economiche sottostanti ha contribuito a circoscrivere il contagio, così come i miglioramenti nella gestione del rischio intervenuti dopo la crisi del 1998. In particolare, il grado di leva degli *hedge fund* sembra oggi sensibilmente inferiore a quello di allora^②. Agli inizi del giugno scorso nessuna controparte risultava aver incontrato serie difficoltà di finanziamento a seguito delle perdite causate dal declassamento delle due case automobilistiche.

^① Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, ottobre 1999. ^② Cfr. P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005, pagg. 61-74.

2005, quando le condizioni finanziarie erano eccezionalmente favorevoli. In quel periodo i mutuatari dell'area emergente avevano raccolto sui mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti \$70 miliardi circa, il 13% in più

rispetto al corrispondente trimestre del 2004 (cfr. “I mercati internazionali dei titoli di debito”). L’attività di emissione è rallentata in aprile e maggio, rimanendo però in linea con i livelli del 2004.

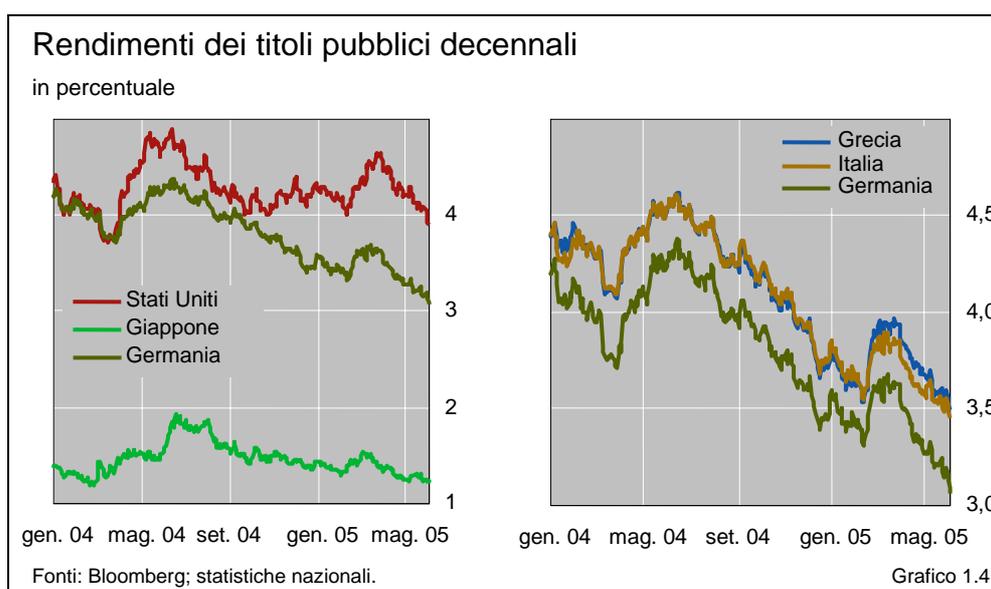
Tornano a scendere i rendimenti a lungo termine

Nonostante l’ampliamento dei differenziali, i costi della raccolta di molti mutuatari del settore societario e dei mercati emergenti sono rimasti invariati o sono persino diminuiti in seguito al calo dei rendimenti nominali. Dopo una breve ascesa in febbraio, a fine marzo i rendimenti a lungo termine nei principali mercati hanno ripreso la loro tendenza calante (grafico 1.4). Dai massimi del 22 marzo, i rendimenti sul Treasury decennale sono scesi di 60 punti base portandosi il 24 maggio a quasi il 4%, cioè al disotto dei livelli che qualche mese prima erano considerati un “enigma” dal Presidente della Federal Reserve (grafico 1.5). Nello stesso periodo, i rendimenti sul Bund decennale sono scesi di 40 punti al 3,3%, il minimo dall’introduzione dell’euro.

I rendimenti in dollari hanno risentito in misura tutt’altro che trascurabile dei deludenti annunci macroeconomici. Di fatto, l’aumento di 8 punti base nei rendimenti del Treasury decennale seguito al nuovo richiamo della Fed sull’intensificarsi delle pressioni inflazionistiche il 22 marzo ha spinto i tassi a lunga ai livelli massimi del periodo. Successivamente, la diffusione di deboli indicatori macroeconomici tra fine marzo e aprile ha inciso in misura considerevole sui rendimenti (grafico 1.6). Ad esempio, i dati sulla scarsa fiducia dei consumatori annunciati a metà aprile e quelli sorprendentemente inferiori alla media diffusi due settimane dopo sull’andamento del PIL hanno contribuito a un calo sproporzionato dei rendimenti. Tutto ciò si è verificato nonostante il proseguimento della manovra di inasprimento della Fed e le reiterate dichiarazioni delle autorità statunitensi che prevedevano ulteriori “graduali” aumenti del tasso ufficiale.

L’aumento degli spread è compensato dai più bassi rendimenti

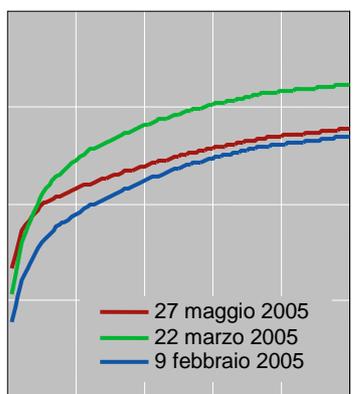
Il calo dei rendimenti è causato dai deludenti annunci macroeconomici ...



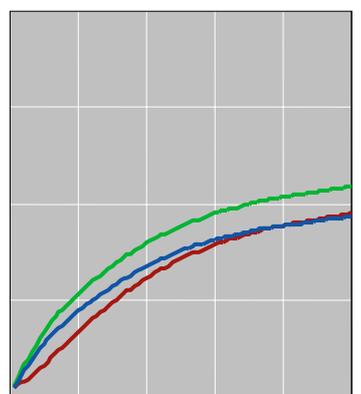
Curve dei rendimenti di swap

in percentuale

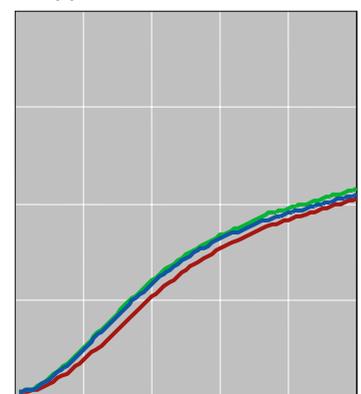
Stati Uniti



Area dell'euro



Giappone



Nota: per le scadenze a tre mesi di dollaro USA e yen, Libor; per le scadenze a tre mesi dell'euro, tassi sui depositi in euro; per tutte le altre scadenze, rendimenti annui degli swap alla chiusura delle contrattazioni a Londra.

Fonti: Bloomberg; ICAP; elaborazioni BRI.

Grafico 1.5

I deludenti dati macroeconomici non sono tuttavia la sola ragione del calo dei rendimenti statunitensi: vi è altresì evidenza di una domanda di valori rifugio, segnatamente titoli del Tesoro USA, originata da un'accresciuta avversione al rischio e dalla fase di vendite sui mercati creditizi cui si è accennato in precedenza. Gli annunci macroeconomici negli Stati Uniti hanno preso una piega più favorevole in maggio, a cominciare dalla diffusione, il 6 di quel mese, di un rapporto positivo sull'occupazione, ma i rendimenti sono rimasti contenuti. Il 10 maggio le voci di perdite nel settore dei fondi speculativi e i ribassi delle quotazioni bancarie avrebbero accresciuto la domanda di Treasuries, e i rendimenti *benchmark* sono scesi significativamente. Pochi giorni dopo, mentre i dati migliori del previsto sulle vendite al dettaglio di aprile esercitavano incipienti pressioni in vendita sul mercato dei Treasuries, una brusca fase di cessioni azionarie e i riscontri di uno spostamento di fondi a favore dei titoli pubblici hanno determinato in un solo giorno un'ulteriore flessione dei rendimenti, di 3 punti base. E per quanto in maggio l'annuncio del Tesoro USA circa il possibile rilancio di una note trentennale dopo una pausa di cinque anni abbia innescato considerevoli cessioni dei Treasuries a più lunga scadenza, i rendimenti del titolo *benchmark* decennale sono cresciuti solo di poco.

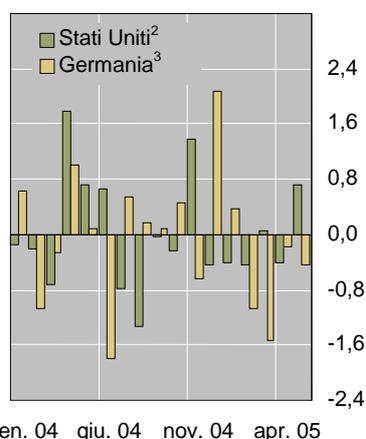
Nell'area dell'euro le delusioni provenienti dai dati macroeconomici sono state ancor più persistenti, e i tassi sul Bund sono scesi a nuovi minimi storici. Lo scarto di rendimento fra titoli pubblici decennali di Stati Uniti e area dell'euro è cresciuto da circa 80 punti base nel primo trimestre a 90 punti più di recente. L'importante indice IFO sul clima di fiducia delle imprese ha registrato un crollo a sorpresa, toccando il 25 aprile il valore più basso da oltre un anno, che ha coinciso con una flessione di 4 punti base nei rendimenti del Bund. Questi e altri deboli dati macroeconomici che hanno interessato l'area dell'euro fino a

... e dalla domanda di attività sicure

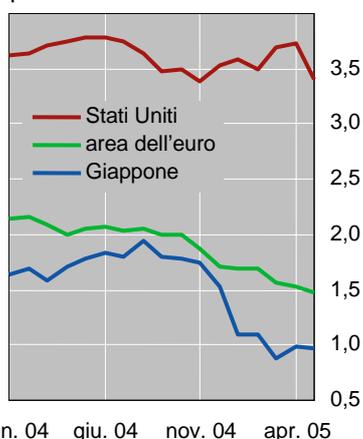
I rendimenti sul Bund scendono a livelli record

Annunci macroeconomici

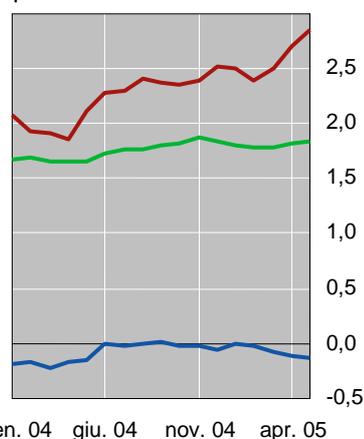
Sorprese contenute negli annunci¹



Previsioni di crescita per il 2005⁴



Previsioni di inflazione per il 2005⁴



¹ Differenza fra i dati effettivi e le previsioni prevalenti, normalizzata in base alla deviazione standard delle sorprese precedenti; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui sono stati pubblicati i dati effettivi. 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 Previsioni pubblicate mensilmente da Consensus Economics; le osservazioni sono posizionate nel mese in cui è stata effettuata la previsione; variazioni percentuali sull'anno precedente.

Fonti: Bloomberg; © Consensus Economics; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

maggio hanno indotto molti analisti a posticipare le attese di un rialzo dei tassi ufficiali della BCE. Come spesso accade, i rendimenti sul Bund si sono mossi anche in risposta alle notizie macroeconomiche provenienti dagli Stati Uniti; essi sono ad esempio calati di qualche punto in seguito al rapporto sulla debole dinamica del PIL statunitense diffuso il 28 aprile.

Nel periodo sotto rassegna sono parimenti aumentati i differenziali tra rendimenti pubblici all'interno dell'area dell'euro, allorché gli investitori sono divenuti più sensibili ai problemi di bilancio dei singoli paesi. Italia e Grecia hanno visto gradualmente ampliarsi i rendimenti sul loro debito pubblico rispetto a quelli del Bund, di fronte al crescente scetticismo sulla loro capacità di rispettare gli obiettivi fiscali (grafico 1.4). È stata poi segnalata una domanda di titoli rifugio (Bund e obbligazioni in franchi svizzeri) alimentata dalla liquidazione – sulla scia di un generale disimpegno dalle posizioni speculative – dei *carry trade* aventi a oggetto i titoli dei paesi UE che si prevede entreranno a far parte dell'unione monetaria.

Anche in Giappone nel trimestre in esame i rendimenti sono diminuiti, ma in misura decisamente inferiore rispetto all'area dell'euro e agli Stati Uniti. I movimenti sul mercato obbligazionario nipponico sono parsi collegati al calo dei corsi azionari, più che ai segnali di ristagno del contesto macroeconomico. Vero è che la correzione al ribasso delle previsioni per l'IPC – in linea con le tendenze delle previsioni di Consensus Economics – annunciata dalla Bank of Japan il 28 aprile (grafico 1.6) ha di fatto provocato una flessione dei rendimenti, nell'ordine di pochi punti base. Ma i dati assai inferiori al previsto sulla produzione industriale resi noti il 30 marzo e l'indagine *Tankan* di quel mese, che evidenziava prospettive mediocri per il settore societario, hanno avuto effetti trascurabili sui rendimenti. Per converso, riduzioni giornaliere

I rendimenti in yen seguono la dinamica delle quotazioni azionarie

relativamente ampie dei rendimenti sui titoli decennali, di 3 e 4 punti base rispettivamente il 15 e il 18 aprile, hanno coinciso con le due maggiori flessioni giornaliere dei listini azionari. Un altro fattore che ha influito sui rendimenti verso fine maggio è stato l'annuncio dell'allungamento della *duration* di un importante indice obbligazionario, che avrebbe innalzato la domanda di titoli a lunga scadenza da parte dei fondi pensione.

La ridotta propensione al rischio deprime i listini azionari

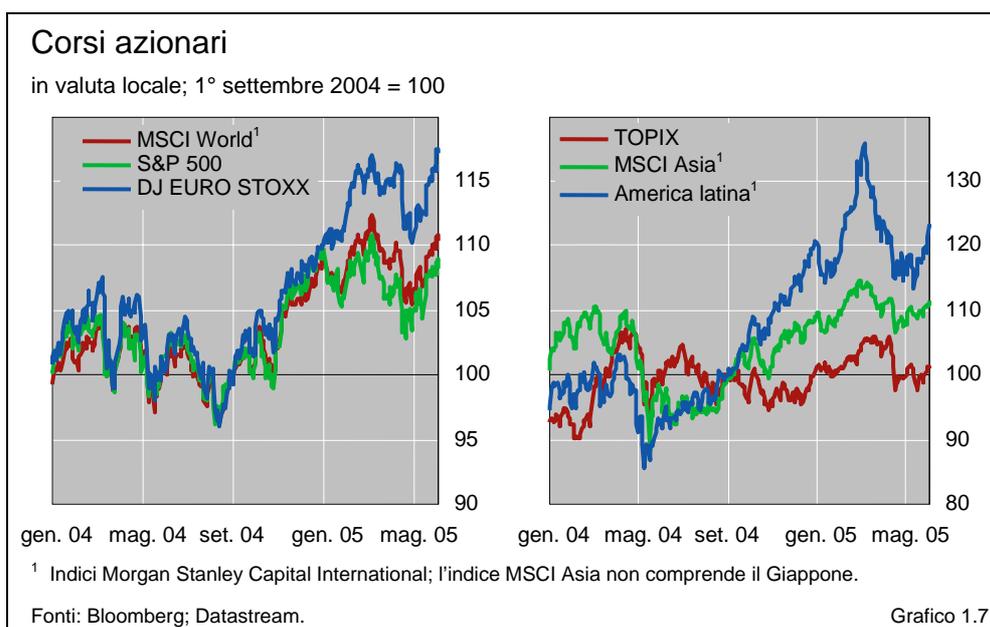
Tra i primi di marzo e maggio i mercati azionari hanno seguito un andamento discontinuo (grafico 1.7). Gli indici principali hanno perso terreno in marzo e aprile sulla scia di un calo nella propensione al rischio e di deboli dati macroeconomici. Nonostante il recupero di alcuni di questi indici in maggio, tra il 7 marzo e il 27 maggio il DJ EURO STOXX, l'S&P 500 e il Nikkei 225 hanno perso rispettivamente l'1, il 2 e il 6%; gli ultimi due indici si sono portati in prossimità o al disotto dei livelli di inizio anno.

In parziale concomitanza con la fase di vendite sui mercati obbligazionari, a metà aprile la volatilità è aumentata nettamente anche su tutti i principali mercati azionari. Le volatilità sia implicite sia storiche, scese agli inizi di quest'anno ai minimi dell'ultimo decennio circa, sono sembrate interrompere la tendenza discendente di lungo periodo, seppur abbiano ripreso a calare in maggio e continuano a situarsi ben al disotto dei livelli del 2002 (grafico 1.8, diagramma di sinistra).

Oltre alle aspettative di rischio degli investitori azionari è aumentata anche la loro avversione al rischio stesso. La misura della propensione al rischio qui impiegata è ottenuta dal prezzo delle opzioni su indici azionari e dalle volatilità storiche a livello sia di singoli mercati sia globale, e intende cogliere le differenze tra le aspettative e il prezzo del rischio sui mercati azionari. Dopo aver oscillato entro un intervallo ristretto di valori storicamente alti, dall'inizio

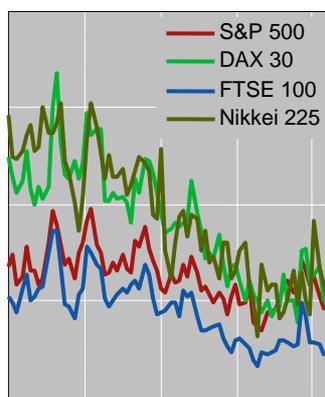
Quotazioni azionarie deboli in marzo e aprile ...

... sullo sfondo di una maggiore avversione al rischio ...

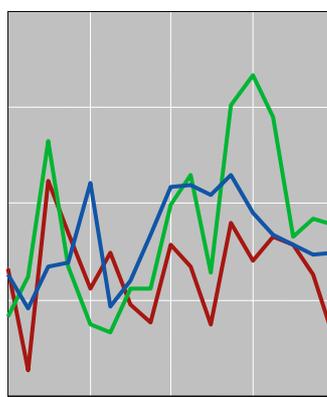


Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari

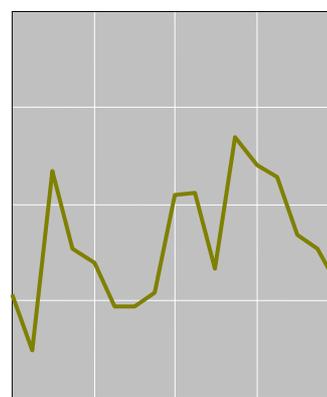
Volatilità implicite¹



Indicatori della propensione al rischio²



Componente principale³



gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05 mag. 05 gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05 mag. 05 gen. 04 mag. 04 set. 04 gen. 05 mag. 05

¹ Volatilità implicita nel prezzo delle opzioni *call* alla pari su indici azionari; medie settimanali. ² Ricavati dalle differenze tra due distribuzioni dei rendimenti, una implicita nei prezzi delle opzioni e l'altra basata sui rendimenti effettivi stimati dai dati storici. ³ Prima componente principale dei tre indicatori della propensione al rischio.

Fonti: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; elaborazioni BRI. Grafico 1.8

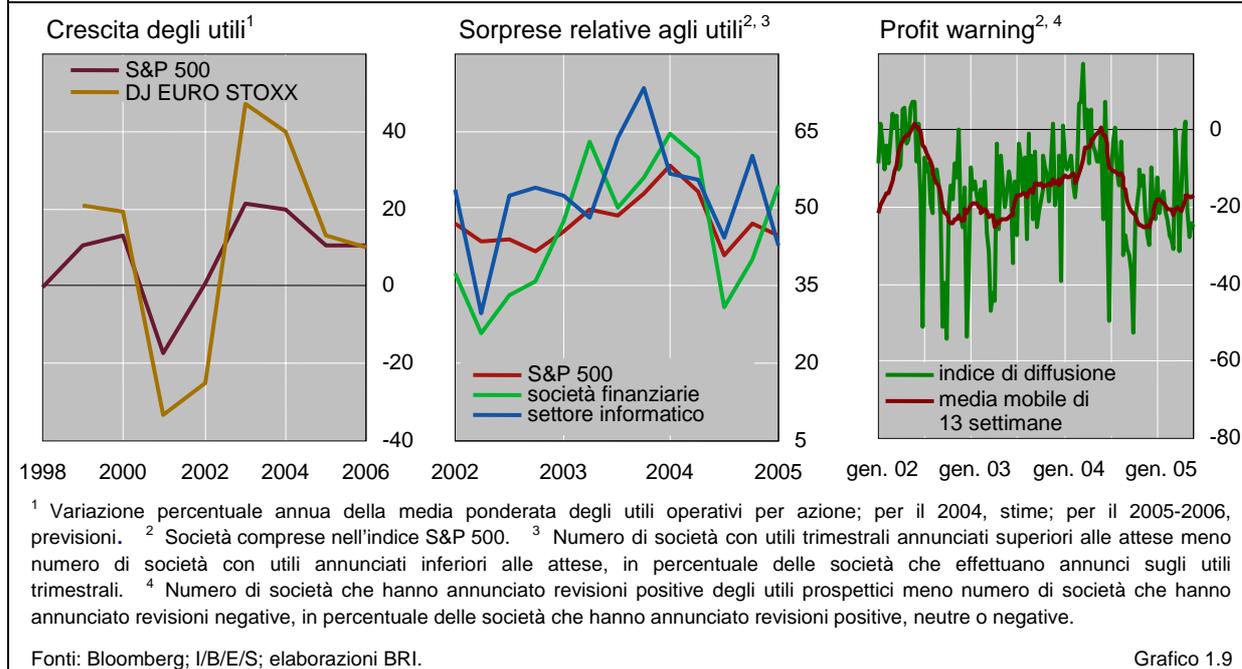
dell'anno la propensione al rischio è calata nettamente in Germania, negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Una misura sintetica della tolleranza al rischio in questi mercati era scesa alla metà di maggio su livelli non più osservati da metà 2004 (grafico 1.8, diagrammi centrale e di destra).

... e di deludenti
andamenti
economici

Notizie tutt'altro che ottimistiche sul fronte macroeconomico hanno palesemente contribuito alla debolezza degli indici USA fino ad aprile. In marzo l'attenzione degli investitori è sembrata focalizzarsi sui rischi di inflazione e sull'eventuale esigenza di un inasprimento monetario atto a contrastarli; i listini azionari sono arretrati bruscamente in seguito alle deludenti segnalazioni su prezzi alla produzione e al consumo, nonché alla dichiarazione del FOMC del 22 marzo secondo cui le pressioni inflazionistiche erano in aumento. In aprile l'attenzione si è spostata su un possibile rallentamento della domanda, e i corsi azionari hanno continuato a flettere significativamente di pari passo con gli annunci, il 13 aprile, di un mediocre andamento delle vendite al dettaglio e, il 15 aprile, di un depresso clima di fiducia di consumatori e imprese.

Nel trimestre in esame i mercati azionari degli Stati Uniti hanno sofferto nonostante annunci sui profitti complessivamente migliori del previsto. È vero che le deludenti prospettive sugli utili di IBM sono state citate fra le cause del calo del 2% nei principali indici di mercato il 15 aprile, ma in quel giorno altre primarie società quotate – come Citigroup e General Electric – hanno annunciato risultati economici superiori alle previsioni. A livello aggregato, il rapporto fra sorprese positive e negative sugli utili delle società dell'indice S&P 500, aumentato leggermente nell'ultimo trimestre 2004, è rimasto stabile nel 2005. Anche i *profit warning* hanno mostrato una tendenza positiva (grafico 1.9, diagramma di destra). L'accumularsi di annunci favorevoli sugli utili, unitamente alla ripresa dell'attività di fusione e acquisizione e alle migliorate

Utili societari



notizie macroeconomiche (in particolare l'annuncio il 18 maggio di un calo nell'inflazione di fondo) hanno finito per favorire un marcato recupero dei principali indici in maggio.

I listini azionari europei hanno seguito una dinamica grosso modo simile a quella degli indici USA, con un brusco calo in marzo e in aprile seguito da un recupero in maggio. A differenza degli Stati Uniti, tuttavia, in Europa le notizie macroeconomiche sono rimaste a tinte fosche; ciò non ha impedito alla borsa di Francoforte di segnare notevoli guadagni di fronte alle aspettative che le riforme strutturali sarebbero state rafforzate dopo l'annuncio, il 22 maggio, di elezioni anticipate in Germania. Inoltre, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro hanno tratto impulso dall'accresciuta attività di fusione e acquisizione.

Le azioni giapponesi sono state anch'esse oggetto di massicce cessioni a metà aprile, ma per ragioni in parte diverse. Il contesto macroeconomico è stato sì fonte di continui segnali scoraggianti: ad esempio, i modesti dati sulla spesa delle famiglie sono stati seguiti da un cedimento dei principali indici azionari il 29 marzo. Ma a deteriorare il clima di mercato hanno concorso in maniera decisiva anche le crescenti tensioni politiche con la Cina, culminate il 18 aprile con una caduta del 3,8% dell'indice Nikkei 225. Si è trattato della massima contrazione giornaliera dal 10 maggio 2004, e l'ultima in una serie di sei flessioni giornaliere consecutive che insieme hanno portato l'indice a perdere oltre l'8%. Invero, in quei giorni sono calate in misura anomala le quotazioni azionarie delle industrie manifatturiere e degli esportatori dell'industria pesante, per i quali la Cina rappresenta un importante mercato di sbocco. I principali indici azionari giapponesi non hanno però condiviso con gli altri mercati sviluppati la fase ascendente di maggio, in parte per l'assenza di notizie favorevoli sui piani di ristrutturazione che hanno invece caratterizzato altre economie industriali.

Le azioni giapponesi risentono delle tensioni con la Cina

2. Il mercato bancario internazionale

I nuovi prestiti a tutti i settori, ma in particolare alle banche, hanno determinato un'espansione relativamente ampia delle attività internazionali degli istituti dichiaranti alla BRI nel quarto trimestre 2004. Gran parte della crescita dell'attività interbancaria è risultata da prestiti interni all'area dell'euro e dall'incanalamento di dollari USA verso banche situate in importanti centri finanziari. Anche gli impieghi verso mutuatari non bancari sono aumentati, in parte a seguito di nuovi prestiti a prenditori di centri offshore e di altri rilevanti piazze finanziarie, ma soprattutto per i maggiori crediti erogati al settore non bancario in Giappone e negli Stati Uniti.

L'area emergente ha registrato un afflusso netto di fondi, seppure con evidenti differenze fra le varie regioni. Il cospicuo collocamento di depositi presso banche dichiaranti alla BRI ha dato luogo a un deflusso netto dall'America latina, mentre il rimpatrio di depositi da parte di banche in Cina e Corea ha concorso a un afflusso netto verso l'Asia-Pacifico. Nell'Europa emergente la crescita significativa delle attività delle banche dell'area dell'euro verso l'insieme dei settori ha controbilanciato il collocamento di depositi all'estero a opera di istituti in Russia, contribuendo a un secondo afflusso netto consecutivo.

In un orizzonte di più lungo termine, le banche dichiaranti hanno destinato crescenti fondi all'investimento in titoli di debito. Tale fenomeno ha coinciso con un'espansione del mercato obbligazionario dell'area dell'euro e del disavanzo esterno negli Stati Uniti. Le statistiche BRI forniscono inoltre evidenze secondo cui il grado di partecipazione delle banche estere ai mercati del credito nazionali è aumentato negli ultimi anni. Sebbene esso continui a essere meno significativo nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, le attività internazionali rappresentano una quota crescente del credito totale al settore non bancario nella maggior parte dei paesi industrializzati.

I prestiti interbancari alimentano la crescita delle attività

Le maggiori operazioni interbancarie e la forte crescita, per il secondo trimestre consecutivo, del credito a soggetti non bancari hanno sostenuto le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI nel quarto trimestre 2004. In totale, queste hanno mostrato una crescita relativamente robusta, pari a

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹								
	2002	2003	2003	2004				Stock a fine dic. 2004
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Attività internazionali totali	740,1	1 075,1	315,8	1 228,8	240,2	235,1	571,0	19 192,9
sett. bancario	425,0	530,2	277,1	819,8	191,5	33,3	338,1	12 261,3
sett. non bancario	315,2	544,9	38,7	409,0	48,7	201,7	232,8	6 931,7
Prestiti: sett. bancario	395,1	452,2	249,5	722,6	120,7	-102,1	259,1	10 427,2
sett. non bancario	103,8	276,4	17,9	200,4	-22,8	52,1	113,2	3 496,1
Titoli: sett. bancario	36,3	75,6	34,9	75,7	56,5	24,0	44,9	1 360,8
sett. non bancario	202,2	208,5	6,7	189,9	32,1	136,9	48,1	2 968,0
Attività totali per valuta:								
dollaro USA	260,3	584,2	259,6	612,9	33,5	-26,6	292,0	7 744,9
euro	458,0	503,4	53,6	399,1	87,0	216,0	139,5	7 713,1
yen	-62,8	-128,9	-45,2	-21,3	57,5	106,7	-23,2	1 156,1
altre valute ²	84,5	116,5	47,8	238,1	62,2	-61,0	162,7	2 578,8
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	315,1	458,8	47,1	348,2	15,7	138,5	127,0	5 387,0
Area dell'euro	117,4	157,3	-17,7	151,1	33,2	10,3	42,1	2 467,5
Giappone	4,1	38,4	-5,2	0,1	21,4	15,5	35,6	268,4
Stati Uniti	153,1	179,6	53,0	91,3	-38,9	47,1	28,5	1 664,1
Centri offshore	18,8	99,8	-10,2	41,6	33,9	61,7	54,5	845,5
Economie emergenti	-16,5	5,0	3,1	23,9	1,9	0,0	18,8	609,5
Non classificate ³	-1,0	-19,8	1,1	-1,5	-0,2	-1,4	32,2	58,1
Per memoria:								
attività sull'interno ⁴	44,5	414,9	94,0	188,6	34,8	6,8	-14,7	2 648,9

¹ Non deperute 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

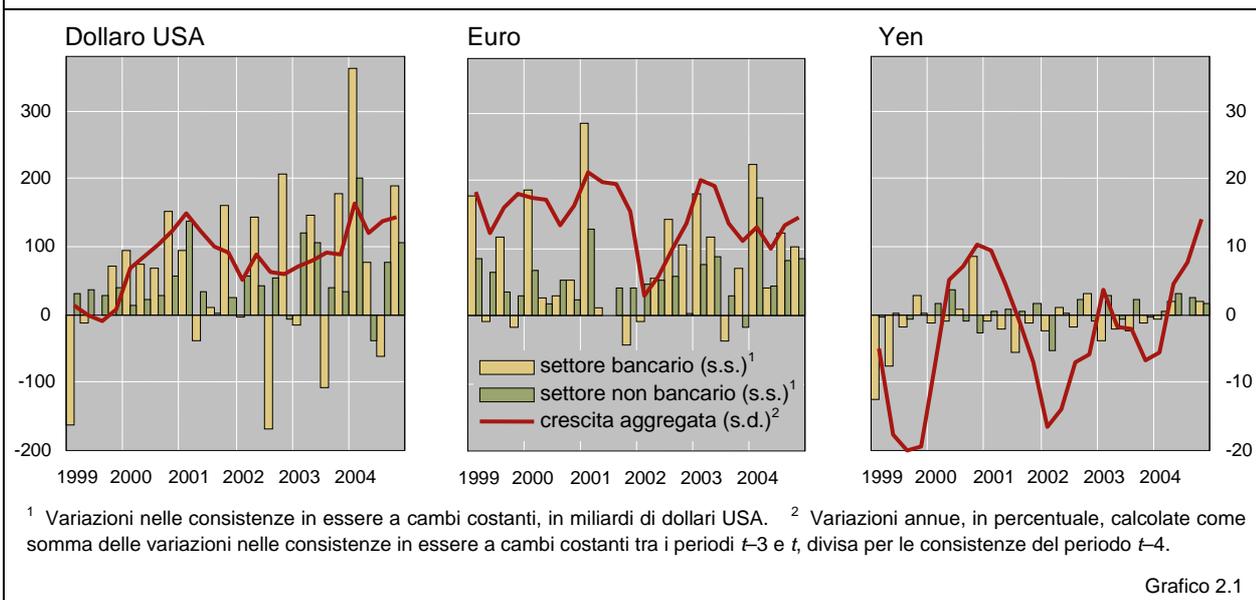
\$571 miliardi, raggiungendo \$19,2 trilioni (tabella 2.1) e sospingendo leggermente verso l'alto, al 14%, l'incremento rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (grafico 2.1).

L'attività interbancaria si è fortemente espansa nel quarto trimestre 2004. L'aumento totale, pari a \$338 miliardi, è ascrivibile per oltre la metà ai prestiti interbancari, specie nel segmento del dollaro USA, dove le attività sono cresciute di \$227 miliardi, in larga misura per i maggiori prestiti a banche nei centri offshore. L'incremento delle operazioni interbancarie all'interno dell'area dell'euro ha compensato il calo dei crediti verso banche negli Stati Uniti e nel Regno Unito, contribuendo a un rialzo di \$58 miliardi delle attività interbancarie denominate in euro.

Anche gli impieghi verso prenditori non bancari si sono notevolmente espansi, per il secondo trimestre consecutivo. Grazie ai nuovi prestiti le attività complessive verso tali mutuatari sono aumentate di \$233 miliardi, a \$6,9 trilioni. Per più di un quarto esse sono state indirizzate a prenditori nei

Incremento degli impieghi dovuto alla maggiore attività interbancaria ...

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



centri offshore e nel Regno Unito, aree contraddistinte da una notevole operatività finanziaria non bancaria. Le attività in essere verso i mutuatari di queste aree sono così passate al 21% degli impieghi totali verso prenditori non bancari nel quarto trimestre, in aumento rispetto al 19% di un anno prima e al 17% del quarto trimestre 2002.

... e al credito a favore di soggetti non bancari negli Stati Uniti e in Giappone

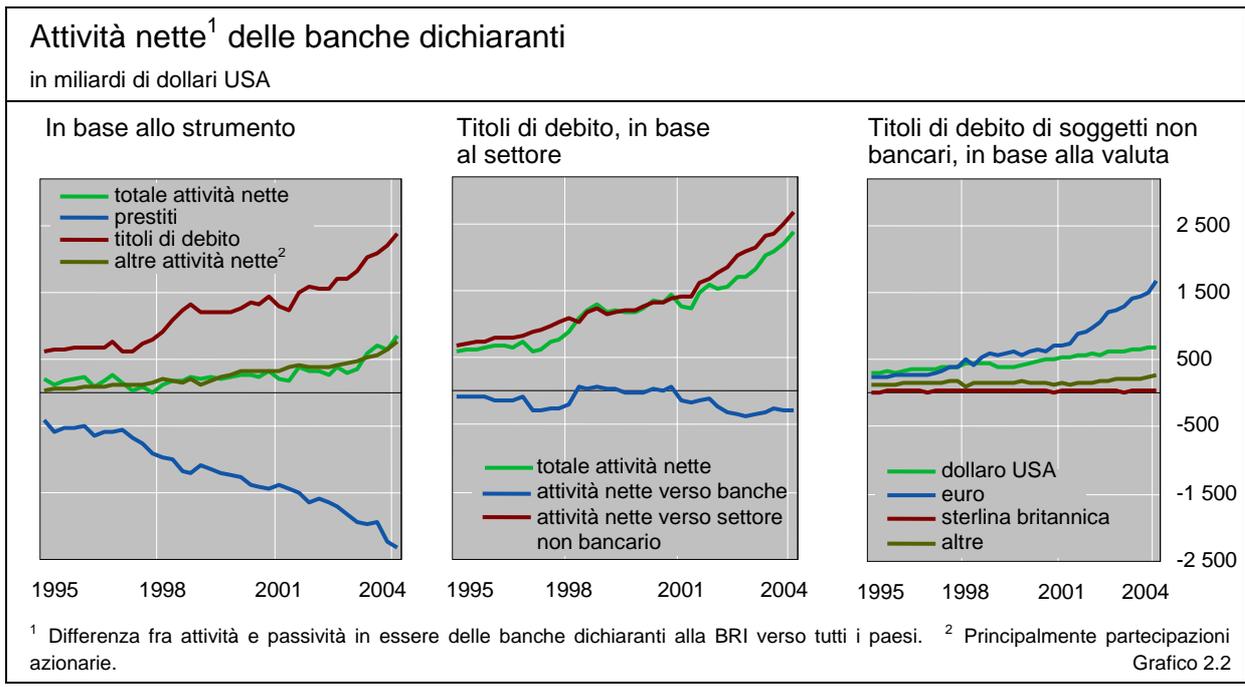
Se si escludono le attività verso questi centri finanziari, il maggiore incremento nel quarto trimestre ha interessato gli impieghi verso soggetti non bancari in Giappone e negli Stati Uniti. Le banche nel Regno Unito e negli Stati Uniti vi hanno contribuito complessivamente con \$15 miliardi di nuovi prestiti e \$21 miliardi di investimenti in titoli di debito e di capitale emessi da mutuatari non bancari in Giappone. Si è trattato del quarto aumento consecutivo delle attività verso il settore non bancario nipponico, salite in totale a \$268 miliardi. Degna di nota è anche la crescita delle attività verso i mutuatari non bancari negli Stati Uniti, pari nel complesso a \$29 miliardi risultante da investimenti in titoli di debito e azioni¹.

Le banche incanalano i depositi verso titoli di debito

I maggiori investimenti in titoli di debito ...

Fin dalla metà degli anni novanta almeno si è assistito a un progressivo riorientamento dei bilanci delle banche dichiaranti alla BRI dalla tradizionale attività di prestito all'investimento in titoli; i fondi depositati presso gli istituti dichiaranti in tutto il mondo sono stati cioè sempre più utilizzati per finanziare l'acquisto di obbligazioni nei segmenti sia dell'euro sia del dollaro USA. Nell'insieme, le consistenze nette di titoli di debito detenuti dalle banche

¹ Nell'insieme, la crescita dei prestiti verso soggetti non bancari negli Stati Uniti è rimasta invariata rispetto al trimestre precedente. Una flessione di \$56 miliardi dei prestiti di banche nei centri offshore è stata compensata dai maggiori prestiti erogati da banche nel Regno Unito, in Giappone, in Svizzera e nell'area dell'euro.



dichiaranti sono quadruplicate, salendo dai \$604 miliardi di fine 1995 ai \$2,4 trilioni del trimestre più recente (grafico 2.2). Nel contempo, la posizione netta in prestiti di tutti gli istituti dichiaranti (ossia il totale dei loro prestiti verso l'insieme dei mutuatari, al netto dei depositi ricevuti) è scesa dai -\$422 miliardi di metà 1995 ai -\$2,3 trilioni del trimestre più recente.

Questo investimento netto in titoli di debito emerge con massima evidenza nel segmento in euro del mercato bancario internazionale, di riflesso all'aumento delle emissioni obbligazionarie dell'area dell'euro dall'introduzione della moneta unica (grafico 2.2, diagramma di destra). A partire dal 2000 le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno incrementato la quota del finanziamento obbligazionario, mentre lo stock in essere del debito pubblico dell'area ha continuato a crescere (grafico 2.3, diagramma di sinistra)². L'aumento delle emissioni obbligazionarie nell'area dell'euro è rispecchiato dalla composizione dei bilanci delle banche dichiaranti, le cui consistenze nette di attività in titoli di debito in euro verso soggetti non bancari dell'area sono più che raddoppiate dal 2002, salendo da \$631 miliardi nel primo trimestre di quell'anno a \$1,4 trilioni nel trimestre più recente. Gli investimenti in obbligazioni emesse da residenti in Italia sono i più cospicui, seguiti da quelli di residenti in Germania e nei Paesi Bassi (grafico 2.3, diagramma centrale).

Un analogo, sebbene meno sostanziale, aumento degli investimenti netti in titoli di debito è stato evidente anche nel segmento in dollari USA. Le banche dichiaranti alla BRI hanno investito principalmente in titoli emessi da mutuatari

... hanno coinciso con una crescita dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro ...

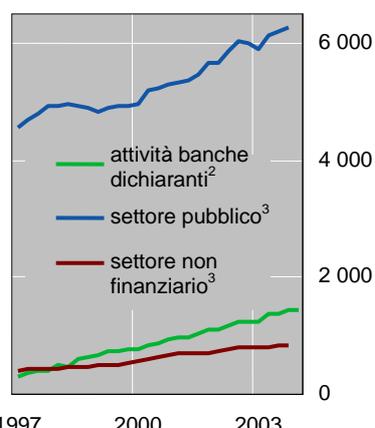
... e con un aumento del disavanzo esterno USA

² I dati della BCE sulle passività principali delle società non finanziarie dell'area dell'euro indicano che il debito in titoli in essere è salito da €363 miliardi nel primo trimestre 2000 a €613 miliardi nel terzo trimestre 2004, passando dall'11 al 14% delle loro principali passività. Nello stesso periodo, le consistenze in essere di debito in titoli dei governi dell'area dell'euro sono aumentate da €3,6 a 4,6 trilioni, ossia dall'80 all'83% delle loro principali passività.

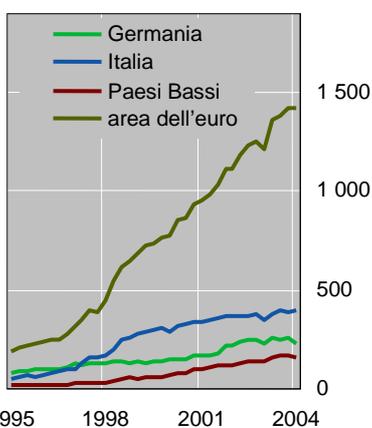
Attività nette¹ in titoli di debito in euro verso il settore non bancario dell'area dell'euro

in miliardi di dollari USA

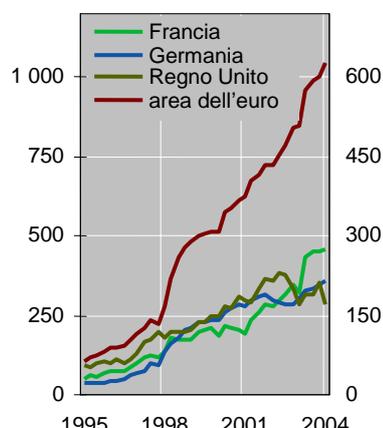
Titoli in essere e attività delle banche dichiaranti



In base alla residenza dell'emittente



In base al paese dichiarante



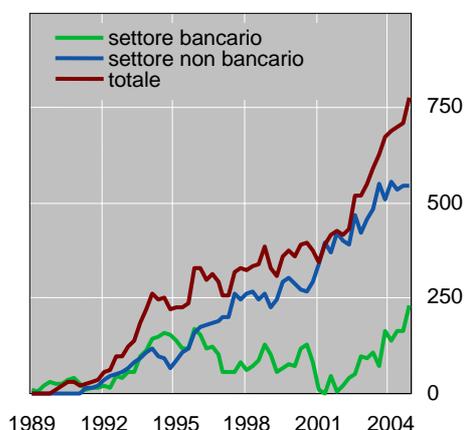
¹ Differenza fra consistenze di attività e di passività in titoli di debito. ² Consistenze in essere delle attività delle banche dichiaranti in titoli di debito internazionali emessi da residenti dell'area dell'euro, ai tassi di cambio costanti del quarto trimestre 2004. ³ Consistenze in essere di titoli di debito emessi dal settore pubblico e dal settore non finanziario dell'area dell'euro, ai tassi di cambio costanti del quarto trimestre 2004; dati aggiornati al terzo trimestre 2004. Fonte: BCE, *Bollettino mensile*. Grafico 2.3

negli Stati Uniti, concorrendo a finanziare il crescente disavanzo esterno del paese. La posizione creditoria netta degli istituti dichiaranti verso l'insieme dei settori statunitensi ha superato \$800 miliardi nel quarto trimestre, da un saldo prossimo allo zero nel 1991 (grafico 2.4). Mentre il settore bancario statunitense continua a essere un utilizzatore netto di fondi provenienti dal sistema bancario internazionale, il livello di impieghi netti nei suoi confronti è rimasto sostanzialmente invariato dal 1994. Per contro, le attività nette in titoli

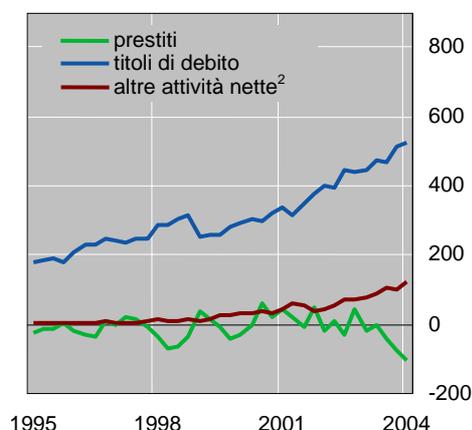
Attività nette in dollari USA¹ verso il settore non bancario statunitense

in miliardi di dollari USA

In base al settore



In base allo strumento



¹ Differenza fra consistenze di attività e di passività verso gli Stati Uniti delle banche dichiaranti alla BRI. ² Principalmente partecipazioni azionarie. Grafico 2.4

di debito verso soggetti non bancari negli Stati Uniti sono cresciute, raggiungendo \$637 miliardi nel quarto trimestre 2004, da \$359 miliardi nel secondo trimestre 2002 e \$194 miliardi a fine 1995.

Rimpatrio di depositi dietro all'afflusso verso i mercati emergenti

L'afflusso netto complessivo verso le economie emergenti cela differenze significative fra le varie regioni. L'Asia-Pacifico ha beneficiato dell'afflusso netto più cospicuo, dovuto all'aumento delle attività verso tutti i settori della regione nonché al notevole rimpatrio di depositi da parte delle banche in Cina e in Corea. I nuovi crediti a soggetti non bancari negli Stati di recente adesione alla UE e in Russia hanno più che compensato il collocamento di depositi all'estero, determinando un afflusso netto anche verso l'Europa emergente. Per contro, l'America latina ha subito l'undicesimo deflusso netto trimestrale consecutivo, questa volta a causa di una riduzione delle attività nonché di un significativo collocamento di depositi presso le banche dichiaranti alla BRI.

I prestiti a breve termine all'America latina seguono una tendenza al ribasso

Il deflusso netto di fondi dall'America latina nel trimestre più recente è principalmente ascrivibile a un collocamento relativamente cospicuo di depositi presso banche dell'area dichiarante. Nel complesso, le passività totali nei confronti della regione sono aumentate di \$7 miliardi, a \$289 miliardi, concorrendo a un deflusso netto di \$9 miliardi³. Dal lato delle attività, gli istituti dichiaranti alla BRI hanno ridotto il credito alla regione di \$2 miliardi, la terza flessione trimestrale consecutiva. Ciò ha determinato una riduzione delle attività verso la regione al 22% degli impieghi totali nei confronti dei mercati emergenti, dal 27% di un anno prima.

Dal 2000 il credito a breve termine verso la regione in percentuale delle attività internazionali totali ha seguito una tendenza discendente (grafico 2.5). Benché osservabile in diversi paesi mutuatari, essa rispecchia principalmente il calo delle posizioni a breve termine verso l'Argentina. Le statistiche bancarie consolidate della BRI, che forniscono una scomposizione per scadenze, indicano che dal quarto trimestre 2000 il valore in dollari USA delle consistenze di attività *internazionali* verso la regione ha subito una contrazione di \$69 miliardi, attribuibile per circa la metà al ridotto credito a breve verso residenti in Argentina⁴. Pertanto, nel trimestre più recente le attività a breve

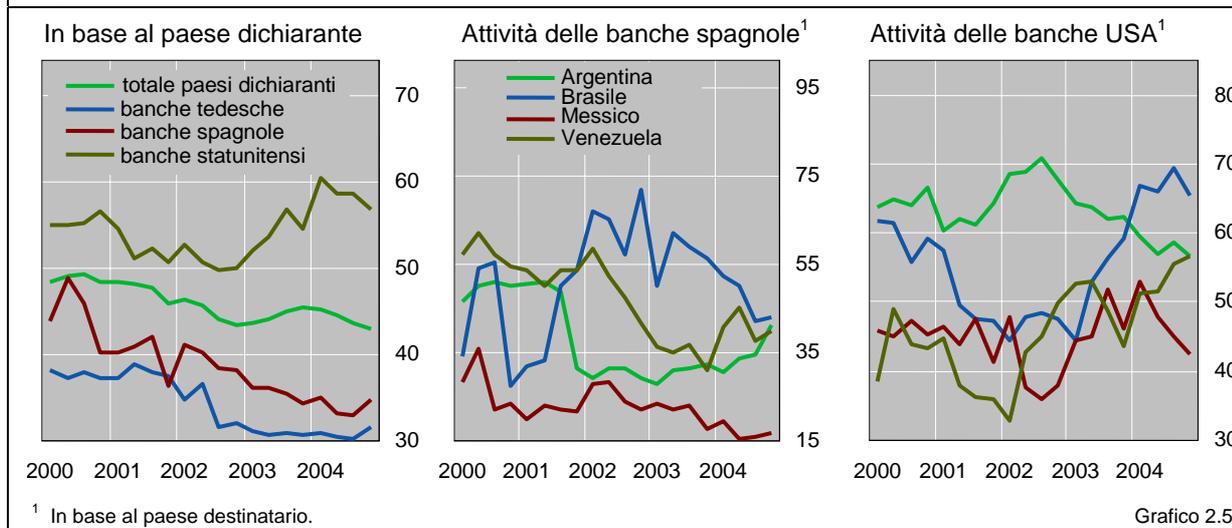
Diminuiscono i prestiti a breve termine verso l'America latina

³ Il collocamento più consistente di depositi da parte di residenti latinoamericani è stato registrato dalle banche negli Stati Uniti. Esso rispecchia in parte l'attività di residenti in Messico (\$1,6 miliardi) e Venezuela (\$1,3 miliardi), ma perlopiù l'aumento di \$7 miliardi registrato da queste banche non è stato allocato a un paese particolare.

⁴ Nelle statistiche bancarie consolidate della BRI le "attività estere" si compongono di "attività internazionali" (attività transfrontaliere in tutte le valute e attività in valuta estera erogate a livello locale) e "attività in valuta locale erogate localmente". I dati includono una scomposizione per scadenza delle attività internazionali ma non di quelle in valuta locale, pari al 58% delle attività estere totali delle banche dichiaranti alla BRI verso l'America latina (in rialzo dal 52% di un anno prima).

Attività internazionali consolidate a breve termine verso l'America latina

in percentuale delle attività internazionali totali



termine rappresentavano il 43% degli impieghi internazionali totali verso la regione, in calo dal 45% di un anno prima e dal 48% di fine 2000⁵.

A questa variazione hanno contribuito entrambi i maggiori sistemi bancari creditori della regione, quello statunitense e quello spagnolo, sebbene con evidenti differenze nel profilo dei rispettivi prestiti a livello regionale. A partire dal 2000 il portafoglio di attività internazionali di entrambi i sistemi bancari si è spostato dall'Argentina al Messico⁶. Nel complesso, all'interno delle attività internazionali delle banche spagnole verso la regione sono calati i prestiti a breve termine, di riflesso al minor credito a breve verso l'Argentina e a un incremento (relativo) delle attività a più lungo termine verso Brasile, Messico e Venezuela dal 2002 (grafico 2.5, diagramma centrale). Per contro, nonostante le banche statunitensi abbiano ridotto le attività internazionali a breve verso i residenti argentini, il loro portafoglio complessivo di impieghi internazionali nei confronti della regione si è spostato verso i prestiti a più breve scadenza per gran parte di questo periodo (grafico 2.5, diagramma di destra)⁷.

⁵ Alla contrazione delle attività internazionali da fine 2000 ha fatto riscontro un aumento quasi equivalente delle attività in moneta locale verso la regione (\$72 miliardi), principalmente ascrivibile alle maggiori attività nei confronti di residenti messicani. Di conseguenza, rispetto ad allora le consistenze in essere delle attività estere di tutte le banche dichiaranti alla BRI (sulla base dell'obbligato immediato) verso la regione si sono mantenute praticamente invariate dalla fine del 2000 (per un totale di \$519 miliardi nel quarto trimestre 2004). Le attività estere in essere verso la regione sono scese fra il quarto trimestre 2001 e il terzo trimestre 2002, ma da allora hanno mostrato una tendenza ascendente.

⁶ Le attività internazionali delle banche spagnole verso l'Argentina sono scese dal 40% dei loro impieghi internazionali totali verso la regione nel secondo trimestre 2000 al 12% nel trimestre più recente. Al contempo, le attività internazionali verso il Messico sono aumentate dal 18 al 48%.

⁷ Da fine 2000 le consistenze in essere delle attività internazionali delle banche statunitensi sono diminuite nei confronti di Brasile, Colombia e Venezuela. In questo periodo, quelle verso l'Argentina sono scese dal 19 al 5% delle attività internazionali totali verso la regione, mentre le attività verso il Messico sono salite dal 27 al 46% nel primo trimestre 2004, per poi ridursi al 40% nel trimestre più recente.

La presenza di banche estere sui mercati creditizi interni

L'integrazione dei mercati finanziari negli ultimi due decenni ha accresciuto la partecipazione delle banche estere ai mercati nazionali del credito. Tuttavia, viste le limitazioni dei dati, è difficile pervenire a misure esaurienti che aiutino a quantificare tale fenomeno. Per ottenere una stima del credito totale ai settori non bancari dei principali paesi industrializzati è possibile affiancare alle statistiche BRI sul mercato bancario internazionale i dati FMI sui prestiti concessi su base locale, ed è quanto ci si propone di illustrare nel presente riquadro. Descriveremo inoltre la costruzione di tre semplici indicatori della partecipazione delle banche estere ai mercati interni. Benché nessuno di questi indicatori sia esente da imperfezioni, se considerati congiuntamente essi forniscono una rappresentazione piuttosto omogenea della realtà nelle varie economie sviluppate. In termini generali, tale partecipazione è andata crescendo, pur con talune differenze da paese a paese. Inoltre, la quota di credito totale erogato da banche estere a mutuatari non bancari è più elevata negli Stati Uniti e nel Regno Unito che nell'area dell'euro e in Giappone.

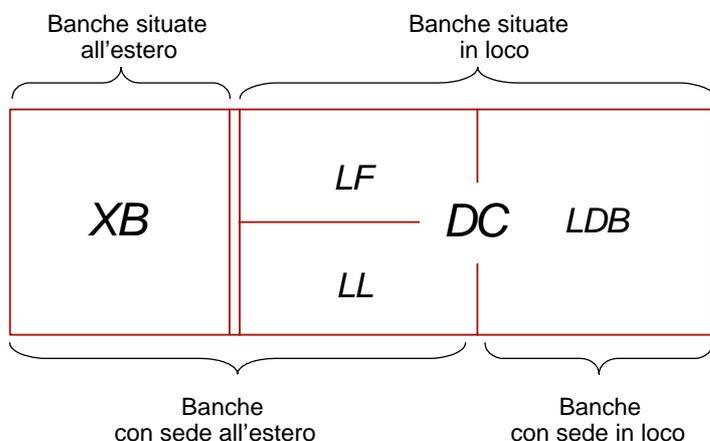
Costruzione di indicatori della partecipazione delle banche estere ai mercati nazionali

Gli indicatori hanno l'obiettivo di stimare quanta parte del credito totale a mutuatari *non bancari* residenti è erogata da banche con sede all'estero. Il denominatore del rapporto – il credito totale al settore non bancario – corrisponde al rettangolo esterno della figura seguente. Esso è pari a $(XB+DC)$, dove XB è il credito transfrontaliero (ossia, quello concesso direttamente dall'estero), tratto dalle statistiche BRI su base locale, mentre DC è il credito interno erogato da istituzioni residenti, tratto dalle International Financial Statistics dell'FMI.

Più problematico è il numeratore del rapporto, ossia il credito totale stimato affluito al settore non bancario da banche con sede all'estero. Idealmente, esso dovrebbe equivalere alla somma fra il credito transfrontaliero (XB) e quello concesso da dipendenze locali di banche straniere, in valuta locale (LL) ed estera (LF) (cfr. figura). Sfortunatamente, i dati disponibili non consentono di calcolare con precisione questa grandezza a causa di un'incompleta scomposizione settoriale delle statistiche (cfr. oltre). Nondimeno, i dati suggeriscono due alternative alla misura ideale.

La prima alternativa – indicatore 1 – è data dalla stima della quota del credito totale al settore non bancario ottenuta direttamente dall'estero. Tale misura è pari a $XB/(XB+DC)$, e potrebbe sottostimare il ruolo delle istituzioni estere in quanto non considera i prestiti locali concessi dalle loro dipendenze operanti nel paese di residenza del mutuatario. Nel contempo, essa potrebbe sovrastimare il ruolo delle stesse istituzioni estere ove le dipendenze straniere di banche nazionali costituiscono una quota significativa del credito transfrontaliero ricevuto da mutuatari non bancari interni. I cosiddetti "flussi circolari" di prestiti, che caratterizzarono le politiche creditizie internazionali delle banche giapponesi fino a verso la fine degli anni novanta, rappresentano a questo riguardo un esempio eloquente (cfr. oltre).

Mercato interno del credito bancario



XB = prestiti transfrontalieri¹
 LF = prestiti locali in valuta estera²
 LL = prestiti locali in valuta nazionale^{3, 4}
 LDB = prestiti locali da banche interne
 DC = credito interno⁵ = $LF+LL+LDB$

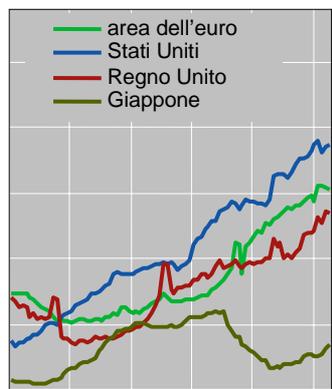
attività internazionali³ = $INT = XB+LF$
attività estere³ = $INT+LL$

indicatore 1 = $XB/(XB+DC)$
indicatore 2 (max) = $(INT+LL)/(XB+DC)$
indicatore 2 (min) = $INT/(XB+DC)$
indicatore 3 = $(LL+LF)/(INT+LL)$

¹ Statistiche bancarie BRI su base locale. ² Statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità del prestatore. ³ Statistiche bancarie BRI su base consolidata. ⁴ Le statistiche non prevedono una scomposizione di LL per settore della controparte. ⁵ FMI, *International Financial Statistics*.

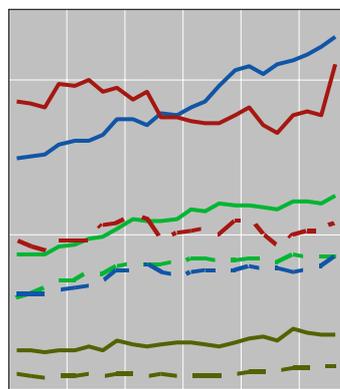
Presenza delle banche estere nei mercati creditizi nazionali¹

Indicatore 1: prestiti transfrontalieri²



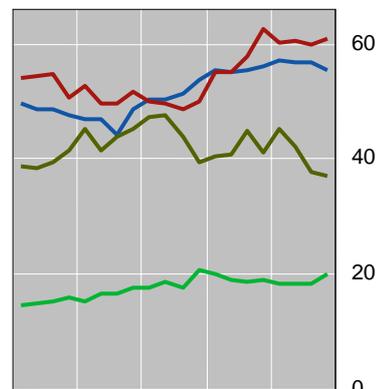
1983 1987 1991 1995 1999 2003

Indicatore 2: prestiti esteri³



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Indicatore 3: prestiti locali concessi da banche estere⁴



2000 2001 2002 2003 2004

¹ Per regione della controparte. ² Incidenza sul credito totale ai residenti non bancari: indicatore 1 = $XB/(XB+DC)$. ³ Prestiti consolidati sull'estero, in percentuale del credito totale ai residenti non bancari. Le linee tratteggiate rappresentano l'indicatore 2 (min) = $INT/(XB+DC)$, quelle continue l'indicatore 2 (max) = $(INT+LL)/(XB+DC)$. ⁴ Incidenza sul credito estero totale verso settori bancari e non bancari: Indicatore 3 = $(LL+LF)/(INT+LL)$.

La seconda alternativa – indicatore 2 – si basa sulle statistiche bancarie consolidate della BRI e ricomprende il credito erogato localmente da banche con sede all'estero. A causa delle limitazioni nei dati, vengono calcolate due varianti dell'indicatore 2, che rappresentano il limite superiore e inferiore della quota di credito bancario concessa da istituzioni estere a prenditori non bancari interni. La misura più ampia, indicatore 2 (max), è data da $(INT + LL)/(XB + DC)$ ⁶. Essa integra gli impieghi locali in valuta locale, *LL*, con le "attività internazionali", *INT*, che includono i crediti transfrontalieri in tutte le valute e quelli locali in valuta estera. Purtroppo, per i dati *LL* non è disponibile una scomposizione settoriale, sicché essi ricomprendono anche il credito al settore bancario (escludendo le posizioni intragruppo). Ciò può condurre a sovrastimare l'importanza dei prestiti esteri sul credito totale al settore non bancario. L'indicatore 2 (min) è dato da $INT/(XB + DC)$, e rappresenta il limite inferiore della quota reale di prestiti esteri a mutuatari non bancari; esso coinciderebbe esattamente con tale quota nel caso in cui tutti i crediti locali in valuta locale, *LL*, avessero come controparte banche residenti.

Una terza misura della partecipazione delle banche estere – indicatore 3 – si basa unicamente sulle statistiche bancarie internazionali della BRI e concerne la totalità dei mutuatari (bancari e non bancari). Questo indicatore, espresso da $(LL + LF)/(INT + LL)$, coglie la misura in cui le banche con sede all'estero fanno assegnamento sulle dipendenze locali per il loro credito totale (in valuta sia estera sia nazionale) a un determinato paese. Gli impieghi locali in valuta estera, *LF*, sono tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI, che forniscono una scomposizione dei prestiti locali erogati dal paese di origine delle banche residenti.

Partecipazione delle banche estere nei principali paesi industrializzati

Dall'applicazione degli indicatori sopra descritti a Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e paesi dell'area dell'euro si evince che nel complesso il ruolo delle banche estere sui mercati nazionali è andato aumentando negli ultimi due decenni. Stando all'indicatore 1, le attività transfrontaliere sono salite in percentuale dei prestiti totali nelle 15 economie industrializzate, toccando nell'ultimo trimestre il 13,5%, contro il 10% di quattro anni prima e il 4% del 1987. Le statistiche prettamente nazionali fornite dall'FMI rilevano al momento meno dell'87% del credito totale al settore non bancario dei principali paesi industrializzati.

⁶ Questa misura è proposta da R.N. McCauley, J.S. Ruud e P.D. Wooldridge in "Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2002.

La partecipazione delle banche estere ai mercati interni aumenta se si considerano i prestiti da esse erogati su base locale. Nello specifico, passando dall'indicatore 1 all'indicatore 2 (min), che tiene appunto conto dei prestiti locali in valuta non nazionale concessi da banche estere, la misura internazionale cresce in media di 1 punto percentuale, conservando la tendenza ascendente. Ipotizzando che i prestiti locali (in tutte le valute) affluiscano interamente al settore non bancario – in altri termini, utilizzando l'indicatore 2 (max) – la misura aggregata dell'importanza relativa delle attività delle banche estere è quasi raddoppiata. Infine, l'indicatore 2 rivela che i prestiti erogati su base locale rappresentavano a fine 2004 il 40% del credito totale concesso da banche estere all'insieme dei settori, rispetto al 35% degli inizi del 2000[®].

Questi risultati aggregati celano notevoli differenze tra le varie economie. Dall'indicatore 1 emerge come negli Stati Uniti l'attività bancaria internazionale, che rappresenta attualmente il 19% del credito totale al settore non bancario del paese, sia considerevolmente maggiore che nell'area dell'euro e nel Regno Unito dal secondo trimestre 1987 (diagramma di sinistra del grafico). Nell'area dell'euro il costante aumento dell'incidenza dei prestiti transfrontalieri è riconducibile alle banche situate nella regione; i prestiti interni all'area sono cresciuti nettamente dopo l'introduzione dell'euro, costituendo nell'ultimo trimestre il 63% dei prestiti internazionali verso la regione, contro il 40% di fine 1983. Il Giappone rappresenta un caso anomalo: i prestiti internazionali concorrono a meno del 5% delle attività totali nei confronti del settore non bancario residente. Il profilo "a gobba" dell'indicatore per il paese, osservabile per quasi tutti gli anni novanta, è in parte la conseguenza del fatto che le banche giapponesi si sono avvalse di centri offshore per incanalare il credito verso i residenti interni, e pertanto sovrastima la quota dei prestiti transfrontalieri provenienti da banche con sede all'estero.

Se si considerano i prestiti forniti localmente da banche estere, emergono marcate differenze tra la penetrazione di queste ultime sui mercati creditizi statunitensi e britannici da un lato, e su quelli dell'area dell'euro dall'altro. In base a entrambi gli indicatori 2 e 3, l'incidenza del credito locale sui prestiti esteri totali affluiti a mutuatari non bancari del Regno Unito è cospicua. In particolare, secondo l'indicatore 2 (min), alle banche estere fa capo almeno il 19% del credito affluito al settore non bancario del paese dal primo trimestre 2000. Questa percentuale supera l'11% rilevato per lo stesso periodo dall'indicatore 1, che considera unicamente i crediti originati dall'estero. Del pari, le dipendenze locali sembrano concorrere a una quota notevole delle attività di banche estere verso gli Stati Uniti, anche se resta da chiarire in quale misura tali crediti siano stati convogliati verso il settore non bancario: da metà 1999 gli indicatori 2 (min) e (max) presentano uno scarto medio di 22 punti percentuali[®]. Il credito locale produce l'impatto più basso sugli indicatori della penetrazione di banche estere nei paesi dell'area dell'euro. Ciò è in linea con quanto suggerisce l'indicatore 3, secondo cui una quota stabile ma esigua del credito totale estero verso l'insieme dei mutuatari nell'area (pari al 20% nell'ultimo trimestre) sarebbe stata erogata su base locale.

[®] Altrove in questo capitolo viene documentata una tendenza simile per l'Europa emergente e l'America latina. [®] Le statistiche bancarie internazionali USA non consentono di distinguere gli impieghi locali in valuta (LF) da quelli in moneta nazionale (LL). Entrambi figurano all'interno di LL, che non è disaggregato per settori. Ciò tende ad abbassare l'indicatore 2 (min) e a innalzare l'indicatore 2 (max) con riferimento al settore non bancario.

Il credito verso i paesi della UE alla base dell'afflusso all'Europa emergente

Un forte aumento delle attività ha determinato un secondo afflusso netto consecutivo di fondi verso l'Europa emergente. Le attività totali verso la regione si sono accresciute di \$25 miliardi, con aumenti particolarmente pronunciati nei confronti della Russia e dei nuovi paesi membri della UE. Esse sono così passate a \$318 miliardi, pari al 27% degli impieghi totali verso le economie emergenti, in aumento dal 25% del trimestre precedente e dal 24% di un anno prima. Anche le passività nei confronti dell'Europa emergente sono aumentate, determinando un afflusso netto di \$6,5 miliardi.

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 dic. 2004
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale ²	Attività	-37,0	64,9	14,7	67,9	26,3	-0,9	35,4	1 180,2
	Passività	-45,9	72,1	43,1	107,2	20,9	50,0	19,8	1 457,0
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	-2,1	-2,6	-1,1	-1,1	-0,4	18,9
	Passività	0,0	-0,8	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,6	24,8
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	-9,1	1,8	-4,0	-2,9	-2,2	77,3
	Passività	-8,0	14,4	-3,4	5,0	-3,6	-7,0	0,9	53,2
Cina	Attività	-12,4	13,5	-1,0	13,9	10,0	-3,0	2,4	86,7
	Passività	-3,6	-6,4	1,8	21,6	20,5	-2,6	-14,3	116,4
Corea	Attività	8,2	-1,0	0,1	14,3	-8,5	0,8	5,5	91,0
	Passività	0,5	7,3	12,1	21,7	-4,8	2,8	-6,3	54,3
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-0,8	0,3	-0,9	0,2	0,7	30,3
	Passività	-2,4	0,2	0,3	-0,2	-1,3	-0,1	-0,6	10,4
Messico	Attività	3,1	-0,8	-0,9	7,5	-0,6	-8,0	0,4	65,2
	Passività	-11,4	6,2	-0,1	4,0	-0,7	-6,2	-1,8	58,1
Polonia	Attività	2,9	3,3	0,4	2,4	2,0	1,6	-0,2	41,8
	Passività	-3,1	-0,1	1,2	3,0	3,9	-0,2	4,5	31,1
Rep. ceca	Attività	2,3	3,7	1,7	-1,7	0,8	0,4	3,1	24,1
	Passività	-3,7	-2,4	-0,9	-2,6	2,5	-0,6	1,5	11,4
Russia	Attività	3,6	12,1	5,8	3,4	-0,3	-1,8	7,6	62,3
	Passività	9,6	16,2	7,9	5,0	7,8	5,5	5,4	83,8
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	-0,7	-0,1	0,5	-0,3	0,2	19,7
	Passività	2,7	9,7	2,8	3,9	1,6	0,7	0,5	39,8
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	-1,6	-1,0	-0,4	1,7	-0,1	19,5
	Passività	-4,6	5,7	3,2	-1,5	1,2	1,7	0,9	20,8
Turchia	Attività	-2,8	5,3	0,1	4,1	3,4	0,0	1,3	55,0
	Passività	0,0	-0,4	0,9	2,9	0,9	1,1	1,9	28,2
<i>Per memoria:</i>									
nuovi paesi della UE ³	Attività	9,2	20,9	8,5	3,9	6,6	8,4	11,5	160,8
	Passività	-5,9	-0,5	0,8	3,2	4,8	0,1	9,4	82,4
membri OPEC	Attività	-9,9	-6,5	2,0	9,2	1,7	5,0	5,2	156,1
	Passività	-8,8	-15,1	12,2	16,5	-1,7	24,2	-5,3	291,8

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

I nuovi crediti concessi alla regione sono affluiti per poco meno della metà ai paesi che hanno recentemente aderito alla UE, e per la parte restante soprattutto alla Russia. I fondi erogati da banche in Germania, Austria e nei Paesi Bassi hanno contribuito all'incremento di \$11 miliardi degli impieghi verso i nuovi Stati membri della UE, dovuto per oltre \$4 miliardi ai maggiori investimenti in titoli di debito, in particolare di emittenti in Ungheria e in

Polonia. Le attività internazionali verso la Russia hanno registrato il più cospicuo incremento trimestrale mai rilevato dalle statistiche della BRI, pari a \$8 miliardi, grazie ai nuovi prestiti ai settori sia bancario sia non bancario provenienti principalmente da banche nel Regno Unito e in Germania.

Le banche dell'Europa emergente hanno continuato a collocare depositi presso istituti dichiaranti alla BRI. Nel trimestre più recente, le passività a tale titolo verso il settore bancario della regione sono salite di \$19 miliardi, riconducibili ai fondi in provenienza da Russia, Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. L'incremento di \$5 miliardi nei depositi all'estero degli istituti russi, denominati principalmente in dollari USA e in euro, ha coinciso con un balzo del 32% delle consistenze di attività di riserva ufficiali della Russia, salite nel quarto trimestre a \$121 miliardi. Si stima che il 38% di tali attività siano state depositate presso banche all'estero. Ciò suggerisce che circa due terzi dello stock di passività di deposito nei confronti delle banche russe (pari a \$75 miliardi) siano costituiti da depositi della banca centrale⁸.

Nel più lungo periodo, la crescita delle attività verso l'Europa emergente cela due diversi andamenti dei prestiti all'interno della regione. Le statistiche consolidate BRI indicano che le attività estere verso l'Europa emergente, che includono i prestiti sia transfrontalieri sia locali, si sono accresciute di un fattore pari a 4,6 da metà 1994, collocandosi a \$545 miliardi a fine 2004. È significativo che per il 77% tale aumento sia ascrivibile ai mutuatari dei nuovi Stati membri della UE (in particolare Polonia, Ungheria e Repubblica ceca). Per contro, le attività delle banche dichiaranti alla BRI verso la Russia e la Turchia sono aumentate in misura leggermente inferiore durante gli ultimi 11 anni (grafico 2.6, diagramma di sinistra)⁹. I prestiti esteri a questi due paesi sono saliti costantemente durante la maggior parte degli anni novanta per poi crollare in conseguenza delle crisi finanziarie locali. Le consistenze in essere di attività estere verso Russia e Turchia hanno seguito andamenti analoghi negli ultimi quattro anni e si sono in certa misura riprese dal minimo toccato nel 2002. Tuttavia, esse rappresentano attualmente appena il 22% dei prestiti esteri totali alla regione, in diminuzione rispetto al 54% di fine 1994.

La redistribuzione geografica dei prestiti all'Europa emergente è rispecchiata dalle tendenze riguardanti la scadenza delle esposizioni e dalle variazioni nella quota di prestiti esteri erogati in loco. Come illustrato dal diagramma centrale del grafico 2.6, all'inizio del 2000 il credito a breve termine (ossia con scadenza residua fino a un anno) era distribuito uniformemente fra i due gruppi di paesi nella regione. Da allora però la sua quota è aumentata di circa 10 punti percentuali sul totale dei prestiti internazionali totali concessi a Russia e Turchia, mentre è diminuita in misura analoga nei confronti dei nuovi

I fondi collocati all'estero riflettono principalmente le operazioni di banca centrale

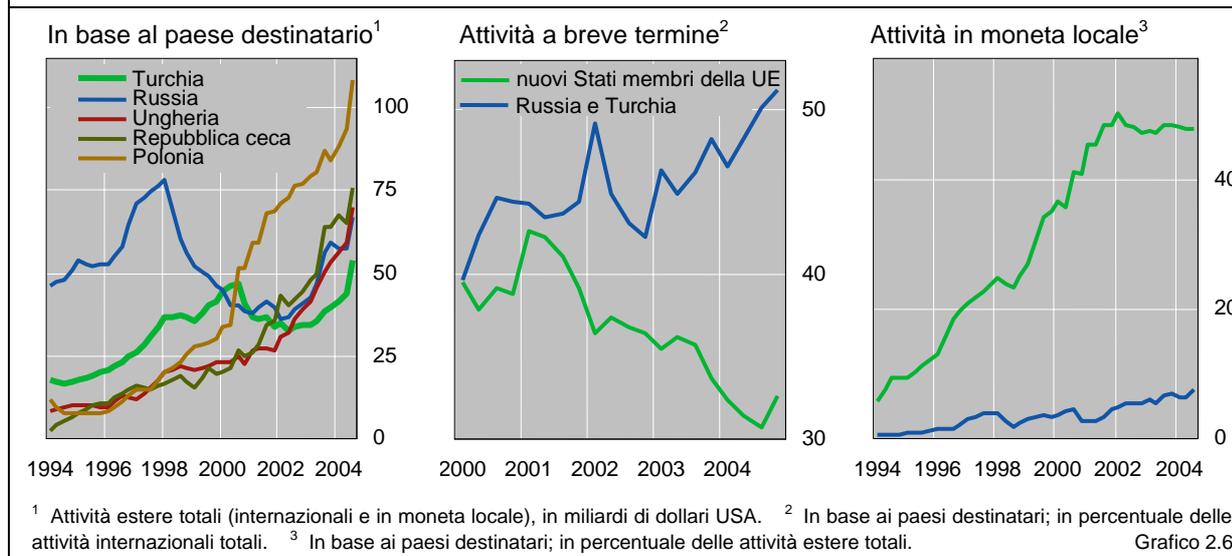
Le tendenze dei prestiti all'Europa emergente nell'ultimo decennio ...

... differiscono fra i nuovi Stati membri della UE da un lato e la Russia e la Turchia dall'altro

⁸ La stima è basata sui dati di fine gennaio 2005 relativi alle attività complessive di riserva ufficiale della Russia e ai depositi bancari detenuti all'estero segnalati dalla banca centrale russa.

⁹ Dal 1994 le esposizioni nei confronti di Russia, Turchia e nuovi Stati membri della UE hanno generalmente rappresentato più dell'85% delle attività delle banche dichiaranti alla BRI verso l'Europa emergente.

Attività consolidate verso l'Europa emergente



Stati membri della UE. Parallelamente a questa dinamica, l'incidenza dei crediti concessi localmente nella moneta nazionale sulle attività estere totali verso i nuovi Stati membri della UE è salita, stabilizzandosi appena al disotto del 50% dal secondo trimestre 2001 (grafico 2.6, diagramma di destra). Per contro, praticamente tutti i prestiti esteri sia alla Russia sia alla Turchia continuano a essere erogati a livello transfrontaliero e in valuta estera¹⁰.

Nonostante le analogie nella configurazione dei prestiti esteri alla Russia e alla Turchia, questi paesi presentano differenze dal punto di vista dei prestatori internazionali. Negli ultimi due anni la Russia ha raddoppiato il suo avanzo di conto corrente e ha mantenuto la posizione di creditore netto nei confronti del sistema bancario internazionale (con uno stock di attività nette internazionali degli istituti dichiaranti alla BRI pari a -\$22 miliardi nel quarto trimestre 2004). Per contro, nello stesso periodo la Turchia – debitore netto delle banche dichiaranti da fine 1996 – ha visto il proprio disavanzo di conto corrente aumentare. Tali divergenze sono rispecchiate dal fatto che le attività degli istituti dichiaranti verso la Russia sono in genere a più lungo termine e dalla metà del 2002 si sono accresciute più rapidamente di quelle verso la Turchia.

Le banche in Cina e Corea rimpatriano depositi

L'afflusso netto verso la regione Asia-Pacifico nel quarto trimestre è principalmente il risultato del rimpatrio di depositi da parte di diversi dei maggiori mutuatari dell'area. Questo afflusso di fondi dal sistema bancario

¹⁰ Tutti i principali creditori dell'Europa emergente (banche tedesche, francesi, italiane e belghe) hanno riorganizzato in modo analogo le proprie attività verso la regione. Inoltre, le banche con sede in Germania, a cui è attualmente riconducibile il 30% dei finanziamenti esteri all'Europa emergente, hanno trasferito il 36% delle attività in essere verso la Russia e la Turchia a garanti non bancari. Ciò contrasta con la pressoché totale assenza di tali trasferimenti di rischio nel 1999.

Passività sotto forma di depositi bancari verso Cina e Corea

in miliardi di dollari USA

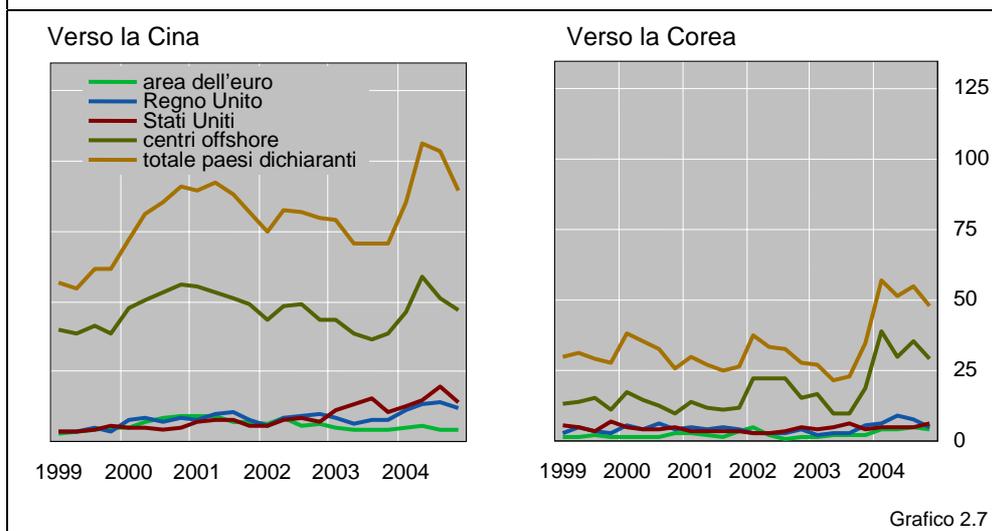


Grafico 2.7

internazionale si è verificato malgrado un deflusso complessivo di capitali e avanzi di parte corrente in molti paesi dell'Asia-Pacifico. Nel complesso, le passività degli istituti dichiaranti alla BRI verso banche nella regione sono calate (di \$10 miliardi) per la prima volta in sei trimestri, in quanto i cospicui rimpatri di depositi da parte di banche in Cina e Corea hanno compensato i maggiori collocamenti all'estero di istituti di Malaysia, Taiwan (Cina)¹¹ e, in misura minore, India. In alcuni casi, la variazione delle passività di deposito sembra riconducibile all'attività della banca centrale. Il nuovo credito ai prenditori della regione è stato modesto. La crescita delle attività rilevata (\$8 miliardi) è dovuta precipuamente a investimenti in azioni e titoli di debito e ha portato le attività totali verso l'Asia-Pacifico a \$404 miliardi, ossia il 34% degli impieghi totali nei confronti dei mercati emergenti (dal 35% del trimestre precedente).

Il sistema bancario cinese è stato quello che più ha ridotto i propri depositi esteri, rimpatriando \$16 miliardi, principalmente da istituti dichiaranti situati in centri offshore, negli Stati Uniti e nel Regno Unito (grafico 2.7, diagramma di sinistra). Un fattore all'origine di tale rimpatrio possono essere state le maggiori restrizioni adottate nel luglio 2004, che hanno limitato la capacità delle banche straniere operanti in Cina di mutuare capitali in valuta all'estero. Di conseguenza, le banche in Cina possono avere prelevato i fondi precedentemente depositati presso istituti all'estero al fine di soddisfare la domanda di crediti in dollari. Le passività a fronte dei depositi dell'insieme dei settori cinesi sono scese a \$116 miliardi, pari al 25% delle passività totali nei confronti della regione. La composizione per valuta dei depositi rimpatriati dalle banche in Cina era strettamente in linea con quella dei depositi esistenti. Pertanto, l'incidenza stimata del dollaro USA sulle passività di deposito totali

Le banche in Cina e Corea riducono i depositi presso gli istituti dichiaranti alla BRI ...

¹¹ Di seguito Taiwan.

nei confronti di banche in Cina è rimasta al 67%, invariata rispetto al trimestre precedente, e quella di altre valute è variata solo di poco¹².

Nel quarto trimestre anche le banche in Corea hanno rimpatriato depositi: \$7 miliardi da istituti dichiaranti alla BRI in centri offshore e altri \$3 miliardi da banche nel Regno Unito (grafico 2.7, diagramma di destra). Nel contempo, esse hanno accresciuto i depositi presso omologhe negli Stati Uniti e in Svizzera, di \$1 e 2 miliardi rispettivamente. Di conseguenza, la quota stimata di passività di deposito in dollari USA rispetto alle passività totali nei confronti di banche in Corea è salita dal 78 all'89% fra il terzo e il quarto trimestre¹³. Nel complesso, le passività di deposito delle banche dichiaranti nei confronti del sistema bancario coreano sono scese a \$48 miliardi nel trimestre in esame. Si stima che il 51% di questi depositi sia costituito da riserve valutarie coreane¹⁴.

... mentre le banche in Malaysia, Taiwan e India collocano fondi all'estero

A differenza delle omologhe cinesi e coreane, le banche in Malaysia hanno incrementato i depositi presso istituti dichiaranti alla BRI. In particolare, le consistenze in essere di riserve in valuta collocate presso banche all'estero dalla banca centrale malese sono cresciute di \$6 miliardi, a \$15 miliardi. Ciò ha contribuito a un rialzo di \$5 miliardi delle passività di deposito delle banche dichiaranti nei confronti del settore bancario della Malaysia, con un aumento dei depositi denominati in dollari USA presso banche nel Regno Unito, nell'area dell'euro e nei centri offshore (grafico 2.8, diagramma di sinistra). Pertanto, la quota stimata di passività di deposito denominate in dollari USA nei confronti del settore bancario malese è salita dal 63 al 69% fra il terzo e il quarto trimestre¹⁵.

Anche le banche di Taiwan e India hanno collocato fondi all'estero. Un aumento di \$6 miliardi ha sospinto le passività di deposito complessive verso banche a Taiwan a \$59 miliardi (grafico 2.8, diagramma centrale). Ciò ha coinciso con un incremento del valore in dollari USA delle riserve valutarie totali del paese, salite di \$9 miliardi nel quarto trimestre 2004. Analogamente, le banche in India hanno collocato \$1,5 miliardi in depositi denominati in sterline presso istituti nel Regno Unito e nell'area dell'euro, portando le passività di deposito totali nei propri confronti a \$42 miliardi (grafico 2.8, diagramma di destra). La quota stimata del dollaro USA sulle passività di deposito verso banche in India è rimasta relativamente stabile, al 41%, rispetto ai due trimestri precedenti¹⁶. Il collocamento di depositi all'estero sembra in

¹² Cfr. la nota successiva.

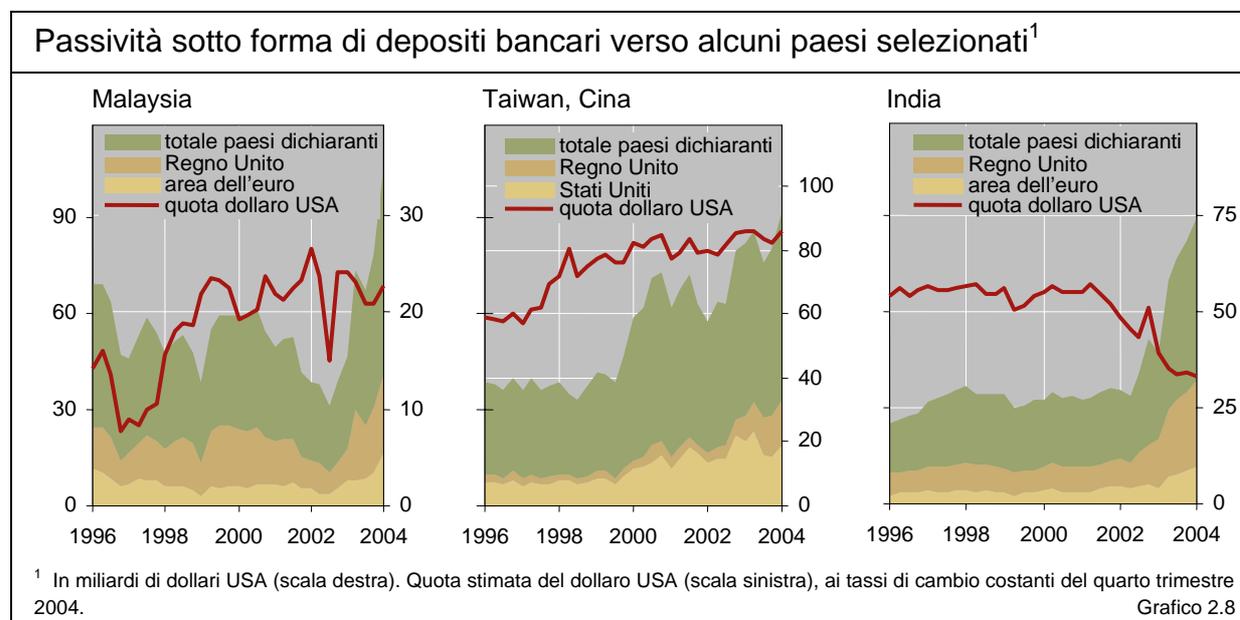
¹³ Queste stime dovrebbero essere interpretate con cautela poiché fino al 51% (59%) delle passività di deposito nei confronti di banche in Cina (Corea) sono collocate in paesi dichiaranti che non forniscono una scomposizione per valuta. Per una discussione in merito si veda il capitolo dedicato al mercato bancario internazionale nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2005.

¹⁴ La stima si fonda sui valori forniti per la fine di gennaio 2005 relativamente alle riserve in valuta estera detenute dalla Corea sotto forma di depositi bancari all'estero (\$25 miliardi).

¹⁵ Cfr. la nota successiva.

¹⁶ Una quota relativamente esigua di depositi di banche malesi e indiane (12% rispettivamente) è collocata presso paesi dichiaranti alla BRI che non forniscono scomposizioni per valuta. La corrispondente quota per le banche di Taiwan è del 32%.

parte riconducibile all'attività della banca centrale. Le riserve in valuta estera indiane detenute sotto forma di depositi bancari all'estero sono salite da \$32 miliardi nel terzo trimestre 2004 a \$35 miliardi nel quarto, pari all'83% delle passività di deposito totali degli istituti dichiaranti alla BRI nei confronti del settore bancario indiano.



I prestiti sindacati internazionali nel primo trimestre 2005

Blaise Gadanecz

Dopo aver toccato un massimo storico nel quarto trimestre dell'anno scorso, i prestiti sindacati internazionali sono stati relativamente modesti nel primo trimestre 2005. Le sottoscrizioni sono ammontate a \$421 miliardi, che rappresentano comunque un aumento significativo sul corrispondente periodo del 2004. L'attività del primo trimestre di ogni anno è solitamente contenuta; su base destagionalizzata, i prestiti sono di fatto cresciuti del 6% dal periodo precedente, alimentati da rifinanziamenti e operazioni collegate a fusioni.

Le condizioni di finanziamento per i prenditori dei paesi industriali sono rimaste piuttosto favorevoli. Sebbene gli spread medi sul Libor per i prestiti USA siano lievemente cresciuti, quelli sull'Euribor per i contratti europei si sono mediamente ristretti. Le scadenze medie sono ancora aumentate, e la percentuale dei prestiti assistiti da garanzia è rimasta modesta, al 9%. Le operazioni di rifinanziamento nell'Europa occidentale, così come quelle statunitensi ed europee collegate a fusioni, hanno continuato a concorrere per una quota rilevante dell'attività totale. Sono stati però i prenditori europei a raccogliere gli importi più ingenti: Telecom Italia ha sottoscritto un prestito *multitranche* di €12 miliardi per finanziare una fusione, Électricité de France e Sanofi-Aventis hanno ottenuto ciascuna €8 miliardi finalizzati a rifinanziamenti ed emissioni di *commercial paper*. Malgrado i deludenti annunci sugli utili attesi e il prospettato declassamento di General Motors, le sottoscrizioni nel settore automobilistico sono state sostenute (segnando una brusca flessione sul trimestre precedente, ma un forte aumento sul livello di un anno prima).

Vi sono indicazioni di una maggiore disponibilità delle banche a impiegare fondi nel mercato internazionale dei prestiti sindacati. Negli ultimi due anni l'importo medio per banca partecipante è in effetti salito da \$30 a 50 milioni. Al tempo stesso, un numero maggiore di banche ha cercato di essere presente in veste di organizzatrice (*senior arranger*), un ruolo che all'interno del consorzio garantisce rendimenti più elevati (sotto forma di commissioni). Il rapporto fra banche organizzatrici e banche semplici finanziatrici per singolo prestito è andato aumentando, raggiungendo il livello record di 0,6 nel primo trimestre 2005, ma ciò potrebbe anche rispecchiare il fatto che le posizioni al vertice del consorzio risultano in certa misura "inflazionate".

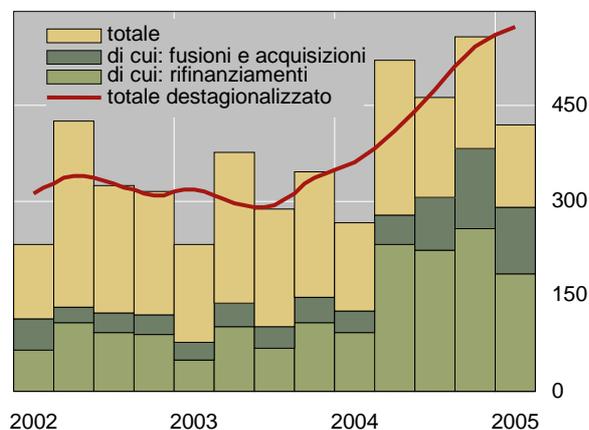
I prestiti ai mercati emergenti, pari a \$29 miliardi, sono stati inferiori al trimestre precedente, pur segnando una crescita sul corrispondente periodo del 2004. In Asia l'attività è stata sospinta a \$9,5 miliardi dai prenditori coreani, specie dei settori bancario, del commercio al dettaglio, dei trasporti e delle spedizioni. I fondi raccolti da un istituto finanziario pubblico sudafricano, insieme alle operazioni di rifinanziamento di imprese minerarie di estrazione di oro e diamanti del paese, hanno fatto salire l'attività verso la regione Medio Oriente e Africa a \$9 miliardi. Un'impresa petrolifera messicana ha rinnovato prestiti per \$4 miliardi, mantenendo elevati i volumi dell'America latina.

Le sottoscrizioni da parte di mutuatari dell'Europa orientale sono state le più basse dal primo trimestre 2003, scendendo a \$3,5 miliardi. Ad aggiudicarsene la parte preponderante sono state le società di telecomunicazioni e le banche russe, cui sono stati applicati spread leggermente più elevati rispetto al periodo precedente. Gli spread sul Libor per i prestiti all'Europa orientale, in calo dall'inizio del 2003, sono sensibilmente aumentati.

Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

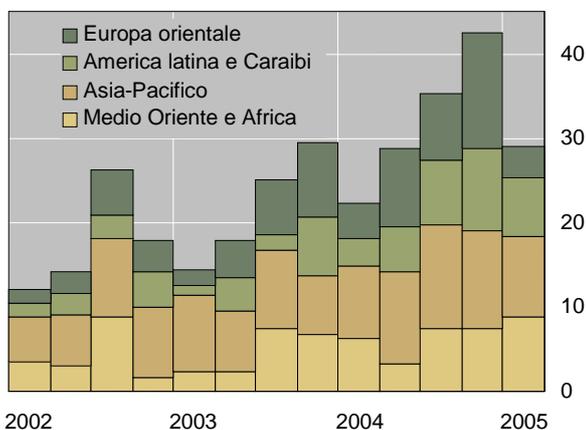
in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Sottoscrizioni di mutuatari dei mercati emergenti



3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale dei titoli di debito sono ammontate a \$1 055 miliardi nel primo trimestre 2005, in crescita del 7,3% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente (tabella 3.1). Sulla scia dei ritmi record di emissione del 2004, i mutuatari hanno continuato a beneficiare di un facile accesso ai mercati creditizi internazionali e di condizioni di finanziamento favorevoli, poiché gli spread sono rimasti a livelli storicamente bassi durante il trimestre, nonostante un incremento verso la fine di marzo. I collocamenti lordi di residenti e soggetti sovrani dell'area dell'euro sono stati particolarmente vigorosi. La raccolta globale è parimenti cresciuta su base netta, da \$426,1 a 492,4 miliardi (tabella 3.2). Le emissioni nette hanno segnato un aumento nell'area dell'euro e nei mercati emergenti, mentre sono calate negli Stati Uniti e nei centri offshore.

Nuovo aumento delle emissioni nell'area dell'euro

Le emissioni nell'area dell'euro crescono per il terzo trimestre consecutivo

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale da parte di mutuatari dell'area dell'euro sono cresciuti per il terzo trimestre consecutivo, del 48,8% sul periodo precedente. L'aumento ha interessato tutte le economie dell'area eccetto l'Irlanda e il Lussemburgo. Questa rapida espansione non è riconducibile a effetti stagionali o di cambio. L'attività lorda di emissione nell'area dell'euro tende a essere relativamente elevata nel primo trimestre, ma quest'anno l'aumento è stato particolarmente ingente (del 22% superiore a quello del primo trimestre 2004). Inoltre, dal momento che nel corso del primo trimestre l'euro ha perso il 4,8% nei confronti del dollaro, l'incremento dei collocamenti è dovuto alla più elevata raccolta in euro da parte dei residenti dell'area piuttosto che a una conversione valutaria. Le emissioni lorde totali di titoli di debito di tutte le tipologie (obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario) sono parimenti aumentate, a \$814 miliardi.

Aumenta anche la raccolta netta, nonostante la debolezza dell'economia

Le emissioni di soggetti dell'area dell'euro sono aumentate a un ritmo sostenuto anche su base netta (+27,1% per obbligazioni e *note*, e +39% per l'insieme dei titoli di debito). Questi tassi di crescita possono sorprendere se si considera la perdurante debolezza dell'economia dell'area nel suo complesso. Tuttavia, la dinamica della raccolta nei diversi paesi è ampiamente in linea con l'andamento delle diverse economie nazionali nel primo trimestre. Ad esempio,

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2003	2004	2004				2005
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,3	3 300,9	983,1	768,8	726,1	822,9	1 054,5
Obbligazioni	1 610,9	1 786,6	570,5	402,5	378,2	435,5	575,1
Note	1 274,4	1 514,3	412,7	366,4	347,9	387,4	479,5
A tasso variabile	962,7	1 257,3	337,4	306,4	285,2	328,2	346,9
Ordinarie a tasso fisso	1 834,5	1 986,2	628,3	444,1	430,3	483,4	693,6
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,4	17,4	18,3	10,5	11,2	14,1
Dollaro USA	1 171,8	1 154,4	357,2	257,3	255,5	284,4	305,7
Euro	1 287,9	1 597,9	478,8	379,0	350,2	389,8	571,5
Yen	102,8	111,5	29,3	33,8	22,4	26,0	30,4
Altre valute	322,9	437,1	117,8	98,7	98,0	122,6	146,9
Paesi sviluppati	2 620,6	3 010,4	907,2	694,8	655,8	752,7	967,2
Stati Uniti	739,5	771,9	249,8	167,9	169,6	184,6	216,1
Area dell'euro	1 302,3	1 470,3	442,8	358,3	306,1	363,1	540,4
Giappone	48,3	62,1	20,3	19,8	12,1	10,0	13,6
Centri offshore	31,7	41,7	7,2	7,0	13,9	13,5	11,6
Mercati emergenti	140,5	151,7	45,1	36,7	35,0	34,9	46,3
Istituzioni finanziarie	2 280,4	2 687,3	788,5	603,5	606,5	688,9	854,5
Private	1 913,2	2 276,7	667,9	515,5	500,4	592,9	707,5
Pubbliche	367,1	410,7	120,6	88,0	106,1	96,0	147,0
Imprese	269,8	271,3	61,9	72,2	62,3	75,0	58,5
Private	217,7	231,4	52,8	60,6	57,0	60,9	55,1
Pubbliche	52,1	39,9	9,0	11,5	5,3	14,0	3,4
Governi	242,6	245,2	109,1	62,9	35,9	37,3	112,0
Organizzazioni internazionali	92,5	97,1	23,7	30,3	21,3	21,8	29,5
Emissioni perfezionate	2 866,5	3 304,5	934,4	796,5	708,9	864,8	1 009,5
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 478,1</i>	<i>1 744,5</i>	<i>449,6</i>	<i>453,1</i>	<i>403,0</i>	<i>438,7</i>	<i>517,1</i>

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

i collocamenti netti sono aumentati soprattutto in Germania, ove si è registrata una forte crescita, mentre un rallentamento della stessa ha coinciso con un calo delle emissioni nette in Italia e Portogallo. Gli importi addizionali raccolti potrebbero inoltre essere stati utilizzati in alcuni casi per ristrutturare i bilanci, poiché nel corso del trimestre hanno cominciato a farsi più frequenti i provvedimenti a favore degli azionisti.

Nel periodo sotto rassegna la quota dei collocamenti netti in euro effettuati da soggetti di ogni nazionalità è salita dal 59 al 63% (tabella 3.3). Ciò riflette principalmente la crescita relativamente marcata dell'attività dei mutuatari dell'area dell'euro, sebbene ingenti emissioni in questa moneta siano state annunciate durante il trimestre anche da prenditori di paesi esterni all'area, quali ad esempio la Repubblica di Polonia (si veda oltre).

La quota delle emissioni nette globali in euro sale al 63%

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle note internazionali

in miliardi di dollari USA

	2003	2004	2004				2005	Stock a fine marzo 2005
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 388,4	1 560,1	484,7	343,3	305,9	426,1	492,4	13 380,1
A tasso variabile	384,3	639,5	152,4	163,5	129,7	193,9	99,5	3 646,3
Ordinarie a tasso fisso	983,2	926,6	339,2	172,2	178,8	236,5	397,3	9 377,5
Collegate ad azioni	20,9	-6,1	-6,8	7,7	-2,7	-4,3	-4,4	356,2
Paesi sviluppati	1 283,2	1 432,8	447,5	311,4	276,6	397,3	456,9	11 936,1
Stati Uniti	258,5	218,6	115,4	4,2	34,9	64,0	62,2	3 300,7
Area dell'euro	733,1	781,7	215,8	205,6	139,8	220,5	280,9	5 940,7
Giappone	-1,6	17,5	5,2	10,0	1,9	0,5	4,7	279,4
Centri offshore	16,3	22,2	0,4	4,4	8,5	8,9	2,5	154,5
Mercati emergenti	66,3	82,2	25,8	18,8	15,0	22,6	30,8	751,3
Istituzioni finanziarie	1 104,0	1 303,9	385,0	275,0	278,0	365,8	389,6	9 888,0
Private	908,0	1 088,1	315,4	235,3	220,3	317,1	315,7	8 345,8
Pubbliche	196,0	215,8	69,6	39,8	57,7	48,7	73,9	1 542,2
Imprese	110,3	74,7	8,9	11,6	11,3	42,9	14,3	1 559,6
Private	90,3	55,9	2,6	5,9	12,6	34,8	22,3	1 310,5
Pubbliche	20,0	18,8	6,3	5,7	-1,3	8,1	-8,1	249,1
Governi	151,5	158,7	79,9	47,9	10,8	20,1	86,3	1 394,3
Organizzazioni internazionali	22,6	22,9	11,0	8,8	5,8	-2,7	2,1	538,1

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

Tabella 3.2

In passato vi è stata di norma una relazione positiva tra la forza di una moneta e la sua quota sulle emissioni internazionali di titoli di debito (cfr. "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali" nella presente *Rassegna*). Ad esempio, a parità delle altre condizioni, un apprezzamento del 10% dell'euro si è in genere accompagnato a un incremento di 0,9 punti percentuali dei collocamenti in tale moneta. Pertanto, se si considera che di recente il tasso di cambio effettivo dell'euro si è mantenuto su livelli alti rispetto alla media storica, l'aumento della raccolta nella moneta europea non dovrebbe forse sorprendere.

L'offerta alimenta la domanda di *duration*

Impennata della domanda di attività a più lunga scadenza

La domanda di titoli a lunga scadenza ha registrato un'impennata negli ultimi mesi. Ciò è in parte ascrivibile ai provvedimenti di vigilanza e di regolamentazione in alcuni paesi, che hanno imposto una maggiore corrispondenza tra la *duration* di attività e passività delle istituzioni finanziarie. I fondi pensione in particolare si sono mostrati propensi all'acquisto di titoli di debito a lunga scadenza. La maggiore domanda di strumenti di questo tipo riflette altresì, in certa misura, la ricerca di una redditività maggiore da parte di molti investitori

Emissioni nette di obbligazioni e note internazionali per regione e per valuta ¹								
in miliardi di dollari USA								
		2003	2004	2004				2005
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	203,5	131,1	102,1	-27,0	4,9	51,1	41,0
	Euro	41,0	48,5	6,0	20,2	14,9	7,4	12,8
	Sterlina	11,8	22,5	1,7	5,4	10,6	4,7	5,2
	Yen	1,2	4,8	1,3	1,7	1,5	0,3	-1,2
	Altre valute	1,0	11,7	4,3	3,9	3,0	0,5	4,5
Area dell'euro	Dollaro USA	75,8	57,6	6,4	25,5	9,8	15,9	15,4
	Euro	627,6	656,5	188,2	157,5	115,4	195,3	235,2
	Sterlina	13,5	32,6	6,4	12,6	8,2	5,3	12,0
	Yen	-9,5	3,1	1,7	3,8	0,6	-3,0	5,0
	Altre valute	25,7	31,9	12,9	6,1	5,8	6,9	13,2
Altre aree	Dollaro USA	162,6	191,0	48,5	54,1	41,1	47,4	41,0
	Euro	116,7	218,5	65,1	43,0	62,6	47,8	62,1
	Sterlina	60,4	79,2	22,9	19,1	8,2	29,0	30,4
	Yen	12,1	19,3	3,6	9,5	5,2	1,0	0,0
	Altre valute	45,0	51,8	13,4	7,8	14,1	16,5	15,7
Totale	Dollaro USA	442,0	379,7	157,0	52,5	55,8	114,4	97,4
	Euro	785,2	923,5	259,4	220,8	192,9	250,5	310,1
	Sterlina	85,8	134,2	31,1	37,1	27,0	39,0	47,6
	Yen	3,7	27,3	6,6	15,0	7,3	-1,7	3,8
	Altre valute	71,7	95,4	30,7	17,9	22,9	23,9	33,4

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

Tabella 3.3

davanti ai bassi rendimenti fruttati da numerosi titoli – soggetti o meno al rischio di credito – sulle scadenze brevi, nonostante la maggiore rischiosità delle scadenze molto lunghe. Nel corso del primo trimestre questa inedita domanda di *duration* ha complessivamente spinto i rendimenti a lungo termine su livelli prossimi o inferiori ai minimi storici. In conseguenza di ciò, alcuni mutuatari hanno approfittato delle favorevoli condizioni di prezzo per cominciare a emettere titoli a più lunga scadenza.

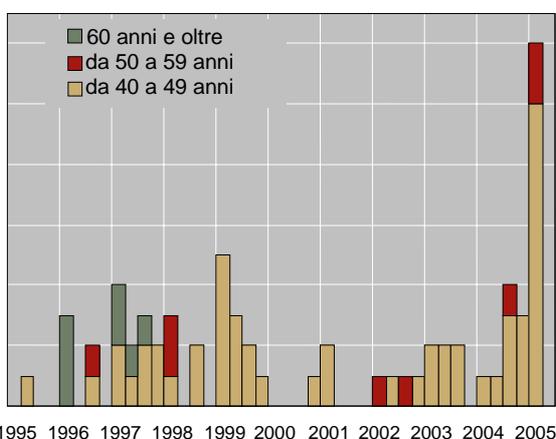
Le emissioni con scadenza pari o superiore a 40 anni lanciate sul mercato internazionale nel primo trimestre sono state in numero record, sebbene il loro valore nominale complessivo (in dollari USA) sia rimasto al disotto degli importi registrati alla fine del 1997 e agli inizi del 1998 (grafico 3.1). Molti di questi collocamenti sono stati perfezionati da soggetti dell'area dell'euro. Il più ingente è stato quello di Agence France Trésor, ente finanziario del governo francese. Le richieste di sottoscrizione, pari a €19,5 miliardi, sono state di gran lunga superiori ai €3 miliardi inizialmente previsti. Alla fine, il 28 febbraio sono stati collocati €6 miliardi (\$7,9 miliardi) di *note* cinquantennali a medio termine con uno spread di 3 punti base sopra il benchmark, le *obligations assimilables*

Numerose emissioni a lunga scadenza per i soggetti dell'area dell'euro ...

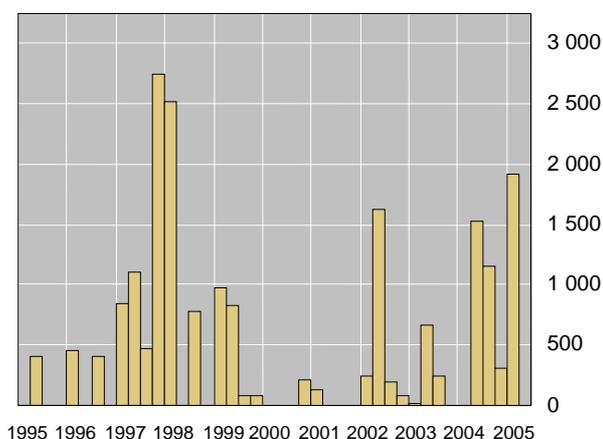
Obbligazioni internazionali a lunga scadenza

ordinarie a tasso fisso, con scadenza pari o superiore ai 40 anni¹

Numero di emissioni



Emissioni totali annunciate²



¹ Escluse le emissioni assistite da attività o garanzia collaterale. ² Per tutte le scadenze pari o superiori ai 40 anni, in milioni di dollari USA.

Fonti: Dealogic; BRI.

Grafico 3.1

du Trésor (OAT) trentennali. Di fatto, si è trattato in assoluto della singola emissione più ingente sul mercato internazionale dei titoli di debito durante il periodo sotto rassegna.

... inclusa Telecom Italia

Diversi altri prestiti obbligazionari di elevato ammontare e con scadenza superiore a 40 anni sono stati perfezionati nel corso del trimestre. Tra di essi spicca la *note* a medio termine a 45 anni emessa da Telecom Italia per un valore facciale di €850 milioni e quotata con uno spread di 106,4 punti base sulla OAT a 50 anni. Quest'emissione è degna di nota per due motivi. In primo luogo, le obbligazioni a lunga durata finanziaria emesse da grandi imprese in Europa o negli Stati Uniti sono state poche nell'ultimo decennio, e in precedenza tendevano ad avere dimensioni molto più ridotte. Le emissioni societarie a lunga scadenza hanno incontrato resistenza in passato, in parte a causa della scarsità di titoli di Stato a lungo termine per coprirsi dal connesso rischio di tasso di interesse. In secondo luogo, Telecom Italia ha un rating relativamente basso (Baa2 secondo Moody's) rispetto ai tipici emittenti di titoli a lunghissima scadenza. Giacché il rischio di credito a lungo termine può risultare particolarmente difficile da valutare nel caso di imprese di qualità creditizia media, il perfezionamento di quest'emissione è un'ulteriore prova dell'accresciuta propensione al rischio degli investitori nel primo trimestre.

Quadro composito per la raccolta negli Stati Uniti e in Giappone

Forte aumento della raccolta di istituzioni finanziarie USA, in calo quella di altre imprese

Nel primo trimestre 2005 la raccolta lorda di soggetti statunitensi sul mercato internazionale delle obbligazioni e delle *note* è aumentata rispetto al trimestre precedente, pur rimanendo al di sotto dei livelli del primo trimestre 2004. Circa il 138% della crescita è ascrivibile alle istituzioni finanziarie. Fannie Mae e Federal Home Loan Banks hanno continuato a figurare tra i principali emittenti USA, ognuna con diversi collocamenti di obbligazioni e *note* per un valore

nominale di oltre \$3 miliardi. Altre imprese finanziarie, quali Wells Fargo & Co e Goldman Sachs Group Inc, hanno parimenti perfezionato emissioni di elevato ammontare.

Su base netta i collocamenti di obbligazioni e *note* di mutuatari statunitensi sono diminuiti di \$1,8 miliardi. Tuttavia, un notevole incremento delle emissioni di strumenti del mercato monetario da parte delle istituzioni finanziarie USA ha comportato un aumento del 50% nei collocamenti netti dell'insieme dei titoli di debito internazionali rispetto al quarto trimestre 2004. Per converso, la raccolta netta delle imprese non finanziarie è scesa dell'81%.

Al pari di quelle dei soggetti USA, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* di mutuatari giapponesi sono aumentate dal trimestre precedente (+36%), mentre hanno subito una flessione (-33%) rispetto al primo trimestre del 2004. Il totale dei collocamenti netti di questi strumenti nel periodo sotto rassegna, pari a \$4,7 miliardi, è stato solo di poco inferiore ai \$5,2 miliardi di un anno prima. In concomitanza con l'aumento della raccolta netta di prenditori nipponici, la quota di emissioni nette in yen è ridivenuta positiva, pur continuando a rappresentare una percentuale trascurabile (0,8%) dell'intero mercato internazionale di obbligazioni e *note*. L'incremento della raccolta lorda e netta non è imputabile a effetti di rivalutazione; lo yen si è infatti deprezzato del 4% nei confronti del dollaro tra il 1° gennaio e il 31 marzo di quest'anno.

Come già in precedenza, le banche e le società automobilistiche sono state tra i principali prenditori giapponesi sul mercato internazionale. In particolare, Resona Bank Ltd ha emesso un'obbligazione decennale da €1 miliardo. Si è trattato della prima emissione che la quinta più grande banca nipponica destina al mercato degli investitori in euro. Annunciando il collocamento a metà febbraio, l'emittente ha potuto beneficiare della perdurante forte domanda di titoli quotati BBB sul mercato dell'euro, e l'obbligazione è stata collocata con uno spread di 63 punti base sopra il tasso *mid-swap*.

La raccolta dei soggetti giapponesi rimane modesta

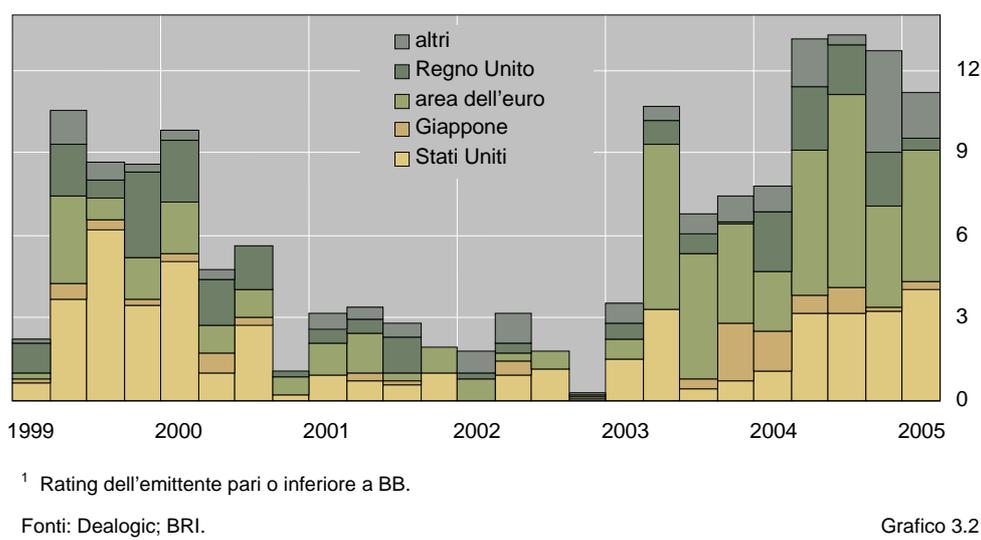
La forte propensione al rischio continua a sospingere le emissioni ad alto rendimento

La raccolta degli emittenti *high-yield* nelle economie sviluppate si è mantenuta su livelli elevati nel primo trimestre. Le condizioni di finanziamento sono rimaste favorevoli durante i mesi di gennaio e febbraio: gli spread sugli indici Merrill Lynch per le obbligazioni ad alto rendimento statunitensi ed europee sono scesi rispettivamente a soli 271 e 234 punti base. In marzo, a seguito dei diversi annunci negativi provenienti dal settore automobilistico e dell'aumento del rischio di declassamento di General Motors e Ford al disotto della qualità bancaria, gli spread si sono ampliati di circa 80-90 punti base, man mano che il clima sui mercati creditizi volgeva al peggio (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi"). Nonostante ciò, le emissioni lorde (a \$11,2 miliardi) hanno subito solo una leggera flessione rispetto ai tre trimestri precedenti, collocandosi peraltro al disopra dei livelli raggiunti in tutti i trimestri tra il 1999 e il 2003 (grafico 3.2).

Le condizioni rimangono favorevoli per i mutuatari high-yield

Obbligazioni internazionali di qualità "speculativa"¹ di mutuatari dei paesi sviluppati

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



Le emissioni più ingenti nel corso del trimestre sono state lanciate da imprese di vari settori, tra cui il minerario, quello della silvicoltura, delle telecomunicazioni, l'aerospaziale e il tessile. Geograficamente, i collocamenti di ammontare più elevato sono stati effettuati da soggetti dell'area dell'euro, per un totale di \$4,7 miliardi. Tra di essi vi sono state tre grandi emissioni di imprese francesi, due delle quali quotate CCC+ da Standard & Poor's: l'obbligazione per €600 milioni (\$795 milioni) di Ray Acquisition SCA, operante nel settore dell'elettronica, e quella quinquennale per €500 milioni (\$650 milioni) di Rhodia SA, società del settore chimico. Il collocamento più ingente da parte di un'impresa del Nord America è stato quello di Novelis Inc, società metallurgica statunitense situata in Canada, che ha lanciato a fine gennaio un'obbligazione per \$1,4 miliardi denominata in dollari USA e quotata B/B1. Il titolo presentava una scadenza decennale e uno spread di 309 punti base sui Treasuries a 10 anni.

Diversi prestiti ingenti collocati da imprese francesi

Balzo della raccolta dei mercati emergenti con l'aumento dei rating

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali di mutuatari dei paesi emergenti sono aumentate del 32,7% rispetto al quarto trimestre 2004. Il volume della raccolta lorda risulta elevatissimo anche tenendo conto dei fattori stagionali, e la sua forte crescita è particolarmente sorprendente se si considera che nel 2004 le economie emergenti avevano raccolto importi record sul mercato internazionale. Evidentemente l'interesse degli investitori per i titoli dei mercati emergenti ha continuato a essere forte, sebbene l'insieme dei mercati creditizi abbia perso slancio verso la fine del trimestre. Il miglioramento generale dei fondamentali economici nei paesi emergenti, combinato con la bassa avversione al rischio tra gli investitori di quei mercati, ha fatto sì che gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase raggiungessero un minimo storico l'8 marzo. Inoltre, nonostante un ampliamento di 54 punti base durante

Le emissioni lorde dei mercati emergenti raggiungono i livelli più alti dal 1997

il resto del mese di marzo, alla fine del trimestre i differenziali erano ancora pressoché uguali ai livelli precedenti la crisi asiatica.

L'attività di emissione netta di obbligazioni e *note* da parte dei mercati emergenti è parimenti aumentata, del 36,3%, rispetto al trimestre precedente, facendo registrare un incremento anche su base annua. La crescita dei collocamenti netti è principalmente ascrivibile ai soggetti europei e, in misura minore, a quelli latinoamericani (grafico 3.3). Per contro, la raccolta netta ha subito una flessione in Asia. Inversamente a quanto accaduto nel trimestre precedente, le emissioni nette dei governi hanno superato quelle delle istituzioni finanziarie.

I principali prenditori asiatici sul mercato internazionale nel primo trimestre erano perlopiù coreani. È interessante notare come due prestiti siano stati lanciati in euro, e altre due grandi emissioni in dollari USA. L'evidenza aneddotica induce a ritenere che gli investitori in euro siano stati relativamente sottoponderati nel debito coreano rispetto agli investitori in dollari. La Korea Development Bank, quotata A- da Standard & Poor's e A3 da Moody's, ha emesso una *note* quinquennale a tasso variabile in euro, per un valore nominale di €500 milioni (\$655 milioni), collocata il 7 febbraio con uno spread di 30 punti base sull'Euribor a tre mesi. La Korea First Mortgage No 4 Plc ha parimenti emesso un *note* denominata in euro per €500 milioni, garantita da ipoteche residenziali.

La singola emissione più ingente dell'Asia è stata lanciata dalla Repubblica delle Filippine. Con il deterioramento del clima di mercato riguardo alla situazione fiscale del paese negli ultimi trimestri, il governo è stato meno attivo sul mercato internazionale. Prima di subire un declassamento di rating pari a due gradi da parte di Moody's in febbraio, esso è stato nondimeno in grado di perfezionare, il 2 febbraio, un'emissione per \$1,5 miliardi in dollari USA con scadenza a 25 anni.

I soggetti messicani e brasiliani sono stati i principali emittenti netti dell'America latina nel primo trimestre, raccogliendo \$3,6 e 2,6 miliardi rispettivamente. Inoltre, le imprese messicane sono state gli unici mutuatari non pubblici della regione a far registrare un'attività di emissione netta positiva. Come avvenuto in Asia, due dei più ingenti collocamenti sono stati effettuati in euro, uno da un ente sovrano e l'altro da una compagnia petrolifera pubblica. Il primo, emesso dalla Repubblica del Venezuela, era un'obbligazione decennale con valore nominale pari a €1 miliardo (\$1,33 miliardi) e cedola del 7%. Il secondo, emesso da Pemex Project Funding Master Trust (e garantito da Petroleos Mexicanos-PEMEX) era una *note* a medio termine, anch'essa con valore facciale di €1 miliardo (\$1,31 miliardi). Il governo del Brasile ha emesso due obbligazioni in dollari USA, una il 4 febbraio con valore nominale di \$1,25 miliardi e l'altra il 7 marzo per \$1 miliardo. Il 4 gennaio il governo messicano ha annunciato un'obbligazione decennale in dollari con uno spread di 145 punti base sui titoli del Tesoro USA di pari scadenza. Poco tempo dopo, il rating sovrano del paese è stato innalzato da due importanti agenzie, il 6 gennaio da Moody's (da Baa2 a Baa1) e il 31 gennaio da Standard & Poor's (da BBB- a BBB).

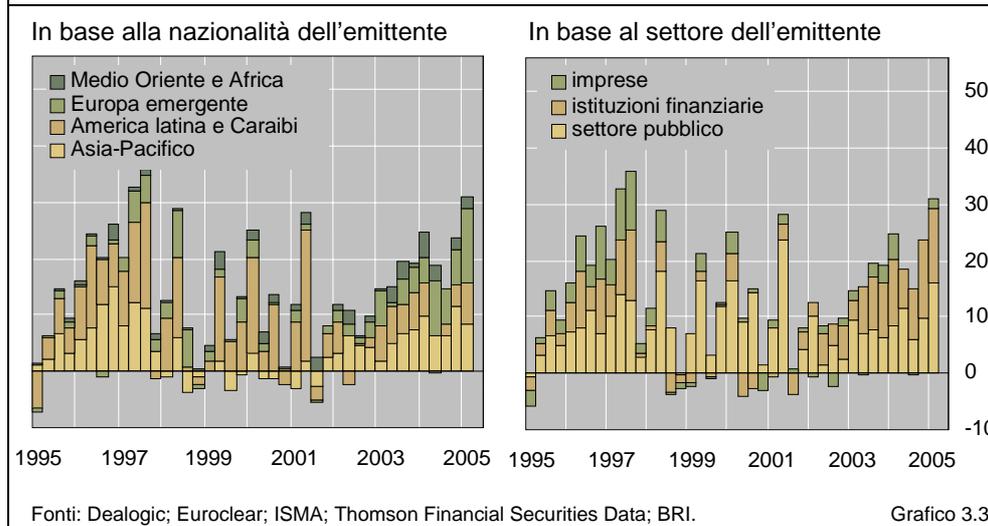
Emissioni nette sospinte dai mutuatari dell'Europa emergente

Numerose ingenti emissioni da parte di soggetti coreani

Attivi i governi di Venezuela, Messico e Brasile

Titoli di debito internazionali di mutuatari dei mercati emergenti

emissioni nette, in miliardi di dollari USA



La Polonia perfeziona un'emissione record da €3 miliardi

I principali emittenti dell'Europa emergente sono stati i governi di Polonia, Turchia e Ungheria. Il 18 gennaio la Repubblica di Polonia ha perfezionato una *note* a medio termine in euro con un valore facciale di €3 miliardi. Si tratta della singola obbligazione o *note* più ingente mai emessa dal governo polacco sul mercato internazionale (in passato, altri annunci di importo analogo consistevano di diverse tranche). Una delle ragioni che possono spiegare il lancio di un'emissione di tale ammontare è la volontà di soddisfare i criteri per la quotazione sul mercato Euro MTS, al quale i mutuatari polacchi potranno partecipare quando la Polonia avrà aderito all'euro. La Repubblica di Turchia e la Repubblica di Ungheria hanno emesso ognuna un'obbligazione in dollari USA, per \$2 e 1,5 miliardi rispettivamente. Entrambi questi governi hanno altresì annunciato emissioni denominate in euro ammontanti ciascuna a €1 miliardo.

Diversi prenditori sovrani beneficiano di innalzamenti del rating

Oltre ai cambiamenti di rating già menzionati, Argentina, Cile, India, Indonesia, Russia, Sudafrica, Turchia e Venezuela hanno tutti beneficiato nel primo trimestre di un *upgrade* da parte di almeno una delle grandi agenzie di rating, un ulteriore segnale del clima di investimento positivo incontrato da molti prenditori dei mercati emergenti. In particolare, il 31 gennaio il rating assegnato da Standard & Poor's al debito sovrano della Russia ha oltrepassato la soglia della qualità bancaria, passando da BB+ a BBB-. In passato, il superamento di questa soglia è in genere stato anticipato dai mercati creditizi (cfr. il riquadro a pag. 43). Nel caso della Russia, gli spread all'emissione sono repentinamente calati durante tutto il 2004, preannunciando il successivo innalzamento di rating da parte di Standard & Poor's.

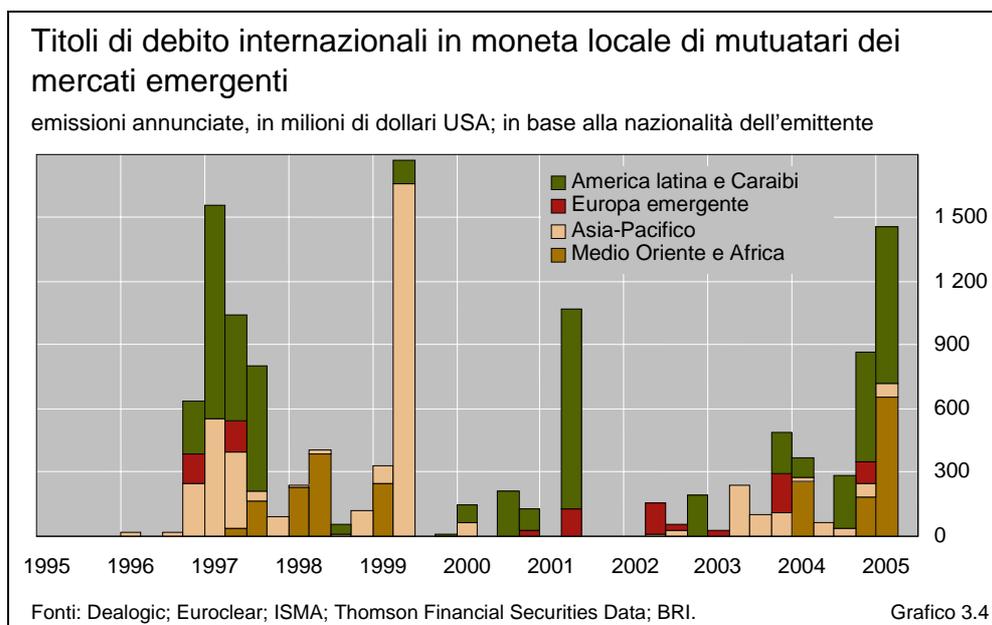
Crescono le emissioni dei mercati emergenti in moneta locale

Le emissioni internazionali effettuate da mutuatari dei paesi emergenti in moneta locale sono notevolmente aumentate durante il primo trimestre, raggiungendo il livello più alto (in dollari USA) dal secondo trimestre 1999 (grafico 3.4). Di fatto, i collocamenti in valuta locale erano in costante aumento dalla fine del 2003, data la sempre maggiore disponibilità degli investitori ad acquistare titoli meno tradizionali, di fronte al calo a livelli insolitamente bassi dei rendimenti sulla maggior parte dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie durante questo periodo.

I collocamenti in moneta locale sono cresciuti nelle regioni Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente e Africa. L'impennata di queste emissioni in Africa, passate a \$653 milioni dai \$186,7 milioni del trimestre precedente, è riconducibile a due mutuatari sudafricani: Aveng Ltd, una holding industriale, con un'obbligazione convertibile, e The Thekwini Fund 5 (Pty) Ltd con diverse tranche di titoli garantiti da ipoteche residenziali. In America latina, la Repubblica di Colombia ha collocato due obbligazioni in moneta locale, le cui cedole saranno pagate in dollari USA. Per contro, nel periodo sotto rassegna non vi sono state emissioni internazionali in valuta locale da parte di paesi dell'Europa emergente, sebbene gli investimenti di non residenti nei mercati obbligazionari nazionali siano stati considerevoli.

Nel complesso, la quota di emissioni in moneta locale collocate sul mercato internazionale da soggetti di paesi emergenti rimane ancora modesta. Resta da vedere se il recente incremento potrà rivelarsi duraturo, in particolare a fronte di un aumento dell'avversione al rischio tra gli investitori su scala mondiale.

Prosegue la tendenza al rialzo delle emissioni in moneta locale



Spread obbligazionari e anticipazione delle variazioni dei rating sovrani

Blaise Gadanecz

Sebbene diversi lavori abbiano analizzato come i differenziali di credito anticipino le variazioni future dei rating *societari*, molta meno attenzione è stata dedicata a questo tema per quanto riguarda il rating dei prenditori *sovrani* di mercati emergenti. In aggiunta, gran parte della letteratura in materia prende in esame gli spread sui mercati secondari, e non quelli sui mercati primari. In questo riquadro viene esaminata la relazione tra gli spread all'emissione delle obbligazioni di mutuatari sovrani emergenti e le variazioni successive dei rating loro attribuiti da Standard & Poor's. Viene mostrato come sia possibile stabilire empiricamente una relazione significativa, interpretata come la prova del fatto che gli spread obbligazionari anticipano le variazioni di rating degli emittenti sovrani dell'area emergente. Tale effetto è tuttavia riscontrabile solo allorché tali variazioni attraversano la soglia dell'*investment grade*.

Al fine di valutare la misura in cui le variazioni future dei rating di prenditori sovrani di mercati emergenti vengono incorporate nei corrispondenti differenziali, è stato adattato l'approccio utilizzato da Carey e Nini (2004) per i titoli societari^①. Si effettua una regressione dei singoli spread applicati alle emissioni lanciate sul mercato primario su alcuni fattori di prezzo ormai consolidati nella letteratura, nonché su variabili che riflettono eventuali variazioni di rating nell'anno successivo all'emissione. In virtù della rilevanza per gli investitori, è stata esplicitamente operata una distinzione tra le modifiche di rating che comportano un attraversamento della soglia della qualità bancaria (passaggio dallo *speculative* all'*investment grade* o viceversa) e le semplici variazioni che non comportano siffatto passaggio. Per tener conto dei due tipi di variazioni sono introdotte distinte variabili *dummy* nel lato destro dell'espressione. A causa della diversa reazione degli operatori riscontrata nei lavori precedenti^②, gli avanzamenti e i declassamenti sono considerati separatamente.

Spread obbligazionari sovrani all'emissione e successive variazioni di rating

Variabile dipendente: spread su obbligazioni sovrane (in punti base)	Impatto sullo spread		Numero di casi
	Coefficiente	(errore standard)	
Semplice avanzamento	26,1	(17,4)	136
Semplice declassamento	31,9*	(16,4)	148
Avanzamento da <i>high-yield</i> a <i>investment grade</i>	-141,9***	(32,0)	20
Declassamento da <i>investment grade</i> a <i>high-yield</i>	89,7**	(39,6)	25
Numero totale delle osservazioni			482
Indice R ² corretto		0,59	
Indice R ² corretto (escluse le variazioni di rating)		0,57	

Nota: le stime sono ottenute da una regressione OLS utilizzando i dati del periodo 1993-2003. I simboli ***, ** e * indicano livelli di significatività dell'1, del 5 e del 10% rispettivamente. In 153 casi non vi sono state variazioni di rating nell'anno successivo all'emissione. Oltre alle variabili *dummy* collegate alle modifiche dei rating sovrani successive all'emissione, nella regressione sono state incluse alcune variabili esplicative comunemente impiegate nella letteratura: taglio dell'emissione, scadenza, garanzie reali, garanzie personali, rischio di trasferimento valutario, indice EMBI degli spread sovrani, indicatori di solvibilità e di liquidità per il paese mutuatario all'epoca dell'emissione.

Questo schema di regressione permette di trarre alcune indicazioni riguardo all'anticipazione delle variazioni dei rating sovrani da parte degli spread all'emissione. Come emerge dalla tabella, un declassamento (avanzamento) intorno alla soglia dell'*investment grade* si associa sistematicamente a maggiori (minori) differenziali all'emissione (90-140 punti base). Ciò indica che gli investitori incorporano nel prezzo le informazioni sul merito di credito prima che avvenga la variazione di rating effettiva, richiedendo un compenso più alto (basso) in previsione di un maggiore (minore) rischio di insolvenza futuro^③. Per converso, le semplici modifiche di rating (che non comportano il passaggio dall'*investment* allo *speculative grade* o viceversa) non sembrano essere anticipate dai differenziali. L'importanza delle variazioni intorno alla soglia della qualità bancaria potrebbe derivare dalle connesse ripercussioni sull'idoneità del mutuatario a essere inserito in un indice o in una categoria di attività in cui gli investitori possono assumere posizioni.

^① "Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle", Board of Governors del Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, n. 813, agosto. ^② Cfr., ad esempio, M. Micu, E.M. Remolona e P.D. Wooldridge, "L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2004, pagg. 57-67. ^③ Naturalmente, i risultati potrebbero altresì rispecchiare gli annunci di variazioni di rating effettuati da altre agenzie (ad esempio Moody's) in prossimità del lancio dell'emissione, ovvero variazioni dell'*outlook* a opera di una qualunque agenzia. Queste possibilità non vengono tuttavia esaminate.

4. I mercati degli strumenti derivati

Dopo due cali consecutivi, nel primo trimestre 2005 il volume delle contrattazioni di borsa in strumenti derivati è tornato a segnare una robusta espansione: il valore aggregato degli scambi su tassi di interesse, indici azionari e valute è aumentato del 19%, a \$333 trilioni. L'attività è stata vivace in tutti i segmenti, ma in particolare in quello dei tassi di interesse. La ragione di ciò va forse ricercata nell'accresciuta incertezza sui tassi a lungo termine venutasi a creare con la fase di vendite nei mercati del reddito fisso a cavallo tra febbraio e marzo. Gli scambi di contratti su indici azionari hanno probabilmente tratto impulso dal forte recupero dei principali indici di borsa osservato in febbraio, dopo le segnalazioni di utili societari sorprendentemente elevati e l'annuncio di diverse fusioni di entità rilevante.

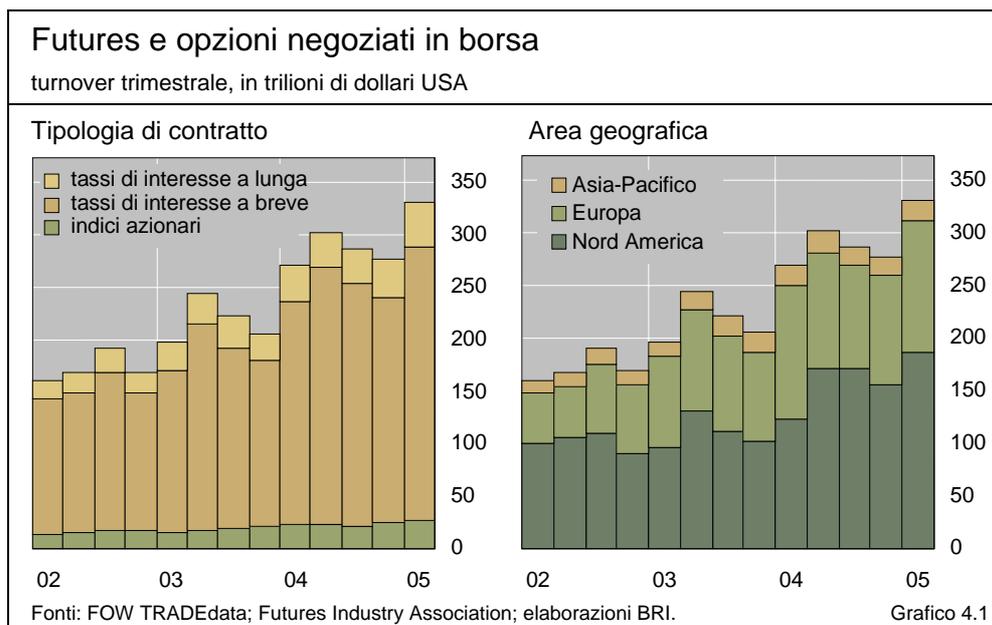
Gli ultimi dati sul mercato mondiale dei derivati *over-the-counter* (OTC) segnalano per il secondo semestre 2004 un incremento degli ammontari nozionali in essere, che a fine dicembre risultavano aumentati del 12,8%, a \$248 trilioni. I valori lordi di mercato sono saliti del 43%, a \$9,1 trilioni, ovvero – tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti – del 40%, a \$2,1 trilioni. Il rapporto fra valori lordi di mercato e ammontari nozionali complessivi, sempre considerando questi accordi, è cresciuta solo marginalmente, allo 0,8%.

A partire da questa edizione della *Rassegna trimestrale* la BRI pubblica statistiche sui *credit default swap* (CDS), la componente più dinamica del segmento OTC¹. A fine dicembre l'ammontare nozionale in essere di questi strumenti era pari a \$6,4 trilioni. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati pubblicata il 17 marzo 2005, nel triennio giugno 2001-giugno 2004 i derivati su crediti sono aumentati del 568%, quasi cinque volte l'incremento registrato dal segmento OTC nel suo insieme.

Attività vivace lungo l'intera curva dei rendimenti

Nel primo trimestre il volume aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti sul reddito fisso è salito del 21%, a \$304 trilioni, grazie ai contratti su tassi sia

¹ Sempre a partire da questa edizione della *Rassegna trimestrale*, la BRI pubblica anche dati relativi al grado di concentrazione sui mercati dei derivati OTC. Per un commento su tali dati, cfr. il comunicato stampa della BRI del 20 maggio 2005, *OTC derivatives market activity in the second half of 2004*, disponibile sul sito internet della Banca www.bis.org.



a breve sia a lungo termine. Gli scambi di strumenti del mercato monetario – che comprendono quelli su eurodollaro, Euribor ed euroyen – sono aumentati del 21%, a \$262 trilioni, con un’attività sostenuta tanto nel comparto dei futures quanto in quello delle opzioni, mentre i prodotti collegati a obbligazioni hanno segnato un incremento del 20%, toccando quota \$43 trilioni (grafico 4.1).

Maggiori scambi di prodotti su tassi di interesse a breve ...

A differenza dei due trimestri precedenti, l’attività in strumenti su tassi a breve è stata vivace in tutte le regioni. Negli Stati Uniti le contrattazioni sono salite a \$159 trilioni, con un aumento del 23% (17% per i futures e 38% per le opzioni), e in Europa a \$95 trilioni, ossia del 18% (13% per i futures e 41% per le opzioni) (grafico 4.2).

... in tutte le aree geografiche

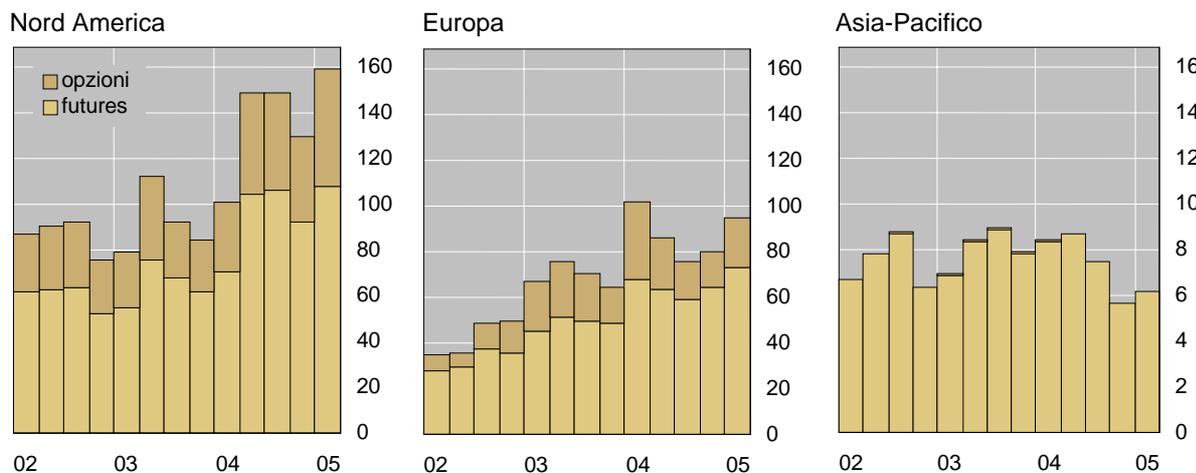
I più intensi scambi di derivati su tassi a breve non sembrano motivati dall’incertezza sul futuro corso della politica monetaria: gran parte degli investitori si attendeva per i mesi successivi una prosecuzione dell’inasprimento da parte della Federal Reserve, come attesta l’unanimità di previsioni circa il tasso obiettivo sui *federal fund* emersa da un’indagine Bloomberg. Di fatto, le contrattazioni di prodotti sui *federal fund* – che già nell’ultima parte del 2004 erano calate sensibilmente – nel primo trimestre 2005 hanno perso ancora l’1% nel comparto dei futures e il 14% in quello delle opzioni. Ciò nondimeno, durante lo stesso periodo l’attività in futures e opzioni sull’eurodollaro a tre mesi è aumentata rispettivamente del 20 e del 60%.

Nel segmento dei tassi di interesse a lungo termine gli scambi sono cresciuti del 20%, a \$43 trilioni, con aumenti dell’11% in Nord America (a \$15 trilioni) e del 27% in Europa (a \$25 trilioni) (grafico 4.3). L’attività nei mercati USA potrebbe essere dovuta alle esigenze di copertura connesse con l’inatteso appiattimento della curva durante la prima parte del trimestre, cui ha fatto seguito una repentina fase di vendite nel segmento a lunga tra fine febbraio e inizio marzo. Sulle piazze europee potrebbe avere influito anche la maggiore incertezza riguardo ai tassi di interesse: di fronte a notizie macroeconomiche piuttosto contrastanti, nel periodo in esame le volatilità implicite sui tassi swap sono aumentate di tre punti percentuali.

Le incerte prospettive di crescita favoriscono i contratti europei sul segmento a lunga

Contratti su tassi di interesse a breve termine

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



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

Grafico 4.2

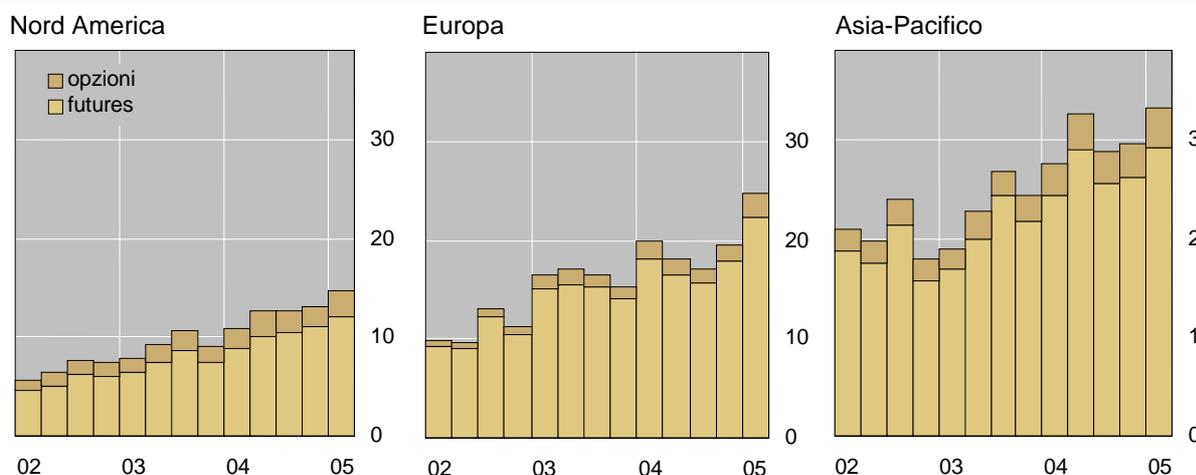
Come nel quarto trimestre, gli scambi di prodotti su tassi a lungo termine potrebbero essere stati favoriti anche dalla crescente pendenza della struttura a termine delle volatilità implicite, particolarmente pronunciata negli Stati Uniti a causa del brusco calo della volatilità nel segmento a breve (grafico 4.4). La maggiore volatilità relativa attesa dei tassi a lunga ha modificato la sensibilità dei portafogli su tassi di interesse alle variazioni sia delle scadenze sia dei tassi stessi, aumentando con tutta probabilità l'esigenza di coperture.

Nella regione Asia-Pacifico l'attività è tornata a crescere – del 10%, a \$9,5 trilioni – dopo due flessioni trimestrali consecutive, con aumenti del 12% nel comparto a lungo termine e del 9% in quello a breve. In quest'ultimo segmento le contrattazioni sono cresciute più nell'area del Pacifico (13%) che non in Asia (2% soltanto). Con riferimento ai singoli paesi asiatici, gli scambi

Aumento delle contrattazioni in Asia

Contratti su titoli pubblici

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA

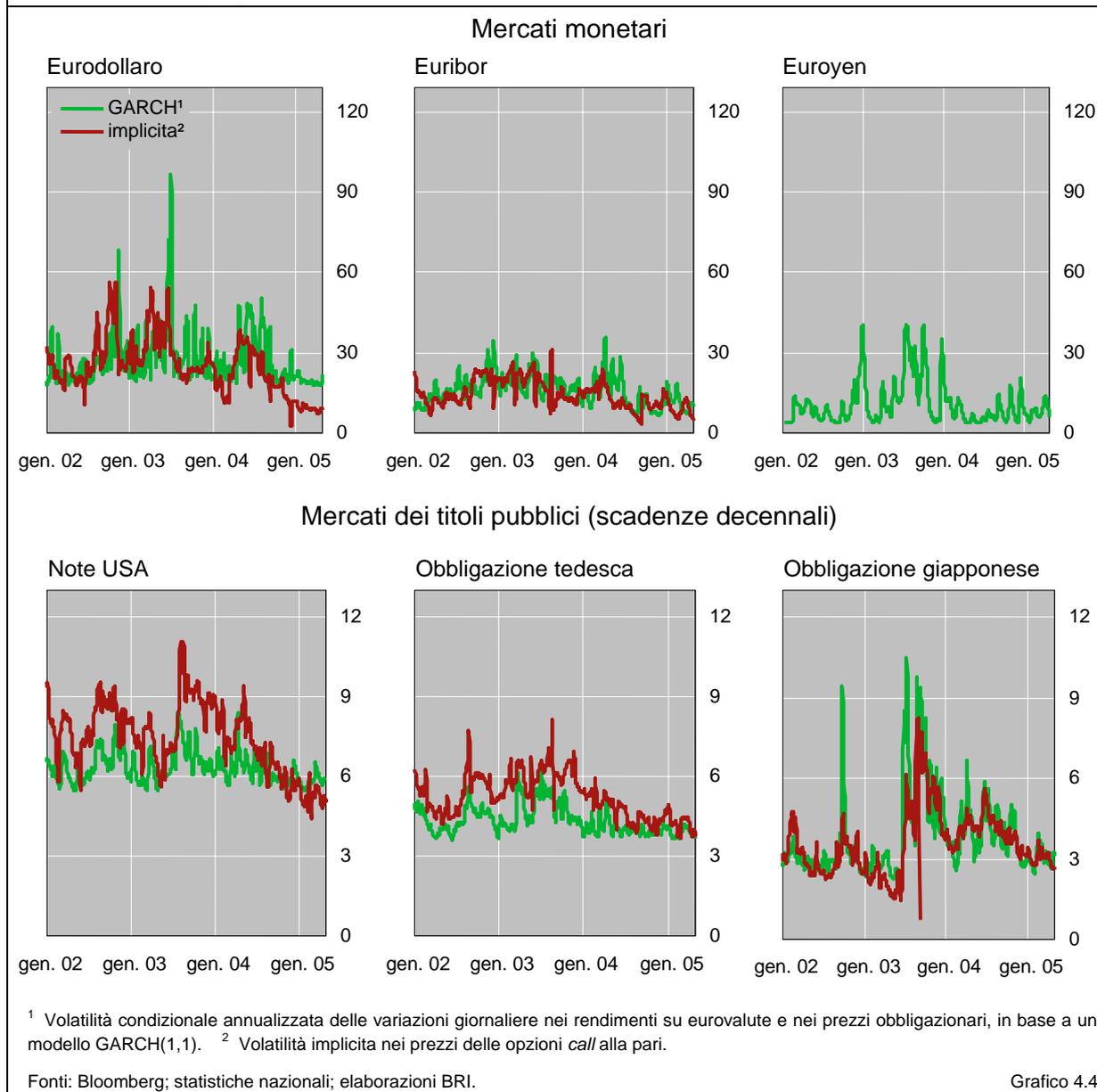


Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 4.3

Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

medie mobili di cinque giorni



sono saliti del 19% in Giappone (dopo il calo del 27% nel trimestre precedente) e hanno continuato a scendere a Singapore (-17%). L'incremento in Giappone ha interessato sia il comparto a breve che quello a lungo termine. Tale andamento potrebbe derivare dalle più incerte prospettive in materia di prezzi e di crescita: se in gennaio le previsioni della banca centrale segnalavano un pronunciato calo delle pressioni attese sui prezzi, in febbraio le prospettive economiche sono migliorate grazie agli annunci positivi sugli ordinativi di macchinari e al rialzo del mercato azionario.

Prosegue l'espansione dell'attività in contratti valutari

Il turnover dei derivati valutari negoziati in borsa è aumentato del 15%, a \$2,7 trilioni, rispetto al trimestre precedente. L'incremento è stato pari al 14%

Crescono gli scambi di prodotti su valute ...

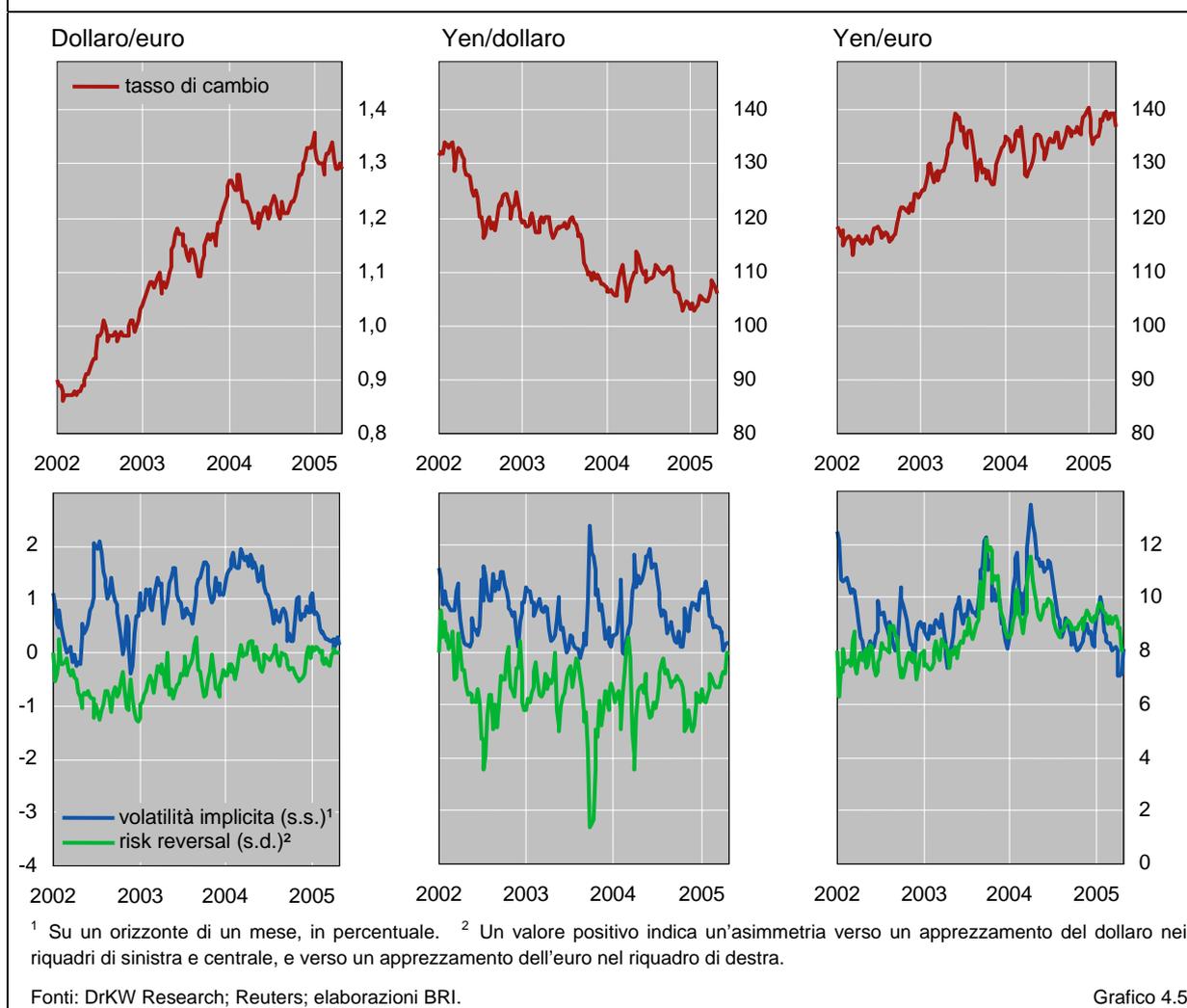
nel comparto dei futures (saliti a \$2,4 trilioni) e al 25% in quello delle opzioni. Tale risultato è riconducibile soprattutto al segmento euro/dollaro (+19%), ma anche le transazioni riguardanti il tasso yen/dollaro sono aumentate in misura significativa (+7%).

La dinamica degli scambi è variata da regione a regione: essi sono saliti del 14% (a \$2,4 trilioni) negli Stati Uniti, dove resta concentrata gran parte dell'attività, hanno ristagnato in Asia (a \$30 miliardi) e perso il 3% in Europa (scendendo a \$4 miliardi). Tassi elevati di crescita hanno continuato a contraddistinguere le contrattazioni di futures e opzioni in Brasile, cresciute del 32%, a \$234 miliardi, nella Bolsa de Mercadorias & Futuros (BMF) di San Paolo.

... al mutare delle attese riguardo al dollaro

L'accresciuta attività di investimento e di copertura sui mercati valutari non deriva dal clima di incertezza, poiché nel periodo le volatilità implicite per le principali coppie valutarie sono diminuite in misura significativa. Essa potrebbe invece rispecchiare i mutamenti effettivi e attesi dei livelli dei cambi, nonché l'esigenza di aggiustare le posizioni. Dopo una prolungata fase di deprezzamento, nel primo trimestre il dollaro ha guadagnato il 4,5% sull'euro. Nello stesso periodo, gli indicatori del *risk reversal* tratti dalle opzioni valutarie (grafico 4.5) iniziavano a segnalare il mutare delle aspettative degli operatori

Tassi di cambio, volatilità implicite e risk reversal



circa i livelli futuri del cambio: alle precedenti attese di un deprezzamento del dollaro sull'euro subentravano quelle di stabilità o di un lieve apprezzamento. In particolare, l'ampia variazione positiva nell'indicatore del *risk reversal* in marzo si è accompagnata a un incremento del 34% nelle contrattazioni di derivati su valute.

Crescono le contrattazioni su indici azionari, ma a un ritmo inferiore

Nel primo trimestre 2005 il turnover globale delle negoziazioni in strumenti su indici azionari, che nel periodo precedente era cresciuto del 17%, ha continuato ad aumentare, del 7%, a \$26 trilioni. Più intensa negli Stati Uniti (+9%, a \$11 trilioni), l'attività ha registrato un tasso di espansione relativamente più contenuto in Europa (+5%, a \$6 trilioni). Gli scambi hanno ristagnato in modo particolare in Germania, dove il volume di contrattazioni in prodotti collegati all'indice DAX ha subito un netto calo. Nella regione Asia-Pacifico l'aumento è stato pari al 5%, a \$9 trilioni; i mercati coreano e giapponese hanno seguito a espandersi (rispettivamente del 6 e del 10%), e anche l'Australia ha messo a segno un progresso (+13%).

Gli scambi di opzioni sono saliti dell'8%, a \$15 trilioni, e quelli di futures del 5% (a \$12 trilioni). La maggiore crescita nel segmento delle opzioni ha interessato tanto le piazze statunitensi (7%) quanto quelle europee (10%).

L'incremento del turnover negli Stati Uniti e in Europa contrasta con la relativa stabilità degli indici sottostanti, che nel primo trimestre sono cresciuti rispettivamente dello 0,1 e del 2,4%. Esso non sembra neanche riconducibile al clima di maggiore incertezza, dal momento che le volatilità implicite hanno continuato ad aggirarsi intorno al 12% in ragione d'anno. Un possibile motivo potrebbe essere il lieve incremento nell'intolleranza al rischio degli investitori: dopo il calo dell'anno precedente, le stime del coefficiente dell'avversione relativa al rischio desunte dalle opzioni su indici azionari hanno mostrato la tendenza ad aumentare nel primo trimestre 2005.

Gli scambi di futures e opzioni su azioni singole (per cui sono disponibili unicamente i dati sul numero di contratti) hanno continuato a mostrare una correlazione positiva con l'attività in prodotti collegati a indici, salendo dell'11% (17 e 6% rispettivamente in Europa e negli Stati Uniti).

Invariate le negoziazioni di prodotti su merci

Dopo il calo nel terzo trimestre 2004 e la modesta ripresa nel quarto, l'attività nei mercati dei prodotti su merci (che può essere misurata solo in termini di numero di contratti) è rimasta invariata nel periodo sotto rassegna. Il profilo degli scambi è variato significativamente fra le diverse regioni: gli Stati Uniti hanno registrato un aumento del 12%, mentre Europa e Asia hanno perso il 2 e il 18% rispettivamente. La netta flessione dell'Asia è interamente riconducibile ai derivati su prodotti energetici e su metalli non preziosi negoziati in Giappone

Aumenta il turnover su indici azionari ...

... che in Europa continua però a crescere più lentamente ...

... a causa della maggiore avversione al rischio

L'attività complessiva in strumenti su merci resta invariata

e in Cina. Se si eccettuano i contratti su derrate agricole² (saliti del 26%), il turnover è stato nell'insieme negativo per tutti gli strumenti collegati a merci.

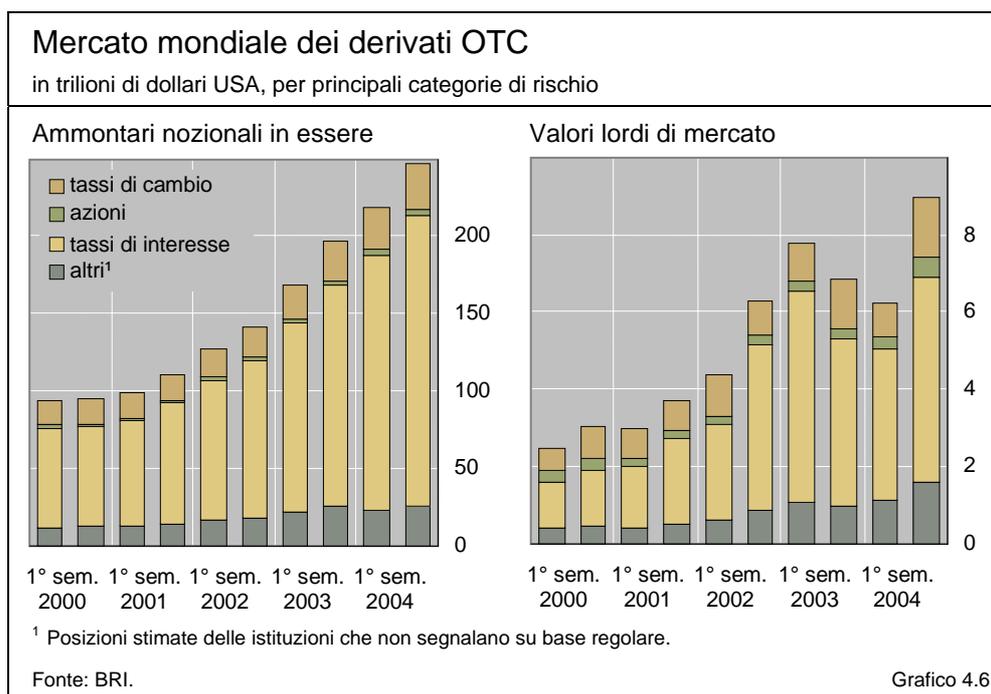
Crescono
notevolmente le
opzioni su metalli
non preziosi

Gli scambi sono scesi dell'1% nel comparto dei futures, che costituiscono l'89% di tutti i contratti su merci, mentre sono saliti del 9% in quello delle opzioni. Quest'ultimo segmento ha evidenziato marcate differenze tra le varie tipologie di merci. Se le opzioni su prodotti energetici e metalli preziosi hanno perso rispettivamente il 5 e 31%, quelle su metalli non preziosi e derrate agricole sono aumentate del 21 e 32%. Le persistenti attese di una crescita ancora solida del PIL, almeno negli Stati Uniti, potrebbero in parte spiegare il calo delle contrattazioni in opzioni su metalli preziosi (privilegiati di solito in periodi di debolezza del ciclo economico) e il contestuale aumento di quelle su metalli non preziosi (i cui prezzi tendono ad anticipare le espansioni cicliche).

Robusta crescita delle contrattazioni fuori borsa

Cresce l'attività
OTC nella seconda
metà del 2004

Come accennato, a partire da questa edizione la *Rassegna trimestrale BRI* pubblica le statistiche sul mercato dei *credit default swap* (CDS)³. Stando agli ultimi dati sui derivati OTC relativi al secondo semestre 2004, a fine anno l'importo nominale di CDS in essere ammontava a \$6,4 trilioni, dei quali \$2,7 costituiti da contratti fra intermediari dichiaranti. Nell'insieme, le posizioni sul



² Questi derivati rappresentano il 35% di tutti i contratti su merci.

³ Poiché la raccolta dei dati sui CDS è iniziata nel dicembre 2004, non sono disponibili informazioni sugli ammontari nozionali in essere prima di tale periodo. Inoltre, l'Allegato statistico non contiene riferimenti a questi dati. Un contratto CDS su nominativo singolo è un contratto assicurativo volto a coprire il rischio di perdita per insolvenza insito in un dato credito. Al verificarsi di un determinato evento creditizio, l'acquirente della protezione riceve dal venditore una somma a titolo di compenso della perdita subita, dietro corresponsione di un premio per tutta la durata del contratto.

Mercato mondiale dei derivati OTC ¹								
ammontari in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontari nozionali				Valori lordi di mercato			
	Fine giu. 2003	Fine dic. 2003	Fine giu. 2004	Fine dic. 2004	Fine giu. 2003	Fine dic. 2003	Fine giu. 2004	Fine dic. 2004
Totale generale	169 658	197 167	220 058	248 288	7 896	6 987	6 395	9 133
A. Contratti in cambi	22 071	24 475	26 997	29 575	996	1 301	867	1 562
Contratti a termine secco e riporti in cambi	12 332	12 387	13 926	15 242	476	607	308	643
Swap su valute	5 159	6 371	7 033	8 217	419	557	442	761
Opzioni	4 580	5 717	6 038	6 115	101	136	116	158
B. Contratti su tassi di interesse ²	121 799	141 991	164 626	187 340	5 459	4 328	3 951	5 306
Forward rate agreement	10 270	10 769	13 144	12 805	20	19	29	20
Swap	94 583	111 209	127 570	147 366	5 004	3 918	3 562	4 793
Opzioni	16 946	20 012	23 912	27 169	434	391	360	492
C. Contratti collegati ad azioni	2 799	3 787	4 521	4 385	260	274	294	501
Forward e swap	488	601	691	759	67	57	63	81
Opzioni	2 311	3 186	3 829	3 626	193	217	231	420
D. Contratti su merci ³	1 040	1 406	1 270	1 439	100	128	166	170
Oro	304	344	318	369	12	39	45	32
Altri	736	1 062	952	1 070	88	88	121	138
Forward e swap	458	420	503	554	...	...	...	...
Opzioni	279	642	449	516	...	...	...	...
E. Altri derivati ³	21 949	25 508	22 644	25 549	1 081	957	1 116	1 594
Esposizione creditoria lorda ⁴	.	.	.	.	1 750	1 969	1 478	2 076
<i>Per memoria: contratti negoziati in borsa⁵</i>	38 203	36 740	52 802	46 592	.	.	.	.

¹ Tutte le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli ammontari nozionali in essere sono stati corretti dimezzando le posizioni verso altri operatori dichiaranti. I valori lordi di mercato sono calcolati sommando l'importo dei contratti con valore lordo positivo a quello dei contratti con valore lordo negativo con controparti non dichiaranti. ² Solo contratti su un'unica valuta. ³ Le rettifiche per eliminare le duplicazioni sono parzialmente stimate. ⁴ Valori lordi di mercato tenuto conto degli accordi di compensazione bilaterali giuridicamente vincolanti. ⁵ Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; varie borse per la negoziazione di futures e opzioni.

mercato globale dei derivati OTC hanno registrato una robusta espansione nella seconda metà del 2004: a fine dicembre lo stock complessivo era salito a \$248 trilioni, con un aumento del 12,8% (grafico 4.6 e tabella 1), di poco superiore all'11,6% registrato nel primo semestre. I valori lordi di mercato, che erano scesi del 20% nelle due rilevazioni precedenti, sono cresciuti del 43%, a \$9,1 trilioni. Anche tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti, il tasso di espansione è stato comunque del 40%, \$2,1 trilioni. Quest'ultima cifra rappresenta tuttavia appena lo 0,8% degli ammontari nozionali complessivi.

Crescono gli ammontari nozionali, specie nel segmento dei tassi di interesse

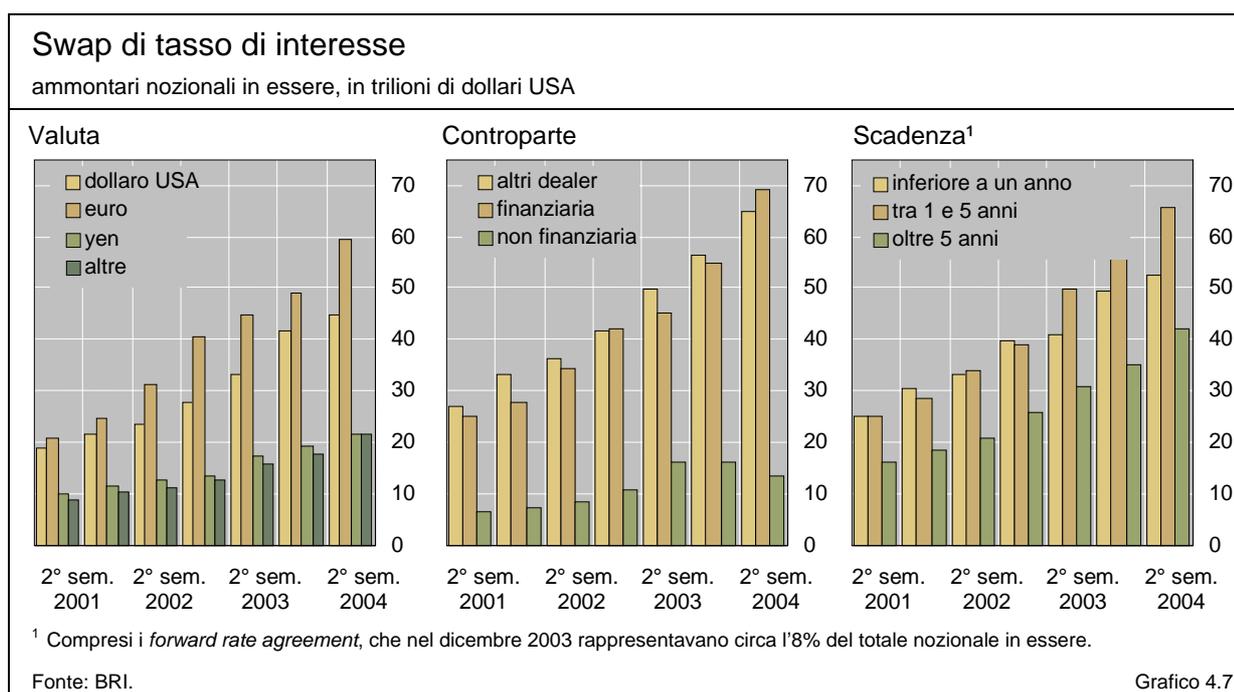
La crescita degli ammontari nozionali in essere è ascrivibile soprattutto agli strumenti su tassi di interesse, saliti del 13,8%, a \$187 trilioni. Per effetto dei cospicui aumenti evidenziati nelle due ultime rilevazioni semestrali, a fine dicembre 2004 gli swap rappresentavano quasi l'80% dell'intero segmento dei prodotti di tasso negoziati fuori borsa. Gli swap sono cresciuti in misura particolarmente consistente (+15,5%, a \$147 trilioni), seguiti dalle opzioni (+13,6%, a \$27 trilioni), mentre i *forward rate agreement* – che avevano registrato un sensibile aumento nella prima metà dell'anno – sono diminuiti del 3%, a \$13 trilioni.

La crescita degli swap su tassi di interesse è stata alimentata principalmente dai contratti in euro e sterline britanniche, saliti entrambi del 20%, rispettivamente a \$59 e 12 trilioni. Il comparto del dollaro USA, che in passato aveva costituito la principale fonte di crescita per questo segmento, è invece aumentato solo del 7,9%, a \$45 trilioni, contro il 25% fatto registrare nella prima metà dell'anno (grafico 4.7).

L'incremento nello stock dei derivati su tassi di interesse origina soprattutto dai contratti tra intermediari dichiaranti (cresciuti del 13%) e, come nella prima metà del 2004, tra questi e altre istituzioni finanziarie (+23%). L'assunzione di posizioni da parte della clientela non finanziaria – principalmente imprese – è diminuita del 14%. Con riferimento alle scadenze, l'aumento degli ammontari nozionali nel comparto dei contratti a più lungo termine (+18% per gli strumenti oltre cinque anni e +16% per quelli tra uno e cinque anni) è stato maggiore di quello dei prodotti con scadenze più brevi (+9%). Ciò contrasta con il periodo precedente, quando erano stati questi ultimi a crescere in misura maggiore (+23%).

Scambi intensi di swap ...

... soprattutto in euro e in sterline



I prodotti su valute negoziati fuori borsa sono aumentati del 9,5%, a \$30 trilioni. Nell'insieme del 2004 la loro crescita è stata pari al 21%, nettamente inferiore a quella record dell'anno precedente, nonostante le persistenti oscillazioni del dollaro rispetto alle principali divise (dopo la flessione del 15% sull'euro nel 2003 la moneta statunitense ha ancora perso l'8% lo scorso anno). Gli ammontari nozionali in essere sono aumentati in misura particolare nel comparto degli swap su valute (16,8%), mentre in quello dei contratti a termine secco e dei riporti in cambi l'espansione si è attestata sulla media del segmento valutario OTC (9,5%). Piuttosto mediocre è stata la dinamica delle opzioni, cresciute di appena l'1,3% dopo l'imponente incremento del 2003.

Non è da escludere che i vivaci scambi di swap su valute abbiano tratto origine dal crescente differenziale fra i tassi di interesse attesi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, che potrebbe avere indotto gli operatori a ricercare ulteriore protezione. Le contrattazioni fra intermediari e altre istituzioni finanziarie hanno registrato l'incremento maggiore (15%), mentre quelle fra intermediari dichiaranti sono salite dell'8%, contro il 25% nel primo semestre dell'anno. Per ciò che concerne le operazioni con la clientela non finanziaria, gli ammontari nozionali sono tornati a crescere moderatamente (3%), dopo il calo del 4% nel periodo precedente.

L'ampliarsi del differenziale atteso di interesse stimola gli scambi di swap su valute

Credit default swap

A fine 2004 gli ammontari nozionali in essere di CDS erano pari a \$6,4 trilioni, quasi il 50% in più del turnover di prodotti collegati ad azioni, ma ancora decisamente al di sotto di quelli degli strumenti su tassi di interesse o su valute (\$187 e 30 trilioni rispettivamente). Benché relativamente ridotto in termini assoluti, il mercato dei CDS è finora cresciuto a ritmi eccezionali rispetto ad altre classi di rischio. Secondo l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, nel triennio giugno 2001-giugno 2004 i derivati su crediti sono saliti del 568% (contro un aumento del 121% per tutti i prodotti OTC).

Straordinaria espansione dei CDS

Dei \$6,4 trilioni di ammontari nozionali in essere, \$2,7 trilioni erano costituiti da contratti fra intermediari dichiaranti. Oltre l'80% dello stock di contratti di acquisto e vendita di protezione fra intermediari dichiaranti e altri soggetti aveva come controparte istituzioni finanziarie non dichiaranti. In termini di durata, più del 70% dei CDS su nominativi singoli e il 60% di quelli su nominativi plurimi avevano una scadenza compresa fra 1 e 5 anni.

Gli intermediari hanno acquistato protezione da altri soggetti per \$178 miliardi su base netta, di cui \$149 miliardi da istituzioni finanziarie non dichiaranti. Quasi i due terzi di questi ultimi contratti erano plurinominativi. Il valore netto di mercato di tutti i CDS in essere ammontava a \$4 miliardi (\$89 miliardi con valore lordo positivo e \$93 miliardi con valore lordo negativo).

In prospettiva, la crescita dei derivati creditizi potrebbe ricevere ulteriore stimolo dalla recente introduzione del *fixing* della serie iTraxx di indici di CDS. Il *fixing* fornirà uno strumento di riferimento e di regolamento ampiamente accettato sui mercati dei derivati creditizi. Grazie a esso, gli investitori saranno in grado di verificare che i prezzi quotati dai singoli operatori siano prossimi a

Il fixing dovrebbe stimolare la crescita del mercato dei CDS

quelli prevalenti di mercato (più o meno come avviene per i tassi Libor, che fanno da supporto per la fissazione del prezzo degli swap su tassi di interesse). Ciò accrescerà la trasparenza – e pertanto i volumi – dei CDS e delle opzioni collegate al credito regolate per contante.

Sensibile aumento dei valori lordi di mercato

Dopo essere calati per due periodi di segnalazione consecutivi, nella seconda metà del 2004 i valori lordi di mercato hanno registrato un balzo significativo (+43%, a \$9 trilioni) (grafico 4.6). I contratti su tassi di interesse, che rappresentano il principale segmento del mercato OTC, sono aumentati del 34%, a \$5,3 trilioni. L'incremento è stato piuttosto contenuto nel comparto dei prodotti collegati al dollaro (appena il 3%, a \$1,5 trilioni), mentre per quelli collegati all'euro e alla sterlina britannica (saliti rispettivamente a \$2,9 trilioni e \$237 miliardi) esso è ammontato al 65 e al 26%. Nei segmenti dei contratti su valute e su azioni – che costituiscono peraltro componenti di minor rilievo del mercato dei derivati in generale – la crescita dei valori lordi di mercato è stata particolarmente sostenuta, dell'80 e 70% rispettivamente (a \$1,6 e 0,5 trilioni). Per l'insieme delle categorie di rischio, il rapporto fra valori lordi di mercato e ammontari nozionali in essere è salito dal 2,9% di fine giugno 2004 al 3,7% di fine anno. I valori lordi di mercato calcolati tenendo conto degli accordi bilaterali di *netting* giuridicamente vincolanti risultano comunque in crescita, ma il loro aumento in rapporto agli ammontari nominali complessivi è stato solo marginale (dallo 0,7 allo 0,8%).

Le contrattazioni di borsa non seguono la crescita del mercato OTC

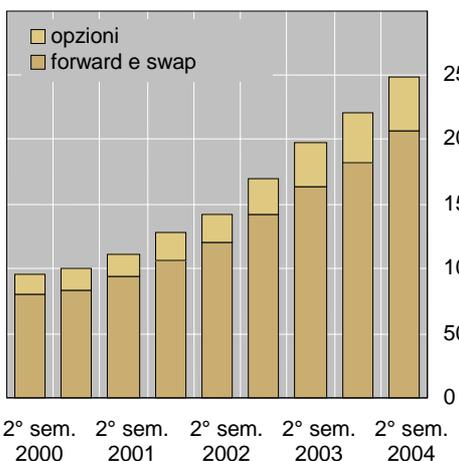
Nel secondo semestre 2004 l'aumento del 12,8% delle negoziazioni OTC ha coinciso con un calo dell'11,8% degli scambi sui mercati regolamentati⁴. Il divario fra il totale nozionale dei contratti in essere sui due tipi di mercati ha assunto dimensioni particolarmente consistenti a partire da metà 2003 (grafico 4.8 alla pagina seguente). Tra fine giugno 2003 e fine dicembre 2004 gli ammontari in essere sono aumentati del 46% sui mercati OTC e del 22% su quelli regolamentati. Per contro, nei 18 mesi precedenti entrambi i segmenti erano cresciuti del 55% circa.

⁴ Nel raffrontare l'attività di borsa con quella sui mercati OTC è importante ricordare che in questi ultimi gli ammontari nozionali in essere tendono in genere a crescere con maggiore rapidità poiché l'attività di copertura o di negoziazione comporta di norma la sottoscrizione di nuovi contratti e si traduce pertanto in un aumento delle posizioni nominali in essere.

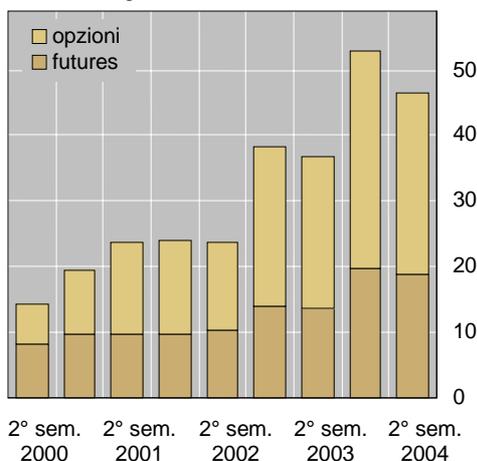
Posizioni globali in derivati

ammontari in essere, in trilioni di dollari USA

Mercati OTC



Mercati regolamentati



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; BRI.

Grafico 4.8

Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali¹

Le monete forti mostrano di avere un'incidenza sensibilmente maggiore sul totale delle emissioni obbligazionarie internazionali rispetto a quelle deboli. La composizione valutaria delle emissioni è altresì influenzata dai differenziali di tasso di interesse, con quote maggiori nelle valute a più alto rendimento, nonché dal volume delle emissioni dei residenti dei paesi rispettivi. Nel complesso, questi risultati indicano che la valuta di denominazione delle emissioni obbligazionarie internazionali è determinata dalle preferenze sia degli investitori sia dei mutuatari.

Classificazione JEL: G110, G150, G320

Il mercato dei titoli di debito internazionali² pone a contatto mutuatari e prestatori con profili di rischio e propensioni al rischio differenti. Il presente studio analizza le determinanti della denominazione valutaria delle emissioni di titoli di debito internazionali. In particolare, esso esamina l'incidenza di determinate valute sull'insieme delle emissioni di obbligazioni internazionali e stima l'impatto che taluni fattori esercitano su tale incidenza. Il mercato internazionale si presta particolarmente allo studio delle scelte valutarie poiché di norma gli emittenti sono ben noti anche al di fuori del paese di appartenenza e gli investitori sono relativamente ben informati. Di conseguenza, le asimmetrie informative riguardo al merito creditizio sono relativamente limitate.

Il risultato principale dell'analisi è che l'incidenza di una data moneta è superiore allorché essa è forte rispetto alla media storica e i rispettivi tassi di interesse a lungo termine sono elevati a confronto di quelli ottenibili nelle altre principali valute. Tale risultato resta valido anche quando si consideri la domanda di fondi investibili in quella moneta, approssimata dalla crescita degli investimenti o dal volume delle emissioni dei residenti del paese di origine

¹ L'autore desidera ringraziare Claudio Borio, Frank Packer, Bob McCauley, Jacob Gyntelberg e Már Gudmundsson per le loro osservazioni e Jhuvesh Sobrun per l'eccellente supporto analitico. Eventuali errori sono responsabilità dell'autore. Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente il punto di vista della BRI.

² I titoli di debito internazionali sono titoli emessi al di fuori del paese di residenza del mutuatario (in qualsiasi valuta), oppure emessi nel paese di residenza in valuta estera, oppure emessi sul mercato interno, ma destinati a investitori esteri. Cfr. BRI (2003) per una trattazione dettagliata.

della moneta. Le preferenze degli investitori paiono avere la medesima importanza di quelle degli emittenti nel determinare le caratteristiche dei collocamenti obbligazionari internazionali.

Nella prima sezione sono discusse alcune potenziali determinanti della composizione valutaria delle emissioni obbligazionarie internazionali e si passano in rassegna le precedenti ricerche in materia. La seconda sezione presenta le tendenze generali osservate nella quota relativa delle varie monete e valuta la capacità esplicativa di un semplice modello statistico che mette in relazione tale quota con il livello dei tassi di cambio, i differenziali di tasso di interesse e altri fattori. La sezione finale riassume i risultati dell'analisi e propone alcune interpretazioni.

Fattori che influenzano la scelta della valuta di denominazione

Due ordini di considerazioni entrano probabilmente in gioco nella scelta della valuta per un'emissione obbligazionaria: quelle connesse con la gestione del rischio e quelle relative ai costi di finanziamento.

Per quanto riguarda il primo aspetto, idealmente il mutuatario ha interesse a far coincidere la valuta degli esborsi in linea capitale e interessi con quella dei futuri flussi monetari rivenienti dalla sua attività durante la vita del titolo, mentre l'investitore propende a far corrispondere la valuta di denominazione dei ricavi dell'investimento con quella delle uscite per le spese correnti e prospettiche. Kedia e Mozumdar (2003) riscontrano come le società statunitensi che emettono debito in valuta presentino in genere anche un significativo reddito estero, nonché caratteristiche tali per cui la copertura delle esposizioni valutarie migliora la loro capacità di sfruttare le opportunità di crescita. Ricerche effettuate dalla BCE (2005) evidenziano per le imprese una relazione fortemente positiva tra il fatto di possedere dipendenze estere nell'area di una determinata moneta e il volume delle emissioni obbligazionarie in quella moneta. Considerata la crescente diffusione dei derivati finanziari negli ultimi anni, si poteva pensare che queste considerazioni avessero perso di importanza, dal momento che i disallineamenti valutari tra flussi attivi e passivi possono spesso essere ridotti o eliminati attraverso l'impiego di adeguate strutture derivate. Ma le strategie di copertura basate su questi strumenti risultano talvolta costose per le esposizioni a lunga scadenza³.

Influsso delle considerazioni legate alla gestione del rischio dei mutuatari ...

Molto meno numerose sono le ricerche condotte sull'entità e sulle ragioni dell'assunzione di posizioni in valuta estera da parte degli investitori nelle economie mature. A livello teorico, l'approccio standard tende a favorire la piena copertura: ad esempio, Solnik (1974) affermava che la strategia ottimale consiste nel diversificare internazionalmente il rischio azionario, proteggendosi nel contempo integralmente contro il rischio di cambio. Altri autori, invece, sostengono che investimenti in valuta non coperti, o coperti solo in parte,

... e degli investitori ...

³ L'ammontare nozionale globale in essere di swap valutari, che consentono di scambiare un flusso di pagamenti per interessi in una valuta con pagamenti in un'altra valuta, è cresciuto da \$1,9 a 7,0 trilioni tra il giugno 1998 e il giugno 2004. Fra gli studi delle determinanti dell'impiego dei derivati valutari si segnalano Géczy et al. (1997), Allayannis e Ofek (2001), Hagelin (2003), nonché Huffman e Makar (2004).

possono essere desiderabili nella misura in cui forniscono protezione dai rischi azionari (Froot, 1993) o dalle oscillazioni nei tassi di interesse reali (Campbell et al., 2003).

... nonché dei costi di finanziamento connessi con fattori istituzionali

Per quanto riguarda i costi di finanziamento, questi rispecchiano in parte fattori istituzionali, il cui onere è condiviso tra emittenti e investitori. Il mercato delle obbligazioni in una determinata valuta può essere soggetto a ritenute fiscali o a vincoli regolamentari, oppure non avere spessore sufficiente a fornire il livello di liquidità richiesto dagli investitori. I grandi emittenti potrebbero voler diversificare le proprie fonti di provvista per assicurarsi un costante accesso al mercato. Nei casi in cui valgono considerazioni di questo tipo, i mutuatari collocheranno i titoli nel mercato in cui i costi istituzionali sono più bassi e ricorreranno al mercato degli swap per assumere l'esposizione valutaria desiderata (Kim e Stulz, 1988). Per i prenditori delle economie emergenti lo scarso spessore dei mercati del debito denominato nella moneta nazionale costituisce un problema ben noto. In questi paesi anche i mercati swap sono in genere poco sviluppati, per cui tali emittenti sono spesso costretti ad assumere posizioni valutarie non bilanciate per poter accedere al mercato (per una discussione più approfondita, cfr. Goldstein e Turner, 2004).

Se investitori ed emittenti hanno uguali aspettative riguardo all'andamento futuro dei tassi di cambio e di interesse e analoghi livelli di tolleranza al rischio insito nelle esposizioni valutarie scoperte, allora il fattore copertura e i costi istituzionali dovrebbero risultare decisivi. La quantità di obbligazioni emesse in una data moneta sarebbe determinata unicamente dal fabbisogno di fondi dei mutuatari, dalle strategie di allocazione dei portafogli degli investitori e dalle caratteristiche istituzionali dei singoli mercati, e non dai differenziali di interesse o dai movimenti attesi dei tassi di cambio.

Tuttavia, anche se mutuatari e prestatori sono soprattutto interessati a coprirsi dal rischio, è possibile che vi sia un differenziale di interesse sufficientemente ampio, o un tasso di cambio sufficientemente discosto dalle aspettative da far passare in secondo piano le considerazioni inerenti alla gestione del rischio e al costo di finanziamento⁴. Vi sono tre motivi principali per cui gli operatori di mercato potrebbero lasciarsi influenzare dalle condizioni di interesse o di cambio nelle loro scelte in merito alla denominazione del debito.

Altri fattori: violazione della parità scoperta dei tassi di interesse ...

Primo, potrebbero esservi differenze di vedute circa la misura in cui le variazioni attese del cambio compensano i differenziali di interesse nelle varie monete. Benché la teoria economica classica insegni che i movimenti attesi del tasso di cambio debbano bilanciare perfettamente i differenziali di interesse (una relazione nota come parità scoperta dei tassi di interesse), le evidenze empiriche in tal senso sono di fatto deboli. Al contrario, esse indicano che le strategie vantaggiose per investitori ed emittenti sarebbero, rispettivamente, quella di investire in monete a più elevato rendimento e quella di emettere

⁴ Allayannis et al. (2003) rilevano che i differenziali di interesse rivestono un ruolo significativo per le emissioni in valuta delle imprese est-asiatiche, al pari dei fattori relativi alla copertura, come ad esempio la portata dei ricavi dall'estero. La BCE (2005) ottiene risultati simili per un campione di emittenti internazionali.

passività nelle monete a più basso rendimento. In alternativa, gli operatori potrebbero basarsi sull'esperienza che i tassi di cambio mostrano spesso comportamenti inerziali che li portano a discostarsi dai livelli di equilibrio. Pertanto, la relazione osservata fra i differenziali di rendimento e gli andamenti valutari da un lato, e la quota delle monete sulle emissioni obbligazionarie dall'altro, potrebbe segnalare se siano predominanti le preferenze dei mutuatari ovvero degli investitori nelle scelte di denominazione valutaria⁵.

Secondo, benché il livello corrente dei tassi di cambio non consenta di prevedere in maniera affidabile i loro movimenti futuri, esso potrebbe essere collegato a differenze nelle caratteristiche di rischio dei tassi. Si potrebbe ritenere cioè che una valuta debole/forte incorpori un elevato rischio di ulteriori sostanziali indebolimenti/rafforzamenti. Gli investitori avversi al rischio preferirebbero pertanto le monete forti quand'anche i rendimenti assoluti attesi non superino quelli delle monete deboli⁶. Nel caso in cui i mutuatari siano meno avversi al rischio degli investitori, essi possono ridurre i costi della raccolta assecondando la domanda di protezione dal rischio degli investitori.

Il terzo motivo deriva dal fatto che i differenziali di interesse potrebbero non essere pienamente rispecchiati dai prezzi di derivati quali i *forward* e gli swap valutari. Gli osservatori del mercato obbligazionario internazionale fanno spesso rilevare la capacità degli emittenti di sfruttare temporanee anomalie nella configurazione dei rendimenti obbligazionari, dei tassi swap e dei cambi a termine (cfr. per esempio Grabbe, 1996, pagg. 314-315). La relazione di non arbitraggio fra queste variabili, nota come parità coperta dei tassi di interesse, è generalmente rispettata su orizzonti brevi, ma la mancanza di liquidità o di spessore di certi mercati può far sì che gli squilibri persistano abbastanza a lungo perché i mutuatari ben posizionati ne traggano vantaggio. È interessante notare che mentre le violazioni della parità scoperta dei tassi di interesse possono senz'altro avere origine da diverse aspettative o sensibilità al rischio degli operatori, quelle della parità coperta dei tassi di interesse, che offrono opportunità di arbitraggio a rischio nullo, presuppongono l'esistenza di una barriera istituzionale che impedisca o ritardi la correzione dell'anomalia di mercato⁷.

... diverso grado di avversione al rischio ...

... e opportunità di arbitraggio fra vari mercati

⁵ Cfr. Froot e Thaler (1990) e Chinn e Meredith (2005) per un'ulteriore trattazione delle evidenze empiriche sulla parità scoperta dei tassi di interesse. Johnson (1988) rileva che, nel caso del Canada, i differenziali di interesse assumono generalmente maggiore importanza quando si presume che sia perseguita una politica di cambio fisso. Cfr. Mohl (1984) per uno dei primi studi sulla rilevanza delle preferenze degli investitori nelle scelte di denominazione delle obbligazioni internazionali.

⁶ Il prezzo dei *risk reversal*, posizioni in derivati formate dalla combinazione di una *put* e di una *call* con prezzi di esercizio ugualmente *out of the money*, sembra confermare che i mercati percepiscono il rischio in questo modo. Cfr. Dunis e Lequeux (2001) e Pagès (1996) per una trattazione del contenuto informativo dei *risk reversal*.

⁷ Clinton (1988) mostra come gli scostamenti dalla parità coperta dei tassi di interesse su orizzonti brevi siano generalmente ridotti e di entità spiegabile in termini di costi di transazione. Fletcher e Taylor (1996) mostrano invece come su orizzonti lunghi gli scostamenti superiori ai costi di transazione non siano né rari né insignificanti.

Strategia di modellizzazione e risultati

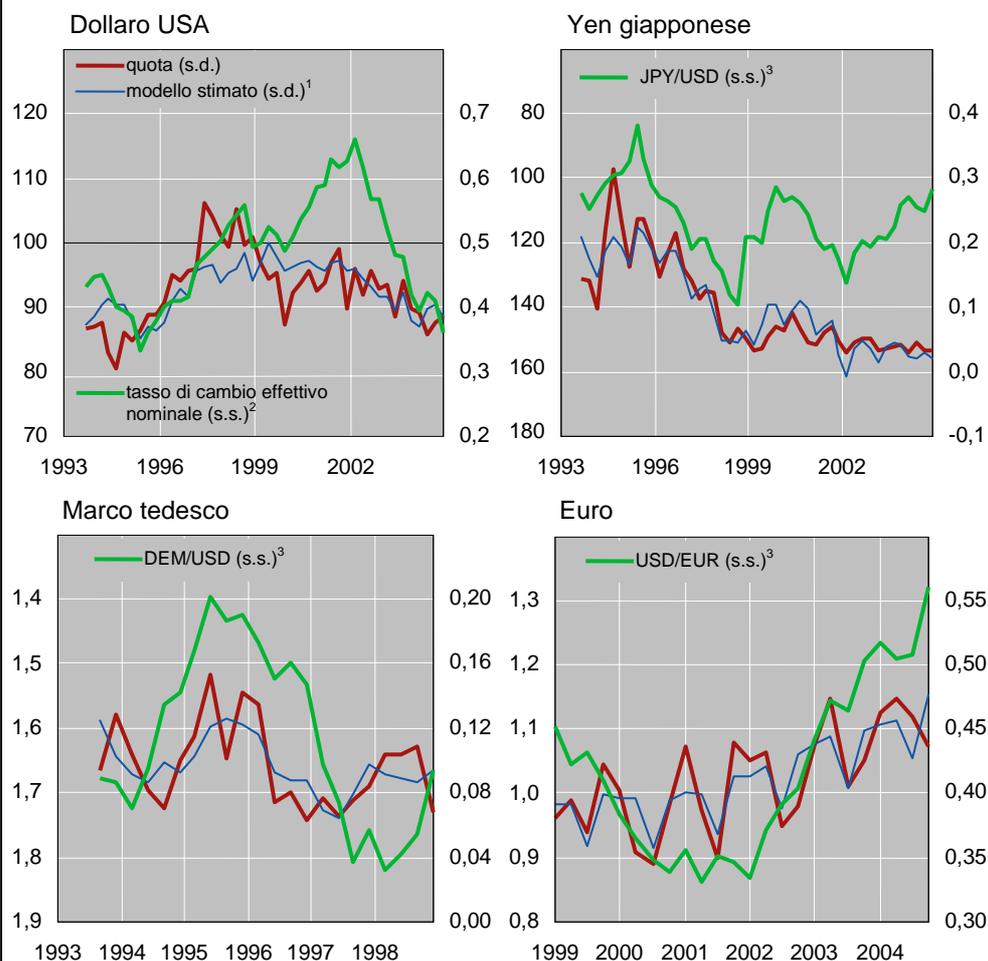
Incidenza delle valute e livello dei tassi di cambio

Le emissioni obbligazionarie internazionali si concentrano in un numero abbastanza ristretto di valute, in particolare dollaro USA, euro, yen giapponese e sterlina britannica (tabella 1). Le quote delle varie monete presentano una concentrazione persino maggiore di quella dell'attività economica per i rispettivi paesi. Ad esempio, nel 2004 gli Stati Uniti concorrevano per il 29% al PIL mondiale (a tassi di cambio di mercato), mentre il dollaro USA era la valuta di emissione del 35% delle obbligazioni internazionali. Ciò riflette il ruolo delle suddette monete come mezzo di pagamento e riserva di valore al di fuori dei rispettivi paesi. I mutuatari di un determinato paese tendono a emettere titoli prevalentemente, ma non esclusivamente, nella moneta nazionale (tabella 1, colonne 2-4). L'incidenza delle varie valute è in genere simile fra le principali categorie di emittenti, ossia amministrazioni pubbliche, istituzioni finanziarie e imprese non finanziarie.

A un primo esame del profilo storico delle emissioni obbligazionarie e dei tassi di cambio appare che l'incidenza di una data valuta nelle emissioni

Quota relativa delle valute nelle emissioni internazionali di obbligazioni e notes				
sul totale delle emissioni annunciate nel periodo indicato				
	Tutti gli emittenti	Emittenti statunitensi	Emittenti area dell'euro	Emittenti giapponesi
3° trim. 1993-4° trim. 1998				
Dollaro USA	0,443	0,772	0,256	0,299
Yen giapponese	0,140	0,046	0,111	0,526
Marco tedesco	0,099	0,041	0,183	0,035
Sterlina britannica	0,073	0,043	0,038	0,023
Franco svizzero	0,036	0,021	0,046	0,081
Dollaro canadese	0,011	0,006	0,010	0,004
Dollaro australiano	0,013	0,006	0,006	0,005
1° trim. 1999-4° trim. 2004				
Dollaro USA	0,428	0,822	0,147	0,253
Yen giapponese	0,046	0,025	0,033	0,605
Euro	0,410	0,106	0,737	0,096
Sterlina britannica	0,067	0,030	0,039	0,012
Franco svizzero	0,014	0,007	0,019	0,011
Dollaro canadese	0,007	0,001	0,002	0,004
Dollaro australiano	0,008	0,004	0,006	0,003
Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; elaborazioni BRI. Tabella 1				

Tassi di cambio e quota relativa delle valute nelle emissioni obbligazionarie internazionali



Nota: si considera il marco tedesco per il periodo fino al 1999, e l'euro per il periodo successivo.

¹ Il modello stimato si ottiene da una regressione OLS della quota della valuta sulle seguenti variabili: *trend* temporale, logaritmo del tasso di cambio bilaterale con il dollaro USA (nel caso del dollaro USA, tasso di cambio effettivo nominale ponderato per l'interscambio), differenziale di rendimento fra il titolo di Stato decennale e il corrispondente titolo del Tesoro USA, tasso di crescita nominale aggiustato degli investimenti, tre variabili *dummy* stagionali trimestrali; per l'area dell'euro viene utilizzata una sola *dummy*, per la Germania nessuna. ² Marzo 1999 = 100. ³ Tasso di cambio bilaterale con il dollaro USA; un aumento indica un deprezzamento del dollaro USA; scala invertita, ad eccezione dell'euro.

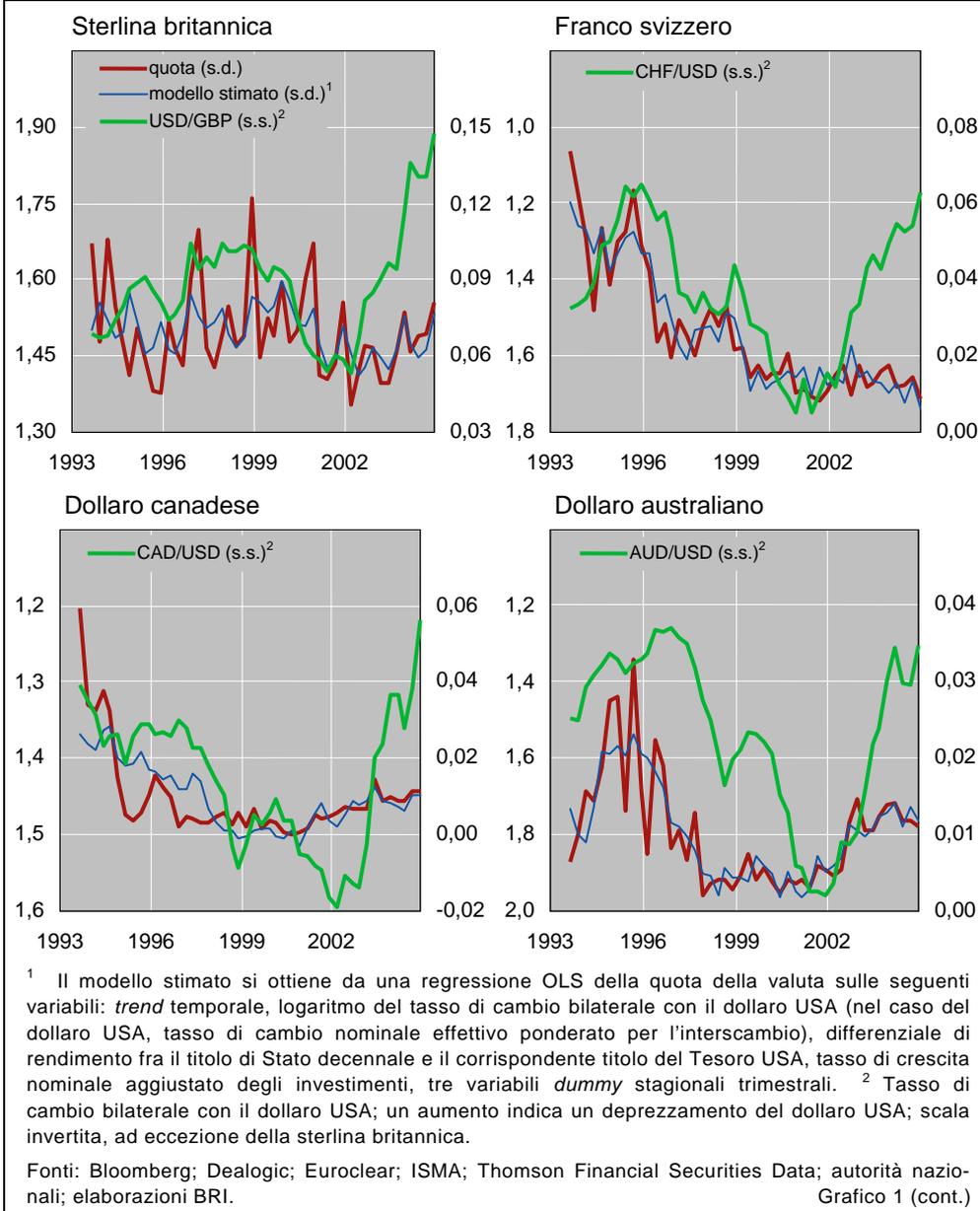
Fonti: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; elaborazioni BRI. Grafico 1

internazionali è generalmente correlata alla sua forza (grafico 1)⁸. Il legame tra livello del cambio e quota della valuta appare più evidente per dollaro USA, marco tedesco ed euro. Per le altre valute considerate nel grafico 1, sebbene fra il 1993 e il 2002 vi sia stata una sostanziale coincidenza fra gli andamenti

L'incidenza delle singole valute tende a seguire i livelli del tasso di cambio

⁸ Nel corso dell'intera analisi che segue, le quote trimestrali sono ottenute convertendo in dollari gli importi in moneta nazionale sulla base del livello *medio* del corrispondente tasso di cambio nell'intero periodo campione. Se si adottasse il livello trimestrale del cambio, un cambio più forte risulterebbe automaticamente associato a una quota più elevata anche nel caso di importi in moneta nazionale invariati.

Tassi di cambio e quota relativa delle valute nelle emissioni obbligazionarie internazionali (cont.)



del cambio e la quota sulle emissioni, a partire dal 2002 il loro apprezzamento nei confronti del dollaro non si è di norma accompagnato a un aumento dell'incidenza relativa.

Analisi di regressione

Al fine di meglio comprendere la relazione tra la quota delle singole valute e le condizioni di mercato viene stimato un modello semplice per otto importanti monete che incorpora vari fattori trattati finora. Il modello regredisce la quota trimestrale delle emissioni internazionali di obbligazioni denominate in ciascuna moneta sulle seguenti variabili (medie trimestrali, se non altrimenti specificato):

- logaritmo del tasso di cambio con il dollaro USA; per gli Stati Uniti, tasso di cambio nominale effettivo (ponderato per l'interscambio);

- differenziale di rendimento fra il titolo decennale del Tesoro USA e un analogo titolo di Stato del paese della moneta considerata; per gli Stati Uniti, differenziale fra il titolo decennale del Tesoro e il Bund tedesco di pari scadenza;
- differenza fra la crescita nominale trimestrale degli investimenti nel paese di origine della moneta e la media ponderata per il PIL dei tassi di crescita degli investimenti nell'insieme dei paesi considerati nell'analisi; con questa variabile si intende cogliere il ricorso a obbligazioni denominate in una data valuta per coprire i flussi finanziari attesi nella stessa valuta generati da attività reali;
- quota di pertinenza dei residenti nel paese considerato sul totale delle emissioni; questa variabile rappresenta un metodo alternativo per cogliere la domanda degli emittenti di strumenti di copertura dei futuri flussi finanziari nella moneta considerata⁹;
- un termine di *trend* che dovrebbe cogliere l'evoluzione di più lungo periodo delle quote, dovuta ad esempio a fattori come la variazione della base di investitori in obbligazioni internazionali o il maggiore impiego internazionale dell'euro;
- variabili *dummy* trimestrali, poiché le quote di alcune valute mostrano profili stagionali, con flussi disuguali nei diversi periodi dell'anno.

Il modello viene stimato utilizzando dati che vanno dal terzo trimestre 1993 (a partire dal quale si può considerare che le statistiche sui titoli di debito internazionali elaborate dalla BRI offrano una copertura completa del mercato) al quarto trimestre del 2004. La stima per il marco tedesco copre il periodo 3° trim. 1993-4° trim. 1998, quella per l'euro 1° trim. 1999-4° trim. 2004. Per ciascuna valuta sono effettuate due regressioni, una utilizzando come variabile esplicativa gli investimenti nominali per cogliere la domanda degli emittenti, l'altra utilizzando la variabile modificata delle emissioni dei residenti nel paese rispettivo.

L'incidenza delle valute stimata tramite il modello corrisponde piuttosto bene ai dati: i coefficienti R^2 corretti superano il 40% per sette valute su otto nella seconda specificazione (tabella 2; grafico 1, linee blu). Nel caso di yen giapponese, dollaro australiano e franco svizzero, R^2 supera il 70%. A prescindere dall'interpretazione, le variabili individuate mostrano una notevole capacità esplicativa delle decisioni di denominazione valutaria nel mercato obbligazionario internazionale. L'unica moneta per cui il modello fornisce risultati comparativamente modesti è la sterlina britannica.

Per cinque valute su otto il livello del tasso di cambio ha un impatto forte e statisticamente significativo in entrambe le specificazioni (tabella 2, prima colonna). Questi risultati confermano l'impressione tratta dai grafici che una valuta più forte viene in genere maggiormente utilizzata nelle emissioni

La quota è maggiore per le valute relativamente forti ...

⁹ Dal momento che la quota di pertinenza di un paese può rispecchiare anche la domanda di obbligazioni di quel paese da parte di investitori internazionali (motivata da considerazioni di tasso di cambio e di interesse), viene qui utilizzato il residuo di una regressione di prim'ordine della variabile della quota nazionale sulle altre variabili esplicative. Ciò consente di isolare l'impatto della domanda di finanziamenti nella propria moneta nazionale.

Fattori che influenzano la quota relativa delle valute nelle emissioni obbligazionarie internazionali

	Log. del tasso di cambio	Differenziale di interesse	Crescita degli investimenti	Emissioni del paese rispettivo	R ² corretto
Dollaro USA ¹	0,27**	0,052**	-0,002		0,33
	0,31**	0,049**		0,408**	0,41
Marco tedesco	0,00	-0,047**	0,001		0,30
	0,07	-0,048**		0,629**	0,67
Euro	-0,09	0,002	0,003		0,56
	-0,01	0,012		0,464	0,61
Yen giapponese	-0,22**	0,004	0,005**		0,80
	-0,26**	0,004		0,927**	0,78
Sterlina britannica	-0,05	0,007	-0,001		0,11
	-0,06	0,009**		0,329*	0,16
Dollaro australiano	-0,01*	-0,006**	0,000		0,66
	-0,01**	-0,006**		0,225**	0,70
Dollaro canadese	-0,06**	-0,009**	0,001**		0,45
	-0,05**	-0,007**		0,329**	0,49
Franco svizzero	-0,03**	-0,011**	0,001*		0,85
	-0,02**	-0,012**		0,225*	0,85

Nota: coefficienti di una regressione della quota di emissioni obbligazionarie internazionali trimestrali annunciate denominata nelle valute elencate su: una costante; il logaritmo del tasso di cambio; il differenziale di rendimento fra il titolo del Tesoro USA decennale e un analogo titolo pubblico nella valuta considerata; la differenza fra la crescita nominale trimestrale degli investimenti nel paese corrispondente e la crescita nominale trimestrale media ponderata per il PIL dei paesi considerati nella prima riga di ciascuna valuta (nella seconda riga, quote residue delle valute elencate sulle emissioni obbligazionarie internazionali annunciate dagli emittenti del paese, in base alla nazionalità dell'emittente); un termine di *trend* temporale; variabili *dummy* stagionali. Tutte le regressioni sono stimate per il periodo 3° trim. 1993-4° trim. 2004, fatta eccezione per il marco tedesco (3° trim. 1993-4° trim.1998) e l'euro (1° trim. 1999-4° trim. 2004). I simboli ** e * indicano la significatività ai livelli di confidenza rispettivamente del 95 e 90%. Le quote trimestrali delle varie valute sono calcolate utilizzando la media dei tassi di cambio nel periodo 3° trim. 1993-4° trim. 2004. Per i risultati completi, rivolgersi all'autore.

¹ Per gli Stati Uniti, il differenziale di interesse è calcolato rispetto al Bund tedesco decennale e per il tasso di cambio viene utilizzato il tasso di cambio effettivo nominale (ponderato per l'interscambio). Tabella 2

obbligazionarie internazionali. Ad esempio, in base alle previsioni del modello un apprezzamento dello yen del 10% dovrebbe indurre, *ceteris paribus*, un aumento di 2,2 punti percentuali nella sua quota come valuta di emissione. Tale osservazione si riferisce a una quota media dello yen pari al 9,9% nel periodo campione. Come si vedrà più avanti, questo effetto sembra associato al (logaritmo del) livello del tasso di cambio, più che al suo andamento recente.

... ad alto
rendimento ...

Per una serie in parte coincidente di cinque monete un aumento delle emissioni obbligazionarie internazionali appare tendenzialmente associato a tassi di interesse relativamente più elevati (tabella 2, colonna 2). I risultati della stima indicano che, per queste valute, un incremento del corrispondente rendimento obbligazionario rispetto agli Stati Uniti si accompagna a un maggiore impiego della moneta nelle emissioni obbligazionarie internazionali, e che una crescita dei rendimenti sui titoli del Tesoro USA rispetto a quelli del Bund determina un aumento delle emissioni denominate in dollari. La sterlina britannica è l'unica valuta per la quale tassi di interesse relativi inferiori

corrispondono a emissioni maggiori, anche se questo risultato ha significatività statistica soltanto per una delle due specificazioni.

Delle due *proxy* per la domanda degli emittenti quella che sembra avere migliore valenza predittiva è la variabile modificata delle emissioni dei residenti del paese rispettivo. L'impatto della crescita nominale degli investimenti risulta positivo in cinque casi su otto, ma statisticamente significativo solo per tre valute (tabella 2, colonna 3)¹⁰. Per contro, la variabile inerente alle emissioni del paese di origine della moneta risulta significativa in sette specificazioni su otto. Nonostante lo sviluppo dei mercati degli swap su valute, che dovrebbe logicamente attenuare l'impatto della domanda dei prenditori sulla valuta finale di emissione, pare dunque che il desiderio di questi ultimi di far corrispondere la denominazione delle loro attività e passività rivesta un ruolo importante nella scelta delle valute di finanziamento sul mercato obbligazionario internazionale.

... e legate alle emissioni del paese rispettivo

Livelli e tendenze dei tassi di cambio

Fatto forse sorprendente, i livelli del tasso di cambio hanno in genere un impatto più forte e costante delle corrispondenti tendenze sulla scelta della valuta di denominazione (tabella 3). La differenza fra la media del tasso di cambio nel trimestre corrente e quella nei quattro trimestri precedenti produce

I livelli dei tassi di cambio hanno valenza esplicativa maggiore delle tendenze

Modelli alternativi dell'influenza dei tassi di cambio					
	Modello utilizzante i trend dei tassi di cambio		Modello utilizzante i livelli e i trend dei tassi di cambio		
	Trend del log. del tasso di cambio (cfr. nota)	R ² corretto	Log. del tasso di cambio	Trend del log. del tasso di cambio	R ² corretto
Dollaro USA ¹	0,102	0,26	0,558**	-0,390*	0,37
Marco tedesco	0,056	0,31	-0,043	0,087	0,28
Euro	-0,054	0,33	-0,135	0,107	0,32
Yen giapponese	-0,309**	0,80	-0,131*	-0,184*	0,81
Sterlina britannica	-0,081	0,14	0,012	-0,093	0,11
Dollaro australiano	-0,007	0,64	-0,023*	0,016	0,66
Dollaro canadese	-0,092**	0,51	0,013	-0,106**	0,50
Franco svizzero	-0,053**	0,86	-0,009	-0,042	0,85

Nota: i modelli di regressione sono identici a quelli della tabella 2, salvo che viene incluso un termine per il *trend* del tasso di cambio in sostituzione del logaritmo del cambio nelle regressioni delle colonne 1 e 2, e in aggiunta a questo nelle altre regressioni. In entrambe le serie questo termine è : $\ln(e_t) - (1/4) (\ln(e_{t-1}) + \ln(e_{t-2}) + \ln(e_{t-3}) + \ln(e_{t-4}))$. I simboli ** e * indicano significatività ai livelli di confidenza rispettivamente del 95 e 90%. Per i risultati completi, rivolgersi all'autore.

¹ Per gli Stati Uniti il differenziale di interesse è calcolato rispetto al Bund tedesco decennale e come tasso di cambio viene utilizzato il tasso di cambio nominale effettivo (ponderato per l'interscambio).

Tabella 3

¹⁰ Risultati analoghi sono stati riscontrati utilizzando altre variabili (come la quota della spesa nominale in investimenti) per misurare la domanda di finanziamenti collegata a investimenti.

effetti significativi sulla quota di obbligazioni denominate nella valuta considerata soltanto in tre casi su otto (tabella 3, prima colonna). In tutti questi casi, le emissioni risultano maggiori per la valuta che si è apprezzata rispetto ai livelli dell'anno precedente. Allorché questa variabile è utilizzata insieme al logaritmo del livello del tasso di cambio, la sua significatività si riduce ulteriormente, ma in questo caso diminuisce anche la performance del logaritmo (tabella 3, colonne 3 e 4)¹¹.

Questi risultati indicano che, nella misura in cui il tasso di cambio produce un impatto sulle scelte della valuta di emissione, tale impatto dipende dalla forza della valuta rispetto alla sua media di lungo periodo, piuttosto che dalle sue tendenze più recenti. Ciò si evince dalla performance relativamente migliore delle specificazioni econometriche presentate nella tabella 2, dove il coefficiente sul logaritmo del tasso di cambio misura in effetti l'impatto prodotto dal livello del cambio rispetto alla sua media nell'intero periodo campionario.

Scelte di denominazione valutaria in base alla nazionalità

La forza della variabile per le emissioni dei residenti del paese di origine della moneta fa ritenere che la nazionalità sia un fattore importante alla base della composizione valutaria delle emissioni obbligazionarie internazionali. Al fine di approfondire tale aspetto può essere utile esaminare anche le quote valutarie nelle emissioni di mutuatari di un'unica nazionalità. In particolare, ci si può chiedere se la scelta fra valute alternative da parte degli emittenti di una data nazionalità subisca l'influsso dei tassi di cambio e di interesse in misura equivalente a quanto osservato per le emissioni aggregate, pur sapendo che si sta considerando solo parte del fenomeno.

Dall'analisi dei soli emittenti statunitensi e tedeschi appare che gli effetti del tasso di cambio documentati in precedenza non sarebbero dovuti ai prenditori nazionali (tabella 4, colonne 1 e 4). Prima del 1999 un apprezzamento del marco ha indotto maggiori emissioni in marchi da parte di soggetti statunitensi, ma *minori* emissioni da parte dei residenti tedeschi. Successivamente, il tasso di cambio dollaro-euro non ha avuto un impatto significativo sulle scelte di denominazione valutaria di nessun gruppo di emittenti. Per quanto riguarda la scelta del dollaro USA quale valuta di emissione, il tasso di cambio con l'euro non ha influenzato in maniera significativa gli emittenti statunitensi, mentre quelli tedeschi hanno accresciuto i collocamenti in dollari allorché il dollaro risultava più forte. Ciò indica che la tendenza a effettuare maggiori emissioni in dollari in presenza di un dollaro forte, documentata nella tabella 2, concerne principalmente i mutuatari non statunitensi. Per le altre valute l'impatto della forza della moneta sulle scelte degli emittenti statunitensi e tedeschi è sostanzialmente analogo a quello rilevato per l'insieme degli emittenti, pur presentando livelli inferiori di significatività statistica.

L'effetto del cambio di una moneta è minore per gli emittenti del paese corrispondente ...

¹¹ L'impiego di altre variabili rappresentative dei movimenti recenti dei tassi di cambio produce risultati simili. Ad esempio, per nessuna delle otto valute considerate la variazione del tasso di cambio sul trimestre precedente produce un impatto statisticamente significativo sulla quota delle emissioni. Per risultati dettagliati, rivolgersi all'autore.

Fattori che influenzano la quota delle valute nelle emissioni obbligazionarie internazionali: risultati per nazionalità degli emittenti							
	Emittenti statunitensi			Emittenti tedeschi			Periodo campione
	Log. del tasso di cambio	Differenziale di interesse	R ² corretto	Log. del tasso di cambio	Differenziale di interesse	R ² corretto	
Dollaro USA ¹	-0,052	0,060**	0,59	-0,220*	0,076**	0,22	1993–2004
Marco tedesco ²	-0,241**	0,010	0,22	-2,258*	0,225**	0,33	1993–1998
Euro ³	0,120	0,032	0,10	0,264	-0,473**	0,43	1999–2004
Yen giapponese	-0,050	-0,025**	0,51	-0,064	0,043**	0,40	1993–2004
Sterlina britannica	-0,089	0,004	0,03	0,147*	0,004	0,19	1993–2004
Dollaro australiano	-0,018**	-0,000	0,11	0,044**	-0,010**	0,49	1993–2004
Dollaro canadese	-0,048	-0,009**	0,43	0,025	-0,012*	0,38	1993–2004
Franco svizzero	-0,060**	-0,000	0,62	0,176	0,030**	0,59	1993–2004

Nota: se non diversamente indicato, i coefficienti relativi agli "Emittenti statunitensi" derivano da regressioni della quota di emissioni obbligazionarie internazionali trimestrali annunciate da emittenti USA nelle valute indicate su: una costante; il logaritmo del tasso di cambio (in unità di valuta per dollaro); il differenziale di rendimento tra il titolo del Tesoro USA decennale e il titolo pubblico di pari scadenza nella valuta considerata; la differenza fra la crescita nominale trimestrale degli investimenti nel paese e quella media ponderata del PIL per i paesi analizzati; un termine di *trend* temporale; *dummy* stagionali. I coefficienti relativi agli "Emittenti tedeschi" derivano dalla stessa regressione, dove però si utilizzano le unità di valuta per euro invece che per dollaro e il rendimento del Bund tedesco anziché quello del titolo statunitense. I tassi dell'euro per il periodo anteriore al 1999 sono costruiti in base ai tassi di conversione del 1999. I simboli ** e * indicano significatività ai livelli di confidenza rispettivamente del 95 e 90%. Per i risultati completi, rivolgersi all'autore.

¹ La regressione per gli "Emittenti statunitensi" impiega il logaritmo del tasso EUR/USD e il differenziale di rendimento fra i titoli del Tesoro statunitense e tedesco. ² La regressione per gli "Emittenti tedeschi" impiega il logaritmo del tasso USD/DEM e il differenziale di rendimento fra i titoli del Tesoro tedesco e statunitense. ³ La regressione per gli "Emittenti tedeschi" impiega il logaritmo del tasso USD/EUR e il differenziale di rendimento fra i titoli del Tesoro tedesco e statunitense.

Tabella 4

L'impatto dei tassi di interesse, al contrario, sembra derivare almeno in parte dal comportamento dei mutuatari del paese di origine della moneta (tabella 4, colonne 2 e 5). Un aumento del differenziale di rendimento fra il titolo del Tesoro statunitense e quello tedesco fa crescere le emissioni in dollari da parte di soggetti statunitensi e diminuire quelle in marchi o euro di soggetti tedeschi. Così come per il tasso di cambio, i risultati riscontrabili per le altre valute sono sostanzialmente simili a quelli per l'insieme degli emittenti.

Questi risultati confermano quelli ottenuti da Kedia e Mozumdar (2003), nel senso che gli emittenti preferiscono in genere far corrispondere la valuta di denominazione delle proprie obbligazioni con quella delle attività e dei flussi finanziari attesi. La preferenza manifestata dagli emittenti per la moneta nazionale non sembra risentire in misura rilevante della forza o della debolezza della medesima. Nei casi in cui gli emittenti hanno optato per denominazioni

... mentre il differenziale di interesse conserva un impatto significativo

diverse dalla moneta nazionale, tuttavia, i tassi di cambio e di interesse hanno un impatto maggiore. Come indicato dalla BCE (2005), gli emittenti sembrano seguire un approccio a due stadi nelle loro scelte di denominazione, decidendo prima se indebitarsi in moneta nazionale o in valuta estera e scegliendo poi, nel secondo caso, la specifica valuta di emissione.

Conclusioni

La quota sul totale delle emissioni obbligazionarie internazionali tende a essere più grande per le valute forti, con rendimenti a lungo termine relativamente elevati e con un'elevata domanda di finanziamenti nel paese di origine. L'impatto di questa domanda conferma i risultati di ricerche precedenti sull'importanza degli aspetti inerenti alla gestione del rischio nelle scelte di denominazione valutaria da parte degli emittenti di obbligazioni internazionali. Gli effetti dei tassi di cambio e di interesse sembrano derivare principalmente dai cambiamenti nelle scelte di denominazione da parte di mutuatari che hanno deciso di non emettere nella propria moneta nazionale. Questi risultati fanno ritenere che, sebbene le considerazioni di gestione del rischio rivestano un ruolo importante per le scelte valutarie di emittenti e investitori, altri fattori entrano parimenti in gioco.

Un tasso di cambio forte e un rendimento elevato potrebbero essere interpretati dagli investitori come indicativi di una maggiore probabilità di ottenere nel breve termine guadagni maggiori da un investimento nella moneta corrispondente. Implicitamente gli investitori potrebbero essere convinti che i differenziali di tasso di interesse non rispecchino (appieno) le variazioni future dei tassi di cambio, o in altre parole, che la parità scoperta dei tassi di interesse sia sistematicamente disattesa. I mutuatari potrebbero essere disposti a concedere questi maggiori rendimenti (che per essi corrispondono a un più elevato costo di finanziamento) perché non condividono tale convinzione, ovvero perché mediante strumenti derivati sono in grado di trasferire le connesse esposizioni al rischio di cambio a terzi che non condividono tale convinzione.

Una spiegazione basata sulle imperfezioni del mercato si focalizzerebbe sul modo in cui i mutuatari riescono ad avvantaggiarsi di mercati cui gli investitori non hanno accesso. Ad esempio, è possibile che la parità coperta dei tassi di interesse sia sistematicamente violata in maniera tale che il costo totale per l'emissione in una valuta ad alto rendimento e uno swap che permetta di ottenere un'esposizione a una valuta a basso rendimento risulta spesso inferiore a quello di un'emissione diretta nella valuta a basso rendimento, e che vi sono imperfezioni del mercato che non consentono di eliminare in modo graduale questa anomalia attraverso operazioni di arbitraggio.

Per poter scegliere la più appropriata fra queste e altre spiegazioni sarebbe necessario un modello più completo che consideri gli strumenti finanziari alternativi, come le obbligazioni nazionali e i prestiti bancari, e incorpori modelli comportamentali più rigorosi per entrambi investitori ed emittenti. Sarebbero inoltre necessarie evidenze empiriche più conclusive sulle

anomalie e le imperfezioni dei mercati internazionali del debito a lungo termine, ad esempio sulla direzione e sull'entità degli scostamenti dalle relazioni di parità coperta e scoperta dei tassi di interesse.

Riferimenti bibliografici

Allayannis, G., G.W. Brown e L.F. Klapper (2003): "Capital structure & financial risk: evidence from foreign debt use in East Asia", *Journal of Finance*, vol. 58, pagg. 2667-2709.

Allayannis, G. ed E. Ofek (2001): "Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives", *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, pagg. 273-296.

Banca centrale europea (2005): *Review of the international role of the euro*, Francoforte sul Meno.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2003): "Guide to the international financial statistics", *BIS Papers*, n. 14, febbraio.

Campbell, J.Y., L.M. Viceira e J.S. White (2003): "Foreign currency for long-term investors", *Economic Journal*, vol. 113, pagg. C1-C25.

Chinn, M.D. e G. Meredith (2005): "Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the post-Bretton Woods era", *NBER Working Papers*, n. 11077.

Clinton, K. (1988): "Transaction costs and covered interest arbitrage: theory and evidence", *Journal of Political Economy*, vol. 96, pagg. 358-370.

Dunis, C. e P. Lequeux (2001): "The information content of risk reversals", *Liverpool Business School Working Paper*, aprile.

Fletcher, D.J. e L.W. Taylor (1996): "Swap covered interest parity in long-date capital markets", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 78, pagg. 530-538.

Froot, K.A. (1993): "Currency hedging over long horizons", *NBER Working Papers*, n. 4355.

Froot, K.A. e R.H. Thaler (1990): "Foreign exchange", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, pagg. 179-192.

Géczy, C., B.A. Minton e C. Schrand (1997): "Why firms use currency derivatives", *Journal of Finance*, 52, pagg. 1323-1354.

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

Grabbe, O.J. (1996): *International Financial Markets*, 3° ed., Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall.

Hagelin, N. (2003): "Why firms hedge with currency derivatives: an examination of transaction and translation exposure", *Applied Financial Economics*, vol. 13, pagg. 55-69.

- Huffmann, S.P. e S.D. Makar (2004): "The effectiveness of currency-hedging techniques over multiple return horizons for foreign-denominated debt issuers", *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 14, pagg. 105-115.
- Johnson, D. (1988): "The currency denomination of long-term debt in the Canadian corporate sector: an empirical analysis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 7, pagg. 77-90.
- Kedia, S. e A. Mozumdar (2003): "Foreign currency denominated debt: an empirical examination", *Journal of Business*, vol. 76, pagg. 521-546.
- Keloharju, M. e M. Niskanen (2001): "Why do firms raise foreign currency denominated debt? Evidence from Finland", *European Financial Management*, vol. 7, pagg. 481-496.
- Kim, Y.C. e R.M. Stulz (1988): "The eurobond market and corporate financial policy: a test of the clientele hypothesis", *Journal of Financial Economics*, vol. 22, pagg. 189-205.
- Mohl, A. (1984): "Currency diversification in international financial markets", *FRBNY Quarterly Review*, primavera, pagg. 31-32.
- Pagès, H. (1996): "Is there a premium for currencies correlated with volatility? Some evidence from risk reversals", *Banque de France – Direction Générale des Etudes, Working Paper*, n. 34.
- Solnik, B.H. (1974): "An equilibrium model of the international capital market", *Journal of Economic Theory*, vol. 8, pagg. 500-524.

Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating¹

Questo articolo esamina le caratteristiche principali degli strumenti finanziari strutturati. Per comprendere la rischiosità di tali prodotti è essenziale valutare accuratamente i rischi insiti nella loro struttura contrattuale, oltre che stimare il rischio creditizio del pool sottostante di attività. È opinione degli autori che i rating, sebbene utili, presentino dei limiti intrinseci nel cogliere appieno il profilo di rischio degli strumenti in parola, anche se la complessità di questi ultimi accresce l'incentivo a basarsi sui rating stessi. Gli operatori del mercato e le autorità pubbliche devono tenere conto di ciò nei loro giudizi sui prodotti della finanza strutturata e sui relativi mercati.

Classificazione JEL: G100, G200

Un'operazione di finanza strutturata comporta la messa in pool di attività patrimoniali e la susseguente vendita agli investitori di titoli di credito suddivisi in tranche emessi a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse. Tale pratica ha assunto importanza crescente come mezzo per il trasferimento del rischio creditizio, e il volume delle emissioni è aumentato rapidamente negli ultimi anni (grafico 1), di pari passo con i progressi tecnici compiuti nella modellizzazione di detto rischio.

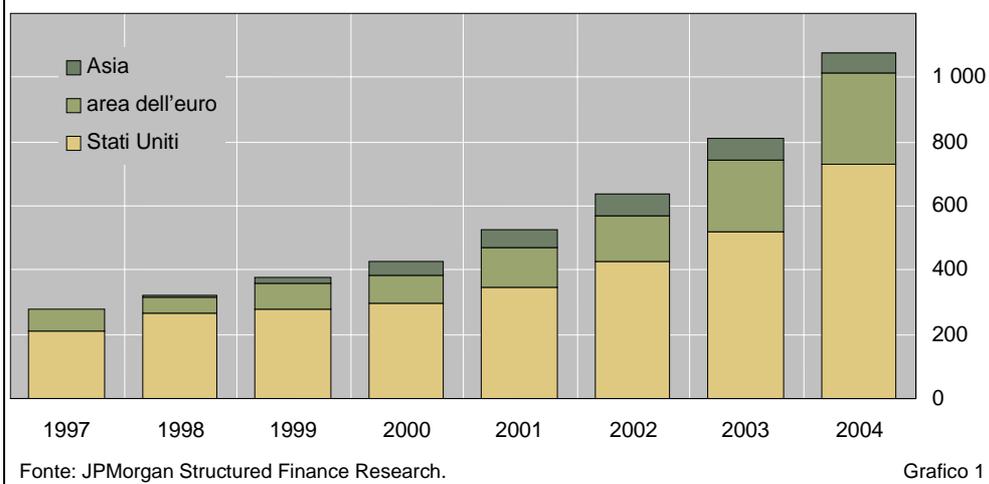
Analogamente ad altre forme di trasferimento del rischio creditizio – come i *credit default swap* e i titoli *pass-through* – gli strumenti finanziari strutturati possono essere impiegati per ripartire il rischio medesimo fra le istituzioni finanziarie o i vari settori. Una differenza consiste però nel fatto che, mediante il frazionamento in tranche, essi operano anche una trasformazione del rischio, generando esposizioni verso segmenti diversi della distribuzione delle perdite nel sottostante pool di attività. A causa di tale segmentazione e delle strutture contrattuali necessarie per realizzarla, il loro profilo di rischio-rendimento può essere particolarmente difficile da valutare.

I rating, essendo basati sul momento primo della distribuzione delle perdite relativa a un dato titolo, presentano dei limiti intrinseci come misura

¹ Le opinioni espresse in questo articolo, che comparirà prossimamente anche nel *Financial Stability Report* della Banque Nationale de Belgique, sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o della Banque Nationale de Belgique. Eventuali errori e omissioni sono responsabilità degli autori.

Emissioni totali di strumenti di finanza strutturata di tipo *funded*

in miliardi di dollari USA, per regione; inclusi strumenti a contante e porzioni di strumenti sintetici



della rischiosità degli strumenti in tranche. Sebbene questa osservazione valga in linea di principio per qualsiasi titolo, come si vedrà più avanti, le code di tale distribuzione sono verosimilmente più “spesse” nel caso dei prodotti strutturati². Di conseguenza, ci si può aspettare che in particolare le tranche subordinate siano più rischiose dei portafogli di obbligazioni con uguale rating, in quanto gli investitori sono maggiormente esposti a eventi di perdita estremi. Ciò nonostante, la complessità delle operazioni di finanza strutturata può creare situazioni in cui gli investitori tendono a fare affidamento sui rating più di quanto non accada per altri titoli. La trasformazione del rischio attuata mediante gli strumenti strutturati solleva pertanto vari interrogativi, con importanti implicazioni potenziali. Una questione che si pone, ad esempio, è se essi generino impreviste concentrazioni del rischio nei portafogli delle istituzioni.

Per svariate ragioni, alcune delle quali saranno trattate più oltre, i prodotti strutturati possono risultare più efficaci di altri strumenti nell'affrontare i problemi di selezione avversa e di segmentazione nei mercati finanziari. Ciò li rende appetibili per tutta una gamma di operatori. Fra i motivi che inducono gli intermediari finanziari a emettere prodotti strutturati figurano l'accesso a nuove fonti di provvista, la riduzione del capitale economico o regolamentare e le opportunità di arbitraggio. L'interesse degli investitori proviene dalla diversificazione dei portafogli e dall'aspettativa di rendimenti allettanti in un contesto di bassi tassi di interesse.

Prendendo atto della capacità della finanza strutturata di trasformare i profili di rischio, il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), che sorveglia il funzionamento dei mercati finanziari su incarico dei Governatori dei paesi del G10, ha istituito un gruppo di lavoro per analizzare a fondo questa

² Va rilevato che i rating non intendono essere misure esaustive del rischio. Pertanto, le limitazioni qui menzionate non si riferiscono ai rating in quanto tali, bensì al loro impiego.

categoria di strumenti³. Il presente articolo evidenzia alcuni dei principali risultati di tale analisi in ordine alla “complessità” e alla “rischiosità” dei prodotti in tranche. Sono trattate in particolare le agenzie di rating e le loro metodologie di valutazione. Altri aspetti, come il potenziale conflitto di interessi insito nell’assegnazione dei rating su mandato dell’emittente, sono qui discussi succintamente, mentre vengono esaminati più in dettaglio in CSFG (2005).

La parte restante del presente lavoro si articola come segue: la prima sezione descrive brevemente i fondamenti economici dei mercati della finanza strutturata; le sezioni successive trattano della complessità degli strumenti in questione e dei loro profili di rischio-rendimento; l’ultima sezione individua alcune implicazioni potenzialmente rilevanti per le autorità, i ricercatori e gli operatori del mercato.

Cos’è la finanza strutturata?

Gli strumenti finanziari strutturati possono essere definiti in base a tre distinte caratteristiche: 1) *messa in pool di attività* (sia esistenti sul mercato sia create sinteticamente); 2) *dissociazione* del rischio creditizio del pool di attività dal rischio creditizio del titolare delle stesse (*originator*), solitamente mediante il trasferimento delle attività sottostanti a una società autonoma di breve durata costituita *ad hoc* (società veicolo); 3) *frazionamento in tranche delle passività* emesse a fronte del pool di attività. Mentre le prime due caratteristiche sono presenti anche nelle operazioni di cartolarizzazione classiche, la terza è distintiva dei prodotti finanziari strutturati⁴.

Un aspetto fondamentale del frazionamento in tranche è la possibilità di creare una o più classi di titoli con rating più elevato di quello medio del sottostante pool di attività, ovvero di generare titoli dotati di rating partendo da un pool di attività che ne sono prive. Ciò avviene impiegando le forme di supporto creditizio specificate all’interno della struttura per la creazione di titoli con differenti profili di rischio-rendimento. Un esempio di siffatti supporti è la presenza di differenti gradi di prelazione: la tranche subordinata di prima perdita (tranche *equity*) assorbe le insolvenze iniziali fino al suo esaurimento; essa è seguita dalla tranche mediana (o *mezzanine*) che assorbe parte delle perdite addizionali e che è a sua volta seguita dalle tranche di rango ancora superiore (*senior*). Tale segmentazione implica che i titoli *senior* dovrebbero risultare protetti – se si eccettuano circostanze particolarmente avverse – dal rischio di insolvenza del pool di attività grazie all’assorbimento delle perdite da parte dei titoli subordinati.

³ Il gruppo di lavoro sul ruolo dei rating era presieduto da Peter Praet della Banque Nationale de Belgique. Il suo rapporto, CSFG (2005), e diversi lavori preliminari a opera di membri del gruppo sono disponibili sul sito internet www.bis.org. Cfr. anche CSFG (2003).

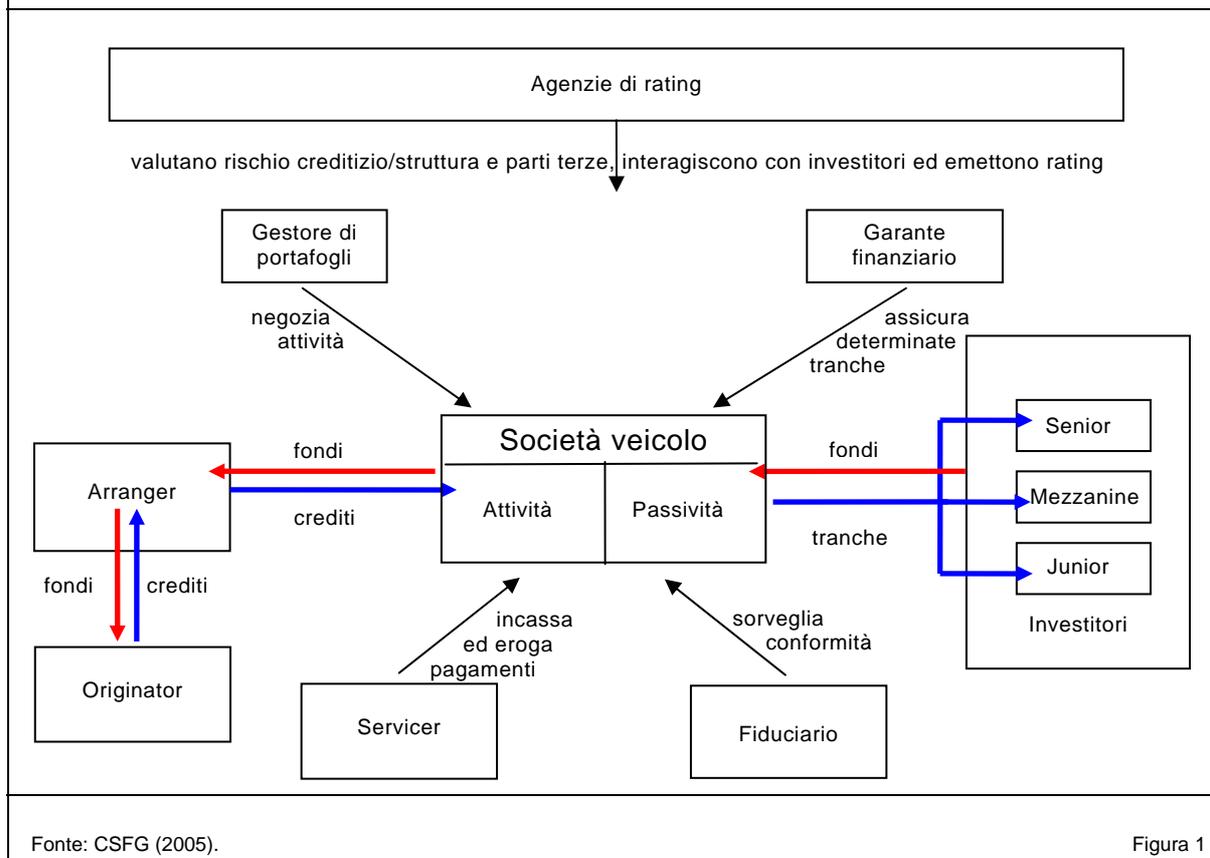
⁴ Nel seguito dell’articolo il termine *asset-backed securities* (ABS) “tradizionali” definisce titoli di finanza strutturata basati su grandi portafogli di attività omogenee, come partite da incassare per carte di credito e finanziamenti per l’acquisto di autoveicoli. Essi si oppongono alle CDO, facenti anch’esse parte dell’universo delle ABS, ma emesse a fronte di pool ridotti di attività più eterogenee, come obbligazioni acquistate sul mercato secondario, nonché attività “atipiche”, come tranche di altre ABS e CDO.

La finanza
strutturata
comporta la messa
in pool di attività ...

... per l'emissione di
tranche di titoli con
diverso profilo di
rischio

Finanza strutturata: principali operatori

Schema dei soggetti coinvolti in un'operazione tipica di finanza strutturata (*funded*) e dei rispettivi ruoli



Ognuna delle suddette caratteristiche chiave contribuisce alla “creazione di valore” e all’attrattiva della finanza strutturata per tutta una serie di operatori (la figura 1 illustra i vari soggetti che partecipano a una operazione tipo). La dissociazione del rischio creditizio apporta benefici analoghi a quelli offerti dal credito garantito, con il vantaggio addizionale che i flussi di reddito provenienti dalle attività trasferite sono in genere più prevedibili di quelli dell’impresa a monte. Una questione importante è quella di sapere in quali circostanze la suddivisione in tranches, di per sé costosa, può creare valore aggiunto rispetto alla semplice messa in pool (come in una cartolarizzazione *pass-through*). La risposta a tale questione è collegata alle imperfezioni dei mercati finanziari. Ad esempio, laddove sussista un problema di selezione avversa e/o di segmentazione del mercato la suddivisione in tranches può apportare valore addizionale. Quando l’istituzione originante dispone di maggiori informazioni sui flussi finanziari potenziali generati dal pool di attività rispetto agli investitori esterni, oppure quando un gruppo di investitori ha più informazioni o migliori strumenti per valutare le attività rispetto ad altri, può essere conveniente emettere una tranche *senior*, isolata almeno in parte dal rischio di insolvenza e destinata agli investitori meno informati, e una tranche *junior*, collocata presso gli investitori più informati o trattenuta dall’istituzione originante⁵. In effetti, le

La creazione di valore si basa su imperfezioni del mercato ...

... come le asimmetrie informative

⁵ Gorton e Pennacchi (1990) mostrano che, in presenza di investitori informati e non informati, in linea di massima sarebbe ottimale per le imprese emettere tranches di entrambi i tipi. Per

banche trattengono solitamente la tranche di prima perdita dei titoli strutturati che esse emettono. Fonti di mercato fanno ritenere che le tranche *junior* sono spesso anche acquistate da operatori specializzati nel credito, mentre quelle *senior* paiono interessare maggiormente la più vasta comunità degli investitori meno sofisticati.

... e la
segmentazione del
mercato

Analogamente, una certa segmentazione del mercato – dovuta per esempio all’esistenza di investitori con mandati legati a un dato rating – può rendere conveniente per gli emittenti di titoli strutturati la creazione di nuove attività con profili di rischio adattati alle esigenze di particolari clienti. D’altra parte, la strutturazione contribuisce a rendere più “completo” il mercato finanziario, permettendo per esempio agli investitori vincolati all’acquisizione di valori con elevato rating di assumere esposizioni in strumenti, come i prestiti a effetto di leva, la cui performance nell’arco del ciclo può differire da quella di altre attività ammesse.

Le strutture
contrattuali ...

Se da un lato la suddivisione in tranche può contribuire a correggere talune imperfezioni del mercato, dall’altro essa comporta potenziali problemi in merito al governo societario, nonché a chi debba – eventualmente – assumersi la responsabilità di ristrutturare il portafoglio qualora parte dei crediti sottostanti diventi sofferente. Come si vedrà nella prossima sezione, i detentori della tranche subordinata possono essere incentivati a innalzare rischio e rendimento, mentre i detentori delle tranche *senior* hanno interesse a che le insolvenze nel portafoglio di attività siano minime. Inoltre, se gestori terzi sono tenuti a detenere la tranche subordinata al fine di limitare i problemi di *moral hazard*, i loro interessi possono entrare in conflitto con quelli degli investitori nelle tranche *senior*. Di fatto, gran parte della struttura contrattuale consiste nello specificare in maniera esauriente i diritti e doveri del gestore, dei detentori dei titoli e delle altre parti coinvolte nell’operazione. Nella pratica, tali specificazioni contrattuali – che si sostituiscono ai diritti discrezionali di controllo accordati agli investitori nel capitale di società ordinarie di lunga durata – si sono evolute notevolmente, spesso in risposta all’esito negativo di un’operazione dovuto a comportamenti opportunistici impreveduti da parte di taluni partecipanti.

La complessità della finanza strutturata

Fattori di complessità

... accrescono la
complessità
analitica ...

La messa in pool e il frazionamento in tranche, pur essendo alla base della creazione di valore nella finanza strutturata, costituiscono anche i principali fattori all’origine di quella che può essere definita la “complessità” degli strumenti in questione. Riguardo al primo aspetto, per una corretta valutazione del profilo di rischio-rendimento è necessario modellizzare la distribuzione delle perdite sul portafoglio di attività sottostanti, operazione che può risultare

una rassegna della letteratura concernente in modo più particolare le asimmetrie informative e la segmentazione del mercato nella finanza strutturata, cfr. Mitchell (2004). Ashcraft (2004) e Amato e Remolona (2003) forniscono esempi di creazione di valore attraverso le CDO di arbitraggio.

difficile nel caso di un numero relativamente ristretto di attività eterogenee. A causa dell'ulteriore elemento di complessità apportato dalla segmentazione in tranche, tuttavia, la valutazione di uno strumento finanziario strutturato (ovvero di una tranche) non può limitarsi all'analisi delle perdite subite dal portafoglio, ma deve contemplare anche la modellizzazione della distribuzione dei flussi di pagamento dal portafoglio alle tranche, ossia vagliare le caratteristiche strutturali specifiche dell'operazione. Tali caratteristiche, definite dalle clausole contrattuali, possono prevedere una serie di regole per l'allocazione dei pagamenti in linea capitale e interessi rivenienti dal pool e la loro redistribuzione in situazioni di stress, oltre a specificare i diritti e i doveri delle parti contraenti⁶.

Di conseguenza, gli strumenti di finanza strutturata originano rischi non collegati a insolvenze nel pool sottostante, ma che nondimeno incidono sul rischio creditizio delle tranche emesse⁷. Una possibile causa di tale fattispecie di rischio è il conflitto di interessi fra i diversi investitori. Ad esempio, ai detentori di titoli *senior* è promesso il pagamento di interessi durante la vita dell'operazione e il rimborso del capitale alla scadenza. I detentori della tranche *equity*, invece, non si attendono alcun pagamento in conto capitale e hanno quindi l'incentivo a ottenere forti rendimenti iniziali prima che le insolvenze comincino a erodere il valore del loro investimento. Pertanto, nella misura in cui sono in grado di influenzare la selezione di portafoglio iniziale, essi possono essere indotti a sacrificare la qualità creditizia in cambio di elevati rendimenti, ad esempio includendo nel pool crediti con spread elevati per un dato livello di rating.

Al fine di ovviare a tali conflitti, le CDO e altri strumenti in tranche fanno ampio ricorso a clausole strutturali basate su automatismi e livelli soglia (come la sovracollateralizzazione e i test di copertura degli interessi). In caso di copertura insufficiente, ad esempio, viene attivato un flusso finanziario a protezione dei detentori di titoli *senior*. In questo contesto è diventato un dispositivo strutturale fondamentale la trattenuta del cosiddetto *excess spread*, ossia la differenza fra il reddito realizzato sul pool di attività durante un dato periodo e i pagamenti pattuiti in favore delle tranche di passività. In base a questo dispositivo, tale differenza viene conservata in un fondo di riserva, e non immediatamente distribuita ai detentori della tranche *equity*, al fine di posticipare la fruizione dei guadagni da parte di questi ultimi e tutelare i rendimenti dei titoli *senior*.

La performance delle parti terze costituisce un'altra fonte di rischio diversa dall'insolvenza⁸. Quella dell'agente di pagamento (*servicer*), in particolare, è di

... in ordine ai rischi di insolvenza e di altro tipo ...

... come quelli relativi a parti terze

⁶ Si potrebbe sostenere che la valutazione degli strumenti debitori subordinati e delle attività collegate è ugualmente complessa, date le varie clausole e le differenze fra le normative fallimentari nazionali. Tuttavia, gli autori affermano che la valutazione dei prodotti di finanza strutturata comportano, oltre a questi, ulteriori elementi di complessità, dovuti alla messa in pool delle attività sottostanti e alle strutture contrattuali elaborate, spesso non standardizzate.

⁷ Cfr. ad esempio Cousseran et al. (2004) per una descrizione approfondita di tali questioni.

⁸ La mediocre performance di alcune delle prime strutture CDO è stata almeno in parte addebitata all'operato dei gestori dei pool. La recente controversia legale sulle strutture "Corvus" e "Nerva" che ha visto opposte HSH Nordbank e Barclays Capital, passata in

importanza fondamentale per i titoli ABS tradizionali, specie quando le strutture comprendono attività di giurisdizioni o segmenti di mercato con un numero relativamente esiguo di operatori di questo tipo, cosicché può essere assai difficile reperire un sostituto. L'importanza dell'operato del *servicer* ai fini della solidità delle operazioni di finanza strutturata, anche per le possibili interazioni con i rischi di insolvenza e il rischio legale, è stata messa in evidenza dalle perdite patite negli ultimi anni novanta su talune transazioni nel mercato statunitense delle ABS a fronte di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni prefabbricate⁹.

Il rating dei prodotti strutturati

Date le complessità sopra descritte, fin dai suoi inizi il settore della finanza strutturata si è ampiamente avvalso dei rating. Gli emittenti di prodotti strutturati erano interessati a ottenere rating graduati in modo analogo a quelli delle obbligazioni, al fine di agevolare il collocamento dei loro strumenti presso gli investitori. Questi, a loro volta, hanno di buon grado delegato parte della valutazione di tali strumenti a terzi.

Le agenzie di rating, stante il loro tradizionale ruolo di "controllori delegati" della rischiosità degli strumenti di debito, hanno naturalmente assunto un ruolo preminente nell'offerta di questi servizi, la cui importanza è stata senza dubbio accentuata dalla complessità dei prodotti in questione¹⁰. È degno di nota il fatto che la valutazione delle operazioni di finanza strutturata rappresenta oggi il segmento più importante e in più rapida crescita delle tre principali agenzie di rating, nonché una fonte primaria di reddito. Ciò ha destato timori ad esempio riguardo ai potenziali conflitti di interessi che sorgono allorché il servizio è prestato su incarico dell'emittente¹¹.

Sebbene le conoscenze tecniche richieste per la valutazione degli strumenti debitori tradizionali si applichino in larga parte anche alla finanza strutturata, le peculiari caratteristiche dei prodotti strutturati comportano taluni adattamenti delle metodologie. Le varie tranche sono normalmente concepite

giudizio nel febbraio scorso, può essere un buon esempio in merito. HSH Nordbank aveva citato Barclays Capital per le perdite subite a fronte di tali strutture, che Barclays era incaricata di amministrare e nelle quali il gestore del portafoglio aveva incluso altre CDO Barclays di qualità deteriore.

⁹ Un allentamento dei criteri di affidamento, unitamente a ritardi nell'avvio dei procedimenti cautelativi da parte del *servicer* che consentirono alle insolvenze di accumularsi, si tradussero in perdite più gravi del previsto. Sulla scia della flessione congiunturale iniziata nel 2000, il deterioramento del portafoglio divenne sempre più palese, suscitando vari declassamenti. Per maggiori dettagli cfr. CSFG (2005), Appendice 5.

¹⁰ L'analisi di Ammer e Clinton (2004) sui modelli di prezzo delle ABS statunitensi indica in effetti che il ricorso ai rating come fonte di informazione creditizia appare leggermente maggiore nella finanza strutturata che nel tradizionale mercato obbligazionario. In particolare, i declassamenti di ABS risultano avere un impatto più forte, specie se abbassano il rating al livello speculativo.

¹¹ La relazione annuale di Moody's per il 2003 documenta che le operazioni di finanza strutturata, ammontate a \$460 milioni, hanno contribuito per oltre il 40% ai suoi proventi da commissioni per l'assegnazione di rating. Sebbene non siano disponibili dati specifici per Fitch Ratings e Standard & Poor's, le relazioni annuali delle rispettive case madri fanno ritenere che la finanza strutturata rivesta per tali operatori un'importanza comparabile.

avendo in mente come obiettivo determinati rating. Ciò implica a sua volta che le agenzie di rating siano coinvolte nel processo di strutturazione, data l'esigenza del promotore di ottenere la loro opinione in merito.

In pratica, l'agente organizzatore (*arranger*) utilizza di regola i modelli delle agenzie disponibili pubblicamente per pre-strutturare l'operazione e avvia in seguito un dialogo con le agenzie stesse al fine di mettere a punto la struttura. Grazie a questo processo iterativo e alla specificità contrattuale delle operazioni di finanza strutturata, l'*arranger* può adattare il profilo di una tranche in base al responso preliminare dell'agenzia, cosicché l'assegnazione dei rating ha una marcata natura *ex ante*, che contrasta con le tradizionali valutazioni *ex post* dei titoli di debito convenzionali, dove la fissazione di rating obiettivo e il responso preliminare hanno scarsa importanza, date le ridotte possibilità dell'emittente di aggiustare le caratteristiche creditizie in funzione di tali elementi.

... e gli strumenti sono congegnati in linea con i modelli delle agenzie

I rischi della finanza strutturata

Analisi del rischio di insolvenza nel pool sottostante

I rating, in quanto indicatori del rischio di insolvenza insito in uno strumento debitorio, si basano su stime della perdita attesa (*expected loss*, EL) o della probabilità di insolvenza (*probability of default*, PD)¹². Per una tranche di finanza strutturata tali stime dipendono in modo cruciale dalla dimensione ("spessore") e dalla posizione della tranche medesima nella distribuzione delle perdite del pool di attività sottostante. Come già detto, tale valutazione richiede che la stima della distribuzione delle perdite subite dal pool (mediante la *modellizzazione del rischio di credito*) sia combinata con i dati sulle specificità strutturali dell'operazione e delle sue tranche (mediante l'*analisi strutturale*).

L'analisi del pool di attività si basa su distribuzioni stimate delle perdite ...

Le principali determinanti della distribuzione delle perdite in un qualsiasi portafoglio e, quindi, i tre principali parametri su cui si basa ogni metodo per l'assegnazione di rating a un'operazione di finanza strutturata sono: la *probabilità di insolvenza* dei singoli obbligati compresi nel pool, i *tassi di recupero* e le *correlazioni (temporali) fra le insolvenze* degli obbligati. L'approccio scelto per modellizzare le perdite in funzione di questi parametri dipende dalle caratteristiche del pool sottostante, come il numero e l'omogeneità delle attività, le classi di obbligati, la performance storica. A tale riguardo, può essere fatta una importante distinzione fra i metodi impiegati per le ABS tradizionali e quelli applicati alle CDO.

... a loro volta basate su assunti circa le probabilità di insolvenza e i tassi di recupero ...

Alla base delle ABS tradizionali vi sono di regola grandi portafogli di attività ben diversificate e omogenee (ad esempio mutui ipotecari o saldi attivi da carte di credito) senza significative esposizioni individuali in rapporto alla dimensione del pool. Il rischio specifico è quindi assai meno importante che nel caso di strumenti con pool sottostanti meno diversificati e più eterogenei. Di

¹² I rating emessi da Standard & Poor's e Fitch si basano su PD, quelli di Moody's su EL. Queste differenze hanno una componente storica: a fini di comparabilità, ciascuna agenzia ha scelto di basare i rating attribuiti alla finanza strutturata sullo stesso parametro impiegato per le obbligazioni.

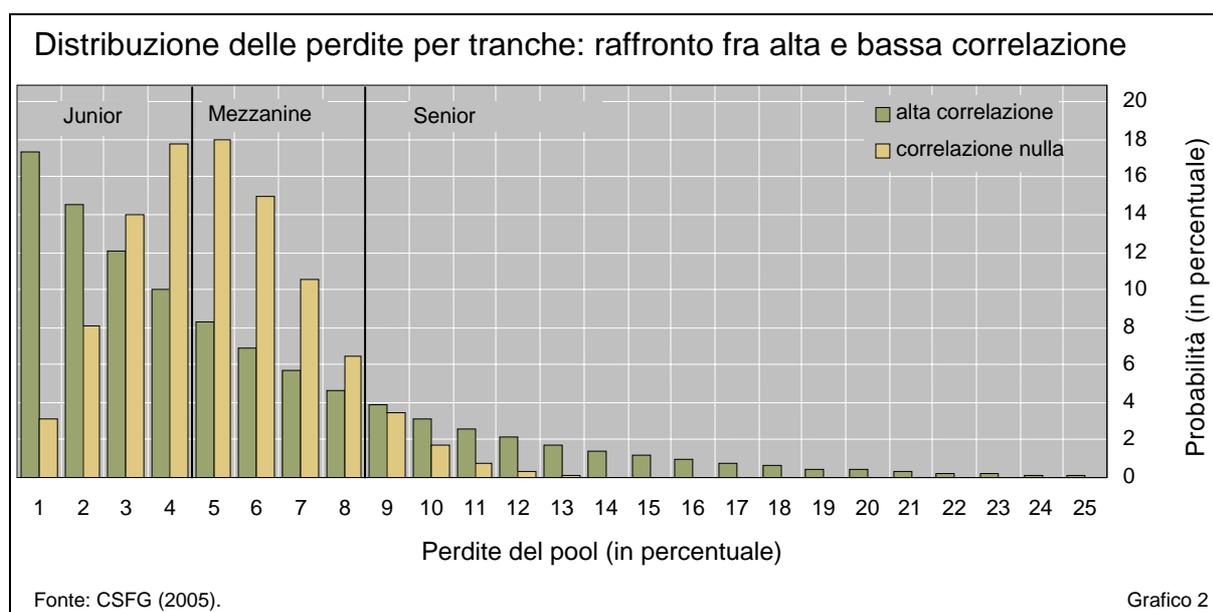
conseguenza, i rating per le ABS sono in genere assegnati impiegando metodi detti “attuariali”, basati sull’assunto che la specifica politica di sottoscrizione di ciascun *originator* dia luogo a profili di perdita e di recupero caratteristici e ragionevolmente stabili nel tempo. I parametri di perdita e di dispersione possono allora essere desunti in maniera affidabile dai dati storici di portafogli statici di crediti originati dal medesimo prestatore.

Le CDO presentano invece un basso “frazionamento” rispetto alle ABS tradizionali e generalmente contengono, o prendono a riferimento, un numero relativamente ristretto di attività non omogenee. Pertanto, nel caso delle CDO la performance del portafoglio risente sia del rischio specifico sia del rischio sistematico; i metodi impiegati per calcolare le distribuzioni delle perdite relative alle ABS tradizionali risultano quindi inappropriati.

Uno dei fattori chiave che incidono sulla valutazione della distribuzione delle perdite nei portafogli di CDO è la correlazione stimata fra le insolvenze dei singoli obbligati. Quando la correlazione è vicina a zero, una tipica distribuzione per i titoli CDO avrà una forma campanulare asimmetrica approssimata nel modo migliore dalla distribuzione binomiale. Per livelli di correlazione più elevati, invece, la forma della distribuzione cambia, assumendo elevate probabilità nelle code (grafico 2). Per un dato livello di perdita attesa, una più elevata correlazione comporta una distribuzione delle perdite tale per cui le tranche *senior* vengono a sopportare un rischio maggiore e le tranche *junior* sono invece avvantaggiate, data la maggiore dispersione degli esiti.

Le stime del rischio e del rendimento della tranche sono perciò alquanto sensibili agli assunti sulla correlazione fra le insolvenze degli obbligati compresi nel pool sottostante. Di conseguenza, i valori stimati per EL e PD – ossia i rating – di ogni tranche possono differire a seconda delle agenzie a causa delle diverse metodologie e/o ipotesi. Ciò origina un “rischio di modello”, cioè il rischio che il modello impiegato nella fattispecie per misurare il supporto

... nonché su correlazioni nelle insolvenze



credizio di una data tranche non esprima accuratamente la “vera” rischiosità della tranche medesima. Gli investitori, infine, devono poter comprendere il rischio di modello che stanno assumendosi, in modo da richiedere rendimenti che ne tengano adeguatamente conto¹³.

Rating e profili di rischio delle tranche

Una questione connessa è se i rating, nella misura in cui riflettono in modo accurato la EL o la PD, siano un buon indicatore del profilo di rischio degli strumenti strutturati in tranche. Ad esempio, a seconda della loro posizione nella struttura, certe tranche possono avere un grado di leva superiore a quello del portafoglio sottostante. Infatti, quanto più una tranche è subordinata e “sottile”, tanto maggiore è la probabilità che il detentore perda una porzione significativa del suo investimento.

Come spiegato nel riquadro alla pagina seguente, la varietà dei possibili profili di rischio creati con la strutturazione in tranche può comportare notevoli differenze, in termini di ammontare e di tempistica delle perdite potenziali, sia fra le diverse tranche, sia rispetto ai portafogli obbligazionari convenzionali. Fatto importante, tali differenze sussistono anche quando le due tipologie di strumenti hanno gli stessi valori di EL e di PD. Di conseguenza, i prodotti strutturati presentano caratteristiche di rischio sostanzialmente diverse da quelle dei portafogli obbligazionari con pari rating. Una implicazione rilevante è che, dato l'effetto congiunto della messa in pool e della ripartizione in tranche, i rating degli strumenti di finanza strutturata possono fornire solo una indicazione incompleta della rischiosità rispetto agli strumenti tradizionali. In particolare, poiché gli “eventi estremi” hanno una probabilità di verificarsi maggiore che nel caso degli strumenti tradizionali con uguale merito di credito, un eccessivo affidamento sui rating da parte degli investitori può indurli ad assumere senza volerlo esposizioni a perdite inattese.

I rating degli strumenti strutturati e dei titoli di debito convenzionali differiscono non soltanto nei termini concettuali sopra descritti, ma anche per quanto concerne la loro stabilità nel tempo osservata empiricamente. Data la diversificazione risultante dal *pooling*, ci si potrebbe attendere – e di fatto così accade – che i rating dei prodotti strutturati mostrino mediamente una maggiore stabilità. Studi empirici indicano in particolare che la volatilità di tali rating è sensibilmente più bassa che nel caso delle obbligazioni societarie, anche se risulta superiore il numero medio di scatti per ogni modifica di rating, forse di riflesso all'intrinseco maggior grado di leva di cui si è detto sopra. Pertanto, nella finanza strutturata la probabilità di una variazione del rating è più bassa, mentre l'ampiezza della variazione, quando questa ha luogo, è maggiore. Al tempo stesso, i risultati ottenuti per l'insieme dei prodotti

I rating si basano sulla perdita attesa o sulla probabilità di insolvenza ...

... ma non sul “rischio” più in generale

¹³ Cfr. Fender e Kiff (2004) per un raffronto degli approcci delle agenzie nella modellizzazione delle CDO e per una descrizione del ruolo della correlazione delle insolvenze ai fini del rischio di modello; Amato e Gyntelberg (2005) mostrano come la sensibilità di prezzo degli strumenti in tranche dipenda da tale correlazione.

Rating e profili di rischio degli strumenti di finanza strutturata[Ⓞ]

I rating sono valutazioni della *perdita attesa* (*expected loss*, EL) o della *probabilità di insolvenza* (*probability of default*, PD) e rispecchiano quindi una nozione attuariale del rischio di credito che dipende soltanto dal momento primo della distribuzione degli esiti possibili. Ponendo EL costante, tuttavia, un investimento tenderà a essere più rischioso se la relativa distribuzione delle perdite è più dispersa. I profili di rischio degli strumenti finanziari sono quindi descritti più compiutamente se le stime di EL o PD vengono integrate con informazioni sull'*incertezza ex ante delle perdite*, misurata ad esempio dalla varianza e dai momenti di ordine superiore della distribuzione. L'*incertezza ex ante* delle perdite è, per parte sua, solitamente designata come *perdita inattesa* (*unexpected loss*, UL). In riferimento alla finanza strutturata le due considerazioni seguenti meritano di essere menzionate in questo contesto.

1. Raffronti fra le diverse tranche di prodotti strutturati

Data l'additività di EL, la suddivisione in tranche distribuirà la EL del portafoglio sottostante fra le varie classi di titoli emessi a fronte del pool. La tranche subordinata (*equity*), benché normalmente la più piccola in termini di ammontare nozionale, è destinata a sopportare gran parte della EL del pool. Per contro, sulla tranche di rango superiore (*senior*), con rating elevato, graverà solo una porzione ridotta della EL, nonostante essa rappresenti la parte maggiore del capitale della struttura. La UL presenta un andamento analogo: in rapporto al rispettivo ammontare nozionale, essa tende a essere più alta per le tranche di rango inferiore. In effetti, il profilo di rischio di una tranche di finanza strutturata dipende soprattutto da due fattori: il *grado di prelazione* o *seniority* (determinato dal limite inferiore della tranche stessa) e lo *spessore* (ossia l'intervallo fra i limiti inferiore e superiore; cfr. grafico 2). Quanto più basso è il grado di prelazione, tanto minore è la protezione dalle perdite e tanto maggiore il livello di rischio della tranche. Quanto più la tranche è ristretta, tanto più la distribuzione delle perdite tende a differire da quella per l'intero portafoglio, divenendo più bimodale e quindi più rischiosa.

2. Raffronti fra strumenti con rating analogo

Un altro aspetto della finanza strutturata è che la suddivisione in tranche può generare profili di rischio sostanzialmente differenti da quelli di un tradizionale portafoglio obbligazionario avente il medesimo rating (medio ponderato). Una delle cause è la possibilità di un recupero nullo di capitale per le tranche subordinate. In casi estremi può così accadere che, con l'eccezione delle sole tranche più *senior*, gli investitori perdano l'intero valore del proprio investimento anche in presenza di un tasso di recupero superiore a zero. Quanto più ristretta è la tranche, tanto più elevata è la sua rischiosità, poiché bastano meno insolvenze per cancellare il valore della tranche stessa una volta che è stata superata la sua soglia inferiore di perdita. Pertanto, le tranche subordinate presentano una più ampia distribuzione degli esiti rispetto ai portafogli obbligazionari con analogo rating e dovranno quindi pagare uno spread maggiore per compensare tale rischio aggiuntivo.

[Ⓞ] Cfr. CSFG (2005), Gibson (2004), Meli e Rappoport (2003).

finanziari strutturati celano importanti differenze fra i diversi tipi di strumenti. In effetti, certe categorie di attività paiono avere un tasso medio di declassamento decisamente più alto che le obbligazioni¹⁴.

¹⁴ Ne sono un esempio le CDO, per le quali Moody's indica un rapporto avanzamenti-declassamenti di 19,0 nel 1991-2002, rispetto a rapporti di lungo periodo di 1,2 per tutti i prodotti di finanza strutturata e di 2,3 per le obbligazioni societarie. Secondo fonti di mercato, tale cifra è soprattutto dovuta al tasso eccezionalmente alto di insolvenza e declassamento dei titoli compresi nei pool di CDO e alle forti concentrazioni verso certi obbligati. Cfr. anche Violi (2004).

Alcune implicazioni

Se da un lato gli strumenti di finanza strutturata possono contribuire a completare il mercato e a migliorare la dispersione del rischio di credito, dall'altro essi sollevano un certo numero di questioni con possibili implicazioni per la stabilità finanziaria. Ad esempio, ci si può chiedere se l'inserimento di prodotti strutturati nel portafoglio di un'istituzione possa causare impreviste concentrazioni del rischio. Una questione strettamente connessa è se i mandati di investimento con vincolo di rating o restrizioni analoghe siano efficaci nel definire il livello massimo di rischio allorché gli strumenti di finanza strutturata rientrano fra le attività ammesse.

Dalla precedente trattazione emerge che i titoli in tranche comportano un serio problema nell'applicazione di vincoli basati sui rating in quanto la maggiore probabilità degli eventi estremi non viene colta dai rating basati sulla stima della perdita attesa o della probabilità di insolvenza. D'altra parte, la complessità della documentazione tipica delle transazioni in questione rende ancora più difficile il compito di valutare la rischiosità delle varie tranche, e ciò può di fatto accrescere l'affidamento sui rating da parte degli investitori ai fini dell'esercizio della dovuta diligenza. E quand'anche i gestori di portafogli comprendano appieno i rischi che stanno assumendo, essi possono comunque essere tentati di impiegare strumenti strutturati per innalzare il livello di rischio oltre quello desiderato dai loro mandanti. Ne consegue che gli operatori del mercato e le autorità di vigilanza non dovrebbero basarsi esclusivamente sui rating nel fissare i limiti di rischiosità per i portafogli creditizi¹⁵.

Un eccessivo
affidamento sui
rating ...

Un altro fattore di preoccupazione è il rischio di modello, essendo strettamente connesso con la complessità dei prodotti strutturati e con la sensibilità del rischio delle tranche ai differenti assunti incorporati nelle stime della distribuzione delle perdite nel pool sottostante¹⁶. Per giunta, gli effetti di un'errata specificazione dei parametri del modello, quali la correlazione fra le insolvenze, possono essere amplificati da conflitti di interessi, giacché i detentori della tranche subordinata privilegiano pool di attività composti da obbligati con elevate correlazioni di insolvenza, a scapito dei detentori dei titoli *senior*.

... e il rischio di
modello ...

Va inoltre notato che il rischio di modello concerne anche i modelli di prezzo impiegati dagli *arranger* e da altri operatori. Dato che questi modelli non sono ancora passati al vaglio di un'autentica situazione di crisi, può essere opportuno che anche gli intermediari più sofisticati trattino con cautela i prodotti strutturati, stante la possibilità di esposizioni valutate o gestite non

¹⁵ I nuovi requisiti di adeguatezza patrimoniale per le banche che detengono crediti cartolarizzati, stabiliti dal Basilea 2, possono essere visti come il riflesso di tali considerazioni. Essi non soltanto tengono conto del rating attribuito a una tranche, ma incorporano esplicitamente anche fattori come il livello di subordinazione della tranche e il grado di frazionamento del pool di attività sottostante. Per maggiori particolari sui diversi metodi per il computo del patrimonio di vigilanza a fronte delle cartolarizzazioni, cfr. CSFG (2005), riquadro 6.

¹⁶ Si noti che il rischio di modello è presente anche nel rating delle obbligazioni. Tuttavia, nella finanza strutturata, data la natura maggiormente quantitativa del processo di valutazione, tale rischio è verosimilmente più pronunciato e le sue determinanti più facilmente individuabili.

... comportano il pericolo di perdite impreviste

correttamente. Un aspetto collegato è che l'inserimento di prodotti strutturati in tranche in un portafoglio esistente rende problematica la gestione delle correlazioni a livello aggregato, specie nel caso di strumenti a elevata correlazione, come le CDO basate su tranche di altre CDO.

Fortunatamente molti operatori, se non la maggior parte di essi, paiono comprendere alquanto bene tali problemi. Le indagini di mercato indicano che gli investitori non si basano unicamente sui rating nel valutare l'acquisto di strumenti strutturati, considerandoli piuttosto come uno soltanto degli elementi di un più ampio processo di gestione del rischio. Inoltre, gli investitori che non dispongono di strumenti adeguati per analizzare i prodotti strutturati complessi come le CDO dichiarano di astenersi da tale tipo di investimento (cfr. CGFS, 2005 e BCE, 2004). Tuttavia, nella misura in cui i mercati della finanza strutturata si stanno ampliando, coinvolgendo istituzioni meno sofisticate e investitori al dettaglio, il rischio di perdite inattese è reale.

La rapida evoluzione della finanza strutturata fa sì che vengano lanciate sempre nuove formule e tipologie di strumenti. Di conseguenza, la comparsa di strutture inedite genera nuove possibilità di comportamenti impreveduti da parte di detentori dei titoli e di parti terze, mentre la mancanza di dati sulla performance storica delle nuove fattispecie di attività accresce il rischio di modello. Alla luce degli aspetti problematici evidenziati in questo articolo e del fatto che il mercato della finanza strutturata non è pressoché stato ancora messo alla prova, sia i responsabili delle politiche sia gli operatori dovrebbero seguire attentamente l'evoluzione di questi mercati e sforzarsi di comprendere le sfide che essa comporta.

Riferimenti bibliografici

Amato, J. e J. Gyntelberg (2005): "CDS index tranche e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 75-89.

Amato, J. e E. Remolona (2003): "L'enigma degli spread creditizi", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 53-66.

Ammer, J. M e N. Clinton (2004): "Good news is no news? The impact of credit rating changes on the pricing of asset-backed securities", *International Finance Discussion Paper*, n. 809, Federal Reserve Board, luglio (disponibile presso www.bis.org e CGFS, 2005).

Ashcraft, A. (2004): *How does tranching add economic value?*, Federal Reserve Bank di New York, mimeo (disponibile su www.bis.org e in CGFS, 2005).

Banca centrale europea (2004): *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, maggio.

Committee on the Global Financial System (2003): *Credit risk transfer*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, gennaio (disponibile su www.bis.org).

——— (2005): *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, gennaio (disponibile su www.bis.org).

Cousseran, P. O., K. Hall, I. von Koeppen-Mertes e Y. Nakata (2004): *Non-credit risks in structured finance*, mimeo (disponibile su www.bis.org e in CGFS, 2005).

Fender, I. e J. Kiff (2004): "CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications", *BIS Working Papers*, n. 163, novembre (disponibile su www.bis.org), di prossima pubblicazione in *Journal of Credit Risk*.

Gibson, M. (2004): "Understanding the risk of synthetic CDOs", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 36, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Gorton, G. e G. Pennacchi (1990): "Financial intermediaries and liquidity creation", *Journal of Finance*, vol. 45(1), pagg. 49-71.

Meli, J. e P. Rappoport (2003): *Tranched credit relative value*, JPMorgan Fixed Income Quantitative Strategy, dicembre.

Mitchell, J. (2004): *Financial intermediation theory and structured finance markets*, National Bank of Belgium, mimeo (disponibile su www.bis.org e in CGFS, 2005).

Violi, R. (2004): *Credit ratings transitions in structured finance*, Banca d'Italia, mimeo (disponibile su www.bis.org e in CGFS, 2005).

Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati¹

Con la creazione di un fondo obbligazionario regionale le banche centrali dell'Est asiatico e del Pacifico hanno contribuito a ridurre gli impedimenti che si frappongono all'apertura di otto mercati locali. Esse hanno inoltre inserito nella struttura del fondo un meccanismo di incentivo per ridurre ulteriormente gli ostacoli ancora presenti.

Classificazione JEL: E440, G150, G160, G180, O160

Dopo la crisi che ha colpito l'Asia nel 1997 i mercati obbligazionari in moneta locale della regione si sono rapidamente espansi; ciò nonostante, si ritiene che non abbiano ancora realizzato il loro potenziale di intermediazione fra risparmiatori e mutuatari nazionali. L'andamento dei flussi di capitali dall'epoca della crisi mostra che i residenti asiatici hanno investito largamente in attività estere a basso rendimento e i non residenti in attività della regione, più redditizie. Benché questi flussi siano in parte coerenti con un'ottica di diversificazione dei portafogli, la loro generale configurazione fa ritenere che una parte cospicua dell'intermediazione finanziaria avvenga al di fuori della regione. Al fine di modificare questa situazione, i responsabili delle politiche in Asia reputano che siano necessari mercati obbligazionari locali più spessi e più liquidi.

Questa convinzione è all'origine di varie iniziative di cooperazione regionali per la riforma dei mercati. Nel presente articolo viene presa in esame una di queste iniziative, per certi versi insolita dal momento che contempla la creazione di un vero e proprio fondo obbligazionario, con la partecipazione finanziaria delle parti interessate. Essa è stata intrapresa dal gruppo di banche centrali dell'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia and Pacific)². Il fondo obbligazionario in questione si chiama Asian Bond Fund 2 (ABF2).

¹ Gli autori desiderano ringraziare Claudio Borio, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapopp Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge e Sunny Yung per le fruttuose discussioni. Le opinioni qui espresse sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² Le 11 banche centrali e autorità monetarie dell'EMEAP sono quelle di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

L'esperienza pratica maturata con l'istituzione del fondo ha conferito un vantaggio significativo al processo di riforma avviato dal gruppo, permettendogli di apprendere "sul campo".

Qui di seguito saranno innanzitutto esaminati l'evoluzione recente dei mercati obbligazionari in moneta locale nell'Est asiatico e i principali ostacoli che essi presentano. Successivamente, verranno illustrate la struttura e le caratteristiche dell'ABF2, nel contesto più ampio delle iniziative regionali per lo sviluppo dei mercati obbligazionari. Infine, saranno esposte alcune osservazioni sulla portata dell'esperienza dell'ABF2 per la riforma della regolamentazione dei mercati obbligazionari, fornendo alcuni esempi degli ostacoli rimossi durante il processo di creazione del fondo e una descrizione del meccanismo instaurato per incentivare un'ulteriore riduzione degli ostacoli ancora presenti.

I mercati obbligazionari in moneta locale dell'Est asiatico

All'indomani della crisi asiatica del 1997 vi era inizialmente il timore che la mancanza di mercati in moneta locale ben sviluppati costringesse i residenti asiatici a indebitarsi in valuta estera, rendendo le rispettive economie più vulnerabili ad attacchi di speculazione valutaria. Da allora, tuttavia, i governi della regione hanno accumulato riserve in valuta tali per cui il rischio di una nuova crisi valutaria non costituisce più una fonte immediata di inquietudine. Per le autorità della regione appare oggi più pressante la preoccupazione che le ingenti riserve accumulate possano essere sintomatiche di un'inefficiente intermediazione a livello nazionale, dal momento che sembrano fruttare molto meno di quanto viene loro richiesto per raccogliere fondi all'estero.

La possibilità di una crisi valutaria non è più al centro delle preoccupazioni ...

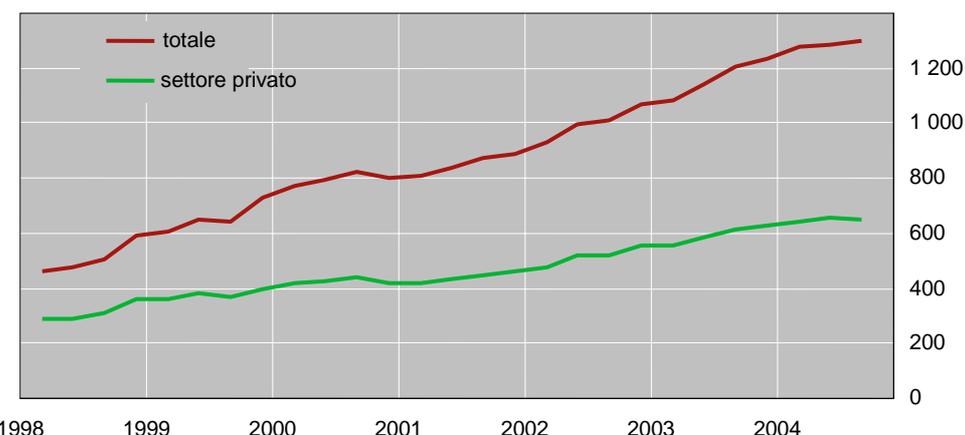
McCauley (2003) mostra come la configurazione generale dei flussi lordi di capitali a partire dalla crisi asiatica veda in effetti da un lato i residenti asiatici investire in attività estere a basso rendimento e dall'altro i non residenti investire in attività più redditizie nei mercati nazionali della regione. In altre parole, il risparmio asiatico viene veicolato all'estero per poi ritornare in Asia sotto forma di investimenti esteri. Il processo di intermediazione finanziaria ha luogo all'esterno, nei mercati più sviluppati di Europa e Nord America. In linea teorica, l'importanza delle informazioni locali dovrebbe far sì che tale processo avvenga all'interno. Se i mercati obbligazionari asiatici in moneta locale funzionassero al meglio – sembrano ora chiedersi le autorità asiatiche – non sarebbe forse possibile mantenere tale processo di intermediazione all'interno, e ridurre in tal modo i costi di indebitamento per le rispettive economie?

Le conseguenze economiche della crisi asiatica hanno dato un impulso addizionale allo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale nella regione. Mentre le economie si contraevano, i governi si sono trovati a dover far fronte a bilanci in disavanzo. Erano necessari ingenti capitali per effettuare ristrutturazioni bancarie su larga scala. E, questa volta, i governi della regione si sono adoperati per evitare di indebitarsi all'estero, raccogliendo fondi in moneta locale. Di conseguenza, dal 1998 l'ammontare totale del debito sull'interno nell'Est asiatico escluso il Giappone si è quasi triplicato

... ma ha dato impulso al processo di riforma

Stock di titoli di debito nazionali nell'Est asiatico¹

in miliardi di USD



¹ Comprende gli otto mercati obbligazionari di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia.

Fonte: BRI.

Grafico 1

(grafico 1)³. Pertanto, nella misura in cui le dimensioni stesse del debito contribuiscono allo sviluppo del mercato, la crisi asiatica ha concorso alla crescita dei mercati obbligazionari in moneta locale nella regione.

Altri fattori, tuttavia, sembrano continuare a ostacolare lo sviluppo di tali mercati. Le forti emissioni sono state benefiche per i mercati primari, ma quelli secondari continuano a scontare la mancanza di liquidità. Sussistono ancora vari impedimenti, sul piano sia internazionale che locale. Takeuchi (2004) fornisce una rassegna degli ostacoli transnazionali che si pongono in Asia. Essi sono in gran parte ben documentati nella letteratura in materia di vincoli ai movimenti di capitale, mentre vi è relativamente meno consapevolezza degli impedimenti di natura locale, cui è pertanto dedicata insufficiente attenzione.

I controlli ai movimenti di capitale comportano generalmente il divieto di investimento per i non residenti, ovvero quello di rimpatrio del capitale investito o dei proventi dell'investimento, nonché restrizioni alle conversioni valutarie e altri divieti e incombenze regolamentari sia per gli emittenti sia per gli investitori. Vi sono evidenze secondo cui questa tipologia di controlli è ancora vincolante in Asia. Ma e McCauley (2004), ad esempio, mostrano come l'attività di arbitraggio non sia ancora sufficiente a eguagliare i rendimenti interni e quelli esteri in vari mercati monetari asiatici.

Gli impedimenti a livello locale possono derivare da imposte, insufficiente sviluppo del mercato e strutture inadeguate di compensazione e regolamento. Le ritenute fiscali e le imposte sulle operazioni finanziarie continuano a rappresentare un importante costo per gli investitori non residenti in alcuni dei mercati locali. All'interno dell'EMEAP alcune giurisdizioni accordano esenzioni ai soli investitori non residenti, e talvolta solo per alcuni strumenti.

³ Per una descrizione dello sviluppo dei mercati obbligazionari dopo la crisi del 1997, cfr. CGFS (1999), McCauley e Remolona (2000), Jiang e McCauley (2004), Battellino (2004) e Sheng (2005).

Ostacoli sul piano
transnazionale ...

... e locale

L'insufficiente sviluppo dei mercati, riscontrabile ad esempio nella mancanza di una base ampia e diversificata di investitori, emittenti e prodotti, non contribuisce alla liquidità. Al fine di conseguire spessore e liquidità, Jiang e McCauley (2004) individuano come essenziali fattori quali la dimensione del mercato, la diversificazione della base di investitori, la disponibilità di strumenti di copertura. Anche l'inadeguatezza delle infrastrutture di custodia, compensazione e regolamento ostacola lo sviluppo dei mercati obbligazionari. In gran parte dei mercati asiatici la compensazione e il regolamento delle transazioni obbligazionarie internazionali risultano ancora piuttosto onerosi e a volte addirittura irrealizzabili.

La cooperazione regionale e il progetto dell'ABF2

Nell'Est asiatico si è assistito a varie iniziative di cooperazione regionale finalizzate a sviluppare i mercati obbligazionari nazionali. Esse hanno mirato ad aprire i mercati nazionali agli investimenti di portafoglio esteri rimuovendo gli impedimenti sia nazionali sia transnazionali. Fra queste iniziative, solo quella dell'ABF2 contempla l'effettiva istituzione di fondi per l'investimento nei mercati delle monete locali. Come verrà mostrato nella presente sezione, questo insolito approccio ha costretto le autorità di regolamentazione a far fronte a tali ostacoli sul piano operativo, il che ha fornito un efficace meccanismo di riforma regolamentare. In linea di principio, anche gli investitori privati avrebbero potuto far pressione per avviare un processo di riforma allorché hanno istituito fondi di investimento privati. Tuttavia, la riforma dei mercati costituisce un bene pubblico, nel senso che i relativi benefici giovano a una pluralità di investitori. Singolarmente, gli investitori non sarebbero disposti ad accollarsi i costi di un'azione completa di *lobbying*, poiché non sarebbero in grado di mantenere per sé i relativi benefici.

Iniziative di cooperazione regionale in Asia

Vi sono almeno tre importanti organizzazioni regionali asiatiche di emanazione governativa che perseguono iniziative volte a promuovere lo sviluppo finanziario della regione (Battellino, 2004). La prima è il forum Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC)⁴, che ha dedicato un'iniziativa allo sviluppo della cartolarizzazione e delle garanzie creditizie. La seconda è l'Association of South East Asian Nations, cui si aggiungono altri tre paesi (ASEAN+3)⁵, la quale ha istituito sei gruppi di lavoro per affrontare un ampio novero di questioni attinenti i mercati obbligazionari locali in Asia. La terza

Tre organizzazioni regionali ...

⁴ Le economie membri dell'APEC sono 21: Australia, Brunei Darussalam, Canada, Cile, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Messico, Nuova Zelanda, Papua Nuova Guinea, Perù, Russia, Singapore, Taiwan (Cina), Thailandia, Stati Uniti e Vietnam.

⁵ I membri dell'ASEAN sono i seguenti: Brunei Darussalam, Cambogia, Filippine, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Singapore, Thailandia e Vietnam. I tre paesi aggiuntivi (+3) sono Cina, Corea e Giappone.

organizzazione è formata dalle banche centrali dell'EMEAP, ed è all'origine della creazione dei fondi obbligazionari asiatici (Asian bond fund, ABF).

... iniziative
complementari ...

Le azioni di questi organismi sono in genere complementari. Ad esempio, l'iniziativa per il mercato obbligazionario asiatico promossa dall'ASEAN+3 ha contribuito a far sì che tre paesi dessero il proprio nulla osta all'emissione di obbligazioni nelle rispettive monete nazionali da parte di istituzioni multilaterali di sviluppo. L'Asian Development Bank (ADB), l'International Finance Corporation (IFC) e la Banca mondiale hanno già sfruttato questa opportunità collocando ciascuna titoli denominati in ringgit malesi⁶. L'ADB ha inoltre effettuato emissioni in baht thailandesi e ha in cantiere collocamenti in pesos filippini e in renminbi cinesi. Queste azioni incrementano l'offerta di titoli nei mercati obbligazionari locali, mentre l'iniziativa ABF2 accresce la corrispondente domanda.

... e due fondi
obbligazionari

Con i due ABF un'organizzazione regionale ha messo per la prima volta a disposizione risorse finanziarie per creare veri e propri fondi obbligazionari in Asia. Nel giugno 2003 le banche centrali dell'EMEAP hanno lanciato il primo fondo, l'Asian Bond Fund 1 (ABF1), che raccoglie \$1 miliardo di riserve internazionali delle 11 banche centrali partecipanti e le investe in obbligazioni denominate in dollari emesse da soggetti sovrani e quasi sovrani di otto economie dell'EMEAP⁷. Si è trattato del primo caso in Asia di messa in comune a livello regionale delle riserve internazionali. Le banche centrali dell'EMEAP hanno successivamente lanciato un secondo fondo, l'Asian Bond Fund 2 (ABF2), che investirà \$2 miliardi delle loro riserve in titoli denominati in moneta locale ed emessi da soggetti sovrani e quasi sovrani delle stesse otto economie⁸.

Un'esperienza collegiale di apprendimento "sul campo": l'iniziativa ABF2

Come già accennato, l'iniziativa ABF2 si distingue dalle altre poiché comporta l'effettiva creazione di fondi obbligazionari in moneta locale. La precedente esperienza dell'ABF1 si era limitata all'investimento in titoli denominati in dollari, che vengono trattati soprattutto nei più sviluppati mercati obbligazionari internazionali. Nondimeno, tale esperienza è stata importante poiché ha dato alle banche centrali dell'EMEAP l'opportunità di lavorare insieme e costruire il clima di fiducia necessario per promuovere la cooperazione e l'ulteriore sviluppo dei mercati finanziari della regione.

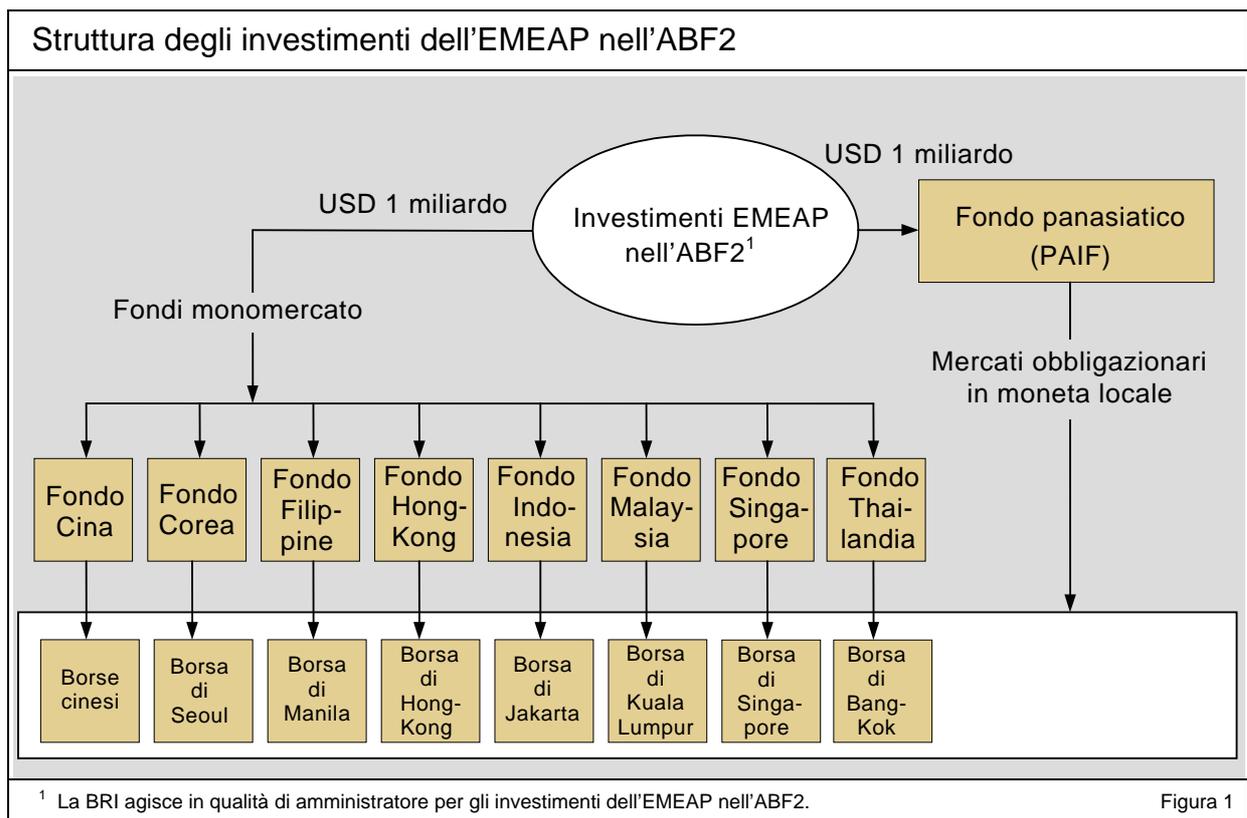
Nove fondi
individuali ...

L'ABF2 si compone in realtà di nove fondi separati: un fondo obbligazionario indicizzato panasiatico (Pan-Asian Bond Index Fund, PAIF) e otto fondi per l'investimento in singoli mercati (figura 1). Il PAIF è un fondo

⁶ Tre sono state le emissioni sovranazionali in moneta locale in Malaysia dalla fine del 2004, una per MYR 400 milioni dell'ADB, una per MYR 500 milioni dell'IFC e infine una per MYR 760 milioni da parte della Banca mondiale. L'emissione in baht dell'ADB nel 2005 ammontava a THB 4 miliardi.

⁷ Le tre economie dell'EMEAP che non saranno interessate dagli investimenti dei due ABF sono l'Australia, il Giappone e la Nuova Zelanda.

⁸ La BRI funge da gestore dell'ABF1 e da amministratore dell'ABF2.



obbligazionario che replica un singolo indice e investe nei titoli in moneta locale emessi da soggetti sovrani o quasi sovrani di otto mercati dell'EMEAP. È denominato in dollari USA e non prevede la copertura del rischio di cambio (cfr. il riquadro seguente). Gli otto fondi monomercato investiranno ciascuno nel rispettivo mercato obbligazionario in moneta locale. Ognuno replicherà un indice elaborato da una parte terza, l'International Index Company (IIC), che ha fornito un importante contributo allo sviluppo degli indici di *credit default swap* (CDS)⁹ in Europa e Nord America, oggi ampiamente utilizzati. Ciascuno dei nove fondi è stato affidato a gestori del settore privato, che hanno il mandato di replicare il relativo indice attraverso una gestione passiva.

L'iniziativa ABF2 prevede due fasi. Nella prima, il cui lancio formale è stato annunciato da poco, l'investimento nel PAIF e negli altri fondi è circoscritto alle riserve internazionali delle 11 banche centrali dell'EMEAP, per un totale di \$2 miliardi. Nella seconda fase il PAIF e gli altri otto fondi saranno gradualmente aperti ad altri investitori istituzionali e agli investitori al dettaglio, residenti o meno nelle economie dell'EMEAP. I tempi di questa apertura potranno variare nelle diverse giurisdizioni; essa dovrebbe essere completata verso la fine di giugno 2005 per il PAIF, ma potrebbe durare più a lungo nel caso di alcuni dei fondi monomercato. La realizzazione del progetto in più fasi permette alle banche centrali di individuare gli ostacoli di mercato in stadi graduali e di farvi fronte secondo una tabella di marcia realistica.

... in due fasi

⁹ Gli indici di CDS sono gli strumenti più attivamente trattati nei mercati creditizi. I principali indici di CDS sono il DJ iTraxx per l'Europa e il DJ CDX per il Nord America; entrambi sono nati dalla fusione di due famiglie concorrenti, Trac-x e iBoxx. Cfr. Amato e Gyntelberg (2005).

Configurazione del PAIF, fondo obbligazionario indicizzato liquido panasiatico

Pierre Cardon

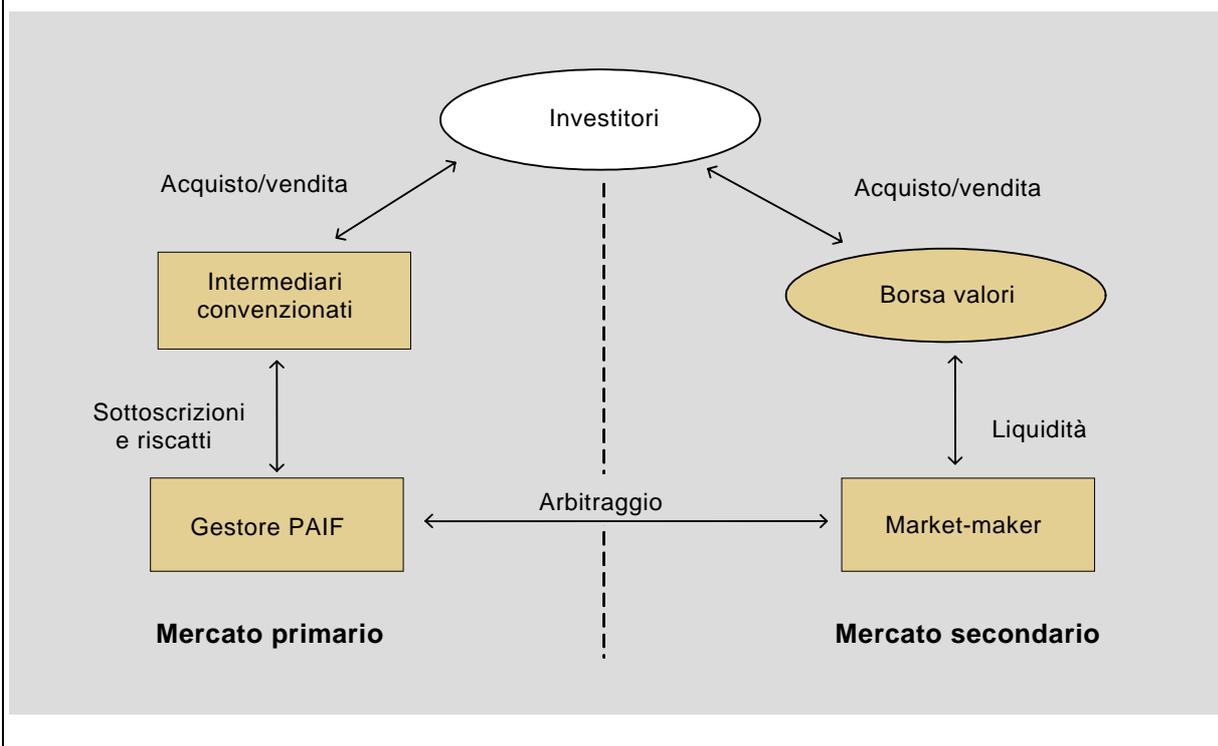
Il Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) è stato concepito per consentire agli investitori istituzionali e al dettaglio di accedere ai mercati obbligazionari locali dell'Asia in maniera semplice, trasparente ed efficiente in termini di costo. La sfida principale è stata quella di garantire che gli investitori beneficiassero dei minori costi risultanti dalle economie di scala conseguite attraverso la replica passiva di un indice regionale. L'indice prescelto è l'iBoxx Pan Asia, elaborato per essere trasparente e coprire gli otto mercati obbligazionari asiatici di investimento. Esso sarà quotato in dollari USA, senza copertura del rischio di cambio.

Data la portata regionale del fondo, la scelta della giurisdizione per la sua domiciliazione non era ovvia. Per considerazioni di ordine fiscale, legale, operativo e commerciale si è optato per un fondo comune di investimento domiciliato a Singapore e inizialmente quotato nella borsa di Hong Kong. Questa soluzione inedita deve ancora essere formalmente approvata dalle autorità competenti.

Il fondo sarà aperto e quotato in borsa. Queste caratteristiche consentono a un fondo gestito passivamente di essere negoziato a prezzi determinati correttamente anche su mercati obbligazionari locali relativamente illiquidi. Qui gli investitori saranno in grado di negoziare le quote del PAIF in due modi, come mostra la figura seguente. Primo, potranno rivolgersi al gestore, tramite un intermediario, per acquistare o riscattare le quote al valore netto di inventario di chiusura della giornata, effettuando in questo modo uno scambio sul "mercato primario". Secondo, potranno acquistare o vendere le quote in borsa, operando sul "mercato secondario". Come già successo con altri fondi nella regione, gli scambi delle quote del PAIF sul mercato primario saranno soggetti a restrizioni, così da concentrare la liquidità sul mercato secondario. Nondimeno, il mercato primario continuerà a fornire importanti opportunità di arbitraggio, assicurando che i prezzi sul mercato secondario rimangano in linea con il valore netto di inventario del fondo.

Nel mercato primario il PAIF seguirà il modello degli intermediari convenzionati, che limita le sottoscrizioni e i riscatti giornalieri ai soli intermediari che hanno sottoscritto un accordo con il gestore del fondo. Per agevolare il gestore nell'amministrazione dei flussi di cassa in entrata e in uscita, le negoziazioni degli intermediari convenzionati devono essere superiori a un importo

Due modalità di negoziazione del PAIF



minimo. Le transazioni in contanti saranno soggette a un massimale in termini di volumi giornalieri totali e a una specifica commissione percepita dal gestore. Tali disposizioni non si applicheranno tuttavia nel caso in cui la transazione abbia come contropartita un paniere di obbligazioni (sottoscrizioni e riscatti cosiddetti "in natura"). Queste operazioni potranno essere effettuate a discrezione del gestore. La possibilità di effettuare transazioni in natura accomuna il PAIF con gli *exchange-traded fund* (ETF), con la differenza che in quest'ultimo caso le operazioni di questo tipo sono più formalizzate.

Nel mercato secondario il gestore nominerà dei *market-maker* incaricati di garantire la liquidità degli scambi nella borsa valori. I *market-maker* dovranno mantenere gli scarti denaro-lettera su livelli contenuti e cogliere le eventuali opportunità di arbitraggio fra il valore netto di inventario del fondo e la sua quotazione in borsa. Al fine di agevolare questi operatori nella creazione di liquidità, essi avranno la precedenza nel mercato primario fino a concorrenza di un determinato importo giornaliero e potranno mutuare quote del fondo dagli investitori istituzionali.

L'apertura al pubblico del PAIF potrebbe aver luogo intorno alla fine di giugno 2005. Prima della quotazione in borsa, le banche centrali dell'EMEAP costituiranno un fondo comune di investimento con il conferimento in natura dell'equivalente di circa \$1 miliardo di obbligazioni in moneta locale, acquistate durante la prima fase dell'ABF2. Il fondo verrà in seguito ampliato attraverso il collocamento privato (*private placement*) presso investitori istituzionali, intermediari convenzionati e *market-maker*. Solo successivamente esso verrà quotato in borsa per consentire a tutti gli altri investitori di acquistare le quote sul mercato secondario. Il ricorso al collocamento privato dovrebbe mantenere bassi i costi ed evitare la volatilità che solitamente accompagna un'offerta pubblica iniziale. In seguito, la quotazione su altre borse valori dell'EMEAP sarà presa in considerazione a seconda della domanda degli investitori locali, sempre che le norme regolamentari locali lo consentano.

Con la quotazione in borsa, il PAIF diventerà il primo fondo a basso costo e a gestione passiva dedicato all'investimento in questi otto mercati obbligazionari locali dell'EMEAP. Si tratta del primo fondo estero autorizzato ad accedere direttamente al mercato obbligazionario interbancario cinese. Queste caratteristiche dovrebbero renderlo particolarmente appetibile per i fondi pensione e i conti pensionistici alla ricerca di opportunità di diversificazione e di interessanti rendimenti a lungo termine.

La creazione concreta di fondi di investimento nel corso del processo di riforma del mercato presenta il vantaggio di introdurre un importante elemento di apprendimento sul campo. Dai colloqui con i protagonisti del progetto emerge che nell'istituzione dell'ABF2 le banche centrali dell'EMEAP si sono imbattute in una moltitudine di impedimenti, spesso minori all'apparenza, ma tutti determinanti per l'operatività dei fondi. Anche quando gli ostacoli erano noti *ex ante*, alcuni di essi si sono rivelati più significativi di quanto inizialmente previsto. Intraprendendo questa iniziativa congiuntamente, le banche centrali dell'EMEAP hanno potuto comprendere meglio le barriere specifiche dei rispettivi mercati obbligazionari locali, e come superarle. La constatazione che determinate riforme di mercato erano già state introdotte nelle giurisdizioni vicine ha incoraggiato alcune autorità ad accelerare il proprio processo di riforma. Al fine di sormontare le difficoltà, i funzionari delle banche centrali hanno spesso collaborato con i colleghi dei ministeri finanziari o degli organismi di regolamentazione mobiliare.

Apprendimento sul campo

Consapevoli del fatto che il loro compito è tutt'altro che esaurito, le banche centrali hanno altresì concordato un meccanismo di incentivo per ridurre ulteriormente gli impedimenti del mercato. In particolare, lo schema previsto per l'allocatione degli investimenti ai vari mercati locali terrà conto di tali impedimenti: i pesi attribuiti a ciascun mercato nell'ABF2 saliranno di pari

passo con la rimozione degli ostacoli sia transfrontalieri sia propri al mercato locale.

Ostacoli già rimossi

Se si considera la relativa esiguità delle somme investite, a quanto pare l'iniziativa ABF2 è stata eccezionalmente efficace nel promuovere la riforma dei mercati obbligazionari locali¹⁰. Data la contemporaneità con altre iniziative, risulta difficile attribuire il merito delle trasformazioni regolamentari al solo progetto ABF2. Nondimeno, molte delle persone coinvolte ritengono che esso abbia avuto un ruolo determinante. In questa sezione vengono proposti soltanto alcuni esempi illustrativi degli ostacoli che si sono potuti rimuovere grazie all'ABF2. Una rassegna più esaustiva farà l'oggetto di lavori futuri.

Allentamento dei
vincoli sui
movimenti di
capitali

L'ambito dove l'esigenza di riforme era più ovvia è quello delle restrizioni ai movimenti di capitali. La Malaysia, ad esempio, ha annunciato misure per liberalizzare il mercato dei cambi, ripristinando nella sostanza il sistema vigente prima che fossero imposti controlli sui movimenti di capitali nel corso della crisi asiatica. Le autorità del paese hanno rimosso tutte le restrizioni sulle attività di copertura dei non residenti. Le società controllate da non residenti godono ora di pieno accesso alle facilitazioni di credito in ringgit nel mercato nazionale. I residenti non indebitati in ringgit sull'interno potranno liberamente investire all'estero. Infine, la Malaysia ha autorizzato le agenzie multilaterali a emettere obbligazioni in ringgit sul mercato nazionale, nonché a tutelarsi dal rischio di cambio con banche residenti. La partecipazione attiva della Cina all'ABF2 fa inoltre ben sperare riguardo alla disponibilità del paese a semplificare la sua normativa – ancora molto estesa in materia di investimenti internazionali di portafoglio – e ad alleggerire gli oneri per i mercati obbligazionari nazionali, ancora frammentati e sottoposti alla regolamentazione di più autorità. Il PAIF è di fatto il primo investitore istituzionale estero che ha ottenuto l'accesso diretto al mercato obbligazionario interbancario cinese¹¹.

Un altro ambito di riforma è stato quello dell'imposizione fiscale (ritenute e altre imposte). La Thailandia ha già accordato un'esenzione dalla ritenuta sul reddito da investimenti in titoli di Stato denominati in baht e, nella maggioranza dei casi, da quelli in obbligazioni con garanzia governativa sul mercato nazionale. Anche la Malaysia ha annunciato di voler esentare gli investitori non residenti dalla ritenuta fiscale sul reddito da interessi percepito sugli investimenti in titoli denominati in ringgit nel paese. A tutt'oggi, cinque degli otto mercati interessati dall'ABF2 hanno offerto l'esenzione dalla ritenuta fiscale ai non residenti che investono in emissioni sovrane o quasi sovrane

¹⁰ Sotto questo aspetto, l'esiguità degli importi ha costituito di fatto un vantaggio, poiché ha permesso di evitare la situazione problematica di un investitore passivo che sottrae al mercato una parte eccessiva del volume disponibile di strumenti negoziabili.

¹¹ In precedenza era consentito ad alcuni investitori istituzionali esteri di accedere direttamente all'investimento in obbligazioni e azioni quotate sui mercati minori delle borse valori di Shanghai e Shenzhen.

nella moneta locale. Nelle Filippine sarà abolita l'imposta di bollo in occasione dell'introduzione del corrispondente fondo di investimento monomercato.

Una riforma che è giunta inaspettata è stata la modifica degli ordinamenti giuridici nazionali affinché fosse consentita la vendita di fondi domiciliati in giurisdizioni diverse. Il PAIF, ad esempio, sarà domiciliato a Singapore per approfittare di vari fattori quali gli accordi fiscali bilaterali intercorrenti fra questo paese e gli altri membri dell'EMEAP. Il fondo sarà tuttavia inizialmente quotato a Hong Kong in ragione dell'elevato grado di liquidità e di spessore di questo mercato. Si tratta di una combinazione inedita in Asia, che comporta un significativo sforzo di apprendimento da parte di tutte le autorità regolamentari coinvolte¹². Al fine di renderla possibile, le banche centrali partecipanti e le autorità di regolamentazione interessate hanno dovuto lavorare insieme per conciliare quadri regolamentari divergenti. La partecipazione diretta ai mercati obbligazionari locali ha pertanto aiutato le banche centrali dell'EMEAP a individuare gli impedimenti presenti nel mercato, a comprenderne i dettagli e valutarne l'importanza, nonché a meglio apprezzare la diversità dei quadri regolamentari di altre giurisdizioni. Ciò dovrebbe a sua volta porre le condizioni per un'ulteriore razionalizzazione della regolamentazione dei mercati regionali.

Superamento delle
barriere giuridiche
nazionali

Incentivi per un'ulteriore riduzione degli impedimenti

Le banche centrali partecipanti all'ABF2 hanno ideato un meccanismo per fornire incentivi a ridurre ulteriormente gli ostacoli presenti nei rispettivi mercati obbligazionari locali. Tale meccanismo si fonda sulla determinazione dei pesi per ciascun mercato all'interno del portafoglio PAIF e dei fondi monomercato.

Determinazione dei pesi per l'allocazione di portafoglio

L'allocazione di portafoglio per il PAIF e per gli investimenti dell'EMEAP negli otto fondi monomercato sarà determinata in ampia misura in base a pesi che tengono conto di vari fattori. Nello specifico, tali fattori sono quattro: le dimensioni del mercato locale, il suo indice di rotazione, il rating sovrano¹³ e un indicatore del grado di apertura del mercato. Partendo da un'allocazione analoga per ciascun mercato locale, saranno effettuati aggiustamenti per tener conto di questi quattro fattori. L'allocazione per un dato mercato sarà corretta al rialzo se in base a tali fattori il mercato in questione consegue risultati superiori alla media degli otto mercati considerati. Ai fini dell'aggiustamento, le dimensioni del mercato, l'indice di rotazione e il rating avranno ciascuno una ponderazione del 20%, mentre l'indicatore del grado di apertura del mercato avrà una ponderazione del 40%, e determinerà pertanto la parte preponderante dell'aggiustamento.

L'allocazione di
portafoglio si basa
su pesi ...

¹² In futuro non è da escludersi che il PAIF venga quotato su un altro mercato della regione, o che alcuni degli otto fondi monomercato vengano gestiti in giurisdizioni diverse da quelle in cui sono domiciliati e quotati.

¹³ Rating sul debito a lungo termine in moneta locale delle tre principali agenzie internazionali (Fitch, Moody's e Standard & Poor's).

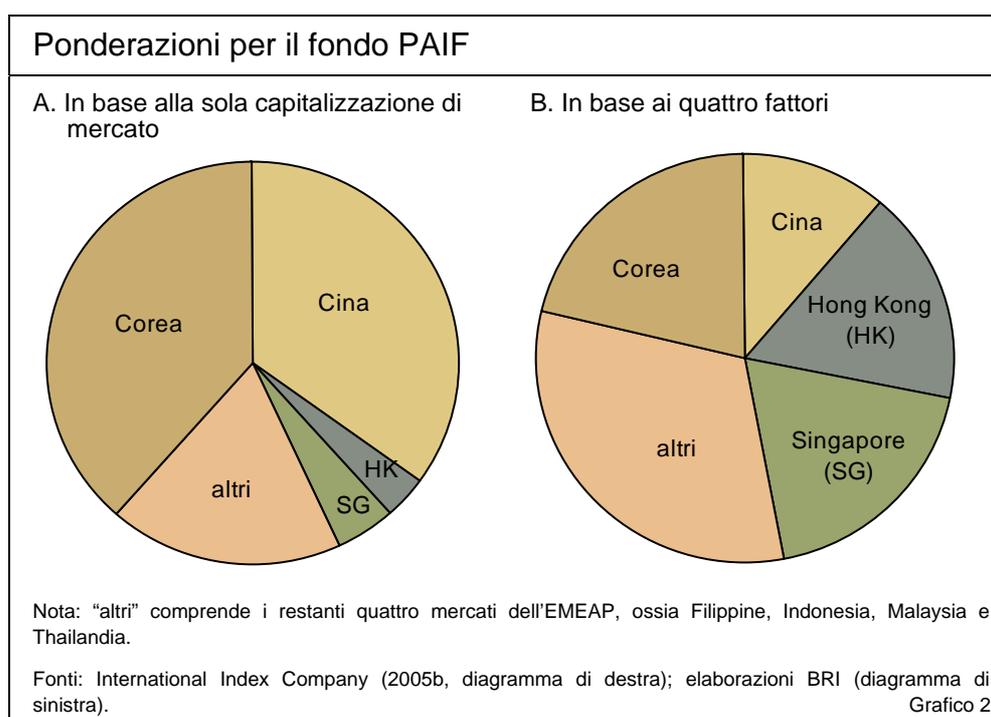
Indicatore del grado di apertura del mercato

IIC, la società che generalmente si occupa degli indici benchmark per i nove fondi ABF2, ha elaborato un indicatore qualitativo che valuta il grado relativo di apertura degli otto mercati (IIC, 2005a). Nel far ciò, attraverso i suoi comitati Asian Index Committee e Asian Oversight Committee, IIC ha consultato vari operatori dei mercati internazionali e nazionali in modo da garantire la credibilità e la buona accoglienza degli indici elaborati (EMEAP, 2005). Qualunque valutazione del grado di apertura del mercato dovrebbe tenere conto di aspetti quali l'assenza di vincoli ai movimenti di capitale, il livello delle ritenute fiscali, la disponibilità di strumenti di copertura, le strutture di regolamento lordo in tempo reale e la possibilità di compensazione internazionale delle obbligazioni locali. All'aumentare del grado di apertura di un dato mercato (misurato dall'indicatore) corrisponderà un aggiustamento in suo favore dell'allocazione di portafoglio. I pesi dei singoli mercati, e quindi anche l'indicatore del loro grado di apertura, saranno rivisti ogni anno in settembre. La progressiva rimozione degli ostacoli troverà pertanto riscontro nel ribilanciamento del portafoglio regionale.

... che tengono conto dell'apertura del mercato

Illustrazione del meccanismo

Il grafico 2 mostra gli effetti dell'aggiustamento sopra descritto, mettendo a confronto i pesi basati sui dati grezzi di capitalizzazione del mercato e quelli, aggiustati, del portafoglio PAIF al momento del suo lancio. Le due allocazioni differiscono considerevolmente. A seguito dell'aggiustamento le quote di Cina e Corea scendono sensibilmente al disotto dei rispettivi pesi calcolati in base alla capitalizzazione, mentre quelle dei restanti sei mercati crescono. In particolare, le quote di Hong Kong e Singapore risultano più che quadruplicate.



Vi sono almeno due modi in cui gli indici ABF2 contribuiranno allo sviluppo dei mercati obbligazionari asiatici in moneta locale. In primo luogo, essi forniscono un meccanismo dinamico che incentiva gli otto membri dell'EMEAP interessati a proseguire nel processo di liberalizzazione dei rispettivi mercati. Il grado di apertura del mercato costituisce infatti il principale fattore singolo di aggiustamento dei pesi dell'allocazione, che vengono rivisti annualmente. In secondo luogo, la trasparenza, la replicabilità e la credibilità di questi indici permetteranno loro di costituire il genere di benchmark già rivelatosi utile altrove per lo sviluppo dei mercati delle obbligazioni societarie.

Conclusioni

L'ABF2 è un'iniziativa di cooperazione regionale mirata allo sviluppo dei mercati obbligazionari in moneta locale in Asia. Essa si differenzia da altre iniziative analoghe perché ha di fatto comportato la creazione concreta di fondi obbligazionari, fornendo un importante elemento di apprendimento sul campo che ha consentito all'EMEAP di individuare con precisione impedimenti di mercato significativi che non erano stati adeguatamente apprezzati in precedenza. Questo processo ha già permesso di rimuovere vari ostacoli a livello sia nazionale che internazionale, e fornisce altresì incentivi per continuare ad agire in tal senso.

Sarà importante verificare se il progetto getterà le basi per lo sviluppo di mercati in moneta locale per le obbligazioni societarie. Già adesso l'ABF2 sta portando strumenti nuovi sui mercati locali. Trattandosi di un fondo indicizzato aperto e quotato, il PAIF ha un costo relativamente basso, un taglio minimo contenuto ed è trasparente; esso ha il potenziale di richiamare un'ampia gamma di investitori istituzionali e al dettaglio. Il PAIF potrebbe pertanto concorrere ad allargare sia le opzioni di investimento sia la base degli investitori. Per cinque degli otto fondi monomercato (cui dovrebbe aggiungersene un sesto) è prevista la quotazione in borsa. Ad esempio, i fondi dedicati ai mercati di Hong Kong e di Singapore potrebbero configurarsi come *exchange-traded fund* (ETF) obbligazionari. Anche il fondo di investimento in Cina dovrebbe trasformarsi in ETF nella seconda fase dell'ABF2, e sia la Thailandia sia la Malaysia stanno lavorando attivamente alle proprie regolamentazioni in materia di ETF. L'introduzione di questi fondi e di una serie di indici benchmark trasparenti e replicabili per i mercati obbligazionari asiatici in moneta locale potrebbe agevolare lo sviluppo di altri prodotti a reddito fisso o derivati, come obbligazioni societarie e CDS.

Prossima fase:
obbligazioni
societarie?

Riferimenti bibliografici

Amato, J. e J. Gyntelberg (2005): "CDS index tranche" e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 75-89.

Battellino, R. (2004): "Recent developments in Asian bond markets", discorso tenuto alla 17^a Australian Finance and Banking Conference, dicembre.

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

Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks (2005): "The Asian Bond Fund 2 has moved into implementation phase", 12 maggio (www.emeap.org/press//12May05.htm).

International Index Company (2005a): iBoxx ABF Index Family Guide, versione 2.0, aprile (www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx_ABF_IndexGuide.pdf).

International Index Company (2005b): "iBoxx ABF bond indices launched", 12 maggio (www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx_ABF2_BondIndices.pdf).

Jiang, G. e R.N. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 69-82.

Ma, G. e R.N. McCauley (2004): "Effectiveness of China's capital controls: some empirical evidence", studio presentato al secondo seminario KIEP-PRI "Financial independence and exchange rate regimes in East Asia", Tokyo, dicembre.

McCauley, R.N. (2003): "Flussi di capitali nell'Est asiatico dalla crisi del 1997", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 43-58.

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

Sheng, A. (2005): "Corporate debt in Asia and Asian financial market development", discorso tenuto alla conferenza "Advancing East Asian Integration", 3-4 marzo.

Takeuchi, A. (2004): *Study of impediments to cross-border investment and issuance in Asian countries*, rapporto preliminare del progetto Asian Bond Market Initiative dell'ASEAN+3, novembre.

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

Se i temi dominanti per la maggior parte del 2004 erano stati l'adesione al nuovo schema di adeguatezza patrimoniale (Basilea 2) e i connessi aspetti applicativi, il primo trimestre 2005 si è invece contraddistinto per una serie più diversificata di pubblicazioni da parte dei vari Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria. L'istituzione formale del Public Interest Oversight Board (PIOB) nel febbraio 2005 – frutto della cooperazione multilaterale nel campo della sorveglianza dei meccanismi di fissazione dei criteri contabili internazionali – costituisce un evento di spicco di questo periodo. La tabella 1 presenta una rassegna delle iniziative più recenti.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB pubblica uno studio sui metodi empirici di validazione dei sistemi di rating interni ...

In gennaio il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha fornito aggiornamenti in merito a una delle maggiori sfide connesse con l'attuazione del nuovo schema di adeguatezza patrimoniale, ovvero la necessità di validare i sistemi utilizzati per generare i parametri che fungono da input nel metodo basato su rating interni (IRB) per la misurazione del rischio di credito. Il lavoro in materia è condotto sotto l'egida dell'Accord Implementation Group (AIG) del Comitato ed è incentrato sul ruolo essenziale che i rating interni e le stime interne di inadempienza e di perdita hanno nell'autorizzazione dei fidi, nella gestione del rischio, nell'allocazione interna di capitale e nelle funzioni di governo societario delle banche che impiegano il metodo IRB. Riconoscendo la validazione come uno degli aspetti fondamentali di questo metodo, l'AIG ha creato un sottogruppo incaricato di valutare una serie di questioni connesse. In tale contesto, il CBVB ha pubblicato in febbraio il documento *Studies on the validation of internal rating systems*, che presenta il lavoro svolto dal Validation Working Group, un sottogruppo della Research Task Force (RTF) del Comitato, sugli aspetti chiave del processo di validazione. Lo studio si concentra sulla validazione delle tre principali componenti di rischio nel computo del patrimonio minimo di vigilanza: probabilità di inadempienza, perdita in caso di inadempienza ed esposizione al momento dell'inadempienza.

Sempre nell'ambito del Basilea 2, in marzo il Comitato ha reso nota la propria intenzione di avviare tra l'ottobre e il dicembre 2005 il quinto studio di

impatto quantitativo (QIS 5)¹, al fine di garantire che la revisione della calibrazione del nuovo schema – prevista per la primavera del 2006 – si fondi sui più recenti dati di elevata qualità. Il QIS 5 faciliterà inoltre la valutazione dell'impatto delle nuove proposte del Comitato riguardo al riconoscimento dell'effetto di doppia inadempienza (secondo cui l'obbligato principale e il garante devono rendersi entrambi insolventi sulla stessa esposizione perché vi sia perdita) e a questioni relative al portafoglio di negoziazione². Tali proposte sono state pubblicate in aprile nel documento a fini di consultazione *The application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effects*, che propone requisiti di capitale in linea con il Basilea 2 volti a migliorare la sensibilità delle regole sull'adeguatezza patrimoniale ai rischi economici sottostanti collegati con tali esposizioni. Il documento affronta in particolare il trattamento dei cinque aspetti seguenti: a) rischio creditizio di controparte per gli strumenti derivati trattati fuori borsa (OTC) e le operazioni pronti contro termine; b) effetto di doppia inadempienza per le esposizioni coperte; c) aggiustamento per le scadenze a breve nelle poste relative al portafoglio di negoziazione in base al sistema IRB; d) miglioramenti del regime vigente per il *banking book*; e) elaborazione di un trattamento patrimoniale specifico per le transazioni non regolate o non perfezionate.

... e annuncia di voler dare avvio a un nuovo studio di impatto quantitativo

Sempre in aprile il CBVB ha pubblicato un documento di alto profilo, *Compliance and the compliance function in banks*, con l'intento di fornire alle banche orientamenti di massima elaborati in base alle posizioni delle autorità di vigilanza bancaria in materia di conformità. Riferendosi a un insieme unitario di principi, esso illustra come la conformità a leggi, norme e standard che regolano l'attività bancaria contribuisca al mantenimento della reputazione di una banca nei confronti di azionisti, clientela, personale e mercati.

Il CBVB fornisce linee guida in un documento sulla funzione di conformità

Comitato sul sistema finanziario globale

In febbraio il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha annunciato che, sotto la sua egida, la BCE ospiterà una conferenza sulla misurazione del rischio e sul rischio sistemico in collaborazione con la Bank of Japan e il Board of Governors del Federal Reserve System. Prevista per l'inizio di novembre, si tratta della quarta di una serie di conferenze congiunte delle banche centrali per la ricerca in questo ambito; essa sarà dedicata alle fonti di contagio finanziario e ai nessi fra questo e le altre forme di rischio sistemico, alle prove di stress a livello macro, alle implicazioni dei trasferimenti del rischio di credito per la stabilità finanziaria e ai recenti progressi nella misurazione del rischio³.

Il CSFG annuncia una conferenza congiunta delle banche centrali sulla misurazione del rischio

¹ Scopo principale dei QIS condotti sinora è stato quello di reperire informazioni per valutare se il Comitato abbia o meno raggiunto gli obiettivi che si era prefissato riguardo al nuovo schema.

² In aprile è stata inoltre pubblicata una sintesi dei risultati di un'indagine condotta sui portafogli di negoziazione di banche e società di investimento, che fornisce una base informativa a riguardo (cfr. il documento del CBVB *Trading book survey: a summary of responses*, 2005).

³ Maggiori dettagli sulla conferenza e ulteriori informazioni sulle modalità di presentazione di contributi sono disponibili all'indirizzo www.bis.org/cgfs/cgfsconf2005.htm.

Principali iniziative recenti dei Comitati e di altri organismi con sede in Basilea

Organismo	Iniziativa	Tema	Pubblicazione
CBVB	<i>Studies on the validation of internal rating systems</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Importanza della validazione dei sistemi utilizzati per generare i parametri nel metodo IRB • Metodi empirici di validazione riguardo a probabilità di inadempienza, perdita in caso di inadempienza ed esposizione al momento dell'inadempienza 	Febbraio 2005
	Programma del QIS 5	<ul style="list-style-type: none"> • Principale input per la revisione della calibrazione del Basilea 2 • Valutazione dell'impatto delle nuove proposte (portafoglio di negoziazione e doppia inadempienza) 	Marzo 2005
	<i>The application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effects</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Documento a fini di consultazione del gruppo di lavoro congiunto CBVB-IOSCO • Presentazione delle proposte sui requisiti di capitale per il portafoglio di negoziazione e la doppia inadempienza 	Aprile 2005
	<i>Compliance and the compliance function in banks</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Orientamenti di massima per le banche • Schema unitario di riferimento contenente linee guida per progettare, introdurre e gestire la funzione di controllo di conformità 	
CSFG	Quarta conferenza congiunta delle banche centrali per la ricerca in tema di misurazione del rischio e rischio sistemico	<ul style="list-style-type: none"> • Annuncio della conferenza e invito alla presentazione di contributi • Contagio finanziario, prove di stress a livello macro, implicazioni dei trasferimenti del rischio di credito per la stabilità finanziaria, progressi nelle tecniche di misurazione del rischio 	Febbraio 2005
CSPR	<i>Statistics on payment and settlement systems in selected countries – Figures for 2003 (versione finale)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Pubblicazione annuale delle statistiche sui sistemi di pagamento per singolo paese e a livello comparato 	Marzo 2005
Joint Forum ¹	Aggiornamento sulle iniziative nella lotta al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo	<ul style="list-style-type: none"> • Aggiornamento sulle attività di CBVB, IAIS e IOSCO 	Gennaio 2005
	Indirizzi in materia di <i>outsourcing</i> per il settore finanziario (versione finale)	<ul style="list-style-type: none"> • Principi guida, tendenze attuali • Sviluppi regolamentari, rischi principali 	Febbraio 2005
	Rapporto sul trasferimento del rischio di credito (TRC) (versione finale)	<ul style="list-style-type: none"> • Grado di trasferimento del rischio di credito per strumento e/o transazione • Comprensione dei potenziali rischi da parte degli operatori • Rischio di concentrazione dovuto al TRC 	Marzo 2005

FSF	Istituzione del PIOB	<ul style="list-style-type: none"> • Iniziativa congiunta di CBVB, FSF, IAIS, IOSCO e Banca mondiale • Ente incaricato di sorvegliare le attività di interesse pubblico della International Federation of Accountants (IFAC) 	Febbraio 2005
	Tredicesima conferenza e rapporto sui progressi compiuti	<ul style="list-style-type: none"> • Vulnerabilità del sistema finanziario • Trasferimento del rischio al settore delle famiglie • Questioni relative a problemi precedenti • Nuovo processo per favorire i progressi nei centri finanziari offshore 	Marzo 2005
<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>Fonti: www.bis.org; www.fsforum.org.</p>			
			Tabella 1

Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

In marzo il Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) ha diffuso la versione finale della sua pubblicazione statistica annuale sui sistemi di pagamento e di regolamento nei 13 paesi membri⁴. Il rapporto contiene tabelle dettagliate su diversi aspetti dei sistemi di pagamento e di regolamento per ogni singolo paese, oltre a numerose tavole comparative.

Il CSPR pubblica le statistiche annuali sui sistemi di pagamento e di regolamento

Joint Forum

In gennaio il Joint Forum ha pubblicato un aggiornamento sulle diverse iniziative intraprese nei rispettivi settori (vigilanza bancaria, assicurativa e mobiliare) al fine di combattere il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e il finanziamento del terrorismo. Il documento era stato preparato per l'incontro del Joint Forum del novembre 2004 e contiene una rassegna degli sviluppi intervenuti a partire dal rapporto del giugno 2003 (*Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to combat money laundering and the financing of terrorism*).

Il Joint Forum pubblica un aggiornamento su varie iniziative ...

In febbraio e in marzo il Joint Forum ha pubblicato la versione finale di due distinti rapporti presentati in versione consultiva durante la seconda parte del 2004⁵. Il primo, *Outsourcing in financial services*, prende atto della tendenza mondiale delle imprese di servizi finanziari attive a livello internazionale a ricorrere a terzi per la fornitura di operazioni che in precedenza venivano svolte internamente. Il rapporto esamina la crescita e altri aspetti dell'*outsourcing* e illustra i potenziali rischi connessi per le singole imprese in particolare e per il settore finanziario in generale. Esso propone inoltre una serie di prassi ottimali per i soggetti coinvolti in attività di questo tipo, fornendo parametri minimi di

... il rapporto finale sull'esternalizzazione nei servizi finanziari ...

⁴ Cfr. il documento del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento *Statistics on payment and settlement systems in selected countries – Figures for 2003, 2005*. Alcuni dati provvisori per il 2003 erano contenuti nella versione preliminare pubblicata nell'ottobre 2004.

⁵ I due documenti a fini di consultazione, *Outsourcing in financial services* e *Credit risk transfer*, sono stati pubblicati rispettivamente nell'agosto e nell'ottobre 2004 (cfr. le Recenti iniziative nella *Rassegna trimestrale BRI* del dicembre 2004).

riferimento per valutare le singole attività di *outsourcing*. Il Joint Forum ha definito tali principi in collaborazione con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO), che sta a sua volta elaborando una serie di norme specifiche per il settore mobiliare. Il Joint Forum e l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) valuteranno l'opportunità di stilare ulteriori indirizzi in materia per i settori bancario e assicurativo.

... e quello sul trasferimento del rischio di credito

Il secondo rapporto, intitolato *Credit risk transfer*, è stato preparato dal Working Group on Risk Assessment and Capital del Joint Forum su richiesta del Forum per la stabilità finanziaria (FSF). Il documento affronta tre quesiti sollevati dallo stesso FSF: strumenti e transazioni consentono di operare un trasferimento effettivo del rischio? in quale misura gli operatori sono consapevoli dei rischi connessi? le attività di TRC possono condurre a inopportune concentrazioni del rischio di credito? Secondo le conclusioni cui perviene il rapporto, i derivati su crediti hanno finora dato risultati relativamente soddisfacenti in termini di trasferimento del rischio, gli operatori sembrano ampiamente consapevoli dei rischi sottostanti e le concentrazioni del rischio di credito non rappresentano una minaccia immediata per la stabilità finanziaria.

Forum per la stabilità finanziaria

Istituzione del PIOB per il monitoraggio dell'IFAC

Forum per la stabilità finanziaria (FSF), IOSCO, CBVB, IAIS e Banca mondiale hanno annunciato in febbraio l'istituzione del Public Interest Oversight Board (PIOB), organo incaricato di sorvegliare i processi di fissazione dei criteri di revisione e certificazione dell'International Federation of Accountants (IFAC), nonché i programmi di conformità degli organismi membri. La creazione del PIOB è il frutto del lavoro intrapreso congiuntamente dalla comunità internazionale degli organi di regolamentazione finanziaria al fine di garantire che i principi emanati dall'IFAC e dai suoi comitati siano ispirati al pubblico interesse. Il nuovo organismo rafforzerà dunque gli standard internazionali di revisione contabile tramite un monitoraggio consapevole e migliorando la trasparenza e i processi consultivi collegati a tali attività.

In marzo si è tenuta a Tokyo la 13ª riunione dell'FSF. Tra le problematiche discusse figuravano: rischi e vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale; trasferimento del rischio al settore delle famiglie; centri finanziari offshore; *reporting* finanziario e revisione contabile; standard, codici e prassi ottimali a livello internazionale; settore riassicurativo.

L'FSF esamina i rischi per la stabilità finanziaria ...

Riguardo alle *vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale*, l'FSF ha osservato come le prospettive a breve termine per la crescita e l'inflazione forniscano, insieme all'attuale solidità dei bilanci delle istituzioni finanziarie, un contesto propizio per la stabilità finanziaria. I membri del Forum hanno tuttavia rilevato una serie di rischi potenzialmente insidiosi per i sistemi finanziari, tra i quali: l'attuale livello dei finanziamenti internazionali e della liquidità di mercato, nonché i connessi bassi livelli dei premi al rischio e dei tassi di interesse a lungo termine; il processo di risoluzione degli squilibri mondiali di parte corrente; le protratte tensioni sui mercati delle materie prime; i potenziali effetti di contagio ad altre economie dei futuri andamenti finanziari ed economici in Cina. Si è inoltre discusso della persistente rapida crescita del

settore degli *hedge fund* e dell'importanza sistemica dei loro rapporti di controparte.

I membri dell'FSF ritengono che le principali banche e imprese mobiliari sembrano ben preparate a gestire eventuali cambiamenti nel contesto economico e finanziario. Ciò nondimeno, essi hanno incoraggiato gli operatori a monitorare e gestire rigorosamente l'evoluzione dei rischi, anche attraverso prove di stress improntate a scenari più sfavorevoli.

L'FSF ha rilevato la crescente portata del *trasferimento del rischio al settore delle famiglie* e discusso dei cambiamenti a livello di strumenti finanziari ed esposizioni al rischio osservati da entrambi i lati del bilancio delle famiglie. I membri hanno sottolineato l'importanza di promuovere l'educazione finanziaria delle famiglie e di assicurare che i rischi siano gestiti correttamente.

Per quanto concerne i *centri finanziari offshore* (CFO), i membri del Forum hanno concordato un nuovo processo fondato su criteri oggettivi e sul rispetto delle procedure per promuovere ulteriori progressi, in particolare nell'ambito della cooperazione e dello scambio di informazioni a livello internazionale, nonché dell'adeguatezza delle risorse prudenziali. I partecipanti hanno poi deciso che, avendo raggiunto lo scopo prefissato, la lista di CFO pubblicata dall'FSF nel 2000 cessa di essere operativa. La nuova procedura contempla iniziative dei membri del Forum sul piano sia nazionale sia internazionale, nonché azioni dell'FSF stesso. Il Forum istituirà un gruppo incaricato di esaminare i rapporti elaborati da IOSCO, FMI e altri organismi sullo stato dei rispettivi lavori e sui risultati conseguiti. Sulla base delle proposte del gruppo, l'FSF valuterà l'opportunità di iniziative complementari per prendere atto dei progressi, ovvero per evidenziare la mancata cooperazione attraverso un processo di analisi su base continuativa. A meno che altre considerazioni non rendano necessario accelerare il processo, l'FSF tornerà a esaminare fra due anni l'idoneità di queste iniziative a rispondere alle problematiche che interessano attualmente i suoi membri.

... concorda su un migliore scambio internazionale di informazioni sui centri finanziari offshore ...

Riguardo al *reporting finanziario* e alla *revisione contabile*, l'FSF ha accolto con favore l'istituzione nel febbraio del 2005 del Public Interest Oversight Board (PIOB). Esso ha inoltre rilevato i progressi verso la convergenza internazionale dei principi contabili, auspicando un esito positivo per la finalizzazione dello IAS 39 e altre importanti questioni concettuali.

Quanto a *standard, codici e prassi ottimali a livello internazionale*, l'FSF ha dibattuto il rapporto della Chairmen's Task Force dello IOSCO sulla risposta di quest'ultimo ad alcuni recenti clamorosi casi di frodi in campo mobiliare e abusi di mercato. L'FSF ha deciso di esaminare nel corso della prossima riunione i progressi compiuti in questo campo, nonché più in generale altre questioni relative all'applicazione di standard e codici. In vista di tale discussione, il Segretariato dell'FSF – in collaborazione con l'FMI e la Banca mondiale – ha indetto un incontro degli organismi di normazione e di sorveglianza, nonché di altri enti coinvolti nella definizione di standard e codici per meglio definire le questioni da affrontare. Anche l'imminente revisione di standard e codici a opera dell'FMI e della Banca mondiale fornirà un utile contributo al dibattito.

... esamina il rapporto su standard internazionali e prassi ottimali ...

... e accoglie con favore il rapporto IAIS sul mercato delle riassicurazioni

Per quanto concerne il *settore riassicurativo*, l'FSF ha accolto con favore la pubblicazione del primo rapporto globale sul mercato delle riassicurazioni da parte dello IAIS nel dicembre 2004. Il documento rileva il miglioramento della solidità complessiva del settore durante il 2003. I membri del Forum hanno incoraggiato lo IAIS a sviluppare ulteriormente la raccolta dei dati e ad approfondire l'analisi della struttura e del grado di resilienza del settore.

I partecipanti hanno inoltre passato in rassegna le *iniziative in altri ambiti*, tra cui: l'operato del gruppo incaricato dal Joint Forum di esaminare le prassi di gestione del rischio di liquidità da parte delle istituzioni finanziarie; il lavoro di un altro gruppo del Joint Forum volto a elaborare principi di alto profilo sulla continuità operativa destinati alle autorità finanziarie e agli operatori di mercato; le attività della *task force* copresieduta dal CSPR e dalla Banca mondiale deputata a definire principi generali in materia di rimesse estere.