

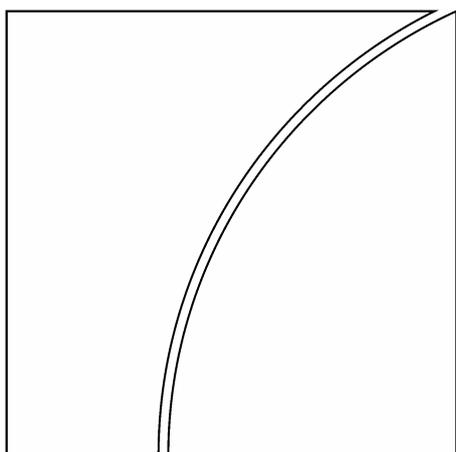


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 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

Dicembre 2005

Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali

1. Quadro generale degli sviluppi: le prospettive di inflazione gravano sugli investitori	1
<i>Gli investitori rivedono al rialzo le aspettative sui tassi ufficiali</i>	1
<i> Mercati azionari indifferenti agli aumenti dei tassi</i>	5
<i>I mercati emergenti danno prova di sorprendente tenuta</i>	8
<i>I mercati creditizi si discostano dall'andamento generale</i>	11
<i>Riquadro: L'impatto dell'uragano Katrina sul settore riassicurativo</i>	15
2. Il mercato bancario internazionale	17
<i>Espansione internazionale dei crediti dovuta principalmente all'attività interbancaria</i>	17
<i>I petrodollari e il sistema bancario internazionale</i>	19
<i>Riquadro: Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati</i>	32
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	35
<i>Forte crescita della raccolta statunitense</i>	35
<i>In netto calo le emissioni nell'area dell'euro</i>	37
<i>Varia significativamente l'incidenza relativa delle valute</i>	39
<i>Le emissioni nelle altre economie sviluppate restano sostenute</i>	41
<i>Il comparto ad alto rendimento recupera terreno dopo le turbolenze di primavera</i>	42
<i>Verso un anno record per la raccolta dei paesi emergenti</i>	43
<i>Ancora in crescita le emissioni in moneta locale</i>	46
4. I mercati degli strumenti derivati	49
<i>L'uragano Katrina sostiene gli scambi su tassi di interesse</i>	50
<i>Riquadro: Allungamento delle scadenze nel mercato delle opzioni OTC</i>	52
<i>Crescita robusta dei derivati azionari nell'Asia orientale</i>	53
<i> Mercati obbligazionari locali e mercati derivati nei paesi emergenti</i>	55
<i>Gli uragani inducono un forte aumento degli scambi su prodotti energetici</i>	56
<i>Riquadro: Calo dei premi al rischio nel mercato dei futures sul petrolio greggio</i>	57
<i>L'espansione dei credit default swap mette in luce le carenze dell'infrastruttura di mercato</i>	58

Sezioni monografiche

Avversione e premi al rischio nel mercato dei CDS	61
<i>Jeffery D. Amato</i>	
<i>Il mercato dei CDS</i>	62
<i>Letteratura in materia</i>	63
<i>Dati</i>	64
<i>Misurazione dei premi per il rischio di insolvenza</i>	66
<i>Riquadro: Componenti degli spread su CDS</i>	69
<i>Cosa determina i premi al rischio per i CDS?</i>	71
<i>Sommario e spunti per ricerche future</i>	74

Banche estere nelle economie di mercato emergenti: nuovi protagonisti, nuove sfide	77
<i>Dietrich Domanski</i>	
<i>Tendenze degli IDESF nelle economie di mercato emergenti</i>	78
<i>Cambiano le caratteristiche della presenza bancaria estera</i>	81
<i>Problematiche che si pongono ai paesi ospitanti</i>	84
<i>Prospettive per il futuro</i>	88
I mercati delle obbligazioni societarie in Asia	91
<i>Jacob Gyntelberg, Guonan Ma ed Eli M. Remolona</i>	
<i> Mercati primari: dimensione e composizione</i>	92
<i> Mercati secondari</i>	96
<i> Conclusioni</i>	101
Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico	103
<i>Serge Jeanneau e Carlos Pérez Verdía</i>	
<i>La "crisi tequila" induce a riconsiderare la gestione del debito</i>	104
<i>Rafforzamento della domanda di titoli di Stato</i>	105
<i>Gestione dell'offerta di titoli di Stato</i>	106
<i>Riquadro: Struttura del mercato del debito federale interno messicano</i>	108
<i>Valutazione dei risultati delle iniziative ufficiali</i>	110
<i>Risultati conseguiti e sfide per l'avvenire</i>	114
Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina	117
<i>Camilo E. Tovar</i>	
<i>Obbligazioni sovrane globali denominate in moneta locale</i>	118
<i>Fattori di sostegno</i>	120
<i>Sostenibilità delle tendenze recenti</i>	123
<i>Implicazioni per lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni</i>	124
<i>Conclusioni</i>	126
Recenti iniziative del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, del Forum per la stabilità finanziaria e del Gruppo dei Dieci	
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i>	129
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i>	130
<i>Gruppo dei Dieci</i>	131
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: le prospettive di inflazione gravano sugli investitori

Un deterioramento delle prospettive di inflazione ha gravato sugli investitori di tutto il mondo in settembre e in ottobre. Le pressioni al rialzo sui prezzi al consumo, derivanti in parte dagli alti corsi energetici, hanno indotto i banchieri centrali di Stati Uniti e area dell'euro a segnalare l'eventualità di un inasprimento della politica monetaria per contenere le aspettative inflazionistiche. Di conseguenza, gli investitori hanno corretto verso l'alto le loro previsioni circa l'evoluzione dei tassi ufficiali. Nei principali mercati ciò ha determinato un aumento dei rendimenti obbligazionari, che nel segmento a lunga sono comunque rimasti su livelli modesti rispetto ai massimi del 2004.

Agli inizi di ottobre le prospettive di un'accelerazione della stretta monetaria hanno contribuito a un netto calo dei listini azionari. Tuttavia, questi sono tornati a crescere in novembre, sospinti sia dai perduranti segnali di crescita vigorosa negli Stati Uniti sia da annunci di fusioni, riacquisti di azioni proprie e aumenti dei dividendi. In Giappone la performance dei mercati azionari ha superato quella di gran parte delle altre piazze; l'incipiente ripresa della domanda interna ha accresciuto le possibilità di una conclusione della pluriennale fase deflazionistica.

Gli spread sui titoli di mercati emergenti hanno seguito la dinamica delle borse valori, mentre quelli societari sono sembrati discostarsene. A differenza dei mercati delle azioni e del debito emergente, quelli delle obbligazioni private non si sono mai pienamente ripresi dalle conseguenze delle massicce vendite verificatesi qualche mese prima. E in novembre i differenziali si sono ampliati persino durante l'ascesa delle quotazioni azionarie. Tale divergenza è ampiamente riconducibile ai timori circa il potenziale impatto delle crescenti iniziative in favore degli azionisti sulla qualità creditizia delle imprese.

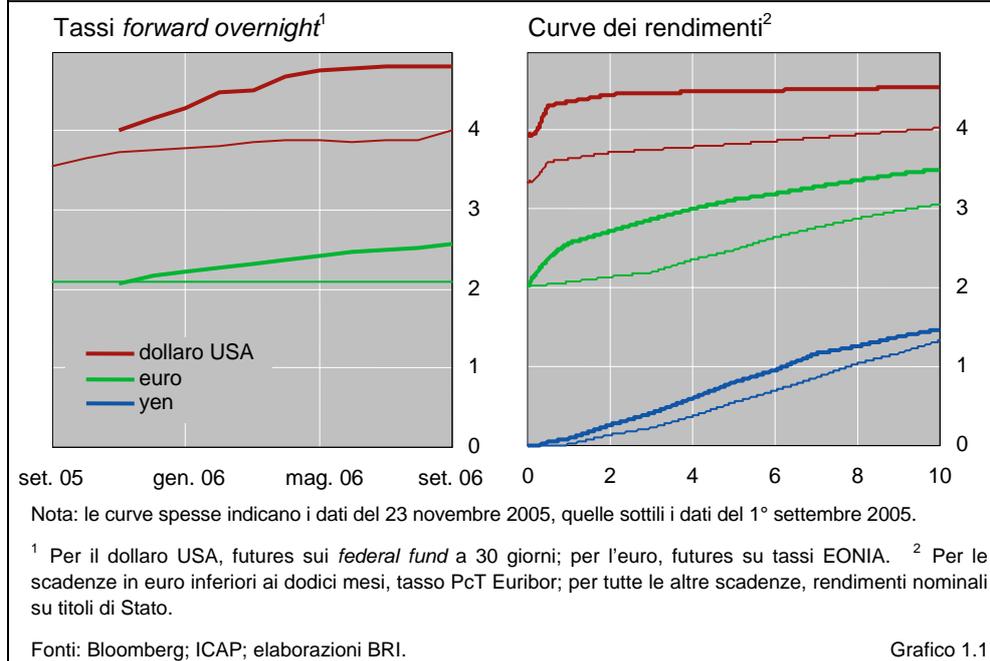
Gli investitori rivedono al rialzo le aspettative sui tassi ufficiali

Nei mesi di settembre e ottobre i tassi di interesse a lungo termine sono cresciuti costantemente in molti mercati. Fra il 1° settembre e il 23 novembre i rendimenti sui titoli di Stato decennali hanno guadagnato circa 45 punti base negli Stati Uniti e in Germania, e 15 punti in Giappone (grafico 1.1). L'aumento ha fatto seguito al calo di agosto, che su alcune piazze aveva portato i tassi a lunga in prossimità del loro minimo ciclico (grafico 1.2).

I rendimenti a lungo termine aumentano costantemente ...

Struttura a termine dei tassi di interesse

In percentuale



In novembre i rendimenti hanno subito una lieve flessione, e alla fine del mese non era ancora chiaro se il recente aumento si sarebbe rivelato altrettanto effimero quanto quelli precedenti. Dal giugno 2004, da quando cioè ha avuto inizio il ciclo di inasprimento monetario negli Stati Uniti, ogni aumento dei rendimenti a lunga è stato in genere rapidamente seguito da un calo di pari entità, se non addirittura maggiore. I rendimenti in dollari USA sono quasi usciti dalla fascia di oscillazione entro cui si erano mossi nell'ultimo anno; il 4 novembre sono saliti fino a sfiorare il 4,7% – un livello inferiore di soli 20 punti base al picco del giugno 2004 –, per poi tornare a calare. Quelli sul Bund, al contrario, sono rimasti persino al disotto dei valori di inizio d'anno. Ai primi di novembre i tassi sui titoli di Stato giapponesi hanno superato per un breve periodo l'1,6%, il livello massimo dal settembre 2004.

Fra settembre e ottobre i rendimenti a due anni sono cresciuti quasi quanto quelli a più lungo termine (grafico 1.1). Ciò lascia presumere che l'innalzamento dei rendimenti a lunga tragga principalmente origine dalle correzioni al rialzo dei tassi ufficiali a breve. Se agli inizi di settembre gli investitori si attendevano che la Federal Reserve USA mantenesse fermo al 4% il tasso sui *federal fund*, a novembre essi sono passati a scontare un aumento di almeno 0,75 punti percentuali entro la metà del prossimo anno. Nell'area dell'euro era prevista un'invarianza dei tassi per il 2006, ma in novembre le aspettative si sono orientate verso un incremento di 50 punti base già nei primi sei mesi dell'anno. In Giappone gli operatori hanno ritenuto altamente probabile la conclusione della politica del tasso zero nell'ultima parte del 2006.

Al mutare delle attese circa i tassi ufficiali ha contribuito una serie di sorprese macroeconomiche positive. Specie in Giappone, l'attenzione degli investitori si è focalizzata sui crescenti segnali di una ripresa della domanda

... grazie alle attese di un aumento dei tassi ufficiali

Domanda interna più vigorosa in Giappone

interna; caso unico fra le principali economie, le previsioni degli analisti sull'espansione economica del paese sono state sensibilmente corrette verso l'alto nel terzo trimestre (grafico 1.3), esercitando pressioni al rialzo sui rendimenti pubblici.

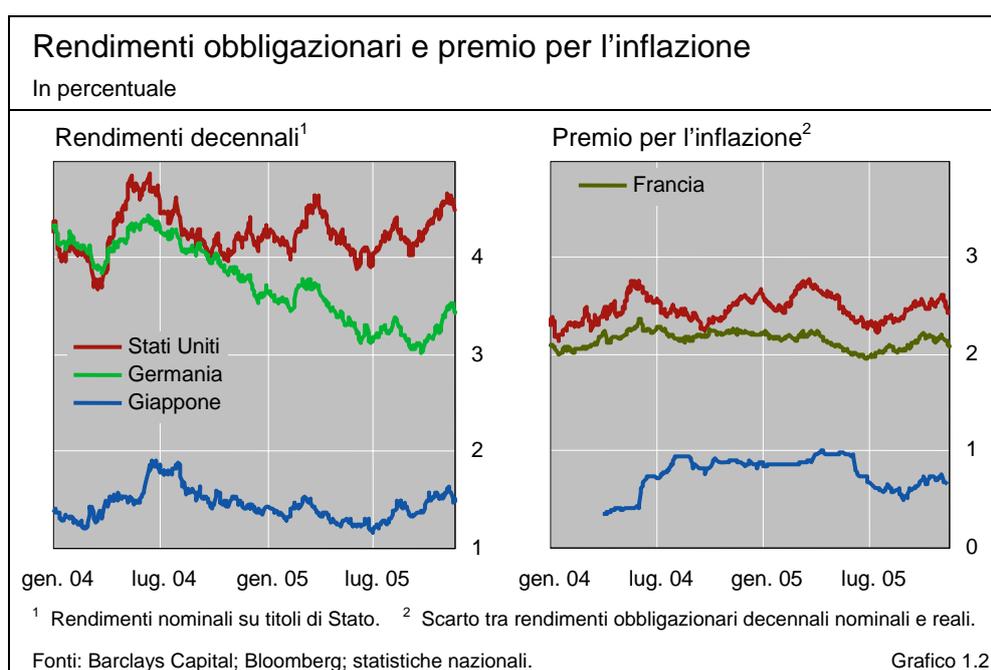
Le prospettive economiche sono migliorate anche nell'area dell'euro. In settembre e in ottobre, ad esempio, le indagini IFO e ZEW sul clima di fiducia delle imprese tedesche hanno oltrepassato ogni previsione. Di conseguenza, l'importanza degli annunci macroeconomici statunitensi quali determinanti dei rendimenti in euro è diminuita rispetto a quanto osservato talora in passato. Grazie alle più favorevoli prospettive i rendimenti in euro sono rimasti immutati fra il 4 e il 23 novembre, mentre quelli a lungo termine in dollari hanno perso nello stesso periodo circa 20 punti base.

Impatto limitato degli uragani

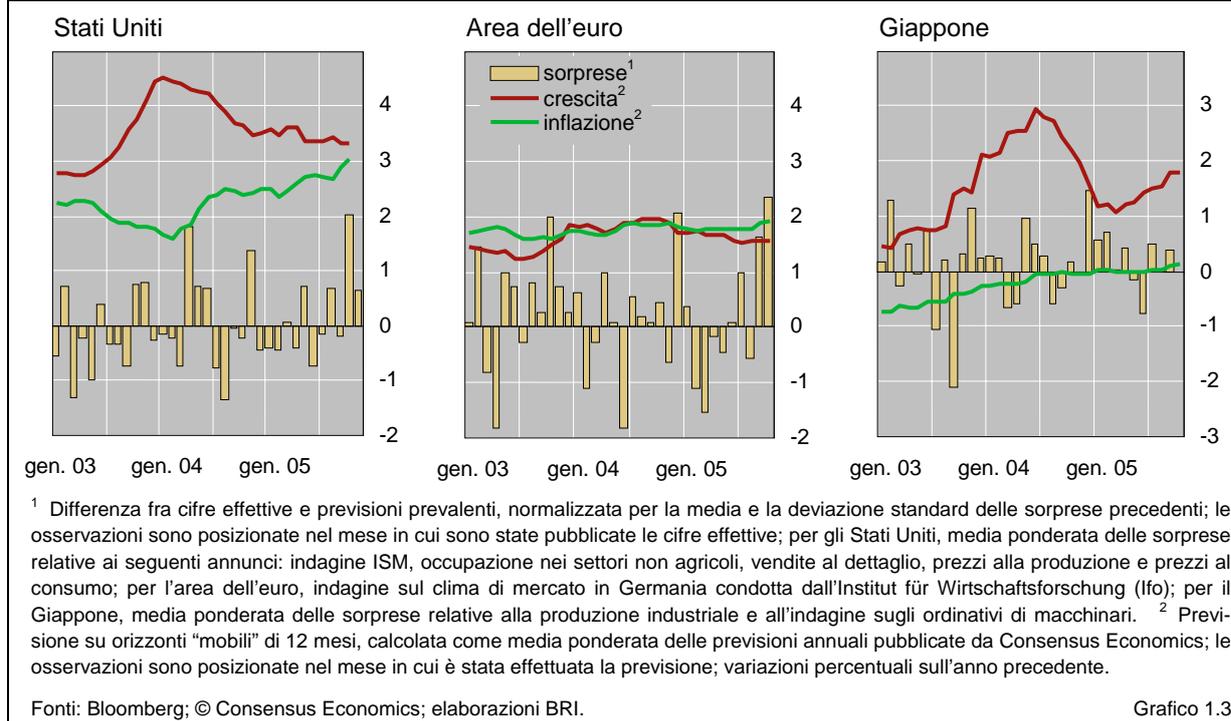
Negli Stati Uniti l'impatto degli uragani sulla crescita economica è stato minore del previsto. Le aspettative di un'interruzione della stretta monetaria innescate dall'arrivo dell'uragano Katrina a fine agosto si sono gradualmente ridimensionate in settembre. Sul finire di questo mese l'uragano Rita ha causato danni inferiori a quanto inizialmente temuto. Il 7 ottobre il rapporto sull'occupazione nei settori non agricoli ha evidenziato risultati di gran lunga superiori alle attese, confermando la buona tenuta dell'economia. Nondimeno, la reazione dei mercati obbligazionari è stata sottotono: i rendimenti in dollari USA sono anzi lievemente diminuiti quel giorno, sebbene la "sorpresa" superasse i 100 000 posti di lavoro. Ciò indica che gli investitori obbligazionari hanno attribuito alle condizioni sul mercato del lavoro un'importanza minore rispetto a precedenti fasi della ripresa.

Destano preoccupazione le pressioni inflazionistiche

Per converso, ad attirare l'attenzione degli investitori è stata soprattutto l'eventualità che fossero i rincari dell'energia ad accentuare le spinte inflazionistiche. Seppure al disotto dei valori record raggiunti a fine agosto durante l'imperversare dell'uragano Katrina, in settembre i prezzi del greggio superavano ancora di circa il 30% i livelli di un anno prima, e i prodotti



Annunci macroeconomici



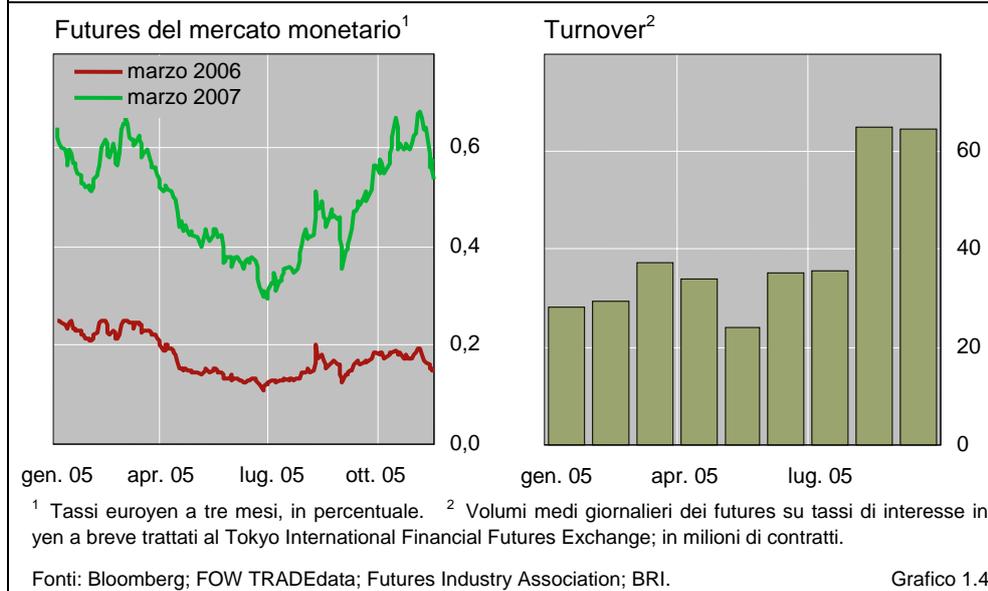
raffinati sono cresciuti in misura persino maggiore. I più alti corsi energetici hanno sospinto le attese inflazionistiche: specie negli Stati Uniti, le previsioni degli analisti per l'inflazione a breve termine sono sensibilmente aumentate fra settembre e ottobre (grafico 1.3). Sull'orizzonte a più lungo termine sono parimenti cresciute le aspettative sul costo della vita delle famiglie, così come le stime del premio per l'inflazione desunte dai rendimenti obbligazionari nominali e reali (grafico 1.2).

Esponenti di banche centrali, in particolare negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, hanno prontamente segnalato il rischio di un possibile ulteriore inasprimento della politica monetaria per contenere le aspettative di inflazione, e ciò ha esercitato ulteriori spinte al rialzo sui rendimenti. Ad esempio, il monito lanciato dal Consiglio direttivo della BCE il 13 ottobre in occasione della pubblicazione del Bollettino mensile, secondo cui le pressioni inflazionistiche giustificavano la necessità di un atteggiamento "molto vigile", ha concorso a un pronunciato innalzamento dei rendimenti sul Bund.

In Giappone il consolidarsi delle aspettative di un aumento dei prezzi nel prossimo anno ha richiamato ulteriormente l'attenzione sui tempi e sulle modalità con cui la banca centrale potrebbe uscire dall'attuale indirizzo non convenzionale di politica monetaria. Di fatto, a partire da agosto gli scambi di futures a breve in yen sono aumentati marcatamente con l'acuirsi delle incertezze sulla futura dinamica dei tassi ufficiali (grafico 1.4). Le dichiarazioni di esponenti della Bank of Japan in settembre e ottobre hanno contribuito a orientare le aspettative, sicché i tassi del mercato monetario sono rimasti invariati nonostante l'incremento dei rendimenti obbligazionari. Tali dichiarazioni

Il mutamento nella politica della Bank of Japan non è ritenuto imminente

Mercati monetari giapponesi



sono state interpretate come indicative del fatto che la politica del tasso zero non sarebbe stata abbandonata almeno fino al prossimo esercizio finanziario: tra gli inizi di settembre e metà ottobre il rendimento implicito nei futures sullo yen a tre mesi con scadenza fine marzo 2007 è salito di circa 25 punti base, mentre quello con scadenza marzo 2006 – termine dell'attuale esercizio finanziario – è variato in misura trascurabile.

Mercati azionari indifferenti agli aumenti dei tassi

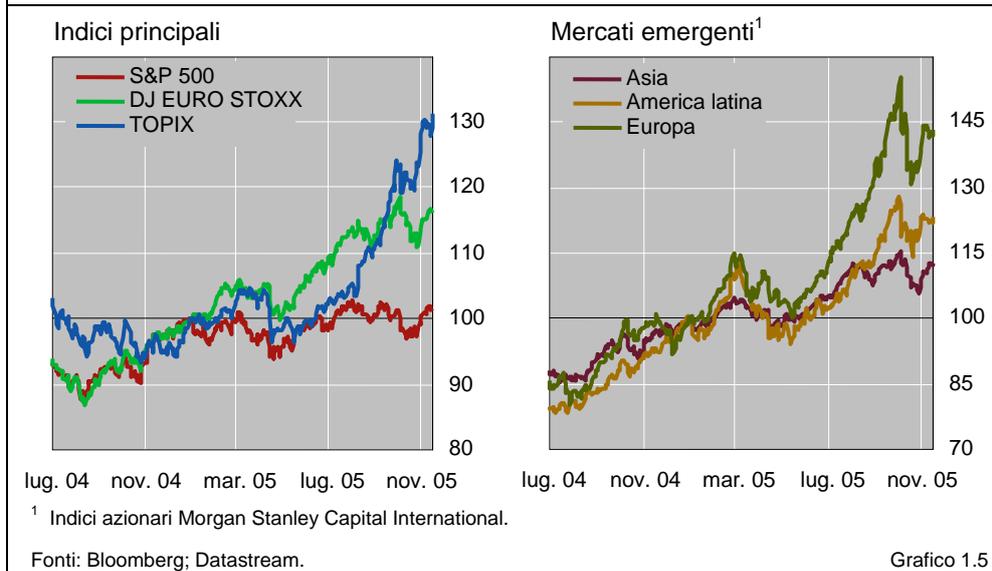
In un primo tempo i mercati azionari sono sembrati non risentire granché della prospettiva di un rialzo dei tassi ufficiali. Con la rilevante eccezione degli Stati Uniti, in settembre molti mercati hanno raggiunto picchi non più osservati da diversi anni (grafico 1.5). Dopo una fase di esitazione in ottobre, dovuta in parte ai timori di un inasprimento monetario, in novembre le borse hanno recuperato fino a toccare livelli prossimi – o, nel caso del Giappone, molto superiori – ai massimi di settembre. Alla chiusura del 18 novembre il TOPIX e l'S&P 500 si collocavano ai valori più alti mai registrati, rispettivamente, da metà 2000 e da metà 2001.

Nel mese di settembre le correzioni al rialzo delle previsioni sugli utili, unitamente alle indicazioni di una robusta crescita economica, paiono aver sospinto ulteriormente i mercati (grafico 1.6). Nella prima quindicina di ottobre, tuttavia, l'euforia ha ceduto il passo all'inquietudine, e i mercati azionari di tutto il mondo hanno subito notevoli perdite. A innescare un'ondata di vendite è stato l'intervento tenuto il 4 ottobre dal Presidente della Federal Reserve Bank di Dallas, che ha rilevato come l'inflazione si stesse approssimando al limite superiore della zona di tolleranza della Fed. L'osservazione non ha prodotto effetti di rilievo sui mercati obbligazionari – che già in settembre avevano scontato la possibilità di una stretta monetaria ben più incisiva del previsto

Timori per l'atteso inasprimento della Federal Reserve

Prezzi azionari

In valuta locale; 31 dicembre 2004 = 100



per contenere l'inflazione –, ma ha invece contribuito a un calo dell'1% dell'S&P 500 in quella giornata. Il 5 ottobre i mercati asiatici ed europei hanno parimenti aperto in netta flessione.

Nelle settimane successive i mercati azionari hanno mostrato un andamento insolitamente erratico. In ottobre la volatilità implicita è salita su talune piazze ai livelli massimi dell'ultimo anno (grafico 1.7). Ciò è stato in parte il frutto di un calo della propensione al rischio degli investitori. Stando ai prezzi delle opzioni sugli indici azionari S&P 500, DAX 30 e FTSE 100, e alla loro correlazione con la volatilità effettiva, la componente comune della tolleranza al rischio nei mercati statunitense, tedesco e britannico ha toccato in ottobre i valori più bassi dell'anno.

L'incremento della volatilità implicita ha altresì rispecchiato le crescenti incertezze riguardo alle prospettive economiche. In molti mercati i listini hanno subito forti oscillazioni in ottobre; basti dire che cinque delle 10 maggiori variazioni di prezzo dell'S&P 500 nel 2005 sono state registrate in quel solo mese. In alcuni casi le oscillazioni hanno tratto origine dalla diffusione di indicatori macroeconomici, quali l'indagine ISM sull'attività dei settori non manifatturieri USA pubblicata il 5 ottobre, che evidenziava risultati inferiori alle attese. In altri sono stati gli annunci sugli utili a prevalere, laddove le imprese hanno segnalato profitti generalmente migliori del previsto. In altri casi ancora l'attenzione dei mercati è sembrata appuntarsi sugli sviluppi politici, fra cui la nomina del nuovo Presidente della Federal Reserve, resa nota il 24 ottobre.

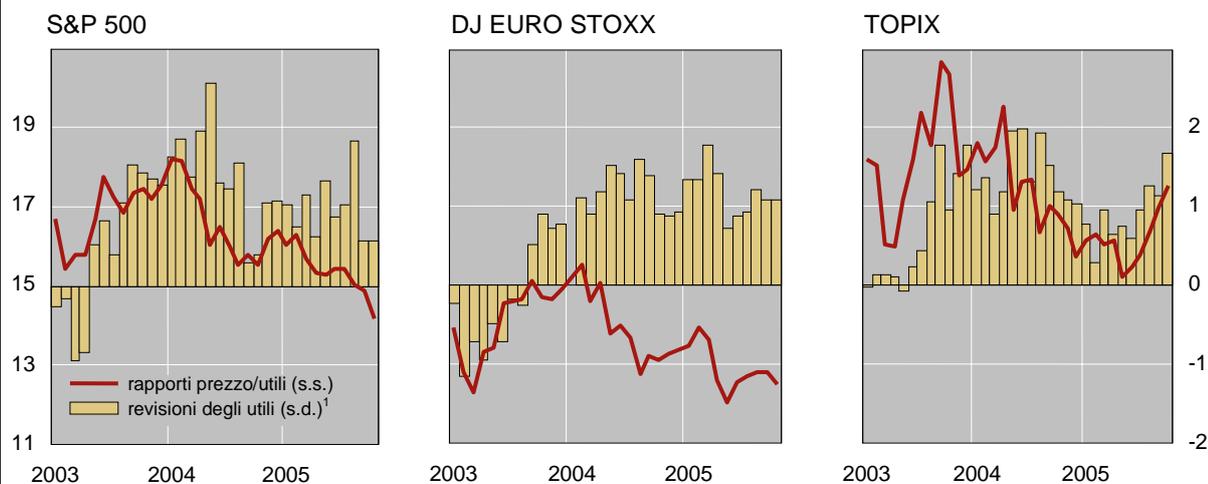
I crescenti segnali di una perdurante, robusta espansione negli Stati Uniti hanno infine contribuito a rasserenare gli investitori. Il 28 ottobre l'annuncio sulla crescita del PIL statunitense nel terzo trimestre si è rivelato migliore del previsto, facendo innalzare l'S&P 500 dell'1,7%. Il giorno (lavorativo) seguente i mercati dell'area dell'euro hanno guadagnato il 2,2%, il maggior progresso giornaliero dell'anno. La fase ascendente è proseguita in novembre, grazie

Una volatilità insolitamente elevata ...

... rispecchia le incertezze sulle prospettive economiche

Aspettative sugli utili e valutazioni azionarie

In base agli utili prospettici a 12 mesi



¹ Indice di diffusione delle revisioni mensili degli utili prospettici unitari a 12 mesi, calcolato come somma tra la percentuale delle società per le quali gli analisti hanno corretto al rialzo le loro previsioni e la metà della percentuale di società per le quali gli analisti hanno lasciato invariate le loro previsioni; per tener conto della sovrastima sistematica dei profitti da parte degli analisti, da ogni osservazione mensile è stata sottratta la media dell'indice di diffusione per il periodo 2000-02 (S&P 500 = 43,8; DJ EURO STOXX = 40,8; TOPIX = 45,9).

Fonti: I/B/E/S; elaborazioni BRI.

Grafico 1.6

agli annunci di aumenti dei dividendi e riacquisti di azioni proprie, nonché dalla crescita delle operazioni di F&A (cfr. infra). A metà novembre i mercati azionari di Stati Uniti e area dell'euro avevano recuperato gran parte delle perdite subite agli inizi di ottobre.

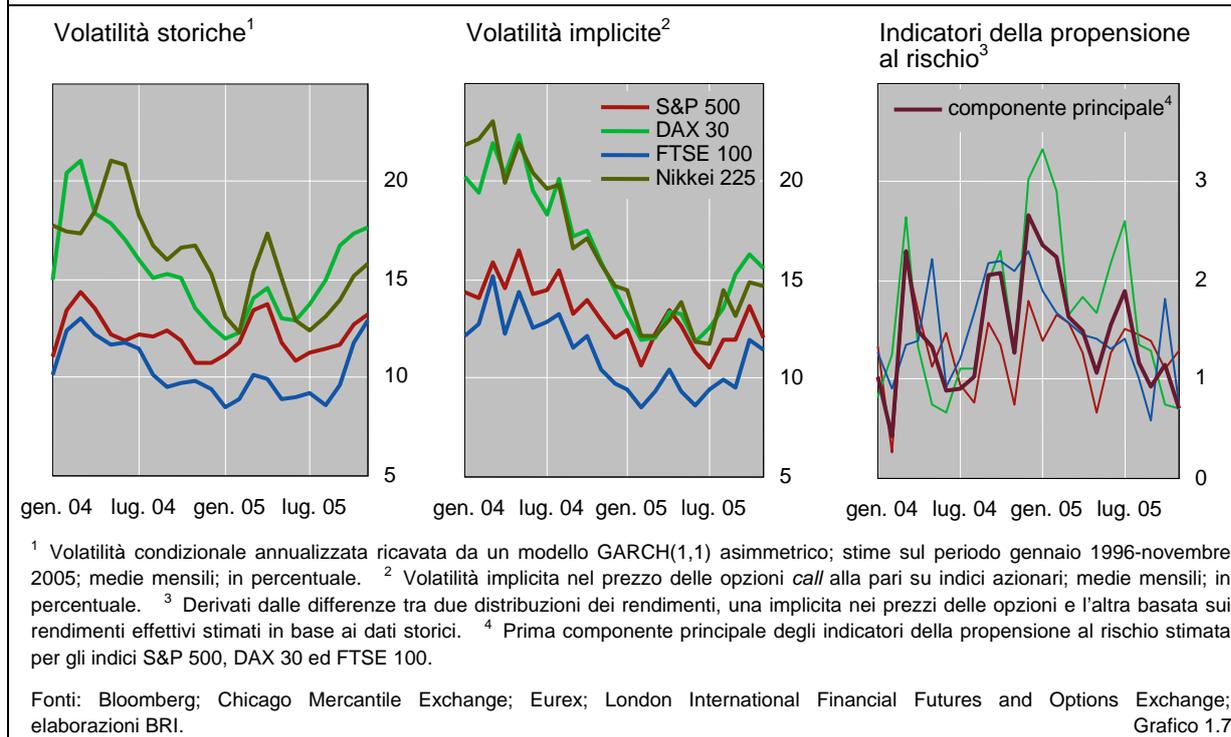
Alla migliore performance dei mercati giapponesi ...

La performance delle borse giapponesi è stata assai superiore a quella di gran parte degli altri mercati: fra il 1° settembre e il 18 novembre il TOPIX ha guadagnato il 20%, contro aumenti rispettivamente del 2 e 4% appena per l'S&P 500 e il DJ EURO STOXX. Così come avvenuto sui mercati obbligazionari, gli investitori azionari in Giappone si sono focalizzati sul costante miglioramento delle prospettive macroeconomiche. Il massimo incremento giornaliero del TOPIX, pari al 2,5%, è intervenuto l'11 ottobre, grazie in parte alla positiva sorpresa suscitata dal rapporto sugli ordinativi di macchinari. Anche gli sviluppi politici hanno attirato grande attenzione. I vastissimi consensi riscossi dal primo ministro alle elezioni parlamentari dell'11 settembre sono stati percepiti come un sostegno alla prosecuzione delle riforme economiche. A influenzare favorevolmente gli investitori sono stati anche gli annunci sui profitti societari. Dagli inizi del 2005 gli analisti hanno corretto verso l'alto le previsioni sugli utili di un sempre maggior numero di imprese giapponesi (grafico 1.6). Ciò contrasta nettamente con quanto osservato negli Stati Uniti, dove in settembre e in ottobre il numero delle società interessate da revisioni al rialzo è diminuito rispetto alla prima metà del 2005.

... contribuiscono gli investitori esteri ...

In Giappone l'aumento degli utili prospettici è stato surclassato da quello delle quotazioni azionarie. Di conseguenza, i rapporti prezzo/utili hanno raggiunto i livelli più elevati da metà 2004. Se nel 2005 le valutazioni dei mercati azionari di Stati Uniti e area dell'euro hanno seguito una tendenza

Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



discendente, quelle giapponesi si sono mosse al rialzo. L'esuberanza degli investitori esteri ha contribuito a questa crescita, dal momento che per buona parte dell'anno il Giappone è stato la destinazione preferita degli investimenti azionari mondiali.

In netto contrasto con quanto avvenuto durante le fasi rialziste del mercato azionario nipponico negli ultimi sei anni, l'ascesa del 2005 ha coinciso con un generalizzato calo dello yen, che nei confronti del dollaro si è deprezzato fino a scendere in novembre ai minimi degli ultimi due anni. La flessione è dovuta in parte a una brusca accelerazione degli investimenti esteri di portafoglio da parte di operatori giapponesi, i quali – secondo taluni osservatori – avrebbero mostrato una minore avversione al rischio di cambio rispetto al passato. Un altro possibile motivo della debolezza dello yen è il ritmo dell'atteso inasprimento monetario in Giappone, molto meno pronunciato rispetto ad altri mercati sviluppati, come ricordato in precedenza. Non sono inoltre mancate indicazioni empiriche secondo cui alla debolezza della moneta nipponica potrebbe aver contribuito l'impennata delle operazioni di *carry trade* messe in atto da fondi speculativi, laddove gli investitori hanno finanziato posizioni lunghe in dollari mediante posizioni corte in valute a basso tasso di interesse, soprattutto yen.

... ma lo yen perde terreno

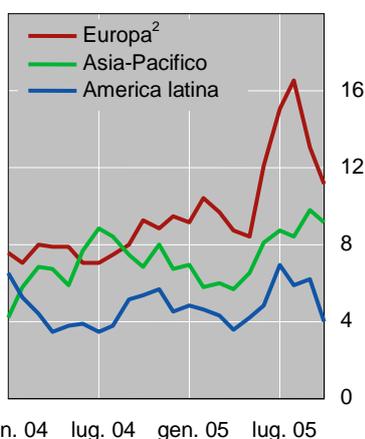
I mercati emergenti danno prova di sorprendente tenuta

Le revisioni al rialzo nella dinamica attesa dei tassi ufficiali hanno avuto un impatto inaspettatamente modesto sui prezzi delle attività di mercati emergenti. Negli ultimi anni tali prezzi sono stati sospinti anche dalla propensione degli

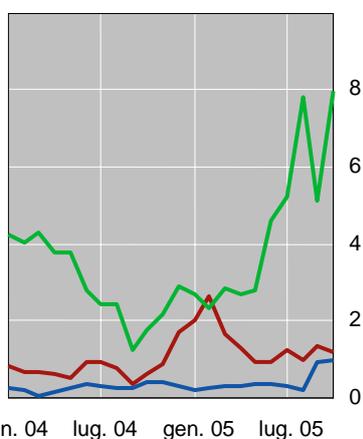
Flussi di portafoglio ai mercati emergenti

In miliardi di dollari USA

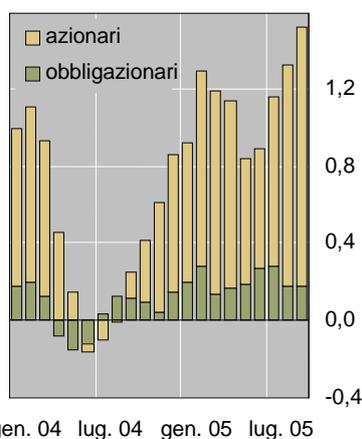
Titoli di debito¹



Titoli azionari³



Fondi comuni⁴



¹ Emissioni annunciate di obbligazioni e *note* internazionali, più sottoscrizioni di prestiti consorziali; media mobile di tre mesi. ² Comprende Africa e Medio Oriente. ³ Emissioni annunciate di titoli azionari negoziati su scala internazionale; media mobile di tre mesi. ⁴ Nuove risorse nette affluite a fondi comuni specializzati in economie emergenti registrati negli Stati Uniti; comprende le permutate nette.

Fonti: Bloomberg; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; Investment Company Institute; elaborazioni BRI.

Grafico 1.8

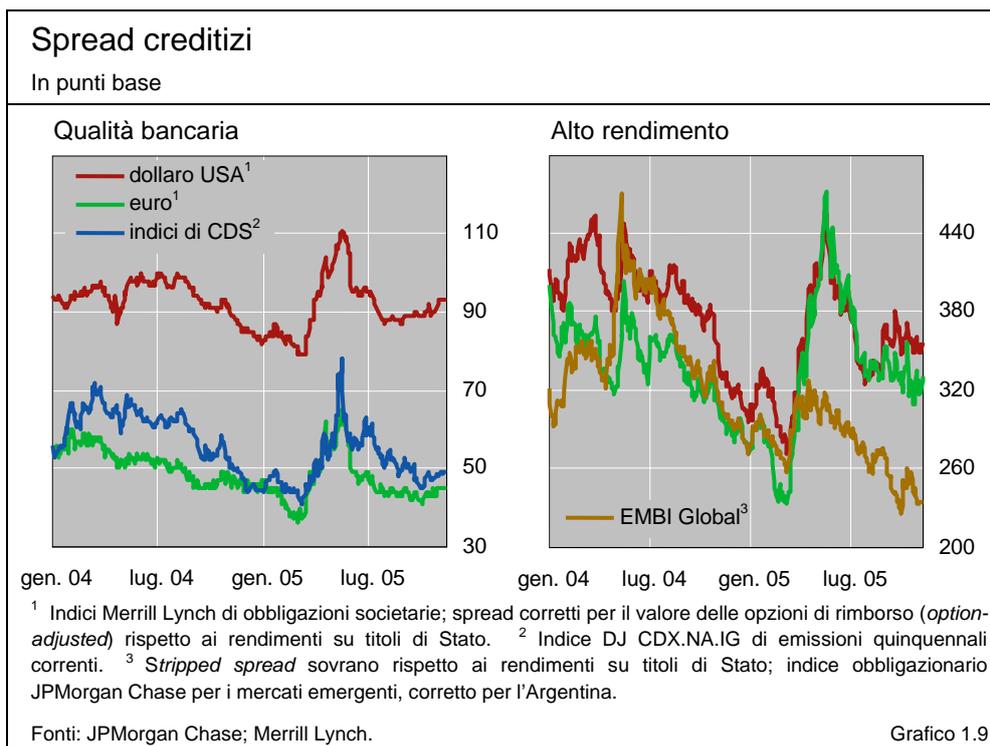
investitori ad assumere rischi aggiuntivi nel tentativo di mantenere i rendimenti nominali che potevano conseguire allorché i tassi di interesse erano più elevati. Questa propensione sarebbe rimasta immutata malgrado il significativo incremento dei tassi di interesse USA a breve e a lungo termine in settembre e in ottobre.

Nel terzo trimestre 2005 gli investimenti esteri di portafoglio affluiti all'area emergente hanno sfiorato un ammontare record (grafico 1.8), contribuendo a innalzare molte quotazioni azionarie ai massimi degli ultimi anni e ad abbassare gli spread sulle obbligazioni sovrane ai minimi storici. Tra fine giugno e fine settembre le borse valori dei paesi emergenti hanno guadagnato il 12% in termini di valuta locale e l'EMBI Global (esclusa l'Argentina) è diminuito di 60 punti base, a 229 punti (grafico 1.9).

In ottobre i mercati emergenti hanno registrato una brusca contrazione, ma l'ondata di vendite si è rivelata modesta rispetto ai cali già osservati in precedenza durante l'anno o ad aprile e maggio 2004. Fra il 4 e il 28 ottobre i mercati azionari dell'Europa orientale hanno perso il 13% in termini di valuta locale e quelli asiatici il 9% (grafico 1.5). I prezzi delle obbligazioni sovrane internazionali sono parimenti diminuiti in questo periodo, e l'EMBI Global si è ampliato di 30 punti base (grafico 1.9). Molte valute emergenti, soprattutto quelle a più alto rendimento quali il real brasiliano e il rand sudafricano, si sono inoltre deprezzate nei confronti del dollaro USA. Tuttavia, al venir meno dei timori di un rallentamento della crescita statunitense, i mercati emergenti hanno recuperato notevolmente dai minimi di fine ottobre, al punto che negli ultimi giorni di novembre i prezzi azionari e obbligazionari erano tornati sui livelli massimi registrati due mesi prima.

Gli afflussi verso i mercati emergenti sfiorano il primato

Vendite tutto sommato contenute in ottobre



Durante la fase di vendite in ottobre gli investitori sono sembrati prestare scarsa attenzione alle buone condizioni sui mercati locali. Nella gran parte dei paesi emergenti le grandezze fondamentali non suscitavano preoccupazioni; al contrario, gli innalzamenti del merito di credito di mutuatari dell'area hanno continuato a superare i declassamenti. Fra i paesi che hanno beneficiato di un avanzamento in ottobre figurano Brasile e Russia, promossi rispettivamente a Ba3 e a Baa2 da Moody's. Una ragione per cui le favorevoli prospettive non sono riuscite ad attenuare l'ondata di vendite risiede forse nel fatto che le valutazioni dei mercati emergenti apparivano elevate anche prescindendo dall'impatto dei più alti tassi di interesse sulla crescita mondiale.

Nonostante la più debole domanda di attività dell'area emergente in ottobre, la nuova raccolta sui mercati delle obbligazioni e dei prestiti internazionali è rimasta ben al di sopra dei livelli dello scorso anno (grafico 1.8). È vero che alcuni mutuatari, specie latinoamericani, hanno ridimensionato o rinviato emissioni obbligazionarie programmate, ma le condizioni di finanziamento sono rimaste perlopiù favorevoli anche quando la fase di vendite ha raggiunto il culmine. In effetti, a fine ottobre il Vietnam è riuscito a collocare la sua prima emissione obbligazionaria internazionale a uno spread inferiore e per un ammontare superiore a quanto originariamente annunciato.

I residenti dell'area emergente hanno continuato a emettere a ritmi senza precedenti anche sui mercati azionari internazionali. Particolarmente attive in questo ambito sono state le imprese cinesi, che nei primi dieci mesi del 2005 hanno raccolto oltre \$20 miliardi, un importo pressoché equivalente alla raccolta complessiva di tutti gli altri emittenti dell'area emergente. In ottobre China Construction Bank è stata la prima delle quattro maggiori banche del paese a essere quotata all'estero. La sua offerta pubblica iniziale, pari a \$8 miliardi, è stata la più ingente mai effettuata da una banca e la massima in

Favorevoli condizioni di finanziamento

Particolarmente attivi gli emittenti societari cinesi

assoluto a livello mondiale dal 2001. Sulla scia di quanto effettuato da altri mercati emergenti, la Cina sta gradualmente aprendo il suo sistema bancario alla libera concorrenza internazionale e agli investimenti esteri.

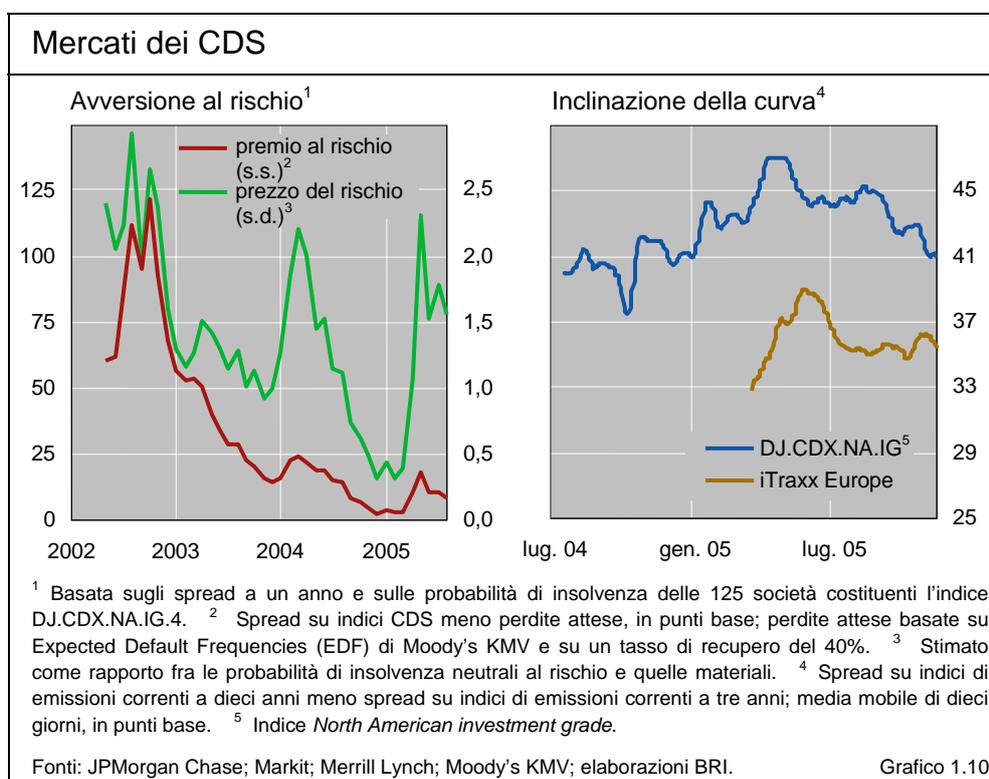
I mercati creditizi si discostano dall'andamento generale

I mercati del debito societario sono sembrati divergere dalla dinamica degli altri comparti. Dopo aver seguito la tendenza al rialzo dei prezzi azionari nel 2003-04, gli spread obbligazionari privati sono sembrati discostarsene in questi ultimi mesi. Persino di fronte all'aumento dei rendimenti a lungo termine e ai ribassi delle quotazioni azionarie gli spread su CDS e titoli societari sono rimasti sostanzialmente invariati in ottobre (grafico 1.9), per tornare ad ampliarsi in novembre, nonostante la ripresa dei mercati azionari.

Anche i mercati dei titoli di debito hanno risentito dei mutamenti del clima di fiducia. Gli spread societari avevano già cominciato a muoversi verso l'alto in agosto, varie settimane prima che i prezzi di altre attività iniziassero a calare. In effetti, a differenza dei mercati azionari e di quelli del debito emergente, che in settembre avevano segnato nuovi record, i mercati delle obbligazioni societarie non avevano pienamente riassorbito le perdite registrate in precedenza nel 2005. Nel mercato del dollaro USA i differenziali sulle obbligazioni private di qualità bancaria si situavano a fine luglio a 87 punti base, 10 punti in più rispetto al minimo di metà marzo. Essi si sono poi ampliati di circa 5 punti base nei quattro mesi successivi.

I movimenti asincroni di listini azionari e spread creditizi, nonché il mancato recupero dei mercati delle obbligazioni private dalle perdite subite in

Gli spread societari
muovono verso
l'alto ...



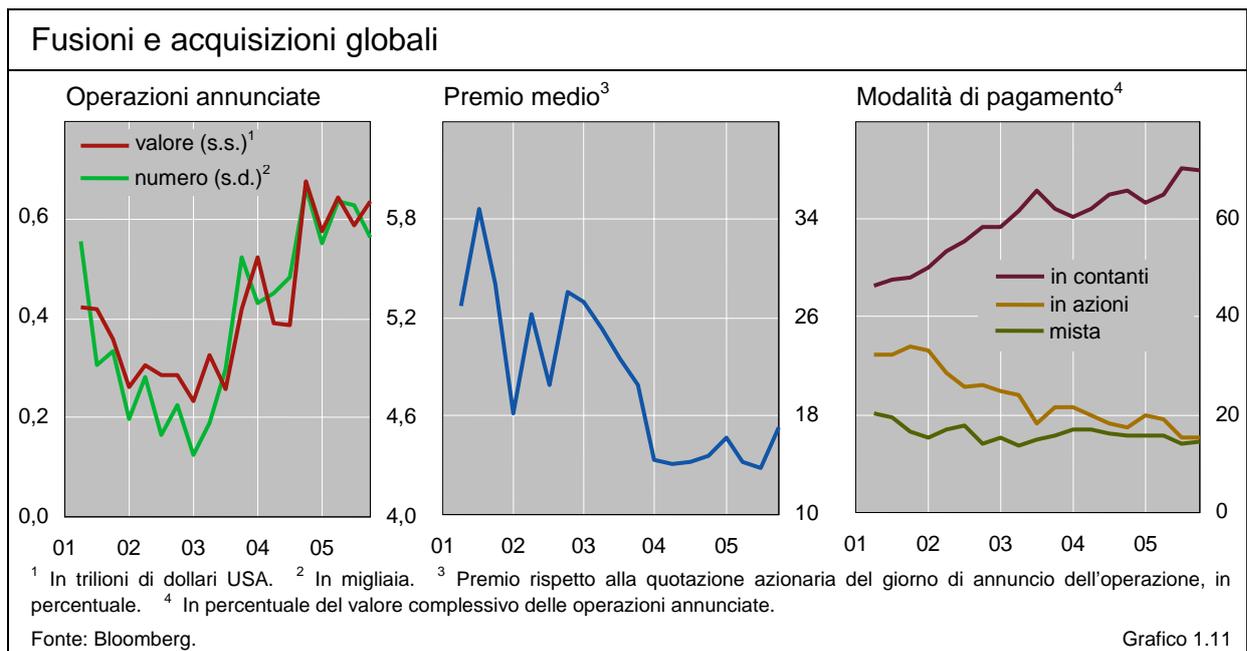
precedenza, rispecchiano in larga misura una più spiccata sensibilità degli investitori al rischio di evento sui mercati creditizi dopo gli sviluppi intervenuti in corso d'anno, fra cui il declassamento di General Motors. Sebbene il forte aumento della domanda di *collateralised debt obligation* (CDO) nel secondo semestre 2005 indichi che la propensione al rischio è rimasta alta, questa è comunque calata rispetto all'ultima parte del 2004 e agli inizi del 2005. Il diagramma di sinistra del grafico 1.10 riporta il premio richiesto dagli investitori a fronte del rischio di insolvenza. Stando a questa misura, la propensione al rischio non si sarebbe mai ripresa completamente dalle turbolenze verificatesi sui mercati creditizi fra marzo e maggio 2005.

... mentre la propensione al rischio resta contenuta

A quanto pare, il crescente numero di società che annunciano iniziative in favore degli azionisti è servito da costante monito circa i rischi di perdita insiti negli strumenti debitori. Le imprese guardano sempre più spesso alle incorporazioni come a un mezzo per mantenere il tasso di crescita degli utili. Le operazioni di F&A annunciate fra gennaio e ottobre 2005 superano di circa il 35% quelle del corrispondente periodo del 2004 (grafico 1.11). Non necessariamente le acquisizioni ledono gli interessi dei creditori. Questi ultimi possono anzi trarre un qualche conforto dal fatto che le F&A annunciate quest'anno sono state in ampia misura finanziate in contanti; storicamente, infatti, operazioni di questo tipo tendono a impartire agli utili una spinta maggiore rispetto a quelle finanziate con emissioni azionarie. Inoltre, il premio corrisposto sulle azioni dell'impresa acquisita resta ben al disotto di quello versato dalle società nel 2000, epoca dell'ultima importante ondata di fusioni.

Più preoccupanti per i creditori sono le modifiche alla struttura patrimoniale delle società. Nei primi tre trimestri del 2005 i finanziamenti per operazioni di *leveraged buyout* sono pressoché raddoppiati rispetto al corrispondente periodo del 2004 (grafico 1.12). Inoltre, secondo Standard & Poor's i rapporti indebitamento/utili relativi a tali operazioni si sono collocati

Le modifiche della struttura patrimoniale che favoriscono gli azionisti ...



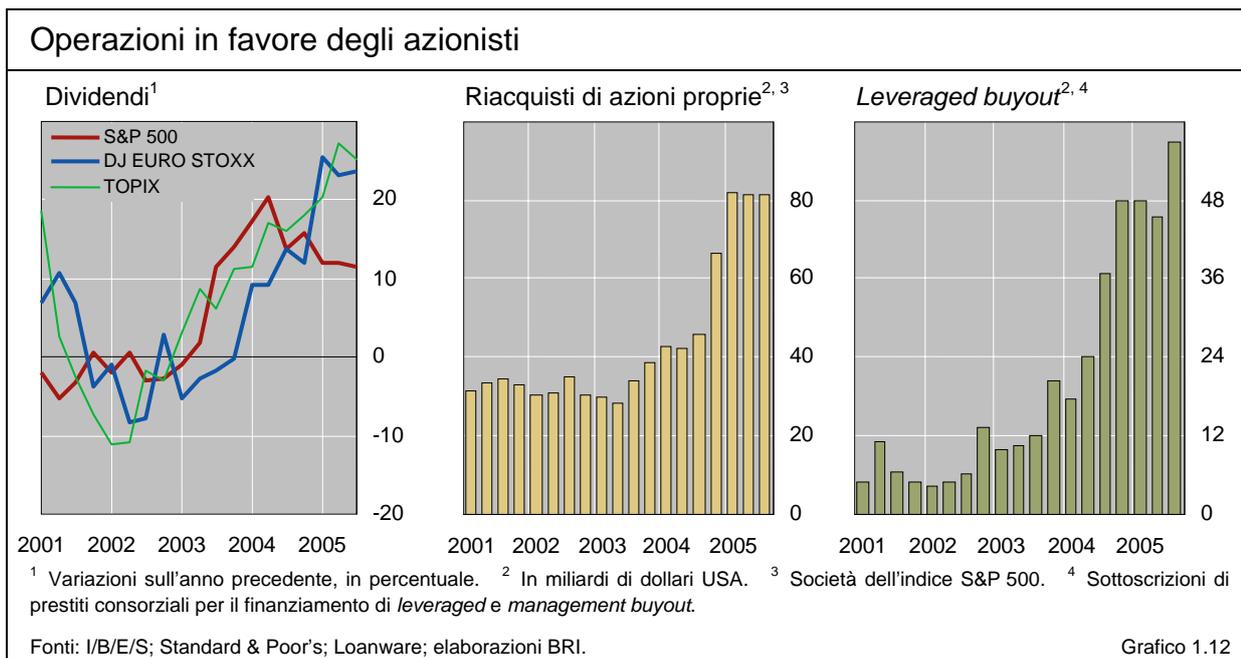
... e il settore auto USA sono fonte di preoccupazione

ai livelli massimi da molti anni a questa parte. Negli Stati Uniti i riacquisti di azioni proprie hanno di gran lunga superato il picco del 2004, e i dividendi hanno segnato tassi di incremento a due cifre nei principali mercati.

Il settore automobilistico statunitense ha continuato a essere fonte di preoccupazione per gli investitori nei mercati creditizi. Delphi, società USA leader nella fornitura di componentistica auto ed ex affiliata di General Motors, ha richiesto in ottobre l'ammissione alla procedura fallimentare. Ciò ha innescato un ulteriore declassamento del rating di General Motors – dati i forti legami tra le due società – nonché quello di numerose *collateralised debt obligation* (CDO). Ancora nel dicembre 2004 Delphi era quotata *investment grade* e figurava pertanto quale entità di riferimento in una gamma di CDO più ampia del solito per un mutuatario a basso rating. Malgrado questa reazione a catena, i mercati creditizi hanno reagito all'insolvenza di Delphi in maniera ordinata. L'aggiustamento è stato favorito da iniziative volte a migliorare il funzionamento del mercato dei CDS, quali il regolamento per contanti dei contratti su indici.

I mercati creditizi hanno reagito con compostezza anche all'uragano Katrina, sebbene si sia trattato del disastro naturale più oneroso mai registrato (cfr. il riquadro alla fine di questa sezione). Gli spread sui CDS di varie compagnie di assicurazione e riassicurazione sono aumentati sensibilmente nelle settimane successive alla catastrofe. Essi sono tornati ad ampliarsi a fine settembre, prima dell'arrivo dell'uragano Rita. Va nondimeno rilevato come gli spread di molti titoli assicurativi fossero cresciuti in misura anche maggiore durante l'ondata di vendite intervenuta nei mesi precedenti.

Nonostante questi eventi inattesi e la tendenza ad assumere iniziative favorevoli agli azionisti, gli investitori sono parsi confermare la loro fiducia nelle prospettive per la qualità del credito. Certo, negli ultimi mesi gli spread di CDS a breve per le società USA sono cresciuti rispetto a quelli a lungo termine, a



riprova di un calo di ottimismo fra gli operatori (grafico 1.10). Nondimeno, la curva presenta la stessa inclinazione del 2004, e ciò fa ritenere che gli investitori non si attendano un marcato peggioramento dei *fundamentals* creditizi nel breve termine. Questa interpretazione concorda con la maggior parte delle proiezioni degli analisti. Ad esempio, secondo Moody's il tasso di insolvenza (globale) per la classe "speculativa" dovrebbe sì aumentare, ma in modo graduale, passando dal minimo ciclico dell'1,8% di metà 2005 a poco più del 3% nel giro di un anno. Si prevede inoltre che esso rimanga ben al disotto del 4,8% registrato mediamente negli anni novanta.

Previsto un
aumento graduale
delle insolvenze

L'impatto dell'uragano Katrina sul settore riassicurativo

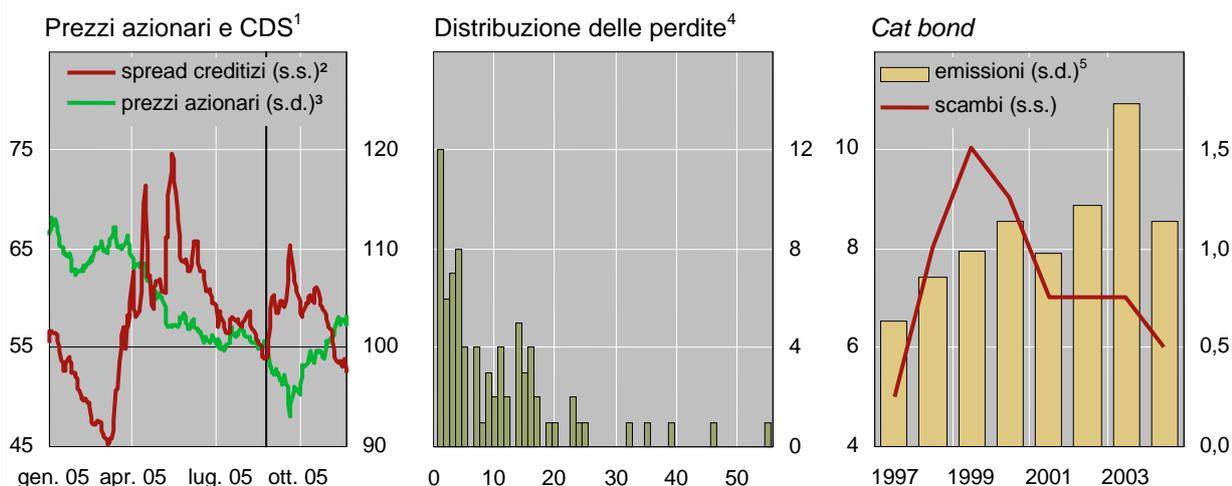
Ingo Fender e Philip Wooldridge

L'uragano Katrina, che si è abbattuto a fine agosto 2005 sulla costa statunitense del Golfo del Messico devastando la città di New Orleans, è destinato con tutta probabilità a diventare la catastrofe naturale più onerosa della storia. Le perdite assicurate sono stimate attorno ai \$60 miliardi, oltre il doppio di quelle record provocate dall'uragano Andrew nel 1992. Date l'entità e la natura della catastrofe, il settore riassicurativo dovrà verosimilmente farsi carico di una quota maggiore (fino al 50%) delle perdite complessivamente assicurate rispetto a quanto avvenuto in occasione di precedenti disastri. Malgrado l'enormità delle perdite, gli investitori non hanno mai ritenuto che Katrina potesse causare gravi difficoltà finanziarie. Certo, in settembre gli spread sui *credit default swap* di compagnie riassicuratrici hanno avuto la tendenza ad aumentare, ma in misura minore rispetto a quanto verificatosi durante la precedente ondata di vendite sui mercati obbligazionari (diagramma di sinistra del grafico in basso). Da notare inoltre che i differenziali sono tornati a calare in ottobre, e che le stesse quotazioni azionarie del settore riassicurativo si sono prontamente riprese.

I riassicuratori contribuiscono a preservare la stabilità del sistema finanziario. Fornendo servizi di assicurazione alle stesse compagnie assicuratrici, essi assorbono shock che potrebbero altrimenti pregiudicare la solvibilità degli assicuratori primari. In particolare, il settore riassicurativo facilita la diversificazione del rischio e – attraverso l'attività di investimento – contribuisce alla liquidità dei mercati, specie di quelli per il trasferimento del rischio. I problemi del settore, pertanto, possono propagarsi in misura significativa ad altri comparti, per il tramite sia di veri e propri fallimenti sia di declassamenti di rating, che potrebbero costringere le compagnie del settore a dismettere le attività *non-core*.

La resilienza mostrata dal settore riassicurativo di fronte all'uragano Katrina può attribuirsi in gran parte alla sua solida base patrimoniale. In seguito agli attacchi terroristici del settembre 2001 negli Stati Uniti, sono sensibilmente cresciuti i premi di assicurazione, specie quelli a copertura del rischio catastrofale. Ciò ha aiutato molte compagnie di riassicurazione a ricostituire la propria base patrimoniale, di cui gli attentati avevano messo in discussione l'adeguatezza. Il forte incremento dei premi ha altresì richiamato l'attenzione di nuovi investitori di *private equity*. Fondi speculativi figuravano tra i fornitori di capitale di rischio per società *startup* nel settore della riassicurazione, come nei recenti casi di CIG Re e Glacier Re.

Effetti dell'uragano Katrina



¹ La linea verticale indica il 29 agosto, data di arrivo dell'uragano Katrina sulle coste statunitensi. ² Media ponderata degli spread su CDS a cinque anni di Swiss Re, Munich Re e ACE (denominati in dollari USA), con clausole di ristrutturazione modificate, in punti base. ³ Settore riassicurativo rispetto all'indice azionario mondiale; 29 agosto 2005 = 100. ⁴ Stima delle perdite subite da 78 compagnie di assicurazione e riassicurazione a causa dell'uragano Katrina. In ascissa, quota percentuale di capitale proprio perduto; in ordinata, numero di società. ⁵ In miliardi di dollari USA.

Fonti: Benfield Group; Datastream; Guy Carpenter; Markit; Swiss Re; elaborazioni BRI.

Secondo le statistiche sul settore riassicurativo raccolte dall'Associazione internazionale delle autorità di vigilanza assicurativa (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS), a fine 2003 il patrimonio netto complessivo delle società di riassicurazione ammontava a \$244 miliardi. Le perdite derivanti dall'uragano Katrina non pregiudicheranno pertanto la solvibilità del settore nel suo complesso. Tuttavia, si stima che per alcune singole società l'incidenza delle perdite sul capitale sia elevata, e ciò potrebbe rendere necessari interventi di ricapitalizzazione, se non anche declassamenti del merito di credito (diagramma centrale del grafico). Invero, taluni riassicuratori hanno già intrapreso iniziative volte a rafforzare la propria base patrimoniale. La propensione dimostrata dagli investitori a ricapitalizzare queste entità denota la fiducia che essi continuano a nutrire nella capacità dei riassicuratori di modellizzare e prezzare il rischio dei disastri naturali. Nondimeno, nel medio termine i timori circa le capacità di modellizzazione del rischio e la crescente frequenza delle perdite potrebbero pur sempre indurre le agenzie di rating a modificare i criteri di valutazione e a declassare alcune società.

Il contributo diretto dei mercati dei capitali all'assorbimento delle perdite provocate dall'uragano Katrina resterà contenuto. E ciò nonostante le iniziative intraprese, all'indomani dell'uragano Andrew, per promuovere l'utilizzo di obbligazioni e opzioni collegate al verificarsi di catastrofi – come i cosiddetti “bond catastrofali” (o *cat bond*) – al fine di ripartirne più ampiamente i rischi. A metà 2005 lo stock di obbligazioni di questo tipo sfiorava i \$5 miliardi, di cui solo un'esigua frazione collegata al rischio di uragani sulla costa statunitense del Golfo del Messico. Un fattore all'origine di questo sviluppo in parte deludente è che il *trade-off* fra il rischio di base e il *moral hazard* limita l'utilità di questi strumenti rispetto alla riassicurazione diretta. Questa consente di eliminare il rischio di base grazie all'impiego di clausole contrattuali ritagliate espressamente sulle esigenze dell'entità che cerca di trasferire il rischio, ma ciò accresce la complessità del contratto e innalza di conseguenza i costi di monitoraggio. I contratti standardizzati, dal canto loro, minimizzano il *moral hazard* vincolando i pagamenti a soglie di perdita predefinite a livello regionale o settoriale, ma accentuano il rischio di base per l'entità cedente.

2. Il mercato bancario internazionale

Nel secondo trimestre 2005 l'attività interbancaria è stata il fattore trainante della forte crescita degli impieghi internazionali delle banche dichiaranti alla BRI. Queste ultime hanno incanalato verso il settore bancario negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore fondi riconducibili per circa un terzo a operazioni intragruppo. Anche il credito ai mutuatari non bancari ha continuato ad aumentare, per effetto degli investimenti in titoli di debito, emessi principalmente nell'area dell'euro.

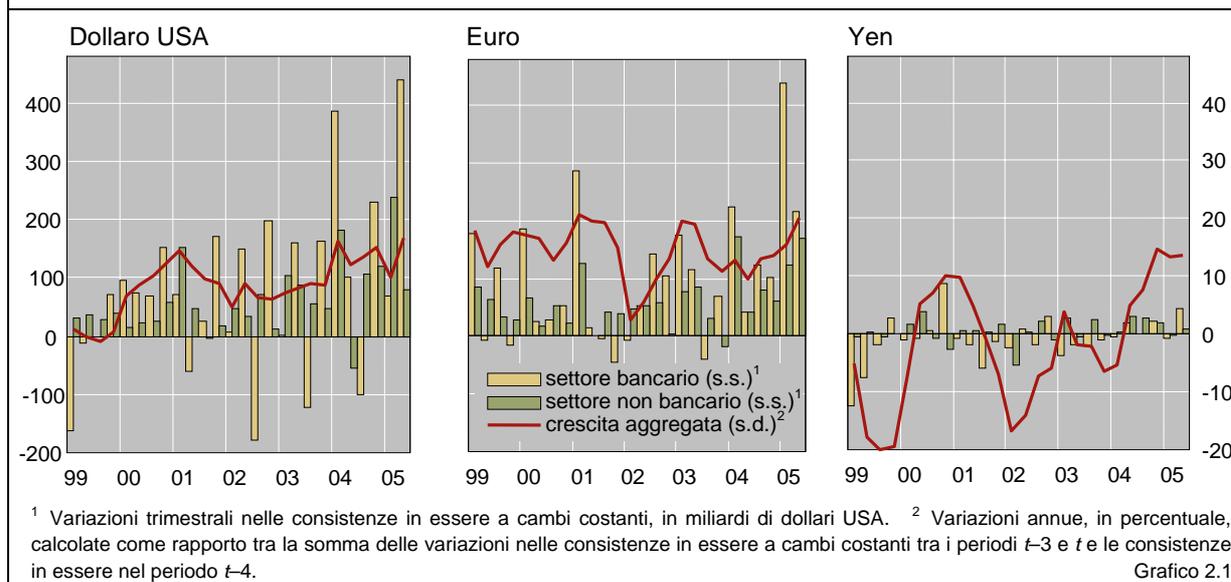
Nel complesso le economie emergenti hanno registrato un ingente deflusso netto di fondi nel secondo trimestre. Il rincaro del petrolio ha dato origine a cospicui deflussi di capitali dai paesi esportatori. Di conseguenza, i depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI sono andati aumentando in quanto tali paesi hanno piazzato parte dei capitali in uscita nelle banche estere. L'incremento dei collocamenti di residenti di Arabia Saudita, Russia, Venezuela e di altri paesi esportatori di petrolio è la causa principale del deflusso netto relativamente ampio di fondi dalle economie emergenti rilevato dai dati BRI.

In un'ottica di più lungo periodo, il riciclaggio dei petrodollari nel sistema finanziario internazionale durante l'ultimo ciclo differisce per vari importanti aspetti dalla dinamica osservata nei precedenti periodi di rincaro del greggio. Mentre in passato i paesi esportatori avevano collocato una porzione significativa dei loro petrodollari in depositi bancari, nel ciclo più recente essi hanno convogliato una porzione maggiore di questi fondi altrove. Ciò ha accresciuto la quota di petrodollari che non può essere identificata in base ai dati di controparte. Inoltre, benché i depositi di petrodollari siano ridivenuti significativi, l'importanza dei paesi membri dell'OPEC come fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI si è ridotta nel tempo.

Espansione internazionale dei crediti dovuta principalmente all'attività interbancaria

Le attività internazionali totali hanno continuato a segnare una forte crescita per il secondo trimestre consecutivo, soprattutto a causa delle operazioni interbancarie (grafico 2.1). I crediti totali delle banche dichiaranti alla BRI sono saliti di \$1,1 trilioni nel secondo trimestre 2005, raggiungendo

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



\$23,1 trilioni. Ciò ha sospinto la crescita su base annua al 16%, il tasso più elevato registrato nelle statistiche BRI dal primo trimestre 1988. I prestiti interbancari, di cui circa un terzo del totale era rappresentato da trasferimenti intragruppo, sono stati convogliati principalmente verso banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore.

Anche l'attività verso prenditori non bancari ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre, per effetto degli investimenti in titoli di debito, in massima parte emessi da mutuatari dell'area dell'euro. Gli impieghi totali verso soggetti non bancari sono saliti di \$284 miliardi, segnando una forte crescita per il quarto trimestre consecutivo. Quasi un quarto di tale incremento ha rispecchiato i maggiori crediti verso mutuatari nei centri offshore, i quali sono sede di un cospicuo volume di operazioni finanziarie non bancarie. Inoltre, le banche in Giappone e nel Regno Unito hanno investito complessivi \$136 miliardi in titoli di debito, emessi soprattutto da prenditori non bancari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Nell'insieme, le posizioni creditorie verso soggetti non bancari dell'area dell'euro sono salite di \$147 miliardi, di cui \$87 miliardi costituiti da transazioni infra-area.

Nel complesso le economie emergenti hanno registrato un ingente deflusso netto di capitali, dovuto ai depositi dei paesi produttori di petrolio presso le banche dichiaranti alla BRI. Nel secondo trimestre il deflusso netto dai mercati emergenti, pari a \$43 miliardi, è stato il terzo più ampio mai rilevato dalle statistiche BRI. I residenti dei paesi OPEC hanno collocato \$26 miliardi presso le banche dichiaranti alla BRI, contro \$8 miliardi nel periodo precedente e \$23 miliardi nel terzo trimestre 2004. Parallelamente, le banche in Russia hanno continuato a depositare fondi all'estero, proseguendo una tendenza in atto da fine 2001. I depositi record (\$29 miliardi, principalmente in euro) da esse collocati presso le banche dichiaranti alla BRI nel secondo trimestre sono stati solo leggermente superiori a quelli del periodo precedente.

I paesi esportatori di petrolio collocano depositi presso le banche dichiaranti alla BRI

I petrodollari e il sistema bancario internazionale

Il rincaro del greggio dal 1999 ha determinato un'impennata del volume dei petrodollari, ossia degli introiti in dollari USA percepiti dai paesi esportatori di petrolio. Questi ricavi sono necessariamente spesi per importazioni o collocati all'estero sotto forma di investimenti diretti esteri (IDE), acquisti di titoli o depositi bancari. Il modo in cui i paesi produttori di petrolio hanno utilizzato i maggiori proventi per consumi e investimenti a partire dal 1999 differisce da quello osservato all'indomani del secondo shock petrolifero del 1979. Combinando varie fonti di dati, questa sezione mette a confronto i due episodi, evidenziando come il ruolo delle banche sia stato diverso. I dati indicano che nel periodo più recente i petrodollari sono stati investiti in una gamma più ampia di attività e di paesi. Di conseguenza, il sistema bancario internazionale è divenuto meno importante quale destinatario di questi fondi.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
Variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹								
	2003	2004	2004			2005		Stock a fine giugno 2005
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Attività internazionali totali	1 076,7	2 284,8	240,1	227,2	588,7	1 033,4	1 083,9	20 263,2
Settore bancario	530,6	1 367,7	191,3	-5,5	362,2	596,6	784,6	12 934,2
Settore non bancario	546,1	917,1	48,8	232,7	226,5	436,9	299,2	7 328,9
Prestiti: Settore bancario	453,4	1 074,8	130,1	37,0	300,2	394,1	710,3	10 971,1
Settore non bancario	277,9	548,9	-25,8	178,5	124,4	292,1	92,1	3 755,5
Titoli: Settore bancario	75,6	124,8	51,0	-153,5	36,5	110,0	44,7	1 376,8
Settore non bancario	208,5	252,2	33,5	41,9	58,4	81,8	226,0	3 111,9
Attività totali per valuta								
Dollaro USA	580,7	967,8	61,6	9,6	277,8	270,5	498,4	8 681,6
Euro	502,7	837,7	81,0	202,4	154,2	604,6	398,6	7 835,5
Yen	-127,2	251,5	50,7	36,8	185,4	-52,0	80,1	1 237,9
Altre valute ²	120,5	227,9	46,8	-21,6	-28,8	210,3	106,8	2 508,2
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	452,3	672,5	29,4	128,9	149,7	373,4	212,2	5 647,7
Area dell'euro	157,6	239,1	33,1	8,7	43,7	110,5	147,1	2 486,0
Giappone	38,4	72,8	21,4	15,6	35,8	-31,5	10,6	235,3
Stati Uniti	172,5	164,4	-25,1	38,9	45,5	207,2	28,9	1 889,0
Centri offshore	100,0	238,8	33,8	106,0	57,4	56,3	64,4	983,8
Economie emergenti	6,1	49,9	2,3	1,2	22,0	13,2	23,6	649,2
Non classificate ³	-13,5	-39,2	-14,3	-6,2	-2,8	-6,3	-2,2	19,5
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>415,1</i>	<i>220,1</i>	<i>34,2</i>	<i>3,2</i>	<i>-5,9</i>	<i>233,5</i>	<i>-3,3</i>	<i>2 850,5</i>

¹ Dati non destagionalizzati. 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

Aumento della quota destinata al risparmio

L'ultimo ciclo del prezzo del petrolio è cominciato nel 1999 e ha generato consistenti afflussi verso i paesi esportatori. Tra il quarto trimestre 1998 e il terzo trimestre 2000 i prezzi reali del greggio sono aumentati del 207%. Dopo essere scesi di quasi il 50% nel 2001, essi sono successivamente risaliti di circa il 170%, pur rimanendo al di sotto del picco di \$105 al barile raggiunto a fine 1979. Di conseguenza, i proventi delle esportazioni petrolifere sono in forte crescita. Secondo le stime, i paesi OPEC hanno ricavato \$1,3 trilioni di petrodollari da fine 1998, mentre gli altri grandi esportatori di greggio del mondo, Russia e Norvegia, ne hanno ricevuti rispettivamente \$403 e 223 miliardi¹. Nel complesso, si prevede che nel 2005 i ricavi petroliferi netti dei paesi esportatori raggiungeranno i \$650 miliardi, ma questa cifra potrebbe comportare una sottostima in quanto basata su proiezioni di metà 2005.

Rispetto ai cicli precedenti, la propensione dei paesi OPEC a investire tali ricavi all'estero sembra essere aumentata. Una stima indiretta degli investimenti esteri totali – ovvero dei “fondi investibili” – di questi paesi è data dalla somma degli avanzi di parte corrente e degli afflussi finanziari lordi². Come mostra il grafico 2.2, il rapporto tra il flusso di fondi investibili e il flusso di introiti petroliferi netti è stato più elevato nel periodo 1999-2005 che nel periodo 1978-1982, segnalando, quindi, una quota più elevata di collocamenti all'estero.

Le principali fonti di capitali investibili per i paesi OPEC sono state gli Stati Uniti e l'Asia. I dati dell'FMI (*Direction of Trade Statistics*) indicano che le esportazioni nette dai paesi OPEC verso gli Stati Uniti durante il periodo dal 1° trimestre 1999 al 1° trimestre 2005 sono ammontate a \$277 miliardi. Analogamente, le esportazioni nette verso il Giappone nello stesso periodo sono state pari a \$186 miliardi, mentre quelle verso la Cina e altri paesi asiatici hanno totalizzato \$245 miliardi. Sebbene siano aumentate anche le esportazioni petrolifere lorde verso i paesi dell'Unione europea, le importazioni da questi paesi sono cresciute in misura pressoché analoga, così che la posizione commerciale netta dei paesi OPEC nei confronti dell'area dell'euro è risultata di \$76 miliardi, un livello basso se paragonato ad altri paesi

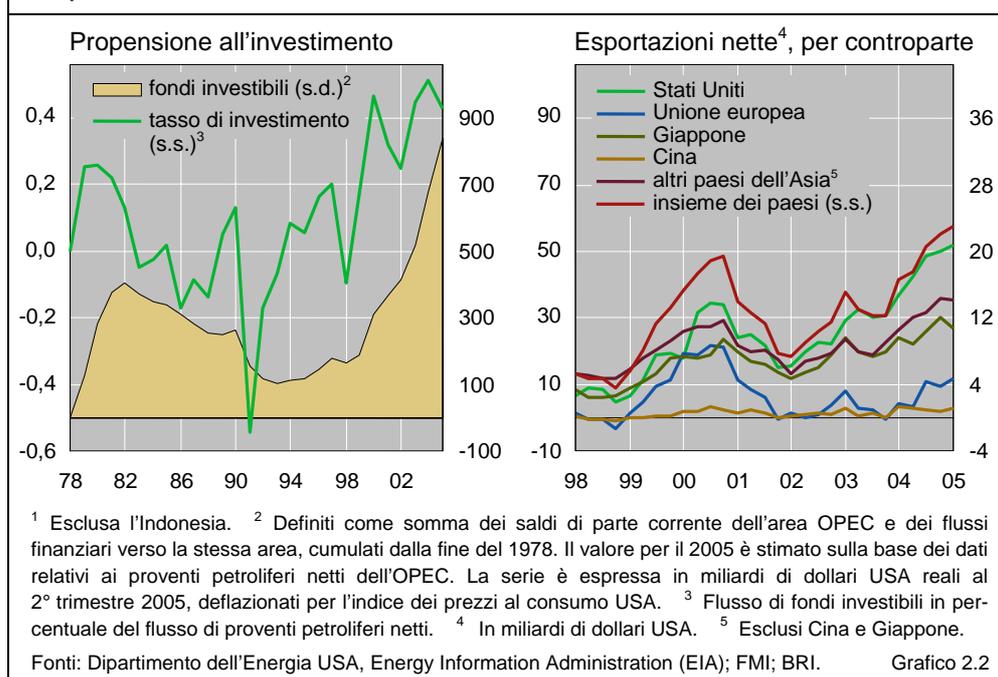
L'impennata dei proventi del petrolio ...

... determina maggiori investimenti esteri dei paesi OPEC

¹ Le stime dei proventi petroliferi netti sono ricavate dai dati annuali della Energy Information Administration statunitense. Nella trattazione seguente Indonesia ed Ecuador non sono inclusi fra i paesi OPEC. Oltre a Russia e Norvegia, gli altri produttori di petrolio non appartenenti all'OPEC (e gli introiti netti cumulativi stimati del periodo 1999-2005) inclusi nell'elenco dei paesi esportatori di greggio in questa trattazione sono l'Angola (\$65 miliardi), l'Egitto (\$12 miliardi), il Messico (\$105 miliardi) e l'Oman (\$60 miliardi).

² Gli afflussi finanziari lordi sono in parte basati su stime. Per vari paesi non sono disponibili per gli ultimi trimestri talune voci di bilancia dei pagamenti, che sono stimate estrapolandole dai periodi precedenti. Inoltre, non si hanno informazioni sugli afflussi finanziari lordi per Emirati Arabi Uniti, Qatar e Iraq. Le stime per questi paesi si basano sulle posizioni di bilancia corrente e di riserva e implicano che gli afflussi finanziari cumulativi hanno concorso per il 18% ai fondi investibili cumulativi nel periodo 1999-2005, mentre erano stati trascurabili nel ciclo precedente.

Esportazioni nette e investimenti esteri dell'OPEC¹



(grafico 2.2, diagramma di destra)³. Questo incremento negli scambi tra i paesi OPEC e l'area dell'euro trova riflesso nella quota crescente dei crediti commerciali apprestati dalle banche dell'area dell'euro, come discusso nel riquadro a pagina 32.

Analisi del deflusso dei petrodollari

I fondi investibili dei paesi OPEC si traducono in attività verso il resto del mondo tramite acquisti di titoli di debito esteri, IDE o depositi bancari. Il diagramma di sinistra del grafico 2.3 scompone i fondi investibili di questi paesi nella variazione delle riserve valutarie e nelle diverse voci del conto finanziario, secondo l'identità di bilancia dei pagamenti.

I dati indicano un cambiamento marcato nella tipologia degli investimenti esteri fra i due cicli. A partire dal 1999 il 28% dei fondi investibili cumulativi è stato destinato a investimenti di portafoglio – o acquisti netti di attività finanziarie estere da parte di autorità non monetarie – contro il 38% del periodo 1978-1982. La voce “altri investimenti”, che comprende principalmente i depositi presso banche estere ma anche gli investimenti non classificati altrove, è scesa, come quota dei fondi investibili, dal 58% del ciclo precedente al 47% di quello attuale. Le riserve in valuta estera sono cresciute di \$136 miliardi da fine 1998, totalizzando il 19% dei fondi investibili cumulativi,

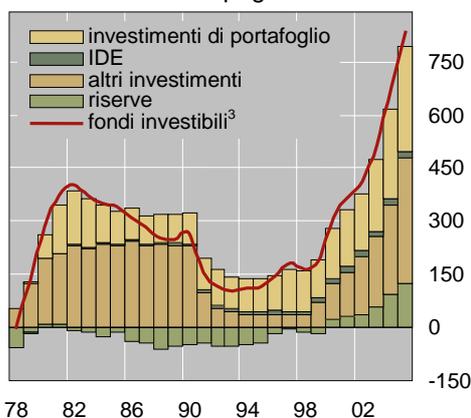
Gli investimenti esteri dell'OPEC ...

³ Le esportazioni nette totali dei paesi OPEC nel periodo 1999-2005 sono ammontate a \$852 miliardi. Il loro avanzo corrente aggregato per il 2004, pari a \$140 miliardi (esclusa l'Indonesia), era pressoché uguale a quello delle principali economie emergenti della regione Asia-Pacifico (\$149 miliardi).

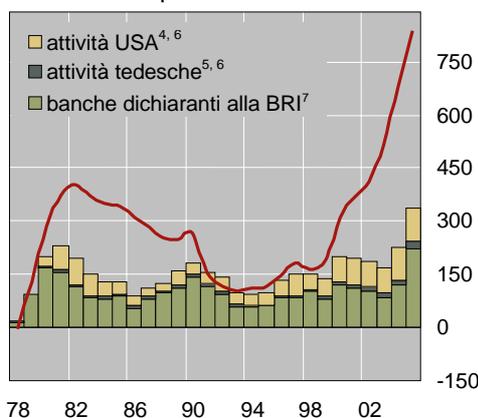
Investimenti internazionali dei paesi OPEC¹

Flussi cumulativi dal 4° trimestre 1977

Dati di bilancia dei pagamenti²



Dati di controparte



Nota: in miliardi di dollari USA reali al 2° trimestre 2005, deflazionati per l'indice dei prezzi al consumo USA.

¹ Esclusa l'Indonesia. ² Deflussi da paesi membri dell'OPEC, risultanti dal conto finanziario delle rispettive bilance dei pagamenti. Per il 2005, stime dei dati di bilancia dei pagamenti in base alle statistiche EIA sui proventi petroliferi netti dell'OPEC. ³ Definiti come somma dei saldi di parte corrente dell'area OPEC e dei flussi finanziari verso la stessa area. ⁴ Acquisti di titoli USA a lungo termine e IDE affluiti agli Stati Uniti da "altri paesi dell'Asia" e Venezuela. ⁵ Acquisti di titoli tedeschi e IDE affluiti in Germania da paesi OPEC. ⁶ I dati disponibili possono sottostimare gli acquisti reali netti di titoli esteri da parte di paesi OPEC nella misura in cui tali acquisti vengono effettuati tramite intermediari finanziari residenti in paesi terzi. ⁷ Attività totali dei paesi OPEC verso banche dichiaranti alla BRI (principalmente depositi bancari).

Fonti: Deutsche Bundesbank; FMI; Dipartimento del Tesoro USA; BRI.

Grafico 2.3

mentre nel periodo precedente avevano costituito solo una porzione trascurabile di tali fondi⁴.

Un'analisi più precisa del collocamento di questi fondi investibili risulta difficile, poiché i paesi OPEC non forniscono generalmente una scomposizione più dettagliata dei loro deflussi di capitali. Il diagramma di destra del grafico 2.3, tuttavia, combina varie fonti di dati di *controparte* al fine di utilizzare al meglio le informazioni disponibili sui deflussi aggregati dai paesi OPEC. Gli acquisti netti cumulativi di titoli statunitensi e tedeschi sono integrati con gli IDE dei paesi OPEC in Germania e negli Stati Uniti. Unitamente ai depositi lordi presso le banche dichiaranti alla BRI a livello mondiale, ciò fornisce una stima dei fondi investibili dei paesi OPEC basata sui dati di controparte pubblicamente disponibili⁵.

⁴ La maggior parte delle industrie petrolifere dei paesi OPEC è almeno parzialmente di proprietà statale. Cfr. l'*Annual Statistical Bulletin* dell'OPEC per il 2004 per ulteriori dettagli.

⁵ Per una descrizione dei dati statunitensi, cfr. la nota 6. Anche Francia, Giappone e Regno Unito forniscono alcune informazioni sulla scomposizione geografica della loro posizione patrimoniale sull'estero. Lo stock degli investimenti di portafoglio dei paesi OPEC in Francia è aumentato di \$25 miliardi dal 2000, il primo anno per il quale questi dati sono disponibili. I dati degli investimenti di questi paesi in Giappone sono ottenibili solo per il 2005, mentre i loro investimenti nel Regno Unito, secondo i dati disponibili – che coprono i periodi 1997-2003 (per gli IDE) e 2001-03 (per gli investimenti di portafoglio) – sono trascurabili in confronto agli altri investimenti identificati. Tali dati, tuttavia, sottostimano gli effettivi acquisti netti di titoli da parte dei paesi OPEC, nella misura in cui gli acquisti avvengono tramite intermediari finanziari situati in paesi terzi.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2003	2004	2004			2005		Stock a fine giugno 2005
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale ²	Attività	64,9	131,2	26,0	1,6	35,8	70,6	21,8	1 267,8
	Passività	72,3	200,8	21,2	49,7	23,1	60,2	64,4	1 547,1
Argentina	Attività	-8,5	-5,3	-1,1	-0,8	-0,7	-1,3	-0,6	16,5
	Passività	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	25,0
Brasile	Attività	-7,2	-7,4	-4,0	-2,1	-3,1	2,9	0,8	80,1
	Passività	14,4	-4,8	-3,6	-7,0	0,9	13,3	-9,3	55,7
Cina	Attività	13,5	24,0	9,9	-3,1	3,2	10,0	-2,7	97,3
	Passività	-6,4	25,8	20,3	-2,6	-13,6	-3,3	6,8	120,3
Corea	Attività	-1,0	12,6	-8,6	0,8	6,0	8,9	-2,5	95,4
	Passività	7,3	13,8	-4,9	2,9	-6,0	-4,6	-8,7	40,4
Indonesia	Attività	-4,6	0,3	-0,9	0,2	0,7	-0,6	1,9	31,0
	Passività	0,2	-2,3	-1,3	-0,1	-0,6	0,1	0,6	10,9
Messico	Attività	-0,7	-0,8	-0,6	-6,7	-1,0	0,5	-1,8	63,7
	Passività	6,2	-4,7	-0,7	-6,4	-1,6	-1,5	2,3	58,1
Polonia	Attività	3,3	5,9	2,0	1,5	-0,1	5,5	2,5	51,4
	Passività	-0,1	11,3	3,9	-0,2	4,6	1,6	1,4	33,2
Rep. ceca	Attività	3,7	2,7	0,8	0,4	3,1	0,7	-0,3	23,4
	Passività	-2,4	0,8	2,5	-0,6	1,5	-0,8	2,3	12,5
Russia	Attività	12,1	8,9	-0,3	-1,8	7,6	3,3	1,7	66,8
	Passività	16,2	23,9	7,8	5,5	5,6	28,1	28,9	136,6
Sudafrica	Attività	-1,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	-0,2	3,2	21,9
	Passività	9,5	6,8	1,9	0,7	0,1	0,6	1,6	41,0
Thailandia	Attività	-1,6	0,2	-0,4	1,7	-0,1	0,5	4,3	24,0
	Passività	5,7	2,4	1,2	1,7	1,0	2,6	1,4	24,1
Turchia	Attività	5,3	9,1	3,4	0,0	1,5	3,0	2,0	58,8
	Passività	-0,4	6,9	0,9	1,1	2,0	-1,5	2,5	28,0
<i>Per memoria:</i>									
nuovi paesi della UE ³	Attività	20,9	30,3	6,6	8,4	11,5	15,1	8,2	189,4
	Passività	-0,4	17,4	4,8	0,0	9,4	0,7	1,9	85,7
membri dell'OPEC	Attività	-6,5	21,3	1,7	4,9	5,5	5,4	5,0	163,0
	Passività	-14,9	34,5	-1,7	24,1	-4,2	8,1	26,7	319,2

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

... sono rilevati in modo lacunoso dai dati di controparte ...

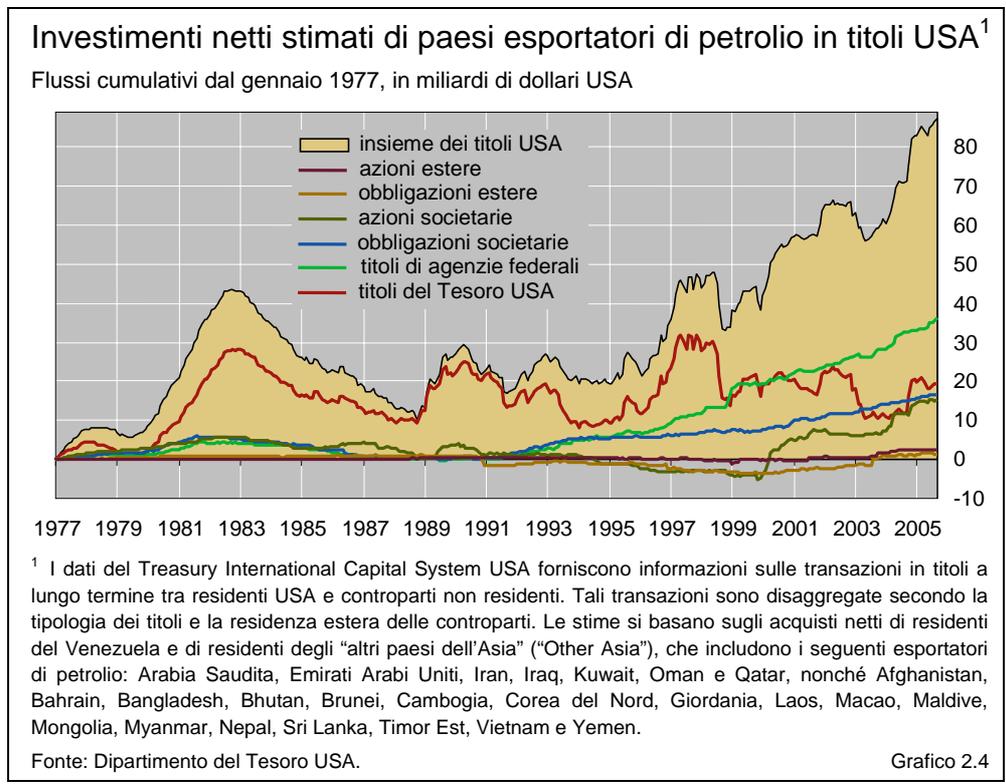
Mentre questa combinazione di dati di controparte coincide grosso modo con i deflussi dei fondi investibili dai paesi OPEC tra la fine degli anni ottanta e gli inizi degli anni novanta, essa rileva in modo molto meno accurato i forti incrementi di questi fondi durante i periodi di rincaro del petrolio. Nel ciclo più recente quasi il 70% dei fondi investibili cumulativi, ossia \$486 miliardi, non

può essere identificato nei dati di controparte, contro il 51%, pari a \$103 miliardi, del ciclo precedente.

Varie sono le ragioni che possono spiegare l'ampia discrepanza attuale. In primo luogo, i dati di controparte disponibili non colgono gli acquisti offshore di titoli. Ad esempio, le stime degli acquisti netti cumulativi di titoli USA da parte dei paesi OPEC in base ai dati del Treasury International Capital (TIC) System tendono a sottostimare il totale nella misura in cui questi titoli sono acquistati a Londra o in altri centri finanziari esterni agli Stati Uniti. In secondo luogo, gli investimenti internazionali nei mercati azionari e obbligazionari regionali potrebbero essere divenuti uno sbocco più importante per i petrodollari rispetto al passato. Molti paesi del Medio Oriente stanno registrando, per taluni aspetti, un boom economico; gli indici azionari in Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti sono più che quadruplicati tra fine 2001 e fine giugno 2005. Infine, vi sono indicazioni secondo cui i petrodollari vengono oggi investiti in modo più diversificato, sia geograficamente che per tipologia di strumenti. Ad esempio, i fondi speculativi e di *private equity*, che negli ultimi anni hanno registrato cospicui afflussi a livello mondiale, ma che non sono tenuti a rilasciare informazioni sulle posizioni della loro base di investitori, sono una possibile destinazione per questi investimenti.

... a causa della maggiore diversificazione

La maggiore diversificazione per tipi di attività è rispecchiata dagli scarsi dati di controparte disponibili. Ad esempio, una stima approssimativa degli acquisti netti cumulativi di titoli USA a lungo termine da parte dei paesi



dell'OPEC può essere ricavata utilizzando i dati del TIC⁶. Essa indica che nel periodo più recente è stata collocata in titoli USA una quota inferiore di fondi investibili, quantunque tali attività costituiscano tuttora gran parte degli investimenti in titoli esteri *identificati*⁷. Allo stesso tempo, gli investimenti in attività tedesche sono cresciuti dall'1 al 2% dei fondi investibili tra i due cicli. I dati disponibili indicano anche una diversificazione *all'interno* dell'universo dei titoli USA. Dal 1997 molti paesi produttori di petrolio sono stati venditori netti di titoli del Tesoro USA – lo strumento di elezione dei primi anni ottanta –, incrementando per contro gli acquisti di obbligazioni di società private e di agenzie federali statunitensi (grafico 2.4). Uno degli andamenti di maggior spicco nel periodo attuale è l'aumento degli investimenti in azioni USA dal 2000, con acquisti netti cumulativi pari a \$15,2 miliardi⁸.

Cala la quota di petrodollari incanalati verso le banche

Questo ampliamento della gamma di attività ha ridotto la quota di fondi investibili affluita alle banche dichiaranti alla BRI. I depositi collocati presso tali banche tra il 1978 e il 1982 rappresentavano il 28% dei fondi investibili accumulati nello stesso periodo, mentre la corrispondente percentuale per il periodo 1999-2005 è di appena il 20%. Come sarà discusso nella sezione seguente, i petrodollari costituiscono ancora un'importante fonte di provvista per il sistema bancario internazionale, ma in misura inferiore rispetto ai decenni scorsi.

I petrodollari: una fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI

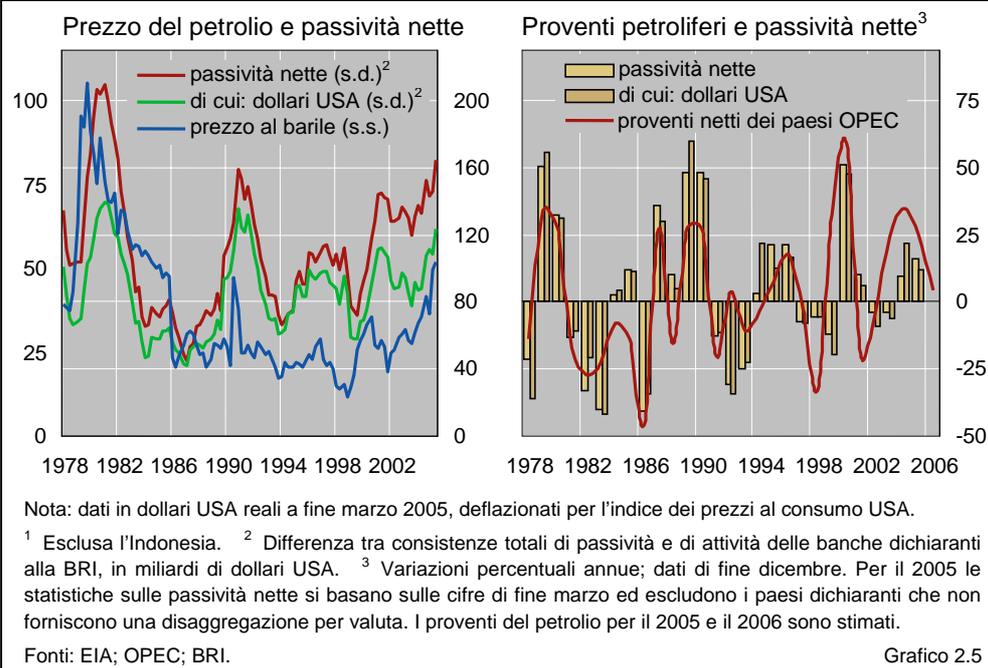
Storicamente le eccedenze degli introiti petroliferi durante i periodi di rapida crescita venivano prima depositate presso banche estere e quindi reinvestite in titoli o altre attività. Pertanto, l'esperienza del passato indica una correlazione approssimativa, ma comunque discernibile, tra prezzi del greggio, entrate petrolifere e stock netto di fondi depositati dai paesi OPEC presso le banche dichiaranti. Come illustrato nel grafico 2.5 (diagramma di sinistra), le consistenze reali nette delle passività nei confronti di questi paesi – che forniscono una misura del saldo dei fondi da essi incanalati nel sistema bancario internazionale – sono in genere cresciute all'aumentare dei prezzi reali del petrolio, talora con uno sfasamento temporale.

⁶ La stima degli acquisti cumulativi netti di titoli a lungo termine statunitensi da parte dei paesi OPEC è ottenuta sommando gli acquisti cumulativi netti dei residenti del Venezuela e quelli di residenti dei paesi classificati come "Other Asia" nei dati (transazioni) del Treasury International Capital System statunitense (cfr. il grafico 2.4). Le stime delle *consistenze* di titoli detenute dai paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente sono contenute nel *Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities as of 30 June, 2004*. Le loro disponibilità in titoli statunitensi a lungo termine sono salite dai \$19 miliardi di fine 1978 ai \$45 miliardi di fine 1984. Più di recente, le consistenze in essere sono passate dai \$71 miliardi di marzo 1994 ai \$103 miliardi di giugno 2004. Anche i loro averi in titoli di debito USA a breve sono aumentati, dai \$4,5 miliardi di giugno 2002 ai \$18,4 miliardi di due anni dopo.

⁷ Questi dati indicano che tra il 1978 e il 1982 il 19% circa dei fondi investibili cumulati dei paesi OPEC è stato direttamente destinato ad acquisti di titoli statunitensi. Per contro, la stessa analisi applicata al periodo più recente mostra che solo l'8% dei fondi investibili accumulati tra il 1999 e il 2004 è stato direttamente incanalato verso queste attività.

⁸ A differenza di quanto osservato per i titoli USA, sul mercato tedesco gli investitori dei paesi OPEC hanno ceduto azioni per acquistare obbligazioni governative.

Petrodollari e posizioni delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dell'OPEC¹



L'importanza dei petrodollari è piuttosto evidente nel ciclo 1978-1982 (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Le passività nette delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi OPEC sono pressoché raddoppiate in questo periodo, facendo figurare tali paesi fra i principali esportatori netti di fondi verso il sistema bancario internazionale. I fondi provenienti dall'area OPEC hanno alimentato la crescita delle posizioni lunghe nette delle banche dichiaranti verso altre regioni, in particolare nei confronti delle economie emergenti, culminata con la crisi debitoria degli anni ottanta.

Da allora, cambiamenti significativi nei flussi finanziari mondiali hanno ridotto l'incidenza relativa dei petrodollari sull'offerta di fondi intermediati dalle banche. Il cambiamento di maggior rilievo, come mostra il grafico 2.6, sta nel fatto che le banche dichiaranti alla BRI assumono attualmente in misura molto maggiore posizioni corte nette (passività) nei confronti dei *centri offshore* e delle *economie emergenti non appartenenti all'OPEC* e posizioni lunghe nette (attività) nei confronti degli Stati Uniti e dell'area dell'euro⁹. La crisi finanziaria asiatica del 1997 sembra avere contribuito a entrambe le tendenze. Prima della crisi la regione Asia-Pacifico si configurava come un importante debitore netto. A partire dal 1999, invece, una parte dei fondi generati dagli avanzi correnti

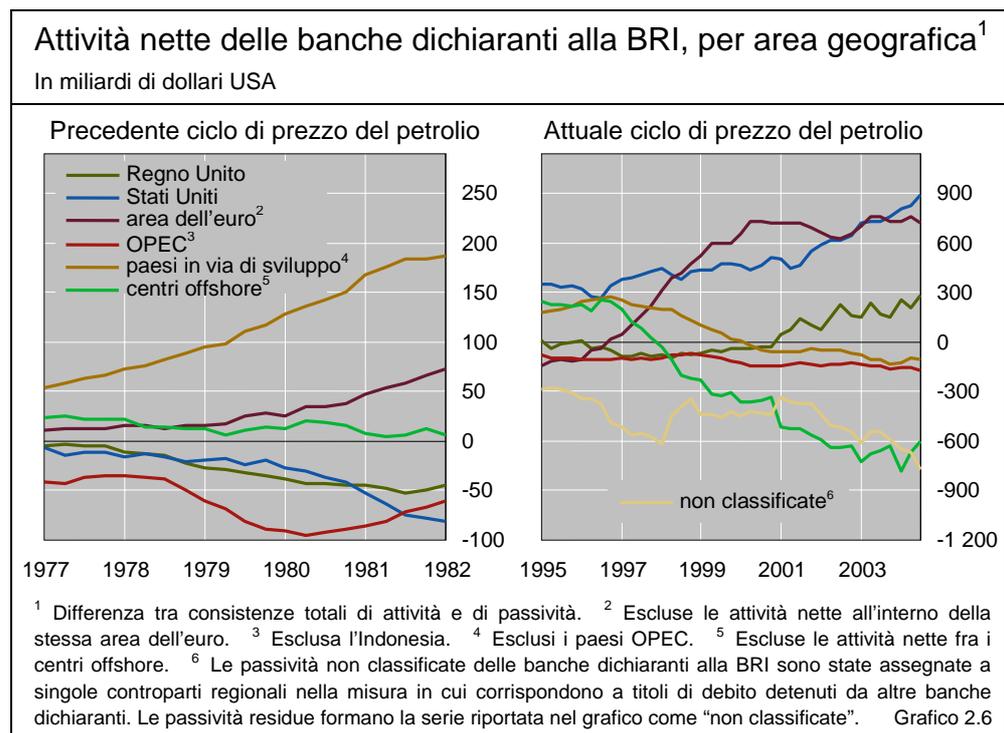
L'OPEC era un importante fornitore di fondi per le banche nel ciclo precedente ...

⁹ Le cifre che figurano nel diagramma di destra sono stime. Buona parte delle passività delle banche dichiaranti non è attribuita a un paese particolare poiché, a differenza di quanto avviene per i *depositi*, spesso le banche non conoscono il detentore dei *titoli* da loro emessi. Le passività delle banche dichiaranti alla BRI per le quali è sconosciuta la *residenza della controparte* sono cresciute a \$1,96 trilioni, ossia al 10% delle passività totali delle banche dichiaranti (contro il 2% del 1983). Tuttavia, i dati delle *attività* in titoli di debito delle banche dichiaranti *verso altre banche* sono impiegati per riallocare gran parte di questi impieghi non classificati in base al paese controparte.

... ma lo è meno nel ciclo attuale

(complessivamente \$599 miliardi) e dagli afflussi di capitali nelle (principali) economie emergenti asiatiche¹⁰ è stata collocata sotto forma di depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. Questo aumento dei depositi, unitamente a un calo dei crediti concessi dagli istituti dichiaranti dal 1997, ha determinato un'inversione della posizione netta nei confronti delle economie emergenti. In particolare, le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i residenti dei paesi asiatici emergenti sono scese da \$220 miliardi nel secondo trimestre 1997 a -\$97 miliardi quattro anni dopo¹¹.

Gli effetti della crisi asiatica si riscontrano anche nelle posizioni delle banche dichiaranti nei confronti dei centri offshore. La netta flessione osservabile nel grafico 2.6 rispecchia lo spostamento da una posizione lunga netta a una posizione corta netta verso i residenti di Hong Kong e Singapore. Dal punto di vista dei paesi dichiaranti, le banche situate in queste aree hanno ridotto il credito a mutuatari residenti nella regione Asia-Pacifico e sono diventate un veicolo tramite il quale i fondi netti dalla regione – e i fondi netti dai residenti di Hong Kong e Singapore – sono stati incanalati verso banche insediate nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Ciò riflette il ruolo di Hong Kong e Singapore quali centri internazionali di raccolta. La flessione delle attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i centri offshore illustrata nel



¹⁰ Tali andamenti sono analizzati nel capitolo sul mercato bancario internazionale della *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005. Le principali economie emergenti della regione Asia-Pacifico comprendono Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.

¹¹ Più di recente, nel quarto trimestre 2003, sono divenute negative anche le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso l'America latina.

Attività nette delle banche situate nei centri offshore, per regione della controparte¹

In miliardi di dollari USA

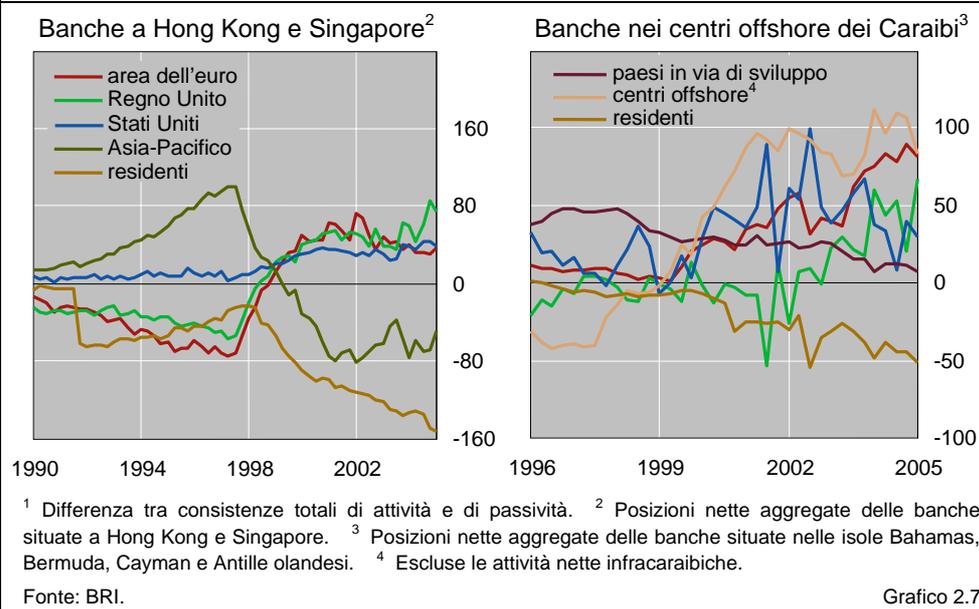


grafico 2.6 è ricollegabile anche a un calo degli impieghi verso i residenti dei centri offshore dei Caraibi. Ciò è in parte ascrivibile alle più ampie posizioni lunghe nette assunte da banche di questa regione verso l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Regno Unito dal 1999 (grafico 2.7, diagramma di destra).

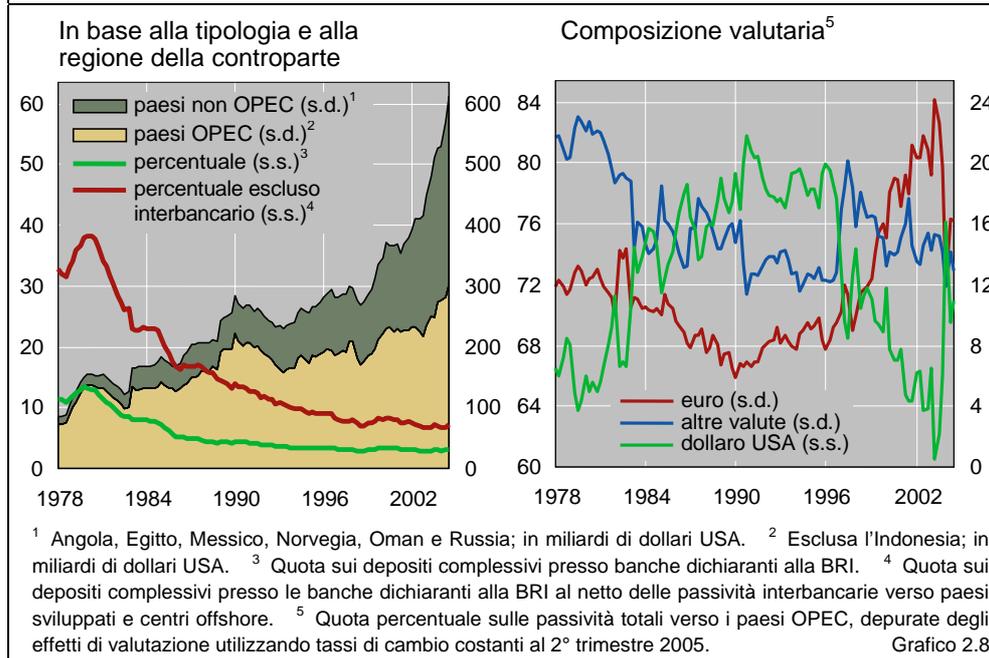
Depositi dei paesi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI

Anche se i paesi esportatori di petrolio sono divenuti una fonte meno importante di fondi per le banche dichiaranti alla BRI, è evidente che i loro depositi lordi collocati presso tali istituti sono andati crescendo nell'ultimo anno. Le passività totali delle banche dichiaranti nei confronti di questi paesi sono aumentate a un tasso medio annuo del 20% dal primo trimestre 2004, raggiungendo \$611 miliardi in quello più recente (grafico 2.8, diagramma di sinistra). Ciò nonostante, i residenti dei paesi esportatori concorrono per solo il 3% ai depositi presso le banche dichiaranti, rispetto al picco del 13% del precedente ciclo di rincaro del petrolio. Il calo è ancora più significativo se si escludono i depositi interbancari, che oscillano in funzione del flusso di fondi fra i diversi intermediari.

Come mostra il grafico 2.8, i paesi esportatori di petrolio non appartenenti all'OPEC concorrono per una quota più ampia a questi "petrodepositi" rispetto al passato¹². Ciò è dovuto principalmente alla Russia, i cui introiti petroliferi sono ammontati a \$403 miliardi da fine 1998, una cifra inferiore solo ai

¹² In base alla definizione utilizzata nel grafico 2.8, la quota dei paesi esterni all'OPEC sul totale dei depositi dei paesi esportatori di petrolio è salita dal 14% di fine 1977 al 50% del secondo trimestre 2005.

Passività totali delle banche dichiaranti alla BRI verso i principali paesi esportatori di petrolio



Gli esportatori di petrolio non OPEC acquistano maggiore importanza rispetto a quelli OPEC

La composizione valutaria dei depositi OPEC ...

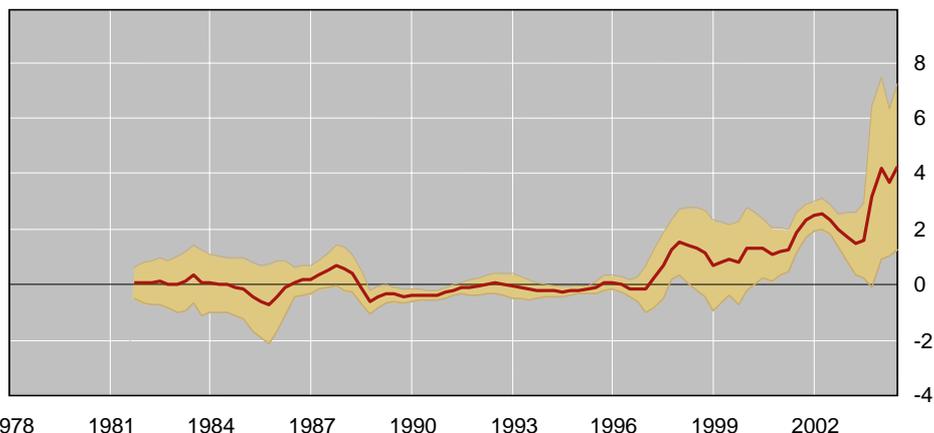
\$597 miliardi dell'Arabia Saudita per lo stesso periodo. I ricavi petroliferi russi hanno alimentato l'accumulo di riserve valutarie del paese e i cospicui collocamenti all'estero. Una parte di questi ultimi è affluita alle banche. In particolare, i depositi presso le banche dichiaranti alla BRI hanno rappresentato il 38% dell'aumento di \$250 miliardi delle attività finanziarie estere russe totali nell'attuale ciclo di prezzo del greggio.

La composizione valutaria dei depositi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI ha subito cambiamenti importanti dal 1999. Questi sembrano essere collegati all'andamento del tasso di cambio e ai differenziali di interesse tra euro e dollaro USA. Dagli inizi del 1999 agli inizi del 2004 si è assistito a uno spostamento dei depositi verso l'euro (grafico 2.8, diagramma di destra) in corrispondenza, nei primi tre anni, di un aumento del differenziale di interesse tra euro e dollaro USA e, negli ultimi due, di un drastico deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro¹³. Agli inizi del 2004 la quota di depositi in euro sul totale dei depositi OPEC depurati degli effetti di cambio era aumentata di 13 punti percentuali. Tuttavia, questo incremento è stato rapidamente riassorbito quando il tasso di cambio euro/dollaro USA si è stabilizzato e i tassi ufficiali statunitensi hanno cominciato a salire. Tra metà 2004 e il secondo trimestre 2005 i nuovi fondi in dollari USA depositati da residenti nei paesi OPEC presso le banche dichiaranti hanno comportato un calo di 8 punti percentuali della quota di depositi in euro.

¹³ Nel corso di questa analisi gli effetti di cambio sono eliminati ricalcolando la quota per valuta a tassi di cambio costanti di fine periodo riferiti al 2° trimestre 2005.

Composizione valutaria dei depositi OPEC: una spiegazione¹

Impatto dei rendimenti relativi euro/dollaro USA²



¹ Esclusa l'Indonesia. ² Risultati di una regressione mobile di 16 trimestri della quota relativa in euro/dollaro USA dei depositi di residenti OPEC presso banche dichiaranti alla BRI sul differenziale di interesse euro/dollaro USA e sul contestuale tasso di cambio euro/dollaro USA. La quota valutaria equivale allo stock dei depositi in euro in percentuale della somma dei depositi in euro e in dollari USA collocati presso paesi che segnalano la distribuzione per valute. Tali stock di depositi sono stati corretti impiegando tassi di cambio costanti al 2° trimestre 2005. Il differenziale di interesse equivale allo scarto tra i rendimenti annualizzati di titoli di Stato tedeschi e statunitensi a un anno. Prima del 1999, tassi di cambio marco tedesco/dollaro USA. La curva rappresenta il coefficiente angolare del differenziale di interesse. L'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza di due errori standard. Grafico 2.9

Questa recente ricomposizione valutaria dei depositi appare simile, benché più accentuata, a quella osservata durante il ciclo dei prezzi del petrolio 1978-1982. Vi sono indicazioni che rispetto al passato la composizione valutaria dei depositi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI è divenuta più sensibile alle variazioni dei differenziali di interesse. Ciò è desumibile dai risultati di una regressione per periodi mobili di 16 trimestri della quota relativa dei depositi di questi paesi in euro/dollari USA sui differenziali di interesse e sul tasso di cambio euro/dollaro USA (grafico 2.9).

La regressione intende cogliere la misura in cui la composizione valutaria dei depositi OPEC reagisce alle variazioni dei tassi di interesse, per date aspettative sui movimenti valutari¹⁴, assumendo che queste ultime siano indotte dai contestuali differenziali di interesse e tasso di cambio¹⁵. Poiché le quote relative si basano sulle consistenze dei depositi valutate a tasso di cambio costante, la regressione coglie le variazioni di queste quote derivanti unicamente da nuovi flussi.

I risultati della regressione mostrano che la composizione valutaria dei depositi OPEC ha reagito al differenziale di interesse fra euro e dollaro USA

... pare reagire ai differenziali di interesse

¹⁴ Va tenuto presente che i risultati della regressione si basano solo sui depositi presso le banche dichiaranti alla BRI e, pertanto, non sono necessariamente validi per tutti gli investimenti esteri dei residenti nei paesi OPEC. Inoltre, essi forniscono di per sé un quadro incompleto del rischio di mercato inerente ai depositi OPEC che potrebbe dover essere coperto.

¹⁵ I differenziali di interesse e i tassi di cambio euro/dollaro USA confermano di avere una valenza predittiva per le variazioni effettive del tasso di cambio euro/dollaro USA tra il 4° trimestre 1978 e il 2° trimestre 2005.

solo durante il ciclo recente di ascesa dei prezzi del petrolio. Il coefficiente di regressione è positivo e statisticamente significativo per tutti i periodi mobili (eccetto uno) con data finale dal primo trimestre 2001 in avanti. In questo periodo, i risultati hanno anche una significanza economica, in quanto a un incremento di 1 punto percentuale nel differenziale di interesse tende a corrispondere un incremento di circa 2 punti percentuali nella quota relativa di depositi in euro¹⁶.

La stessa correlazione non è riscontrabile nel precedente ciclo dei prezzi del petrolio. I risultati della regressione indicano che, prima del 2001, la composizione valutaria dei depositi dei paesi OPEC non è stata influenzata dai rendimenti relativi in termini né statistici, né economici. In particolare, l'elevata volatilità del differenziale di interesse fra euro e dollaro USA nel periodo 1978-1982 non trova riflesso nei movimenti delle quote rispettive sui depositi totali.

¹⁶ Il coefficiente angolare del tasso di cambio è statisticamente significativo nella maggior parte degli intervalli di regressione, ma il suo segno è instabile. Per esempio, il coefficiente è positivo negli intervalli di regressione con date finali fra il 1° trimestre 1998 e il 2° trimestre 2002 e negativo negli intervalli con date finali tra il 2° trimestre 2003 e il 2° trimestre 2004. Il primo risultato è coerente con l'aspettativa di una convergenza sistematica verso i valori medi (*mean reversion*) del tasso di cambio euro/dollaro USA, per cui un deprezzamento dell'euro (ossia un tasso di cambio più elevato) preannuncerebbe un apprezzamento e indurrebbe uno spostamento in favore di tale valuta. Il secondo risultato è in linea invece con l'aspettativa di persistenza delle variazioni di cambio.

Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati

Blaise Gadanecz

Le condizioni di mercato rimangono favorevoli nel terzo trimestre 2005

Dopo un secondo trimestre molto vivace, l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è rallentata. Nel trimestre in rassegna le nuove sottoscrizioni sono ammontate a \$522 miliardi, importo inferiore del 28% rispetto al periodo precedente, ma pur sempre del 13% superiore a quello del corrispondente trimestre del 2004. Su base destagionalizzata, le sottoscrizioni sono diminuite del 5% soltanto.

Le condizioni di mercato sono rimaste favorevoli, specie negli Stati Uniti, dove i differenziali (non corretti per la qualità creditizia) si sono ulteriormente ridotti, mentre le scadenze medie sono aumentate. La percentuale di operazioni con clausole di salvaguardia o garanzie ha toccato un minimo senza precedenti per i mutuatari dei paesi industriali, verosimilmente un'altra indicazione di condizioni di mercato vantaggiose.

I bassi differenziali sui prestiti sindacati dei paesi industriali sono stati accompagnati da un numero medio eccezionalmente basso di partecipanti: nove istituti per operazione. Probabilmente molte banche si sono ritirate dal mercato a causa dei bassi spread offerti.

I prestiti ai mercati emergenti hanno raggiunto \$56 miliardi, un livello non più osservato dalla fine del 1997. L'attività è stata trainata da una raccolta eccezionalmente sostenuta da parte dei residenti di Medio Oriente e Africa e di Asia-Pacifico (in particolare la Cina). In queste due regioni il settore energetico è stato tra i principali prenditori di fondi e i differenziali medi sul Libor sono stati bassi: rispettivamente 76 e 75 punti base (un livello raramente osservato in Asia dopo il 1996). Il Sudafrica ha ulteriormente alimentato l'attività nella propria regione rinnovando prestiti sovrani per oltre \$1,5 miliardi. Dopo una lunga pausa, l'Argentina è tornata sul mercato con l'allestimento di un'operazione di \$1,4 miliardi per una grande società di costruzioni.

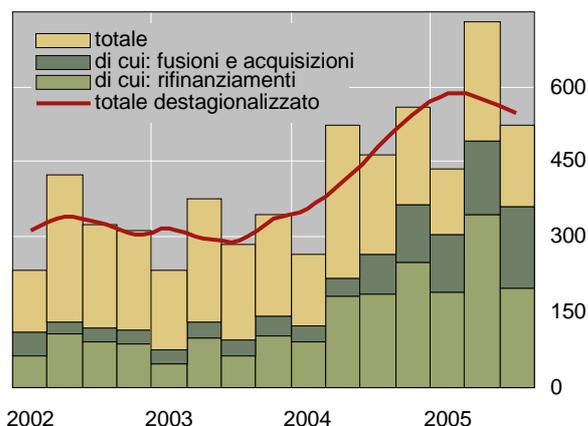
Distribuzione geografica dei prestiti sindacati a determinati paesi esportatori di petrolio e al settore petrolifero

Analizzando la struttura dei consorzi finanziatori è possibile determinare la nazionalità delle banche coinvolte in prestiti sindacati a determinati paesi esportatori di petrolio e all'industria petrolifera negli ultimi dieci anni. L'esercizio mostra che in questo settore il ruolo delle banche dell'Europa occidentale è prominente e in crescita.

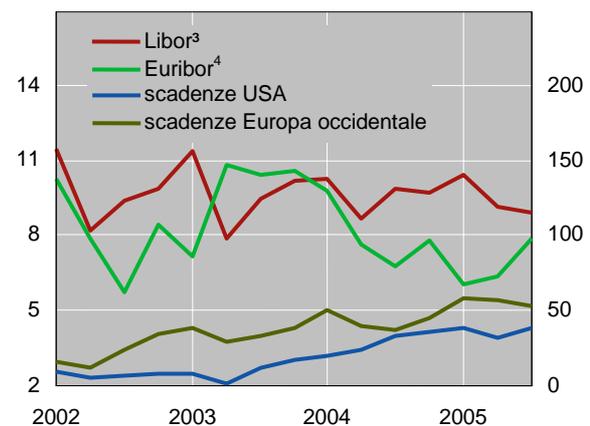
La maggior parte dei prestiti erogati nell'ultimo decennio a favore dei paesi OPEC del Medio Oriente (a prescindere dal settore del mutuatario) è stata allestita e finanziata da banche della stessa regione e dell'Europa occidentale (cfr. grafico B). Il ruolo delle banche regionali ha tuttavia progressivamente perso di importanza. Se tra il 1994 e il 1999 il 30% di quei prestiti era stato in effetti allestito da tali banche, la quota è scesa al 24%

Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

Totale delle sottoscrizioni (miliardi di USD)



Media ponderata¹ di prezzo² (p.b., s.d.) e scadenze (anni, s.s.), Stati Uniti ed Europa occidentale



¹ In base all'ammontare dell'operazione. ² Spread + commissioni. ³ Prestiti denominati in dollari USA, con prezzo fissato rispetto al Libor e concessi a mutuatari statunitensi. ⁴ Prestiti denominati in euro, con prezzo fissato rispetto all'Euribor e concessi a mutuatari dell'Europa occidentale.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico A

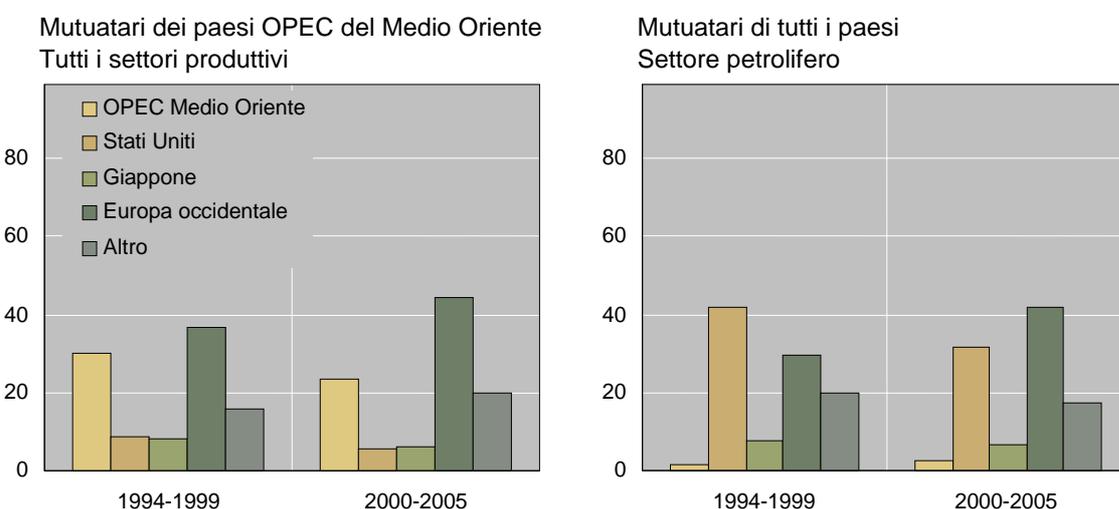
nel corso degli ultimi cinque anni, con il progressivo aumento della presenza di banche esterne alla regione, specie dell'Europa occidentale. Per quanto riguarda l'origine dei fondi, la quota delle banche dell'Europa occidentale è parimenti aumentata, a quasi il 50% dei fondi erogati nel 2004 e nel 2005, principalmente a scapito di quella di pertinenza dei prestatori regionali. Molto probabilmente la ricerca di rendimenti più elevati ha indotto le banche dell'Europa occidentale a diversificare l'attività di prestito al di fuori del proprio mercato nazionale, dove negli ultimi due anni i margini sono stati eccezionalmente bassi.

Le banche dell'Europa occidentale hanno altresì partecipato in ampia misura a prestiti sindacati commerciali in favore di mutuatari dei paesi OPEC del Medio Oriente. Nell'ultimo decennio ne hanno in media allestito il 56% e hanno erogato il 74% dei rispettivi fondi.

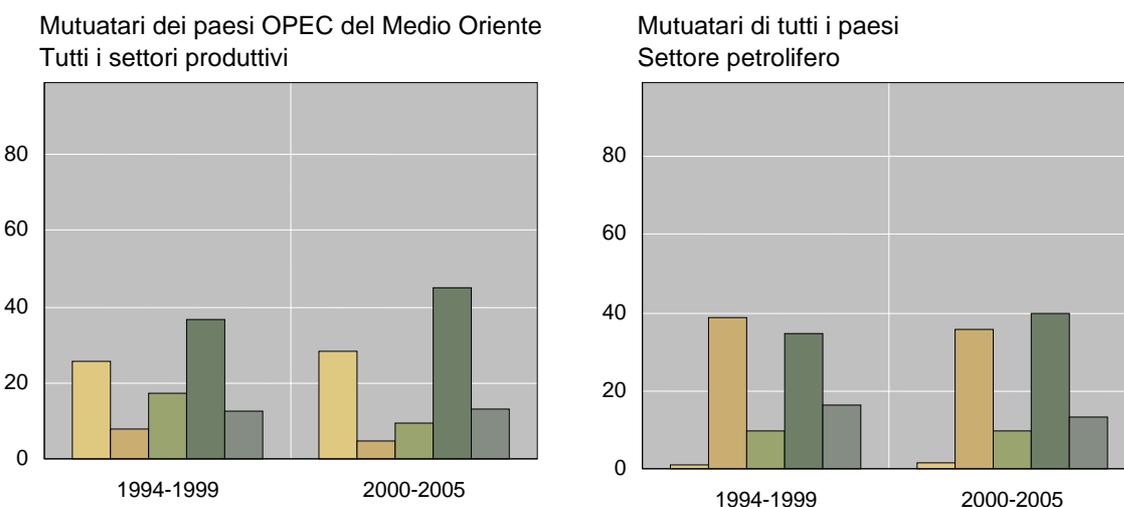
Le banche più attive su scala mondiale nell'organizzare e finanziare crediti per l'industria petrolifera sono state quelle di Stati Uniti ed Europa occidentale, che insieme hanno totalizzato oltre il 70% del mercato. Tra il 1995 e il 1999 e tra il 2000 e il 2005 le banche dell'Europa occidentale hanno guadagnato rispettivamente 13 e 5 punti percentuali della quota di mercato in veste di organizzatrici e finanziatrici, a scapito degli istituti statunitensi.

Provenienza geografica dei prestiti sindacati¹ collegati al petrolio

Nazionalità del gruppo organizzatore, in % del numero di prestiti allestiti, media del 1993-2005²



Nazionalità del gruppo finanziatore, in % degli importi erogati, media del 1993-2005²



¹ Comprese le operazioni nazionali. ² Fino al 3° trimestre 2005.

Fonti: Dealogic Loanware; elaborazioni dell'autore.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel terzo trimestre 2005 il ritmo della raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito ha subito un rallentamento, che si è tradotto in un calo delle emissioni lorde complessive di obbligazioni e *note* pari al 19% rispetto al secondo trimestre. Tuttavia, grazie alla sostenuta attività dei mesi precedenti, su base annua la raccolta lorda del trimestre in esame è risultata comunque in crescita di quasi il 10% (tabella 3.1). I collocamenti sono fortemente aumentati negli Stati Uniti, mentre sono diminuiti nell'area dell'euro. Gli emittenti del comparto ad alto rendimento hanno intensificato ancora una volta il ricorso al mercato internazionale, lasciandosi alle spalle un secondo trimestre debole su cui avevano inciso le turbolenze nel settore automobilistico statunitense. Le emissioni nette mondiali di obbligazioni e *note* hanno segnato una marcata flessione su base sia trimestrale che annua (tabella 3.2).

La raccolta dei paesi emergenti si è mantenuta su livelli elevati nel terzo trimestre e gli spread applicati al loro debito sul mercato secondario sono scesi ai minimi storici. Le emissioni internazionali in moneta locale di mutuatari dei mercati emergenti sono proseguite a ritmo particolarmente sostenuto e il 2005 si preannuncia un anno record per questo segmento del mercato. Ancora una volta la stragrande maggioranza di tali emissioni è riconducibile a prenditori latinoamericani, e in particolare al governo brasiliano che vi ha contribuito per \$1,5 miliardi in settembre.

Forte crescita della raccolta statunitense

Dopo svariati trimestri di debole attività sul mercato internazionale delle obbligazioni e *note*, le emissioni lorde statunitensi hanno registrato un forte incremento nel terzo trimestre, da \$175 a 219 miliardi, equivalente su base annua al 29%. Come già in passato, i soggetti più attivi sono state le agenzie federali. Fannie Mae ha lanciato obbligazioni a 5 e 10 anni per un valore facciale di \$3 miliardi ciascuna, mentre Freddie Mac e Federal Home Loan Banks hanno entrambe perfezionato due emissioni di *medium-term note* di \$4 miliardi e tre di \$3 miliardi. I titoli emessi sono stati collocati in punti diversi della curva: a 5 e 10 anni le emissioni Freddie Mac di importo più elevato e sul segmento a breve quelle di Federal Home Loan Banks.

La crescita della
raccolta USA
trainata dalle
agenzie federali

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle <i>note</i> internazionali							
In miliardi di dollari USA							
	2003	2004	2004		2005		
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	2 885,0	3 300,1	726,0	822,5	1 077,6	977,0	795,9
Obbligazioni	1 610,6	1 785,9	378,1	435,1	596,6	514,4	460,6
<i>Note</i>	1 274,4	1 514,2	347,9	387,4	481,0	462,6	335,3
A tasso variabile	962,4	1 256,8	285,2	327,9	337,7	410,9	272,7
Ordinarie a tasso fisso	1 834,5	1 985,9	430,3	483,3	723,7	559,7	517,0
Collegate ad azioni ¹	88,1	57,4	10,5	11,2	16,3	6,4	6,2
Dollaro USA	1 171,8	1 154,1	255,5	284,1	314,1	300,0	326,7
Euro	1 287,6	1 597,5	350,2	389,8	571,9	532,5	304,4
Yen	102,7	111,4	22,4	25,9	30,5	27,0	30,6
Altre valute	322,9	437,1	97,9	122,6	161,1	117,5	134,2
Paesi sviluppati	2 620,7	3 009,4	655,8	752,1	954,8	885,7	704,3
Stati Uniti	740,3	774,2	169,7	184,4	215,5	175,1	219,4
Area dell'euro	1 301,9	1 469,4	306,1	362,9	532,8	510,8	286,0
Giappone	48,3	62,0	12,1	9,9	13,9	13,3	18,7
Centri offshore	32,0	41,1	13,8	13,5	11,4	13,3	11,0
Mercati emergenti	139,7	152,4	35,0	35,1	83,1	49,8	46,3
Istituzioni finanziarie	2 280,2	2 687,7	607,3	688,2	842,9	813,2	677,3
Private	1 913,4	2 282,3	506,6	592,2	697,8	681,3	602,7
Pubbliche	366,8	405,4	100,6	95,9	145,1	132,0	74,6
Imprese	270,2	270,2	61,5	75,3	58,1	56,2	46,6
Private	218,9	232,7	56,8	60,9	54,7	43,4	38,6
Pubbliche	51,3	37,5	4,7	14,3	3,4	12,9	8,0
Governi	242,1	245,0	35,9	37,3	148,3	79,3	37,7
Organizzazioni internazionali	92,5	97,1	21,3	21,8	28,3	28,2	34,3
Emissioni perfezionate	2 866,1	3 303,7	708,8	864,4	1 017,3	1 019,8	739,6
<i>Per memoria: rimborsi</i>	1 503,0	1 750,1	405,0	439,8	521,8	516,0	527,8

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.

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

Tabella 3.1

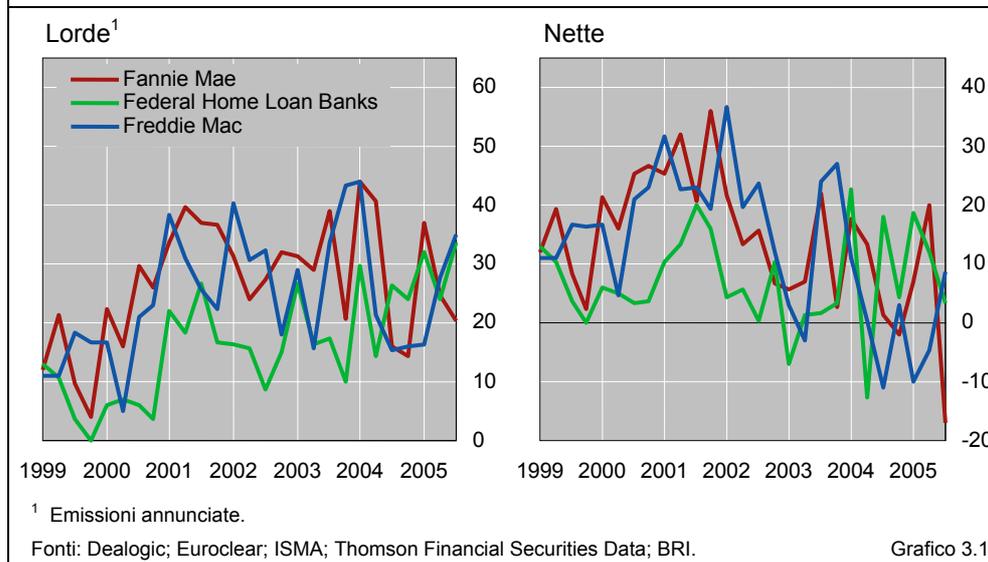
La forte crescita delle emissioni lorde da parte di Freddie Mac si è accompagnata a una raccolta netta positiva, che segna una decisa inversione di tendenza rispetto al trimestre precedente, quando il volume netto era risultato negativo per \$4,6 miliardi (grafico 3.1). Le emissioni nette totali di titoli di debito a lunga scadenza (nazionali e internazionali) da parte dell'agenzia hanno seguito una tendenza al rialzo quest'anno. La crescita del terzo trimestre ha contribuito a finanziare un aumento dei prestiti ipotecari in portafoglio pari a \$20 miliardi. Per contro, il volume netto complessivo delle emissioni a lunga scadenza di Fannie Mae è stato finora negativo; in particolare, la riduzione di \$20,3 miliardi nel terzo trimestre ha coinciso con un drastico ridimensionamento del portafoglio ipotecario, che ha rispecchiato gli

Aumenta la raccolta netta di Freddie Mac ...

... mentre si riduce drasticamente quella di Fannie Mae per soddisfare i requisiti patrimoniali

Emissioni di obbligazioni e *note* internazionali da parte di agenzie federali USA

In miliardi di dollari USA



sforzi dell'ente di soddisfare entro la fine di settembre il requisito di un'eccedenza patrimoniale del 30% imposto dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)¹.

Il totale netto delle emissioni USA di obbligazioni e *note* internazionali è diminuito del 22% nel terzo trimestre, in controtendenza rispetto ai precedenti profili stagionali, poiché nel terzo trimestre le emissioni nette statunitensi, a differenza di quanto avviene in molti altri paesi, sono generalmente superiori alla media (cfr. questa stessa sezione nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005).

In netto calo le emissioni nell'area dell'euro

Diminuiscono le emissioni nell'area dell'euro ...

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali di residenti nell'area dell'euro sono diminuiti per il secondo trimestre consecutivo, ma questa volta il calo – a \$286 miliardi, pari al 44% su base trimestrale – è stato nettamente superiore a quello del periodo precedente. Esso è in parte attribuibile a fattori stagionali: le emissioni dell'area sul mercato internazionale tendono a essere inferiori di circa il 18% nel terzo trimestre rispetto al secondo. È invece da escludere un'incidenza degli effetti di cambio, poiché nel corso del trimestre il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro non ha superato lo 0,5%.

... principalmente a causa della raccolta netta negativa in Germania

Su base netta i collocamenti hanno subito un vistoso calo, passando da \$310 a 33 miliardi nel terzo trimestre. Dopo un primo semestre di intensa attività, nel periodo in esame la raccolta netta dei mutuatari tedeschi è stata

¹ Successivamente, l'OFHEO ha confermato il conseguimento da parte di Fannie Mae dell'obiettivo fissato per i requisiti patrimoniali.

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 sett. 2005
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale emissioni nette	1 363,1	1 553,6	303,9	424,6	495,5	503,9	211,8	13 588,2
A tasso variabile	383,6	636,8	129,8	193,6	100,5	242,2	32,2	3 736,6
Ordinarie a tasso fisso	958,5	922,9	176,8	235,4	397,4	266,8	188,4	9 521,1
Collegate ad azioni	20,9	-6,2	-2,7	-4,4	-2,4	-5,2	-8,8	330,4
Paesi sviluppati	1 282,2	1 433,2	276,6	396,6	462,1	474,1	167,8	12 044,0
Stati Uniti	260,5	223,2	34,8	63,9	65,1	53,9	42,3	3 356,4
Area dell'euro	731,8	779,7	139,8	220,2	283,8	309,6	32,7	5 902,1
Giappone	-1,7	17,4	1,9	0,4	4,9	-2,4	4,6	269,4
Centri offshore	16,3	21,4	8,5	9,0	2,6	8,6	7,1	168,5
Mercati emergenti	42,1	76,1	13,0	21,6	28,8	15,6	15,3	831,5
Istituzioni finanziarie	1 101,9	1 305,4	277,7	364,8	395,2	445,8	195,3	10 121,3
Private	907,3	1 095,5	226,4	316,4	319,2	369,4	186,3	8 562,8
Pubbliche	194,5	209,9	51,3	48,4	76,1	76,4	9,0	1 558,5
Imprese	110,2	73,8	11,7	43,0	13,8	13,6	-4,6	1 494,1
Private	90,9	55,9	12,5	34,7	21,9	6,8	-6,2	1 260,2
Pubbliche	19,3	17,9	-0,9	8,4	-8,1	6,8	1,6	233,9
Governi	128,5	151,4	8,8	19,4	84,5	39,0	-0,6	1 428,5
Organizzazioni internazionali	22,5	22,9	5,8	-2,7	2,0	5,4	21,7	544,3

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

Tabella 3.2

negativa per \$13,4 miliardi. La contrazione è riconducibile sia alle società finanziarie sia alle imprese, mentre le emissioni nette statali sono anzi lievemente aumentate. Anche in Italia la raccolta netta è risultata negativa, a differenza di Spagna e Paesi Bassi, dove è aumentata rispettivamente di \$21,4 e 15,4 miliardi.

Nonostante la consistente flessione della raccolta lorda, nel trimestre sono state nondimeno effettuate alcune transazioni di rilievo. In primo luogo, la Banca europea per gli investimenti si è presentata sul mercato con due operazioni di elevato importo: un'obbligazione quinquennale in dollari USA per \$3 miliardi e un'emissione decennale in euro con valore facciale €5 miliardi (\$6,1 miliardi), cedola 3,125% e spread di 8,1 punti base sul Bund decennale. È questa la prima emissione *benchmark* a 10 anni dell'organismo sovranazionale nell'ultimo biennio, servita a completare la curva di riferimento da 1 a 30 anni.

In secondo luogo, pare esservi stata una sostenuta domanda di titoli a tasso variabile a breve termine, di cui sono state effettuate diverse emissioni di importo elevato. Eurohypo AG, banca di credito ipotecario quotata A, ha lanciato l'8 settembre un'euroobbligazione triennale a tasso variabile del valore di €3 miliardi (\$3,64 miliardi) con uno spread di 5 punti base sull'Euribor a tre mesi nell'ambito di un programma di emissioni per €20 miliardi. Il 30 settembre la banca commerciale spagnola BBVA Senior Finance SA Unipersonal ha

Ampia domanda di titoli a breve scadenza

emesso un'euroobbligazione biennale per €3 miliardi (\$3,73 miliardi) con uno spread di 2 punti base sull'Euribor a tre mesi.

Varia significativamente l'incidenza relativa delle valute

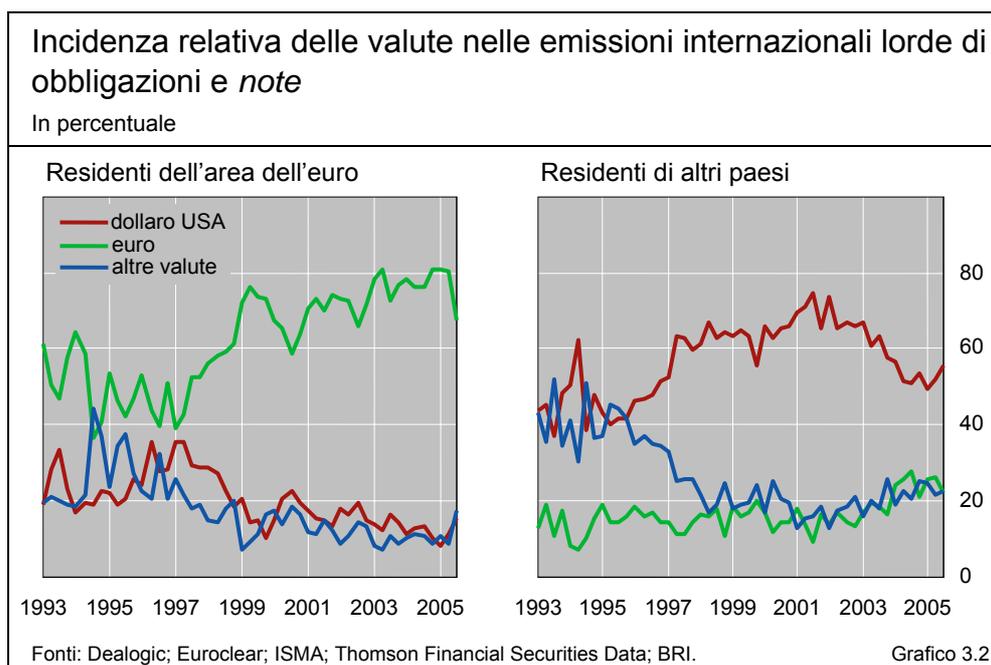
La tendenza crescente delle emissioni in euro ...

In retrospettiva si può osservare una costante tendenza all'aumento delle emissioni in euro di residenti dell'area a partire dalla fine del 2000. Nel periodo che ha preceduto l'unione monetaria europea la quota di emissioni internazionali denominate nelle valute confluite nell'euro da parte di soggetti dell'area era sensibilmente aumentata, da circa il 40 al 75% nell'arco di due anni (grafico 3.2). Dopo una temporanea flessione al 60% a metà 2000, tale quota è progressivamente risalita fino a circa l'80% nel primo semestre 2005. Per contro, le emissioni in euro sul mercato internazionale da parte di soggetti esterni all'area non sono aumentate in misura significativa. Come mostra il grafico, dal 2003 l'incidenza delle emissioni lorde in euro e in altre valute è cresciuta rispetto a quella delle emissioni in dollari USA, ma le variazioni sono state relativamente modeste fino a ora.

... si inverte nel terzo trimestre

A prescindere da queste tendenze, la quota delle emissioni in euro di mutuatari dell'area è diminuita nel terzo trimestre, di pari passo con il netto calo della loro raccolta lorda totale. Analogamente, sono diminuite anche le quote delle emissioni lorde e nette di obbligazioni e *note* internazionali in euro di soggetti non appartenenti all'area (tabella 3.3). Di conseguenza, per la prima volta dal terzo trimestre 2002 l'ammontare delle emissioni nette in euro (\$60,5 miliardi) è stato inferiore a quello delle emissioni in dollari USA (\$78,8 miliardi).

Oltre alla quota di titoli in dollari USA sono decisamente aumentate nel trimestre anche quelle di alcune altre valute: in particolare, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* in dollari australiani e neozelandesi sono cresciute



Emissioni nette di obbligazioni e note internazionali per regione e per valuta ¹								
In miliardi di dollari USA								
		2003	2004	2004		2005		
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Stati Uniti	Dollaro USA	204,9	134,8	5,0	51,0	42,6	56,3	14,0
	Euro	41,4	48,9	14,7	7,4	13,7	-3,2	12,1
	Sterlina	12,0	22,9	10,6	4,7	5,5	1,1	6,9
	Yen	1,2	4,8	1,5	0,3	-1,1	-0,3	3,4
	Altre valute	1,0	11,7	3,0	0,5	4,5	-0,1	6,0
Area dell'euro	Dollaro USA	74,7	56,8	9,7	15,7	15,2	15,0	14,9
	Euro	627,1	655,4	115,4	195,3	238,3	279,2	3,2
	Sterlina	13,9	32,6	8,2	5,3	12,0	6,9	9,4
	Yen	-9,5	3,1	0,6	-3,0	5,0	0,4	-0,4
	Altre valute	25,6	31,8	5,8	6,9	13,3	8,0	5,6
Altre regioni	Dollaro USA	139,9	182,5	39,2	46,3	37,9	28,2	49,9
	Euro	115,0	218,5	62,6	47,8	61,1	56,0	45,2
	Sterlina	58,9	78,7	8,2	29,1	31,4	25,7	27,5
	Yen	12,0	19,2	5,2	0,9	0,1	-6,5	-3,0
	Altre valute	45,0	51,8	14,0	16,5	16,2	37,1	17,1
Totale	Dollaro USA	419,4	374,0	53,9	113,0	95,6	99,5	78,8
	Euro	783,5	922,9	192,8	250,5	313,0	332,0	60,5
	Sterlina	84,8	134,2	27,0	39,0	48,9	33,7	43,8
	Yen	3,7	27,2	7,3	-1,8	4,0	-6,4	0,0
	Altre valute	71,7	95,3	22,9	23,9	34,0	45,0	28,6

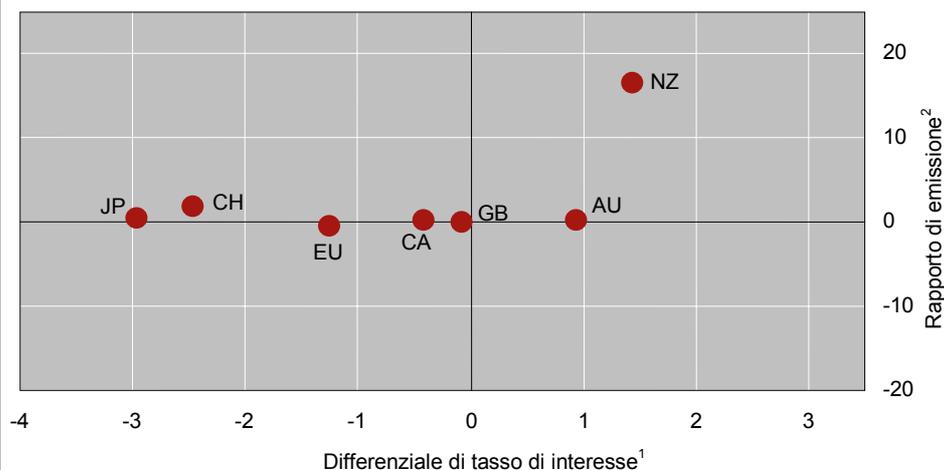
¹ In base alla nazionalità del mutuatario.
 Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.3

rispettivamente del 39 e 88%. Precedenti ricerche hanno evidenziato che la quota di emissioni lorde in una valuta tende a essere correlata al volume di emissioni dei residenti nel paese della moneta considerata e al differenziale tra tassi di interesse locali a lungo termine e rendimenti dei titoli del Tesoro USA². In effetti, negli ultimi trimestri in Australia e Nuova Zelanda i tassi di interesse a lungo termine sono stati notevolmente più elevati di quelli statunitensi (grafico 3.3). Tuttavia, da un esame più approfondito emerge che la relazione tra emissioni e differenziali di interesse non è stata così univoca nel terzo trimestre; ad esempio, anche i collocamenti in dollari canadesi e in franchi svizzeri hanno raggiunto livelli storicamente elevati, sebbene i tassi di interesse a lungo termine dei rispettivi paesi fossero inferiori a quelli statunitensi.

Forte aumento delle emissioni in dollari australiani e neozelandesi

² Cfr. B. Cohen, "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005, 57-71. La quota delle emissioni in una valuta aumenta generalmente anche di riflesso alla forza di quest'ultima nei confronti del dollaro USA. Nel terzo trimestre tutti i tassi di cambio delle valute considerate nel grafico 3.3 si sono attestati su livelli relativamente elevati rispetto alla loro media dal 1995 (misurata in dollari USA per unità di valuta nazionale).

Differenziali di tasso di interesse e attività di emissione in determinati paesi



AU = Australia, CA = Canada, CH = Svizzera, EU = area dell'euro, GB = Regno Unito, JP = Giappone, NZ = Nuova Zelanda.

¹ Differenza fra il rendimento del titolo di Stato decennale del paese considerato e quello del Treasury USA decennale, 3° trimestre 2005; per l'area dell'euro, rendimento del Bund decennale (in percentuale). ² Rapporto tra le emissioni in una data valuta, depurate dal *trend*, e le emissioni di residenti del paese di origine della moneta nel 3° trimestre 2005; i dati si riferiscono alle emissioni lorde annunciate di obbligazioni e *note* internazionali. Il *trend* è calcolato utilizzando i dati dal 1° trimestre 1995 al 3° trimestre 2005.

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

Grafico 3.3

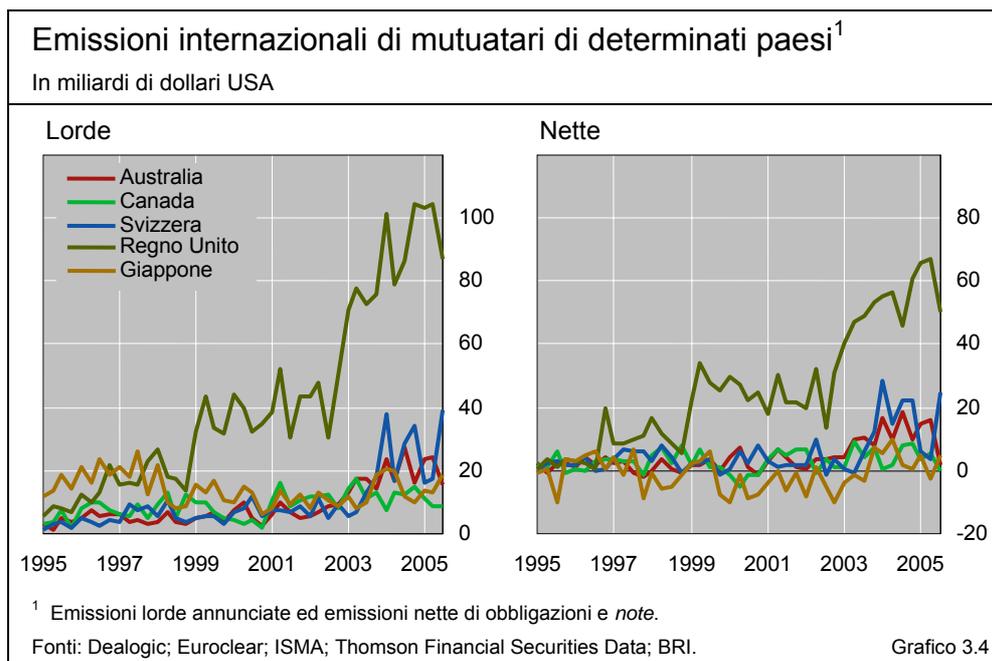
Le emissioni nelle altre economie sviluppate restano sostenute

La raccolta di altre economie sviluppate tiene il passo ...

Anche i mutuatari di alcune altre economie sviluppate sono stati attivi sul mercato internazionale nel trimestre in esame. Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sono cresciute del 128% in Svizzera, del 40% in Giappone e del 6% in Canada (grafico 3.4). È pur vero che questi paesi costituiscono un segmento relativamente esiguo del mercato internazionale e il loro impatto sull'attività complessiva del mercato è quindi limitato. A titolo di esempio, a settembre 2005 l'ammontare in essere di obbligazioni e *note* internazionali emesse da soggetti britannici, canadesi e giapponesi risultava pari rispettivamente a \$1,4 trilioni, \$300 e \$269 miliardi, rispetto ai \$5,9 trilioni dell'area dell'euro e ai \$3,4 trilioni degli Stati Uniti.

... e comprende un'operazione di elevato importo da parte del Canada

Una delle maggiori operazioni sul mercato internazionale nel terzo trimestre è stata posta in essere dalla Canada Housing Trust No 1, una società veicolo che ha lanciato un'obbligazione a tasso fisso per 4,35 miliardi di dollari canadesi (\$3,7 miliardi) garantita da Canada Mortgage and Housing Corporation. Il titolo ha scadenza quinquennale e reca uno spread di 8 punti base sull'obbligazione di Stato canadese con scadenza gennaio 2010. In seguito alla ridotta offerta di debito pubblico, sul mercato canadese è andata aumentando la domanda di emissioni da parte di enti di emanazione governativa ad alto rating. Sempre nel terzo trimestre un'altra operazione consistente è stata l'obbligazione triennale in dollari USA di \$3 miliardi



lanciata da The Royal Bank of Scotland, con sede nel Regno Unito. L'istituto bancario è uno dei maggiori emittenti sui mercati internazionali degli ultimi anni, con una media annua di \$21 miliardi di emissioni lorde di obbligazioni e *note* dal 2003.

Il comparto ad alto rendimento recupera terreno dopo le turbolenze di primavera

Nel terzo trimestre le emissioni lorde di obbligazioni e *note* ad alto rendimento delle economie sviluppate sono aumentate di oltre il 50% su base trimestrale, a \$9,5 miliardi (grafico 3.5). In termini percentuali tale aumento ha ampiamente compensato il netto calo del trimestre precedente, quando il comparto aveva risentito del declassamento di General Motors e Ford al di sotto della qualità bancaria e gli spread applicati sul mercato secondario si erano significativamente ampliati. Agli inizi di luglio, tuttavia, i differenziali misurati sull'indice Merrill Lynch erano già tornati ai livelli di fine marzo, fino a toccare il minimo di 325 punti base il 29 luglio. In generale, gli investitori hanno mostrato un rinnovato interesse per i titoli di debito più rischiosi e remunerativi e gli emittenti con merito creditizio più basso hanno potuto approfittare delle migliorate condizioni di finanziamento, sebbene il volume delle emissioni sia rimasto inferiore ai livelli del 2004.

Una delle ragioni che spiegano la crescita delle emissioni ad alto rendimento nel trimestre in esame è il maggior ricorso a operazioni di *leveraged buyout* (LBO). In particolare, Sungard Data Systems Inc ha perfezionato un pacchetto di due obbligazioni nell'ambito di un'acquisizione del valore di \$11,3 miliardi da parte di investitori di *private equity*. L'operazione, al momento la più ingente dopo quella di RJR Nabisco del 1989, è stata finanziata con prestiti per \$5 miliardi, collocamenti obbligazionari per

Le emissioni ad alto rendimento riprendono quota ...

... anche grazie all'incremento delle operazioni di LBO

Paesi sviluppati: emissioni annunciate di obbligazioni internazionali di qualità non bancaria¹

In miliardi dollari USA, in base alla nazionalità dell'emittente

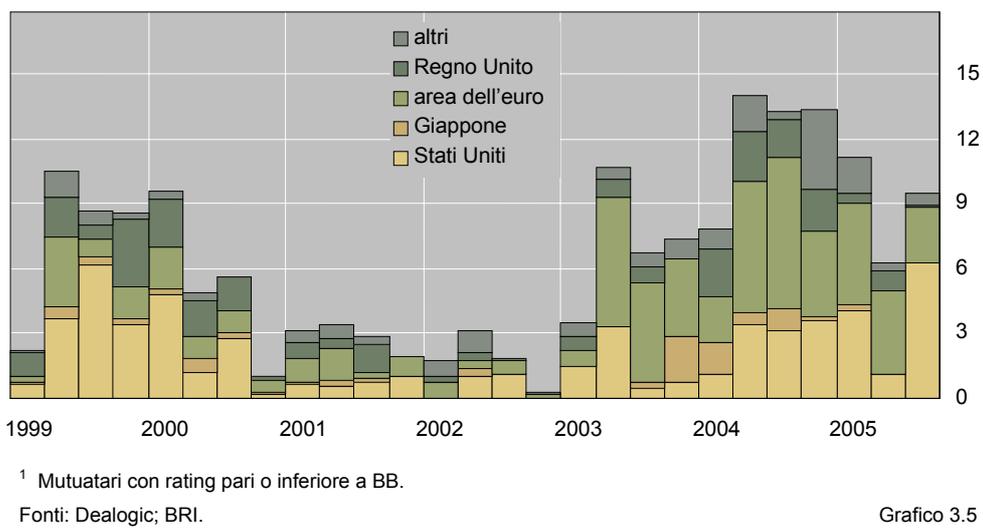


Grafico 3.5

\$3 miliardi e in contanti per la parte restante. Entrambe le obbligazioni sono state quotate B- da Standard & Poor's.

Verso un anno record per la raccolta dei paesi emergenti

La raccolta dei paesi emergenti resta sostenuta ...

I mutuatari dei paesi emergenti hanno fatto registrare un altro trimestre di intensa attività sui mercati internazionali dei titoli di debito. Sebbene lievemente diminuite rispetto ai primi due trimestri dell'anno, le emissioni lorde di obbligazioni e *note* hanno comunque superato i livelli degli ultimi anni, compreso il risultato record del 2004 (grafico 3.6)³. L'andamento della raccolta dei paesi emergenti presenta una forte componente stagionale, in quanto nel terzo trimestre le emissioni sono generalmente inferiori del 14% alla media annua. Se calcolata sull'anno precedente, nel terzo trimestre 2005 la raccolta lorda risulta infatti aumentata del 32%.

... grazie alle favorevoli condizioni di finanziamento

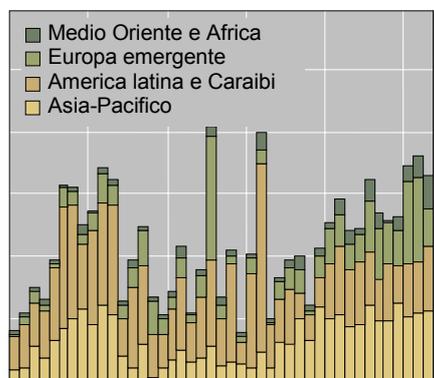
Dato il modesto impatto prodotto sui mercati emergenti dalle turbolenze della primavera scorsa nei mercati creditizi statunitensi, non vi era da attendersi che l'attività dei mutuatari emergenti aumentasse di riflesso alla ripresa delle emissioni statunitensi ad alto rendimento nel terzo trimestre. Ciò non toglie che il contesto finanziario sia stato particolarmente favorevole, grazie al calo costante degli spread sul mercato secondario per tutto il trimestre. Al 3 ottobre gli spread sull'indice EMBI+ di JPMorgan Chase (esclusa l'Argentina) erano scesi fino al minimo storico di 235 punti base, ovvero 69 punti al di sotto del livello di inizio trimestre. Tuttavia, considerando

³ I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono la ricomposizione di emissioni della Repubblica argentina, pari complessivamente a \$35,6 miliardi. Per ulteriori dettagli sulla conversione del debito argentino, cfr. questa stessa sezione nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005.

Mercati emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali¹

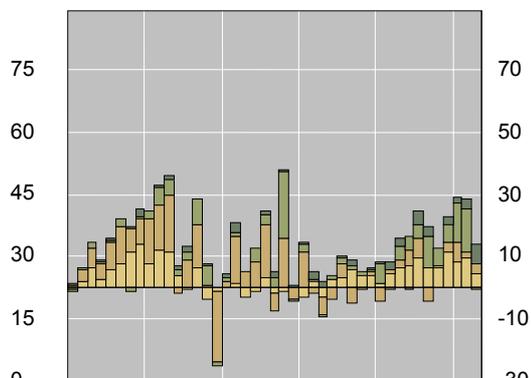
In miliardi di dollari USA

Emissioni lorde, in base alla nazionalità del mutuatario



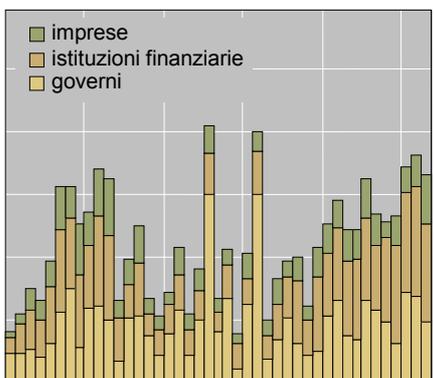
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni nette, in base alla nazionalità del mutuatario



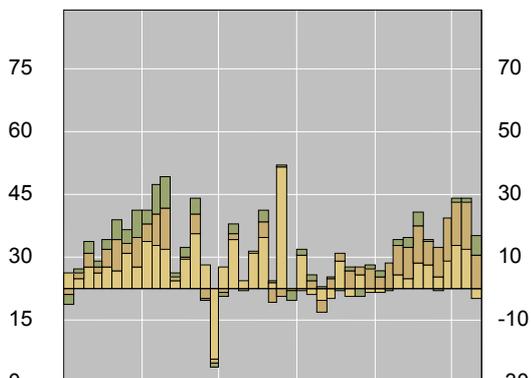
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni lorde, in base al settore del mutuatario



1995 1997 1999 2001 2003 2005

Emissioni nette, in base al settore del mutuatario



1995 1997 1999 2001 2003 2005

¹ Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo e secondo trimestre 2005.

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

Grafico 3.6

che molti emittenti avevano già soddisfatto gran parte del loro fabbisogno di finanziamento annuo ancora prima che il terzo trimestre fosse cominciato, vi era una minore esigenza di nuovi collocamenti sul mercato. In effetti, come già osservato nel “Quadro generale degli sviluppi”, all’inizio del quarto trimestre si è verificato un sensibile calo della raccolta da parte di mutuatari dei mercati emergenti.

Da un punto di vista regionale e settoriale l’attività del terzo trimestre si caratterizza per due aspetti chiave. Il primo è l’incremento su base trimestrale delle emissioni lorde di obbligazioni e *note* internazionali nelle regioni Asia-Pacifico, America latina, Medio Oriente e Africa, cui si contrappone un significativo calo sui mercati emergenti europei (del 55%, a \$8,9 miliardi). Complessivamente la raccolta netta dei mercati emergenti è diminuita soltanto dell’1,9%, totalizzando \$15,3 miliardi, ma le emissioni nette dell’Europa emergente sono crollate quasi a zero dai \$14,9 miliardi del trimestre precedente. In secondo luogo, i governi e le istituzioni finanziarie, da cui

Il settore societario è il più attivo nei mercati emergenti

proviene normalmente la maggior parte delle emissioni dei paesi emergenti, hanno ridotto nel terzo trimestre il loro ricorso al mercato. I governi hanno in effetti rimborsato più debito di quanto non ne abbiano emesso, con una raccolta netta di -\$2,9 miliardi. Le imprese non finanziarie, d'altra parte, hanno esteso la loro presenza sul mercato internazionale, totalizzando una raccolta lorda di \$11,6 miliardi e netta di \$6,1 miliardi.

Spicca il dinamismo del governo brasiliano ...

Nell'America latina spicca nel terzo trimestre il dinamismo del Brasile. Ciò vale in particolare per il governo di questo paese, che a fine luglio ha annunciato la conversione di tutte le obbligazioni Brady in essere contro euroobbligazioni denominate in dollari USA. I nuovi titoli hanno un valore nominale di \$4,5 miliardi e una scadenza di circa 12 anni. Agli inizi di settembre è seguito l'annuncio di un'altra emissione in dollari USA per \$1 miliardo con scadenza quasi ventennale. Poco dopo, il governo brasiliano ha lanciato sul mercato internazionale un'ingente emissione in real (cfr. oltre).

... e di alcuni mutuatari messicani

Il terzo trimestre ha visto anche la presenza sul mercato internazionale di diversi operatori messicani. Nonostante le loro emissioni lorde di obbligazioni e *note* (\$1,6 miliardi) siano state molto inferiori a quelle dei mutuatari brasiliani, la raccolta netta è stata relativamente elevata (circa \$1 miliardo). Southern Peru Copper Corp, società messicana operante negli Stati Uniti, ha emesso due obbligazioni in dollari USA, rispettivamente con scadenza decennale (\$200 milioni) e trentennale (\$600 milioni). La durata relativamente lunga di quest'ultimo titolo è indicativa di un più generale allungamento delle scadenze che ha caratterizzato le operazioni degli emittenti latinoamericani nel corso del trimestre; ad esempio, la scadenza media delle emissioni a tasso fisso delle imprese latinoamericane è cresciuta da 10,5 a 13,2 anni. La seconda maggiore operazione effettuata in Messico nel periodo in esame è stata l'euroobbligazione in peso lanciata da una società di telecomunicazioni, América Móvil SA de CV, con valore nominale di cinque miliardi di peso messicani (\$466 milioni) e scadenza di 10¼ anni.

Emissioni di importo elevato da parte di istituzioni finanziarie cinesi e coreane

Nella regione Asia-Pacifico i paesi più attivi sul mercato internazionale sono stati Cina e Corea. Nel corso del trimestre gli emittenti sovrani di entrambi i paesi sono stati oggetto di valutazioni positive da parte delle agenzie di rating: il 20 luglio Standard & Poor's ha innalzato il rating della Cina da BBB+ ad A- e il 27 quello della Corea da A- ad A; il 19 settembre Fitch ha ripreso in esame la Corea in vista di un innalzamento del rating. Tuttavia, le emissioni più consistenti non sono state effettuate dalle amministrazioni centrali. Export-Import Bank of China e China Development Bank hanno emesso ciascuna obbligazioni decennali in dollari USA per \$1 miliardo. China Development Bank ha inoltre perfezionato il collocamento di un'obbligazione per \$500 milioni. L'operazione di importo più elevato della Corea è consistita in un'obbligazione quinquennale in dollari USA per \$750 milioni da parte di Korea Development Bank.

Il governo filippino accede nuovamente ai mercati internazionali ...

A metà settembre la Repubblica delle Filippine ha lanciato un'obbligazione in dollari USA con scadenza a 10½ anni per un valore di \$1 miliardo, completando il programma di finanziamento per il 2005. Evidentemente, il governo filippino non ha incontrato particolari difficoltà di accesso ai mercati

internazionali dei capitali quest'anno, nonostante i problemi di natura politica e fiscale e le variazioni negative di rating. Nel corso del trimestre i differenziali sul debito pubblico filippino nel mercato secondario sono anzi diminuiti. L'emissione di cui sopra è stata lanciata con uno spread di 430 punti base sul titolo di Stato decennale statunitense, ovvero più o meno entro la fascia in cui, in base all'indice EMBI+ di JPMorgan, erano quotati i titoli di Stato filippini immediatamente prima dell'operazione.

Nell'Europa emergente il calo delle emissioni è attribuibile principalmente a Polonia e Turchia. Mentre negli ultimi trimestri la Repubblica di Polonia era stata molto attiva sul mercato internazionale dei titoli di debito, nel terzo trimestre ha emesso solo una *note* a medio termine in euro, del valore facciale di €750 milioni. Delle cinque maggiori operazioni della regione, tre sono state effettuate da imprese russe, e due di queste dall'ente finanziario Gazstream SA sotto forma di obbligazioni in dollari USA.

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* in Medio Oriente e Africa sono aumentate da \$4,9 a 7,1 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre. Inoltre, a settembre il volume netto aveva già superato di \$1,3 miliardi il totale dello scorso anno. Egitto e Qatar hanno contribuito per circa un terzo ciascuno alle emissioni lorde della regione. Nel caso del Qatar si è trattato di due sole obbligazioni in dollari emesse da Ras Laffan Liquefied Natural Gas Co Ltd.

... mentre la Repubblica di Polonia riduce la raccolta

Ancora in crescita le emissioni in moneta locale

Nel terzo trimestre le emissioni in moneta locale di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari dei paesi emergenti hanno registrato un ulteriore incremento, del 10%, attestandosi a \$2,1 miliardi (grafico 3.7). L'ammontare complessivo di tali emissioni sale così a \$5,5 miliardi per il 2005, che si avvia a diventare con ampio margine un anno record per questo segmento del mercato⁴.

Aumentano le emissioni in moneta locale dei mercati emergenti ...

Negli ultimi anni i mutuatari latinoamericani sono stati il gruppo più attivo nell'area emergente⁵. In base ai dati più recenti, la grande maggioranza delle emissioni in moneta locale (\$2 miliardi) è provenuta ancora una volta dall'America latina, e principalmente dal governo brasiliano che ha lanciato verso la fine di settembre un'emissione con valore facciale di 3,4 miliardi di real (\$1,48 miliardi)⁶.

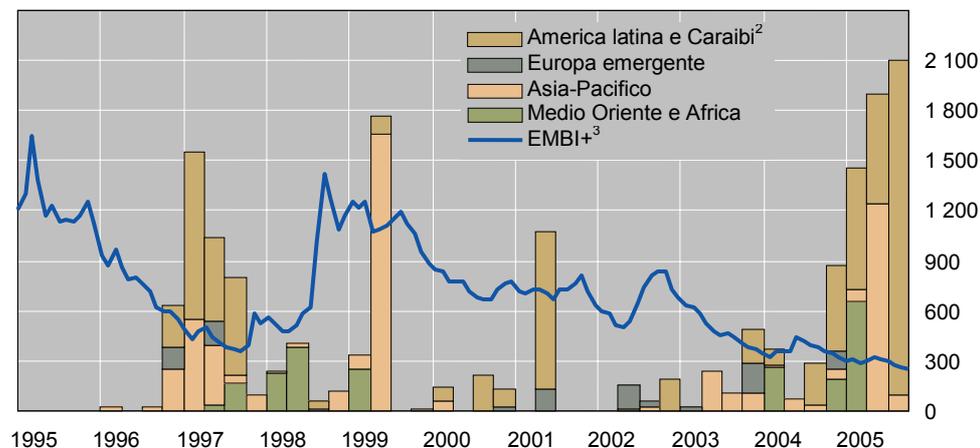
L'emissione pubblica brasiliana rappresenta probabilmente una svolta importante per il segmento in moneta locale del mercato internazionale in

⁴ I dati per il primo trimestre 2005 non comprendono la ricomposizione di emissioni della Repubblica argentina, pari complessivamente a \$15,7 miliardi.

⁵ Per un'analisi più dettagliata delle emissioni di debito in moneta locale sul mercato internazionale da parte dei paesi dell'America latina, cfr. "Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina", in questa stessa *Rassegna trimestrale BRI*.

⁶ Le altre emissioni in moneta locale dell'America latina sono state effettuate da due banche brasiliane e da una società messicana di telecomunicazioni.

Mercati emergenti: emissioni di titoli di debito internazionali in moneta locale¹



¹ Emissioni annunciate, in base alla nazionalità del mutuatario, in milioni di dollari USA. ² Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo trimestre 2005. ³ Corretto per l'Argentina; medie mensili, in punti base.

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

Grafico 3.7

... trainate da un'ingente emissione di Stato brasiliana in real

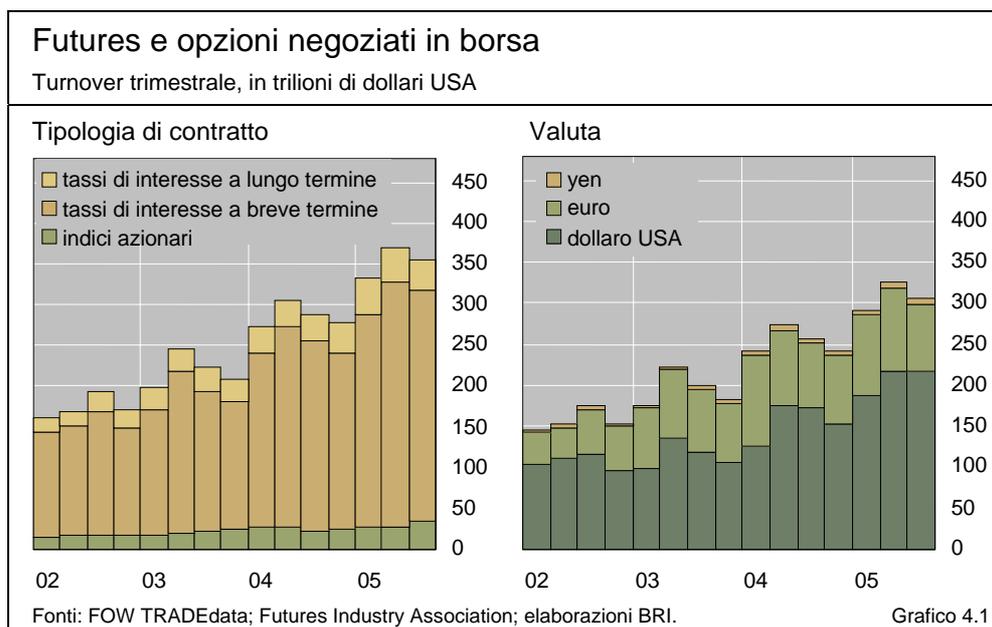
generale e per il governo brasiliano più in particolare. Si tratta, specificamente, di un titolo a tasso fisso (con cedola 12,5%) a lunga scadenza (5 gennaio 2016) e di importo elevato. Alla data del lancio era quotato B1 da Moody's e BB- da Fitch. Circa due terzi dell'emissione sono stati venduti a investitori nordamericani e il resto perlopiù a investitori europei. In precedenza, le emissioni in real sul mercato internazionale avevano dimensioni decisamente minori o strutture più complesse (come le *note* strutturate). Considerata la natura relativamente innovativa di tale emissione, non vi erano chiari parametri di riferimento per la determinazione del prezzo. La scadenza più lunga di un titolo di Stato brasiliano a tasso fisso sul mercato locale era di circa sette anni, e non si sono sviluppati mercati a termine con scadenze lunghe. I tassi di interesse brasiliani erano in calo proprio nel periodo precedente l'operazione; il 14 settembre, sei giorni prima dell'annuncio dell'emissione, la banca centrale aveva deciso un taglio dei tassi. In definitiva, le domande di sottoscrizione hanno superato ampiamente l'offerta e il titolo è stato quotato con un rendimento del 13,1%. Risulta inoltre che nella fase iniziale delle contrattazioni i differenziali denaro-lettera del titolo fossero piuttosto esigui rispetto a quelli delle *note* strutturate o di altre emissioni minori in real negoziate sui mercati internazionali.

4. I mercati degli strumenti derivati

Le contrattazioni in strumenti derivati sulle borse internazionali sono diminuite nel terzo trimestre 2005. Il turnover complessivo dei contratti su reddito fisso, indici azionari e valute è sceso su base trimestrale del 4%, a \$357 trilioni (grafico 4.1), anche se il calo è dovuto a fattori stagionali che tendono a deprimere l'attività su tassi di interesse nel terzo trimestre. Per contro, su base annua il tasso di variazione degli scambi è lievemente aumentato, al 23%, dal 21% del trimestre precedente.

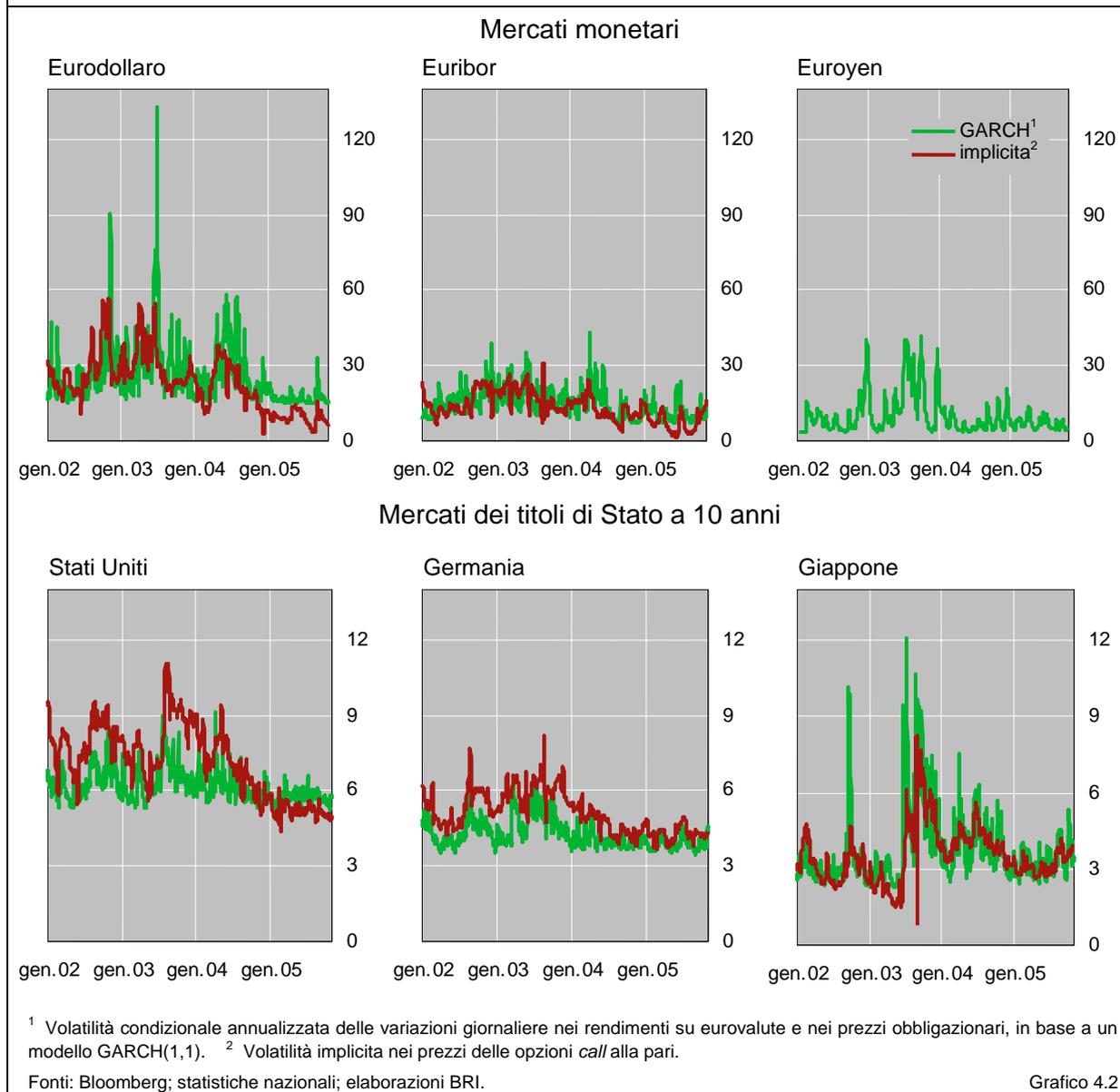
L'attività è stata particolarmente sostenuta nel comparto dei futures e delle opzioni su indici azionari, con un incremento del 22%, a \$34 trilioni, dopo il ristagno del primo semestre. Il turnover di contratti su indici coreani ha superato per la prima volta quello su indici statunitensi. Per quanto riguarda il segmento valutario, la crescita del mercato obbligazionario nazionale in Messico ha favorito lo sviluppo di un mercato OTC sempre più sofisticato per i contratti derivati sul peso messicano.

Lo sviluppo del mercato dei *credit default swap* nella prima metà del 2005 ha resistito alla fase di vendite sui mercati creditizi che ha fatto seguito ai declassamenti di primavera nel settore automobilistico statunitense. Gli ammontari nozionali si sono accresciuti del 60%, a \$10 trilioni, superando di



Reddito fisso: volatilità dei tassi principali

Medie mobili di cinque giorni



gran lunga l'aumento dei contratti sottostanti. Ciò ha accresciuto il rischio di situazioni di scarsità (*squeeze*) nel mercato, poiché gran parte dei contratti prevede la consegna fisica del titolo di debito dell'entità di riferimento in caso di evento creditizio. Inoltre, il trasferimento dei contratti a terzi senza previa notifica alle controparti ha contribuito a ritardare la convalida delle transazioni. Sebbene gli operatori si siano impegnati ad affrontare questi problemi, è ancora presto per valutare i progressi compiuti in tale ambito.

L'uragano Katrina sostiene gli scambi su tassi di interesse

Confermando quanto osservato nella prima metà dell'anno, nel terzo trimestre gli scambi di derivati su tassi di interesse hanno dato prova di una tenuta

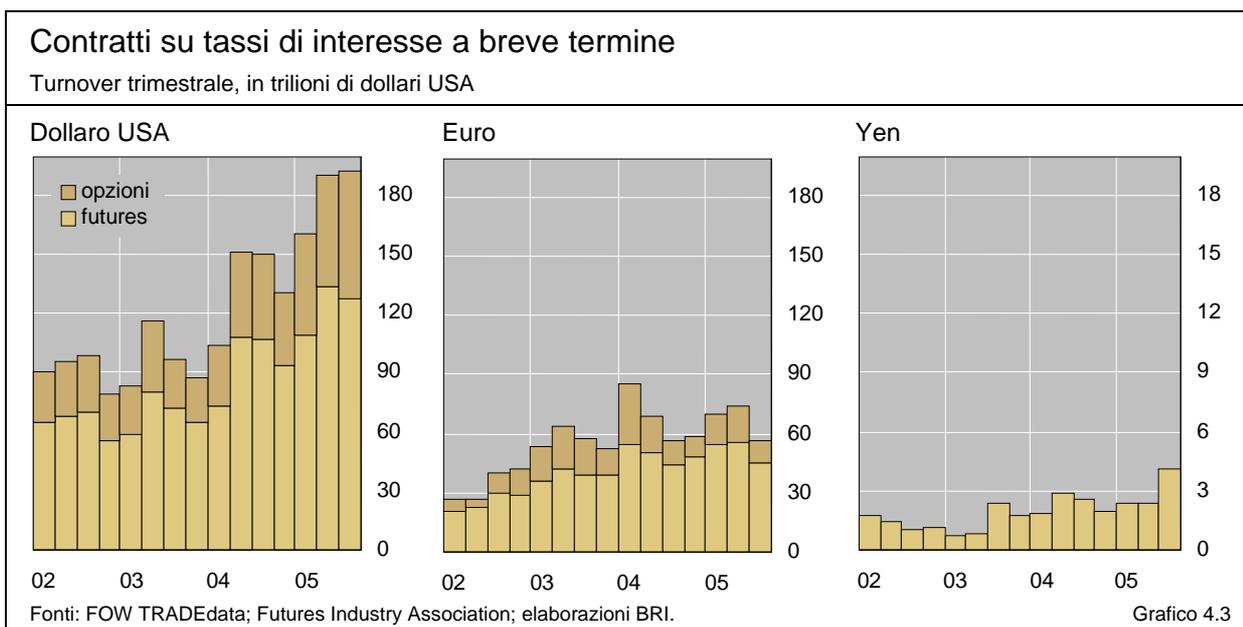
Tenuta del turnover
in un periodo di
bassa volatilità

sorprendente se si considera il livello generalmente basso della volatilità nei mercati monetario e obbligazionario (grafico 4.2). Il calo dell'attività di borsa in tali contratti sembra interamente riconducibile a fattori stagionali; la crescita sottostante del mercato è evidenziata dal fatto che il turnover, persino su base non destagionalizzata, ha toccato il secondo livello più alto mai registrato. All'andamento relativamente fiacco dei primi due mesi del trimestre ha fatto seguito un'impennata delle contrattazioni all'indomani dell'uragano Katrina, che a fine agosto ha raggiunto la costa statunitense del Golfo del Messico (cfr. anche la trattazione dei derivati su merci più oltre).

Gli scambi di contratti del mercato monetario sono sostenuti dall'uragano Katrina ...

L'impatto di Katrina sulle negoziazioni di derivati è stato particolarmente sensibile negli Stati Uniti, dove i gravi danni alle infrastrutture petrolifere hanno sospinto i prezzi dell'energia verso massimi storici, minacciando di frenare l'attività economica. Di conseguenza, agli inizi di settembre la volatilità implicita nelle opzioni su futures sull'eurodollaro a tre mesi si è quadruplicata, pur mantenendosi ben al disotto della media dello scorso anno. L'incertezza circa l'orientamento futuro della politica monetaria statunitense si è progressivamente attenuata nelle settimane successive, allorché i prezzi del petrolio sono andati calando e la solidità dell'economia è apparsa con maggiore chiarezza. In settembre il turnover in derivati su tassi di interesse statunitensi a breve è salito a \$83 trilioni (grafico 4.3), superando il precedente massimo di \$71 trilioni raggiunto in aprile (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* dello scorso settembre). Tra la fine di luglio e la fine di agosto, pochi giorni dopo l'uragano, le posizioni aperte (*open interest*) in contratti del mercato monetario statunitense sono passate da \$34 a 37 trilioni. Stando ai dati settimanali della Commodities and Futures Trading Commission statunitense, esse si sono mantenute su livelli elevati fino a metà settembre, quando sono scese di circa un quinto.

Gli effetti dell'uragano non sono stati circoscritti agli Stati Uniti. Gli elevati corsi dei prodotti energetici hanno fatto riemergere i timori di inflazione



Allungamento delle scadenze nel mercato delle opzioni OTC

Durante la prima metà dell'anno le scadenze sul mercato delle opzioni OTC si sono allungate. Nel segmento dei prodotti su tassi di interesse le posizioni aperte in strumenti con durata superiore a cinque anni sono aumentate del 20%, raggiungendo \$7,8 trilioni a fine giugno, mentre quelle relative ai contratti con scadenza fino a un anno hanno subito un calo del 16% (cfr. grafico). Nel comparto del rischio di cambio le opzioni con durata superiore a un anno sono cresciute più degli analoghi strumenti con scadenze inferiori, anche se a questi ultimi è ancora riconducibile gran parte delle transazioni. Gli operatori ritengono che il mercato delle opzioni valutarie sia liquido per scadenze fino a cinque anni, contro i 20 anni nel caso delle swaption sul reddito fisso. Ciò concorda con l'osservazione secondo la quale i contratti con durata superiore a cinque anni costituiscono appena l'1% di tutte le opzioni valutarie, ma ben il 29% di quelle su tassi di interesse.

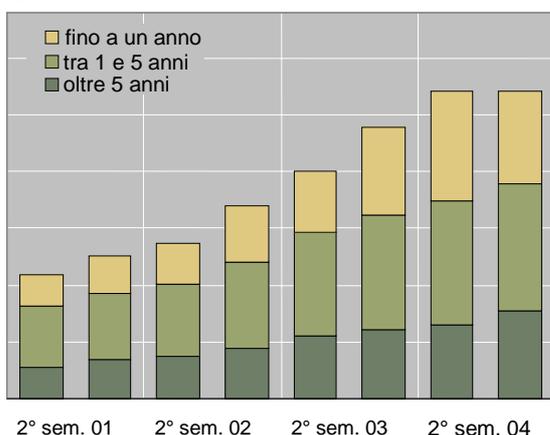
L'allungamento delle scadenze delle opzioni OTC sarebbe in larga misura riconducibile all'intensa attività di emissione di prodotti strutturati durante la prima metà del 2005. Questi prodotti abbinano un titolo di debito a strumenti derivati e costituiscono un'importante modalità di partecipazione al mercato delle opzioni per le istituzioni finanziarie più piccole e per gli investitori non finanziari. Gli intermediari coinvolti in tali emissioni coprono in genere la propria esposizione rivolgendosi al segmento *inter-dealer* del mercato dei derivati[®].

Un ulteriore contributo è giunto dal riorientamento degli scambi sul mercato della volatilità verso le scadenze più lunghe. In un contesto di volatilità bassa, gli operatori hanno fatto crescente ricorso a strategie di negoziazione che sfruttano i movimenti nell'inclinazione e nel profilo della struttura per scadenze della volatilità. Ad esempio, la volatilità implicita delle swaption 5x10 (contratti di opzione che consentono di attivare fra cinque anni uno swap di tasso di interesse con scadenza decennale) potrebbe risultare meno "costosa" di quella di un paniere composto da swaption 1x10 e 10x10, e rendere quindi appetibile una posizione relativa in tali contratti. Altre strategie sfruttano la correlazione imperfetta delle volatilità implicite per scadenze diverse.

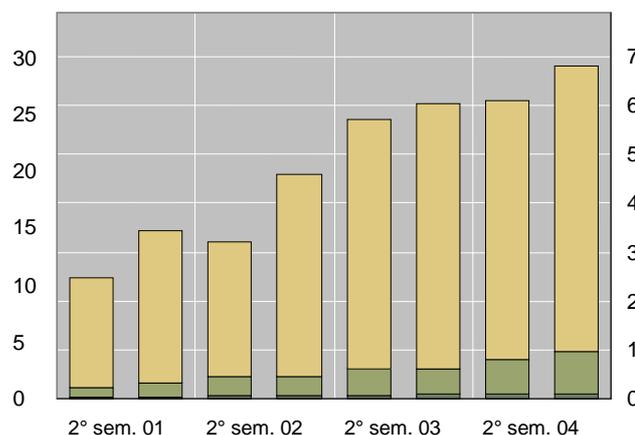
Scadenze delle opzioni OTC

In trilioni di dollari USA

Contratti su tassi di interesse



Contratti su tassi di cambio



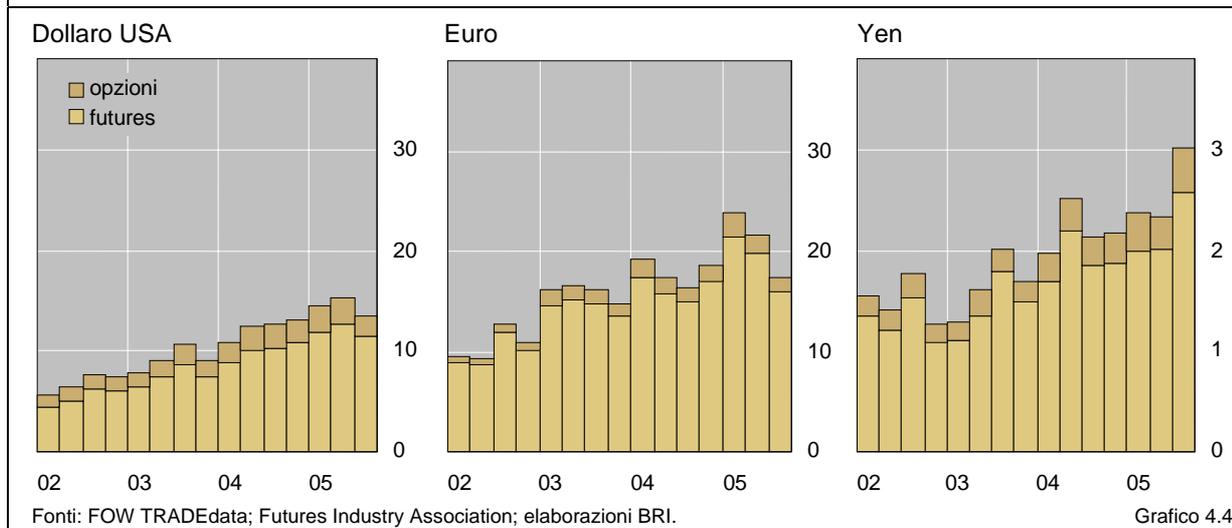
Fonte: BRI.

[®] Le statistiche sulle emissioni di prodotti strutturati provengono dal fornitore di dati commerciali mtn-i. I dati della BRI sui derivati OTC rilevano la componente opzionale delle *note* strutturate emesse dagli operatori dichiaranti. Essi sono presentati in base alla fonte di rischio e alla tipologia di controparte.

nell'area dell'euro. Fra gli operatori, che in giugno incorporavano nei prezzi una ridotta probabilità di abbassamento dei tassi, si è fatta progressivamente strada la convinzione che la BCE propendesse per un rialzo degli stessi.

Contratti su titoli di Stato

Turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



... e dalle prospettive di un innalzamento dei tassi nell'area dell'euro ...

Sebbene dopo l'uragano la volatilità implicita nei contratti Euribor a tre mesi sia aumentata solo lievemente, essa ha continuato a crescere allorché l'inflazione è salita a fine settembre. In quel mese il turnover in derivati su tassi di interesse a breve termine in euro si è incrementato di oltre un terzo sul mese precedente, ma, a \$22 trilioni, è rimasto notevolmente al di sotto del livello di giugno (\$32 trilioni).

Nel segmento dei derivati su tassi di interesse a lungo termine l'impatto di Katrina è stato meno evidente che in quello a breve (grafico 4.4). Nel terzo trimestre le negoziazioni di futures e opzioni su titoli di Stato sono calate (anche su base stagionalizzata), in linea con l'aumento estremamente modesto della volatilità implicita dei rendimenti delle obbligazioni decennali di Stati Uniti e area dell'euro osservato dopo l'uragano.

... e di un ritorno dell'inflazione in Giappone

Le negoziazioni di derivati su tassi di interesse in yen hanno riflesso principalmente le migliorate condizioni economiche interne. Il possibile ritorno dell'inflazione e le attese di un abbandono della politica del tasso zero hanno favorito gli scambi nel comparto a breve, che nel terzo trimestre si sono impennati del 78%. Le posizioni aperte sono salite del 36%, a \$1,6 trilioni, un livello simile a quello registrato un anno fa, prima che dati deludenti ridimensionassero le aspettative di un ritorno a condizioni economiche "normali".

Crescita robusta dei derivati azionari nell'Asia orientale

La Corea supera gli Stati Uniti e diventa il mercato più attivo al mondo

Nel terzo trimestre il rialzo delle quotazioni in gran parte delle borse mondiali ha stimolato l'attività in derivati azionari: il volume degli scambi di futures e opzioni su indici è aumentato di oltre un quinto, a \$34 trilioni. L'incremento è stato particolarmente significativo nei mercati regolamentati asiatici. Il turnover è salito del 71% (a \$12 trilioni) in Corea, che ha così soppiantato gli Stati Uniti quale mercato più attivo a livello mondiale per i derivati su indici azionari. La crescita coreana resta notevole anche se espressa in termini di numero di

contratti scambiati (+50%), che non risente dell'effetto di valutazione dovuto al brusco aumento dell'indice KOSPI 200 nel periodo. Un'espansione vigorosa è stata registrata pure in Giappone, dove l'attività è aumentata di un terzo in termini di volumi e del 20% in termini di numero di contratti. Nell'area dell'euro il numero di contratti scambiati è rimasto stabile sebbene le oscillazioni dei corsi azionari e del cambio abbiano accresciuto del 10% i volumi espressi in dollari. Il turnover di derivati su indici azionari statunitensi è sceso lievemente in termini sia di ammontari nozionali sia di numero di contratti negoziati.

Il mercato coreano dei derivati su indici azionari si distingue da altri mercati più consolidati per diversi aspetti importanti. Il primo è rappresentato dal forte orientamento verso le opzioni, che nel terzo trimestre costituivano il 93% del turnover complessivo, contro poco meno della metà negli Stati Uniti e percentuali ancora inferiori in altri paesi. Il secondo aspetto consiste nel fatto che gli elevati volumi scambiati non trovano riflesso in consistenti posizioni aperte. A fine settembre l'*open interest* dei contratti su indici azionari coreani era pari ad appena \$64 miliardi, mentre negli Stati Uniti si situava a un livello superiore di oltre 50 volte (\$3,3 trilioni), benché il turnover coreano fosse maggiore di quello statunitense. Sia la predominanza delle opzioni sia il basso valore delle posizioni aperte sono connessi a una terza peculiarità del mercato coreano, ossia il fatto che rispetto ad altri paesi¹ la quota degli investitori privati sul totale degli scambi è notevolmente superiore, essendo pari a circa i due terzi per le opzioni e alla metà per i futures sul KOSPI 200. Di norma i privati preferiscono i contratti per i quali sono richiesti esborsi di contante inferiori, donde la predominanza delle opzioni rispetto ai futures, e non hanno portafogli grandi e diversificati da coprire, il che spiega i livelli non elevati delle posizioni aperte.

Prevalenza degli
investitori privati ...

Il mercato coreano dei derivati si contraddistingue inoltre per una partecipazione limitata degli investitori istituzionali. Nel 2004 gli stranieri, soprattutto istituzioni, detenevano il 40% delle azioni complessivamente quotate sulla borsa coreana ma rappresentavano meno di un quinto delle contrattazioni in derivati. Ciò potrebbe essere riconducibile al contesto normativo, il quale consente l'accesso di soggetti esteri al mercato dei derivati solo per le transazioni che comportano una qualche negoziazione dei titoli sottostanti. La quota degli investitori istituzionali del paese (escluse le società mobiliari) era ancora più bassa, al 6% del turnover totale in derivati. Ai fondi pensione coreani era vietato detenere azioni, e a maggior ragione derivati azionari, fino ai primi mesi del 2004, quando il divieto è stato sostituito dall'introduzione di massimali sulle disponibilità di strumenti azionari. Sebbene i dati disponibili indichino che le quote effettive restano al disotto di questi massimali, una maggiore presenza istituzionale sul mercato dei derivati

... rispetto a quelli
istituzionali

¹ In Giappone gli investitori privati rappresentano il 12 e l'8% delle contrattazioni per conto terzi (escludendo cioè le operazioni tra intermediari) rispettivamente in futures e in opzioni sul Nikkei 225. La loro quota sul totale dei contratti TOPIX, più attivamente scambiati, è invece pressoché pari a zero. Benché non esistano statistiche comparabili per gli Stati Uniti e l'Europa, l'evidenza disponibile indica che a questa categoria di investitori è riconducibile una percentuale solo esigua delle negoziazioni.

potrebbe essere soltanto una questione di tempo. Anche la vendita a istituzioni finanziarie indipendenti di fondi pensione appartenenti a vari conglomerati potrebbe accrescere la partecipazione di investitori più sofisticati al mercato.

Mercati obbligazionari locali e mercati derivati nei paesi emergenti

Gli scambi di obbligazioni in valuta locale ...

Molte economie dell'America latina e dell'Asia hanno reagito alle crisi finanziarie degli anni novanta sviluppando mercati per le obbligazioni denominate in moneta nazionale². La presenza di investitori esteri, che in alcuni di questi mercati è rilevante, ha favorito l'espansione delle contrattazioni in derivati per la copertura delle esposizioni al rischio valutario e di tasso di interesse riconducibili a tali titoli.

... alimentano il mercato OTC dei derivati sul peso messicano ...

Questo fenomeno è stato particolarmente degno di nota in Messico, dove alle maggiori emissioni obbligazionarie a lungo termine nazionali si sono affiancate varie obbligazioni internazionali in peso collocate da istituzioni finanziarie estere al fine di sfruttare la domanda di titoli di prim'ordine in tale moneta. Questa categoria di emittenti ricorre in genere a swap per convertire in altre valute i proventi della raccolta e costituisce quindi una controparte naturale per gli investitori esteri che desiderano coprire le proprie posizioni in strumenti debitori denominati in peso. Di conseguenza, la moneta messicana è diventata una delle poche valute emergenti per cui esiste un attivo mercato derivato OTC. A fine giugno l'ammontare nozionale complessivo dei contratti derivati in essere segnalati dagli operatori partecipanti all'indagine semestrale era pari a \$535 miliardi, quasi il doppio di un anno prima³. Gli scambi di derivati OTC sul peso messicano sono fortemente orientati verso il comparto del rischio valutario, pari all'86% del totale, contro appena il 12% a livello mondiale. La crescente sofisticazione del mercato trova riflesso nell'accresciuta rilevanza dei contratti più complessi, quali le opzioni e gli swap su valute, a scapito di altri strumenti relativamente semplici quali i forward. La quota delle opzioni sul totale dell'ammontare nozionale degli strumenti in peso è salita in tre anni dal 12% di giugno 2002 a oltre il 50%. Gli swap valutari con un lato (*leg*) denominato nella moneta messicana, praticamente inesistenti tre anni fa, sono oggi il segmento in più rapida crescita del mercato dei derivati in peso: nella prima metà del 2005 il loro ammontare nozionale è più che triplicato, a \$53 miliardi.

... ma non quello sul real brasiliano

Risulta interessante raffrontare il mercato del rischio valutario del peso messicano con quello del real brasiliano. Quest'ultimo rischio viene negoziato principalmente nella Bolsa de Mercadorias & Futuros, dove i relativi contratti

² La questione è affrontata in maggiore dettaglio in S. Jeanneau e C. Pérez Verdia, "Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico", e in C.E. Tovar, "Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*. Per una discussione dell'esperienza asiatica, cfr. G. Jiang e R. McCauley, "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2004.

³ L'unica valuta dei mercati emergenti per la quale sono state registrate posizioni più cospicue è il dollaro di Hong Kong (\$1 053 miliardi).

rappresentano il 14% sia del turnover sia delle posizioni in essere in derivati finanziari, un livello notevolmente superiore allo 0,9% (turnover) e allo 0,3% (posizioni in essere) che si registrano su scala mondiale. Per contro, l'attuale grado di sviluppo del corrispondente mercato OTC sembra piuttosto basso: né l'indagine semestrale né quella triennale, più completa, rilevano livelli significativi di attività nei contratti valutari denominati in real.

Gli uragani inducono un forte aumento degli scambi su prodotti energetici

La distruzione delle piattaforme petrolifere nel Golfo del Messico provocata dagli uragani Katrina e Rita e le interruzioni nella raffinazione e nel trasporto di petrolio hanno lasciato il segno sul mercato dei derivati su prodotti energetici. Le quotazioni del greggio di qualità West Texas Intermediate (WTI) sono aumentate per tutto il mese di agosto, raggiungendo un massimo storico di circa \$70 al barile agli inizi di settembre, qualche giorno dopo l'arrivo di Katrina sulla costa del Golfo del Messico. Tra luglio e agosto le negoziazioni del contratto sul greggio a basso tenore di zolfo presso il New York Mercantile Exchange (NYMEX) si sono incrementate di oltre un terzo, da 5,7 a 7,6 milioni di contratti, rispecchiando sia l'intensificarsi degli scambi sui movimenti dei prezzi a breve termine sia il livello più elevato delle posizioni aperte. I corsi petroliferi sono calati durante la prima metà di settembre, per poi risalire fino a un nuovo picco, lievemente inferiore, per effetto dell'uragano Rita. Gli scambi di futures e opzioni sul greggio quotati presso il NYMEX sono ridiscesi a 6,6 milioni di contratti in settembre. Le statistiche della Commodity Futures Trading Commission (CFTC) mostrano che in tale mese, nonostante il decremento solo lieve delle posizioni aperte, vi è stato un importante cambiamento nell'offerta di liquidità sul mercato. Gli operatori cosiddetti "non commerciali" (o "speculatori")⁴ detenevano in luglio e agosto posizioni nette per oltre il 4% dell'*open interest* totale, a indicare che si attendevano un calo dei corsi petroliferi. A fine settembre, tuttavia, tali posizioni erano diminuite al 2%, contribuendo ad abbassare i premi al rischio incorporati nei prezzi dei futures sul petrolio (cfr. il riquadro a pag. 57). Un analogo calo delle posizioni aperte nette degli operatori non commerciali si era già verificato in aprile e maggio, quando le quotazioni petrolifere erano scese di circa \$10 al barile.

In altre regioni del mondo gli scambi di contratti su prodotti energetici hanno risentito degli uragani in misura minore rispetto agli Stati Uniti, anche se sostanzialmente il fenomeno degli elevati prezzi del petrolio ha interessato il mondo intero. Il turnover di futures sul greggio presso l'International Petroleum

Gli uragani hanno sospinto verso l'alto i prezzi del petrolio e l'attività di negoziazione negli Stati Uniti ...

... ma hanno avuto effetti meno rilevanti altrove

⁴ La CFTC distingue tra operatori commerciali, "impegnati nello svolgimento di attività economiche coperte mediante il ricorso ai mercati dei futures e delle opzioni", e operatori non commerciali. I primi sono altrimenti noti come "hedger", mentre i secondi vengono spesso definiti "speculatori". Nulla impedisce tuttavia agli *hedger* di assumere posizioni puramente speculative.

Calo dei premi al rischio nel mercato dei futures sul petrolio greggio

Marian Micu

Alcuni analisti del mercato dell'energia hanno ricondotto l'aumento del prezzo dei futures sul petrolio osservato negli ultimi anni all'esistenza di un cospicuo premio per il rischio, che in questo riquadro viene stimato come differenza tra il prezzo dei suddetti futures negoziati presso il NYMEX e la previsione media delle quotazioni al barile del greggio di qualità WTI sullo stesso orizzonte temporale^①.^② Tra il 2003 e l'agosto 2005 il costante incremento dei corsi petroliferi si è accompagnato a un'analogha ascesa dei premi al rischio per i contratti a tre e 12 mesi, saliti rispettivamente a \$11 e 14 (diagramma di sinistra del grafico). Nei due mesi successivi, tuttavia, allorché i prezzi del petrolio sono lievemente scesi, i premi per il rischio sono crollati a circa \$0,5 e 5. A cosa si devono queste brusche oscillazioni?

Seguendo la letteratura in materia^③, vengono prese in considerazione quattro determinanti principali delle variazioni del premio al rischio: l'attività speculativa, la domanda mondiale di petrolio, la capacità di raffinazione e i tassi di interesse. Si effettuano regressioni multivariate su dati mensili concernenti il periodo luglio 1995-ottobre 2005. L'attività speculativa è approssimata dalle posizioni non commerciali nette in contratti futures, calcolate come differenza fra le posizioni lunghe e corte degli investitori non commerciali. Un valore positivo dovrebbe indicare pressioni in acquisto ed essere quindi connesso a un premio al rischio più elevato. Analogamente, una forte domanda di petrolio o livelli esigui di capacità inutilizzata nel settore della raffinazione dovrebbero accrescere il rischio di strozzature, causa potenziale di brusche oscillazioni dei prezzi, e quindi far aumentare il premio al rischio. I tassi di interesse, misurati dal Libor a tre mesi, potrebbero influire sui premi mediante vari canali. Un basso livello dei tassi può ad esempio innalzare il premio relativo ai futures sul greggio stimolando l'attività economica e la domanda di petrolio o, in alternativa, inducendo gli investitori a ricercare rendimenti più elevati e assumere rischi maggiori nei mercati dei futures su merci.

Tutte le variabili hanno il segno atteso e, fatta salva un'unica eccezione, sono statisticamente significative. Il premio al rischio sembra particolarmente connesso alle posizioni speculative nette, che tra agosto e settembre sono scese da oltre il 10% delle posizioni non commerciali totali a un livello praticamente pari a zero (cfr. la tabella e il riquadro di destra del grafico). Nel contempo, la flessione della domanda mondiale di petrolio e l'aumento dei tassi di interesse a breve hanno intensificato le spinte al ribasso sul premio al rischio. Nell'insieme, queste due variabili spiegano due terzi del calo di \$7 del premio a tre mesi e metà della riduzione di \$5 di quello a 12 mesi osservati in settembre. Secondo il modello, le variazioni nel grado di utilizzo della capacità di raffinazione avrebbero avuto un effetto solo contenuto sul

Determinanti del premio al rischio incorporato nei futures sul greggio

	Variazioni del premio, futures a tre mesi	Variazioni del premio, futures a 12 mesi
Posizioni speculative nette in futures ¹	1,14 (3,82)***	0,63 (2,49)***
Gap della domanda mondiale di petrolio ²	0,19 (2,03)**	0,15 (2,15)**
Capacità di raffinazione inutilizzata negli Stati Uniti	-0,10 (-1,23)	-0,11 (-1,70)*
Libor a tre mesi	-0,12 (-2,01)**	-0,13 (-2,56)***

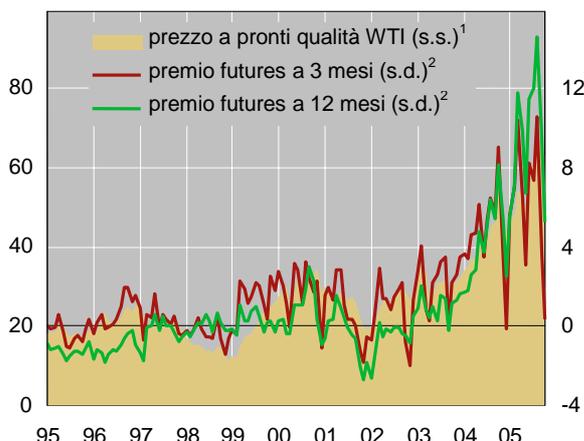
¹ Posizioni non commerciali nette in percentuale delle posizioni non commerciali totali. ² Domanda mondiale di petrolio depurata del trend utilizzando il filtro di Hodrick-Prescott. Le regressioni sono stimate a partire da dati mensili per il periodo luglio 1995-ottobre 2005. Gli errori standard sono corretti per l'eteroschedasticità impiegando il metodo di Newey-West. Valori asintotici di *t* tra parentesi. I simboli *, ** e *** indicano un coefficiente significativamente diverso da zero ai livelli di confidenza rispettivamente del 10, 5 e 1%.

Fonti: Bloomberg; Commodity Futures Trading Commission; elaborazioni BRI.

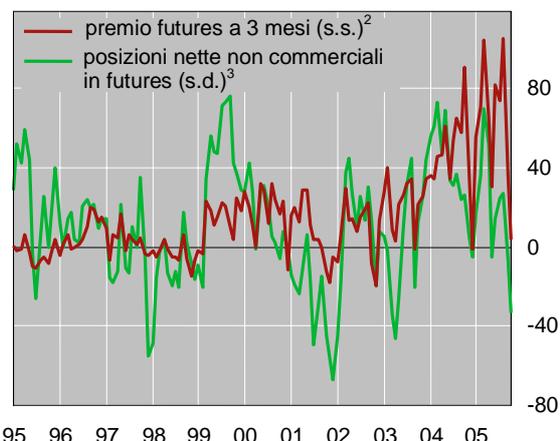
① Il premio al rischio può essere positivo o negativo, a seconda della bilancia dei rischi percepita dall'investitore marginale, ed è diverso dalla base del contratto futures (differenza tra prezzi futures e prezzi a pronti correnti). Per un raffronto tra i due concetti, cfr. E.F. Fama e K.R. French, "Commodity futures prices: some evidence on forecast power, premiums, and the theory of storage", *Journal of Business*, vol. 60, n. 1, 1987, pagg. 55-73. ② Consensus Economics conduce indagini sulle previsioni dei prezzi a pronti del greggio di qualità WTI per gli orizzonti temporali di tre e 12 mesi. Le informazioni così rilevate sono associate ai prezzi dei futures nel giorno dell'indagine. Il numero di analisti che contribuiscono alle indagini varia fra 60 e 130. Nel presente studio è stato utilizzato il valore medio delle singole previsioni. Test statistici per il periodo luglio 1995-ottobre 2005 indicano che tali previsioni non sono soggette a distorsione (*bias*) ma non incorporano tutte le informazioni disponibili. ③ Cfr. A. Merino e A. Ortiz, "Explaining the so-called "price premium" in oil markets", *OPEC Review*, vol. 29, n. 2, 2005, pagg. 133-152.

Premi al rischio incorporati nei futures sul greggio

Premio al rischio e prezzo del greggio



Premio al rischio e attività speculativa



¹ In dollari USA al barile. ² In dollari USA. ³ In migliaia di contratti da mille barili ciascuno.

Fonti: Bloomberg; Consensus Economics; elaborazioni BRI.

premio a 12 mesi e nullo su quello a tre mesi, probabilmente per i più lunghi tempi di reazione dei prezzi del greggio alle strozzature nel settore della raffinazione.

Nonostante questi risultati, sull'intero campione di dieci anni il modello stimato spiega soltanto il 10% delle variazioni del premio al rischio per gli orizzonti sia di tre sia di 12 mesi. Ciò sta a indicare che altri fattori, quali tensioni politiche e sociali, attentati terroristici e conflitti militari, potrebbero svolgere un ruolo persino più importante dei fattori fondamentali suggeriti dalla letteratura.

Exchange di Londra è aumentato in agosto del 20%, molto meno del 32% osservato a New York, mentre sullo Shanghai Futures Exchange le contrattazioni aventi per oggetto il gasolio (non essendovi contratti sul greggio) sono addirittura calate. In Giappone nello stesso mese l'attività in contratti collegati al petrolio si è intensificata, mantenendosi tuttavia su livelli inferiori a quelli raggiunti nei trimestri precedenti.

Sui mercati delle merci l'impatto degli uragani si è esteso al di là del settore energetico. New Orleans costituiva un centro importante non soltanto per l'industria petrolifera ma anche per il commercio dei cereali, e custodiva inoltre importanti riserve di merci quali caffè, zucchero e zinco. Non è tuttavia chiaro in che misura questo abbia influito sul turnover di derivati su merci. Benché in agosto le negoziazioni dei principali contratti su zucchero, frumento e caffè negli Stati Uniti siano aumentate di oltre il 50%, superando la crescita degli scambi su prodotti meno direttamente colpiti dagli uragani, in tutte e tre le categorie esse sono rimaste al di sotto dei massimi storici di giugno.

L'espansione dei *credit default swap* mette in luce le carenze dell'infrastruttura di mercato

Durante la prima metà dell'anno il mercato dei *credit default swap* (CDS) ha registrato una crescita sorprendentemente robusta, data la fase di vendite sui mercati creditizi innescata dai declassamenti nel settore automobilistico

La forte espansione dei *credit default swap* ...

statunitense in marzo⁵. L'ammontare nozionale in essere è aumentato del 60%, a \$10,2 trilioni⁶. L'espansione è stata particolarmente vigorosa nel comparto dei contratti su nominativi plurimi, i cui ammontari nozionali sono più che raddoppiati, a \$2,9 trilioni, mentre i CDS su nominativi singoli hanno registrato un incremento del 43%, a \$7,3 trilioni.

... accresce il rischio di situazioni di scarsità ...

I CDS sono cresciuti molto di più dei prestiti e delle obbligazioni sottostanti e per molte imprese i volumi in essere di tali derivati superano ormai di gran lunga l'offerta di debito consegnabile. Poiché la stragrande maggioranza dei contratti CDS prevede il regolamento mediante consegna fisica del debito dovuto dall'entità di riferimento⁷, si è accresciuto il rischio di situazioni di scarsità (*squeeze*) nelle quali la domanda di debito di una determinata impresa supera la relativa offerta, facendo venir meno la normale relazione di prezzo fra derivati e contratti sottostanti. Tali situazioni possono a loro volta allontanare gli operatori dal mercato, drenando liquidità.

Dopo il fallimento del fornitore statunitense di ricambi per auto Collins & Aikman in giugno, gli operatori sul mercato dei CDS hanno fatto ripetutamente ricorso al regolamento per contante in luogo della consegna materiale al verificarsi di un evento creditizio. Tale procedura è stata applicata alla risoluzione dei contratti su Delta Airlines, Northwest Airlines e, in particolare, Delphi, che figurava come entità di riferimento di vari indici CDS, nonché di numerosi contratti su nominativi singoli. A seguito del fallimento della società l'8 ottobre, gli operatori hanno anzitutto individuato i contratti che potevano essere compensati reciprocamente, mantenendo in essere le posizioni nette. Questa compensazione multilaterale costituisce una caratteristica fondamentale delle borse regolamentate, ma non è diffusa sui mercati OTC. Essa ha consentito di eliminare circa il 70% delle posizioni aperte lorde in CDS *single-name* su Delphi. In una fase successiva, tramite un'asta tenutasi il 4 novembre è stato fissato, al 63,375%, il prezzo finale per l'obbligazione Delphi di riferimento. Benché tale prezzo sia in linea con le stime storiche delle perdite in caso di insolvenza (*loss-given-default*), l'ampia gamma di stime disponibili rende difficile valutare se senza l'influenza degli scambi di CDS sarebbe prevalso un prezzo differente. In ogni caso, esso è notevolmente inferiore al prezzo al quale veniva scambiato il debito di Delphi durante la fase di *squeeze* precedente il passaggio al regolamento per contante, che in generale si ritiene non fosse coerente con i fondamentali della società.

... e mette a dura prova l'infrastruttura di mercato

Ancor prima che Delphi richiedesse l'ammissione alla procedura fallimentare era divenuto chiaro che l'infrastruttura del mercato CDS non aveva tenuto il passo con la crescita dei volumi. In particolare, operatori e organi di

⁵ Cfr. "Quadro generale degli sviluppi: rivalutazione del rischio sui mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005.

⁶ L'ammontare nozionale totale in essere è calcolato come differenza fra la somma di tutti i contratti acquistati e venduti e la metà della somma di quelli acquistati e venduti tra intermediari dichiaranti.

⁷ Secondo la British Bankers' Association, nel 2003 l'86% delle transazioni è stato regolato mediante consegna fisica del sottostante.

regolamentazione avevano espresso il timore che l'incompletezza della documentazione e i notevoli ritardi nella convalida delle transazioni costituissero dei rischi per il normale funzionamento del mercato. Mentre i ritardi sono riconducibili al fatto che le transazioni in derivati sono processate perlopiù manualmente, con un onere amministrativo spesso pesante⁸, l'incompletezza della documentazione riguarda in gran parte i contratti ceduti (trasferiti) a terzi. Stando al rapporto del Counterparty Risk Management Policy Group II ("rapporto Corrigan"), le cessioni possono interessare fino al 40% del volume degli scambi e svolgono un ruolo importante nell'offerta di liquidità al mercato. Benché ai sensi di gran parte dei contratti tipo attualmente utilizzati esse richiedano l'approvazione scritta di tutte le parti coinvolte nella transazione, in passato tale regola non sarebbe stata rispettata e questo avrebbe generato incertezza quanto all'identità delle controparti.

Dando seguito a un'iniziativa varata dalla Federal Reserve Bank di New York in settembre, i principali operatori sul mercato dei CDS si sono impegnati a migliorare le procedure di *back office* e in particolare a ridurre il numero di transazioni non convalidate, chiarire le procedure di cessione dei contratti e automatizzare il trattamento delle operazioni. Inoltre, hanno convenuto di fornire i dati necessari per poter valutare i progressi realizzati in tali ambiti. Se attuate, tali misure rafforzeranno notevolmente l'infrastruttura dei mercati dei CDS e contribuiranno a garantirne il normale funzionamento anche nei periodi di tensione. Ciò nondimeno, resta da vedere in che misura i nuovi protocolli di cessione ("novazione") saranno applicati nella pratica. In particolare, alcuni hedge fund sembrano restii a uniformarsi a tali criteri. In aggiunta, non è chiaro se esista un margine significativo per una maggiore automazione delle procedure di *back office*. La convalida elettronica non dovrebbe rappresentare un problema per i contratti standard, ma potrebbe risultare più difficile nel caso di prodotti maggiormente complessi. Il processo di automazione può inoltre essere ostacolato dal fatto che molti soggetti hanno un'operatività limitata e sono pertanto poco propensi a investire in sistemi per l'elaborazione elettronica delle transazioni.

⁸ Secondo l'indagine di giugno 2005 dell'International Swaps and Derivatives Association, appena il 40% circa di tutte le transazioni viene elaborato elettronicamente.

Avversione e premi al rischio nel mercato dei CDS¹

Gli spread applicati ai credit default swap (CDS) costituiscono per gli investitori una remunerazione a fronte delle perdite attese, ma incorporano altresì un premio per la loro avversione al rischio di insolvenza. In base alle stime dell'autore, i premi al rischio incorporati nei CDS e l'avversione al rischio di insolvenza hanno esibito una forte volatilità fra il 2002 e il 2005. Entrambi appaiono connessi con fattori macroeconomici fondamentali, quali l'orientamento della politica monetaria, e fattori tecnici di mercato, come l'emissione di collateralised debt obligation (CDO).

Classificazione JEL: G120, G130, G140

Uno dei compiti più difficili nell'analisi dei mercati finanziari è quello di individuare quanta parte delle oscillazioni dei prezzi delle attività è dovuta a variazioni dei fattori economici che influiscono sul profilo dei rendimenti e quanta è invece spiegata da variazioni nei premi al rischio. A questo riguardo, i mercati del credito non fanno eccezione. Il forte ampliamento degli spread creditizi nell'estate del 2002 è stato il risultato del rapido deterioramento delle prospettive o di un brusco aumento dell'avversione al rischio degli investitori? Il successivo calo a livelli storicamente bassi degli spread applicati alle imprese è dovuto principalmente al miglioramento dei bilanci societari o a un costante aumento della propensione al rischio? E cosa dire dei picchi toccati dagli spread nella primavera del 2005, dopo i declassamenti di rating nel settore automobilistico statunitense? Le risposte a queste domande sono rilevanti ai fini dei segnali che i responsabili delle politiche ricavano dai mercati creditizi, sia in periodi normali, sia in situazioni di tensione del mercato. Esse dovrebbero inoltre interessare gli studiosi per ciò che rivelano sui modelli di *pricing* delle attività, nonché gli operatori di mercato alla ricerca di opportunità di arbitraggio fra strumenti creditizi e tipi di attività diversi.

In questo studio si costruiscono degli indicatori dei premi al rischio e dell'avversione al rischio nei mercati creditizi utilizzando dati relativi al mercato in rapida crescita dei *credit default swap* (CDS) per il periodo 2002-05. Gli spread sui CDS dovrebbero riflettere le perdite attese per insolvenza e i premi

¹ L'autore ringrazia JPMorgan Chase per le statistiche sulle emissioni di CDO sintetiche, Claudio Borio, Frank Packer e Philip Wooldridge per le utili osservazioni e Jhuvesh Sobrun per l'assistenza nella ricerca. Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non riflettono necessariamente il punto di vista della BRI.

applicati come compenso per il rischio di insolvenza. L'analisi mostra che l'andamento dei premi stimati è caratterizzato da un'elevata volatilità, coerentemente con l'opinione di molti operatori secondo cui il mutevole atteggiamento nei confronti del rischio può spiegare buona parte dei movimenti dei prezzi delle attività. In questo lavoro si cerca inoltre di individuare le principali determinanti dei premi al rischio nei mercati creditizi. I risultati ottenuti fanno ritenere che i premi per il rischio di insolvenza e l'avversione al rischio siano fortemente collegati a fattori fondamentali, quali gli indicatori dell'economia reale e l'orientamento della politica monetaria, e a fattori tecnici di mercato, come le emissioni di *collateralised debt obligation* (CDO).

Lo studio si apre fornendo alcune informazioni di base sui mercati dei CDS e degli indici di CDS, su cui è focalizzata la presente indagine empirica. Segue una breve rassegna della letteratura in materia e delle statistiche utilizzate nell'analisi, che prelude alla costruzione degli indicatori dei premi al rischio per i CDS e dell'avversione al rischio di insolvenza. Dopo un'analisi delle determinanti di queste grandezze, l'articolo si conclude con una sintesi e con alcuni suggerimenti per ricerche future.

Il mercato dei CDS

La presente analisi è incentrata sul mercato dei CDS, uno dei segmenti del sistema finanziario internazionale che più è cresciuto negli ultimi anni. Un CDS è un contratto di assicurazione che tutela l'acquirente da perdite connesse con un evento creditizio concernente un'entità di riferimento sottostante. In contropartita di questa protezione, durante la vita del contratto l'acquirente versa periodicamente un premio al venditore della protezione (detto "investitore")². In un primo momento il mercato dei CDS si è sviluppato principalmente intorno ai contratti riferiti a un'unica entità sottostante (contratti uninominali o *single-name*). A partire dalla fine del 2003, tuttavia, è cresciuta anche l'attività in contratti su indici di CDS, che costituiscono l'oggetto principale dell'analisi qui condotta. Le statistiche della BRI indicano che l'ammontare nozionale totale di CDS uninominali e plurinominali in essere a fine giugno 2005 era pari a \$10,2 trilioni³.

Vari sono i motivi per concentrarsi sul mercato dei CDS piuttosto che su quello a pronti. Innanzitutto, i CDS rivestono oggi un ruolo primario nei mercati creditizi: essi sono utilizzati da un ampio ventaglio di investitori per posizionarsi in base alle aspettative sull'evoluzione della qualità creditizia e dalle banche a scopi di copertura, e costituiscono gli elementi di base per costruire strutture sintetiche. Inoltre, la liquidità relativamente elevata del mercato dei CDS

Il mercato dei CDS è cresciuto rapidamente ...

... e si presta all'analisi degli spread creditizi

² Varie fonti (ad esempio O'Kane, Naldi et al., 2003) forniscono una descrizione dei contratti di CDS e delle loro caratteristiche. Gran parte dei contratti contempla quattro tipi di eventi creditizi: fallimento, mancato pagamento, moratoria e ristrutturazione sostanziale del debito (comprendente l'attivazione di clausole di esigibilità immediata). Qui di seguito il termine "insolvenza" sarà utilizzato come sinonimo di "evento creditizio".

³ Sebbene il valore netto delle esposizioni sia di gran lunga inferiore (\$267 miliardi al giugno 2005), si stima che i volumi di contrattazione siano significativamente più elevati di quelli dei sottostanti mercati obbligazionari.

implica che gli spread su questi strumenti rappresentano presumibilmente un indicatore abbastanza “pulito” dei rischi di insolvenza e di recupero rispetto agli spread applicati a gran parte delle obbligazioni societarie, il che facilita l’individuazione dei premi per il rischio di credito⁴.

Gli indici di CDS costituiscono oggi la base di altri importanti derivati creditizi

Vi sono inoltre alcuni vantaggi derivanti dalla scelta di esaminare gli indici di CDS. Nel mercato vengono negoziati contratti di swap e *note* basati su tali indici, mentre ciò non avviene per le obbligazioni societarie; i risultati ottenuti in questo studio potrebbero pertanto essere direttamente utilizzati per analizzare gli spread su indici di mercato. Essi possono inoltre risultare utili nelle ricerche sui derivati basati su indici, come le tranche di indici (*index tranche*) o le opzioni su CDS (*default swaption*). Nel caso delle tranche di indici, che permettono agli investitori di assumere esposizioni verso determinati segmenti della distribuzione delle perdite inerenti a un dato indice di CDS, il prezzo e la copertura si fondano in parte sull’andamento degli spread su indici⁵. Analogamente, dipende da tale andamento anche la valutazione delle opzioni su questi indici.

Letteratura in materia

Pochi sono gli studi sui premi al rischio per i CDS

Questo articolo va ad aggiungersi all’esigua ma crescente letteratura sulle proprietà empiriche degli spread di CDS e sull’avversione al rischio degli investitori nel mercato del rischio di credito. Lo studio che più vi si avvicina è quello di Berndt et al. (2005), dove i premi al rischio sono stimati utilizzando i dati sui CDS relativi a un insieme di 67 imprese statunitensi appartenenti a tre settori e le Expected Default Frequencies (EDFTM) di Moody’s KMV come misura delle probabilità di insolvenza. Gli autori individuano i premi per il rischio di insolvenza utilizzando modelli dinamici interamente specificati del rischio di credito per ciascuna entità di riferimento. Prendendo in considerazione un insieme più ampio di imprese (quelle ricomprese nel principale indice USA di CDS di qualità bancaria), nel presente studio si adotta invece un approccio più semplice alla misurazione del rischio di credito, analizzando i nessi intercorrenti fra le misure ottenute e alcune variabili relative ai fattori macroeconomici e all’attività sui mercati creditizi.

I precedenti lavori stimano che gli spread obbligazionari contengono premi al rischio elevati

Data la relativa “giovinezza” del mercato dei CDS, gran parte delle ricerche sugli spread è stata condotta utilizzando dati sulle obbligazioni. Elton et al. (2001) analizzano quanta parte della variazione nel tempo degli spread (al netto delle perdite attese e delle imposte) è attribuibile a fattori Fama-French e utilizzano quindi tali contributi per calcolare il premio al rischio.

⁴ I CDS potrebbero essere più liquidi delle obbligazioni per vari motivi. In gran parte dei casi essi beneficiano ad esempio della standardizzazione dei contratti, per cui gli eventi creditizi che attivano il pagamento a favore del compratore della protezione sono esplicitati dalle definizioni dell’ISDA in materia di derivati creditizi (ISDA, 2003). I CDS consentono inoltre agli operatori di assumere posizioni corte sul rischio di credito in modo meno complesso e oneroso che le obbligazioni societarie. Cfr. Longstaff et al. (2005) per una trattazione più approfondita.

⁵ Cfr. Amato e Gyntelberg (2005) per una discussione generale degli indici di CDS e delle tranche di indici, nonché di alcune delle questioni che si pongono per il loro *pricing*.

Driessen (2005) stima un modello dinamico della struttura per scadenze suddividendo gli spread in varie componenti, e giunge a riscontrare premi elevati e non lineari per il rischio di insolvenza e per la liquidità. Amato e Luisi (2005) stimano i premi al rischio avvalendosi di un modello che incorpora le variabili macroeconomiche quali determinanti della struttura a termine degli spread sulle obbligazioni societarie.

Dati

La metodologia di stima dei premi al rischio qui utilizzata (cfr. sezione seguente) necessita di dati riguardanti gli spread su indici di CDS e le probabilità di insolvenza relative ai nominativi ricompresi nell'indice. Si costruisce una serie storica sintetica degli spread per un insieme fisso di imprese utilizzando dati tratti da Markit, e ciò per due motivi. Primo, la scelta di un insieme fisso contribuisce alla coerenza nel tempo della serie. Col tempo la composizione dei principali indici di mercato è variata a causa di fusioni e degli avvicendamenti semestrali negli indici stessi⁶. Secondo, è intenzione dell'autore estendere l'analisi al periodo più lungo possibile. Per gran parte delle imprese del campione è infatti possibile costruire serie temporali giornaliere risalenti al maggio 2002. Dal momento che le negoziazioni di contratti su indici sono iniziate a metà 2003, sarebbe stato possibile in linea di principio utilizzare le quotazioni del mercato a livello di indice; tuttavia, ciò avrebbe accorciato la durata del campione e avrebbe compromesso la sua omogeneità a causa delle variazioni intervenute nella composizione dell'indice "on-the-run".

Il gruppo di imprese considerate è formato dalle componenti della 4^a serie dell'indice DJ CDX North America investment grade (CDX.NA.IG.4)⁷, ossia della versione vigente dal 21 marzo al 20 settembre 2005. L'indice è composto da 125 entità, che per la maggior parte hanno un rating compreso fra A+/A1 e BBB-/Baa3. L'analisi è incentrata soprattutto sull'indice aggregato, ma se ne analizzano anche cinque sottosectori (beni di consumo, energia, finanza, industria e telecomunicazioni), al fine di determinare in quale misura gli andamenti settoriali corrispondano a quelli aggregati. Le serie sintetiche degli spread per l'indice e per i sottosectori sono calcolate come medie equiponderate degli spread sui contratti uninominali.

Le serie sintetiche qui costruite possono discostarsi dalle quotazioni di mercato per almeno due motivi⁸. Innanzitutto, in linea di principio il valore

L'analisi si avvale di un indice sintetico di CDS ...

... basato sulle società comprese nella 4^a serie del DJ CDX

⁶ In origine il mercato era composto da vari indici concorrenti, che nella primavera del 2004 sono poi confluiti nelle famiglie di indici CDX e iTraxx. Le componenti di questi indici sono selezionate con cadenza semestrale sulla base di un sondaggio presso gli intermediari.

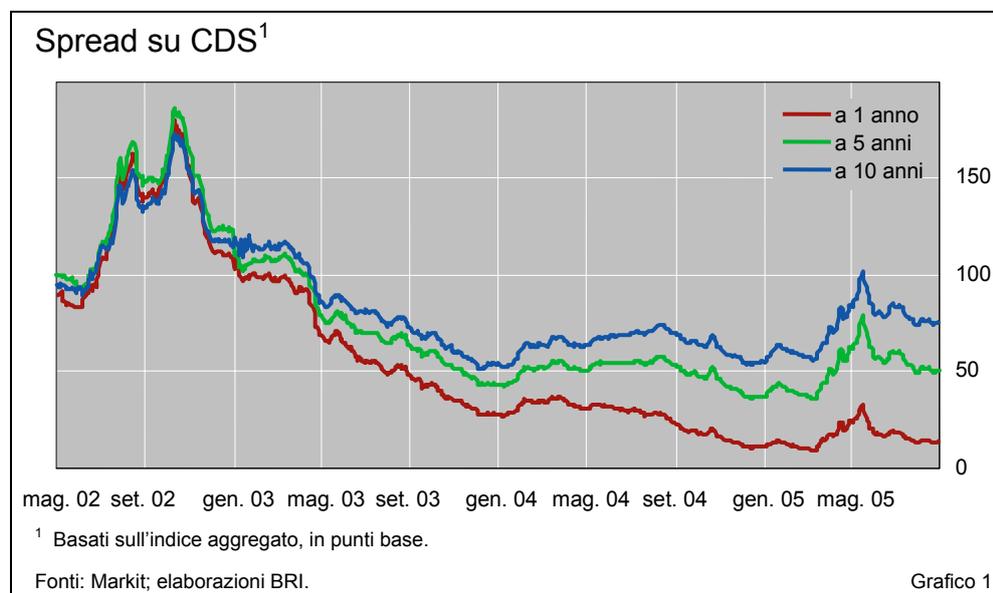
⁷ La lista delle componenti dell'indice è disponibile sul sito web di Markit, all'indirizzo <http://www.markit.com>.

⁸ Le serie sintetiche possono essere comparate agli spread ufficiali sugli indici di Markit. Per quanto riguarda la differenza calcolata per gli spread giornalieri a cinque anni, nel periodo dal 21 marzo al 31 agosto 2005 la media risultava pari a 0,6 punti base, il valore medio assoluto a 1,9 e la deviazione standard a 2,6 punti.

Gli spread sintetici possono differire da quelli di mercato

quotato dal mercato per lo spread sull'indice dovrebbe essere uguale alla media degli spread sulle 125 entità di riferimento, ma nella pratica si registrano discrepanze ("base" diversa da zero). Ciò è probabilmente dovuto, in parte, alla convenienza dell'uso dei contratti su indici per coprire il rischio macroeconomico. Pertanto, va usata cautela nel trasporre i risultati qui ottenuti direttamente nel contesto degli spread di mercato. Inoltre, i contratti su indici ammettono solo due tipologie di evento creditizio, ossia il fallimento e il mancato pagamento, secondo quanto previsto dalla cosiddetta clausola *no-restructuring* per i contratti di CDS uninominali⁹. Tuttavia, gran parte dei contratti di questo tipo negli Stati Uniti incorpora una clausola di ristrutturazione modificata (*modified restructuring*). Al fine di massimizzare la dimensione del campione, per ciascun giorno e ciascuna impresa viene costruita una media ponderata, espressa su base *no-restructuring*, delle quotazioni disponibili nella banca dati di Markit, a prescindere dal tipo di clausola contrattuale. È probabile che il valore dell'opzione *cheapest-to-deliver* per i contratti che contemplano la possibilità di ristrutturazione vari sistematicamente al variare del ciclo del credito. Una siffatta variazione introdurrebbe un errore nello schema qui utilizzato di ponderazione (fissa), che è però verosimilmente di piccola entità¹⁰.

Il grafico 1 riporta le serie temporali giornaliere degli spread su CDS per l'indice aggregato, per le scadenze di uno, cinque e 10 anni. Alcuni aspetti delle serie sono degni di nota. Primo, la struttura a termine ha un'inclinazione positiva in corrispondenza dei livelli più bassi degli spread; in particolare, si riscontrano ampie differenze nell'ultimo paio d'anni fra gli spread a uno e a



⁹ Cfr. ISDA (2003) per una definizione delle varie clausole contrattuali.

¹⁰ Le ponderazioni riflettono i profili degli spread osservati per le diverse clausole contrattuali in un campione dove in un dato giorno esistono quotazioni per più tipi di contratto riferiti a una stessa entità. Cfr. anche O'Kane, Pedersen e Turnbull (2003), nonché Packer e Zhu (2005) per un'analisi delle clausole di ristrutturazione.

cinque anni. Ciò significa che occorre procedere con cautela nella scelta dell'orizzonte temporale per il prosieguo dell'analisi. Secondo, gli spread presentano un'elevata persistenza e variano soprattutto alle frequenze minori, ad esempio di un mese o più. Così, sebbene per gran parte dell'analisi sia necessario aggregare gli spread su base mensile (per far sì che corrispondano agli intervalli con cui si rendono disponibili le altre serie di dati), a questa frequenza essi variano considerevolmente.

Quale *proxy* delle probabilità di insolvenza si utilizzano, come già nel lavoro di Berndt et al. (2005), le EDF™ a un anno. Queste sono costruite utilizzando dati di bilancio e quotazioni azionarie secondo i principi di un modello di tipo Merton per valutare la probabilità di insolvenza¹¹. Con la sola eccezione di due imprese, per tutte le componenti dell'indice CDX.NA.IG.4 sono disponibili con frequenza mensile dati sulle EDF™. Le EDF™ aggregate e settoriali sono calcolate come medie aritmetiche semplici dei dati esistenti per le singole componenti.

EDF™ quale *proxy* per le probabilità di insolvenza

Misurazione dei premi per il rischio di insolvenza

In questa sezione si stimano i premi al rischio dei CDS e l'avversione al rischio di insolvenza utilizzando i dati per l'indice sintetico di CDS presentato in precedenza.

Al fine di meglio comprendere il procedimento seguito per ottenere le misure dei premi e dell'avversione al rischio, è utile ricordare che gli spread sui CDS possono essere indicativamente scomposti nel modo seguente:

$$\begin{aligned}\text{spread su CDS} &\cong \text{perdita attesa} + \text{premio al rischio} \\ &= \text{perdita attesa} \times \text{correzione per il rischio}\end{aligned}$$

dove:

$$\text{correzione per il rischio} = 1 + \text{prezzo del rischio di insolvenza}$$

La prima equazione indica che lo spread equivale approssimativamente alla perdita attesa, più un premio al rischio, ossia un compenso versato agli investitori per sopportare l'esposizione al rischio di insolvenza. Nella seconda equazione lo spread è espresso diversamente, in termini di perdita attesa corretta per il rischio, dove il fattore di correzione varia in proporzione al prezzo del rischio di insolvenza. Tale prezzo può essere interpretato come compenso per unità di perdita attesa ed è un indicatore dell'avversione degli investitori al rischio di insolvenza: un valore positivo significa che gli investitori chiedono di essere ricompensati in misura maggiore alle perdite attuariali. Di seguito, i termini "prezzo del rischio di insolvenza" e "indicatore dell'avversione al rischio" sono impiegati in maniera interscambiabile.

Gli spread su CDS equivalgono alla perdita attesa aggiustata per il rischio

Sebbene le formulazioni suddette degli spread facciano riferimento a un "premio al rischio" e a un "prezzo del rischio", in teoria vi sono due tipi distinti di rischio di insolvenza che possono richiedere un premio. Il primo consiste nella variazione ciclica delle perdite attese, che di norma aumentano nelle fasi di rallentamento economico, allorché la crescita complessiva del reddito è

¹¹ Cfr. Kealhofer (2003) per maggiori dettagli.

bassa. Il secondo tipo di rischio è dato dall'insolvenza effettiva di un'entità e dal suo impatto sulla ricchezza degli investitori dovuto all'impossibilità di diversificare perfettamente i portafogli. In genere nella letteratura i due tipi di rischio vengono rispettivamente denominati rischio "sistematico" e rischio "jump-at-default"¹². Le misure dei premi al rischio e del prezzo del rischio di insolvenza calcolate qui di seguito incorporano implicitamente entrambi questi tipi di rischio¹³. Per maggiori precisazioni sulla determinazione del prezzo dei CDS e sulle componenti degli spread si rimanda al riquadro.

Il premio è stimato come differenza fra spread e perdita attesa ...

La metodologia di stima qui impiegata per i premi al rischio e per l'avversione al rischio è semplice. Dapprima viene costruito un indicatore del premio al rischio sottraendo dagli spread una stima della perdita attesa. Questa è calcolata utilizzando i dati osservabili sulle EDFTM come *proxy* per la probabilità di insolvenza e ipotizzando che la perdita in caso di insolvenza sia costante e pari al 60%. Tale percentuale si basa sui tassi storici di perdita rilevati da Moody's per obbligazioni USA di qualità primaria non garantite¹⁴. Poiché i dati sulle EDFTM intendono misurare le probabilità di insolvenza su un orizzonte di un anno, la presente analisi è incentrata principalmente sul premio al rischio contenuto negli spread su CDS di pari scadenza. Quindi, viene calcolato il prezzo del rischio di insolvenza come rapporto fra spread su CDS e perdita attesa.

... e il prezzo del rischio come rapporto fra spread e perdita attesa

Statistiche riassuntive ¹					
	CDS a un anno	CDS a 5 anni	EDF TM	Premio al rischio ²	Prezzo del rischio di insolvenza ²
Media	55,33	75,07	35,40	34,09	1,42
Mediana	33,82	56,20	22,84	21,11	1,30
Deviazione standard	44,62	37,01	22,88	31,95	0,66
Asimmetria (skewness)	1,00	1,21	0,70	1,24	0,26
Curtosi	2,81	3,35	2,01	3,57	2,51
Minimo	11,15	37,31	9,09	2,64	0,31
Massimo	167,81	175,70	81,43	121,95	2,92

¹ Basate sull'indice aggregato, in punti base (eccetto il prezzo del rischio di insolvenza). ² Su un orizzonte di un anno.
 Fonti: Markit; Moody's KMV; elaborazioni BRI. Tabella 1

¹² La terminologia è in parte fuorviante, dal momento che l'impossibilità di una diversificazione perfetta contro le insolvenze di entità singole è anch'essa un rischio "sistematico".

¹³ La formulazione qui adottata per il prezzo del rischio di insolvenza, inoltre, non è quella standard. Più specificamente, nella letteratura il prezzo (o i prezzi) del rischio sistematico è dato dal compenso per unità di *volatilità* del fattore (o dei fattori) di rischio, mentre il compenso per unità di perdita attesa costituisce il prezzo del rischio *jump-at-default*.

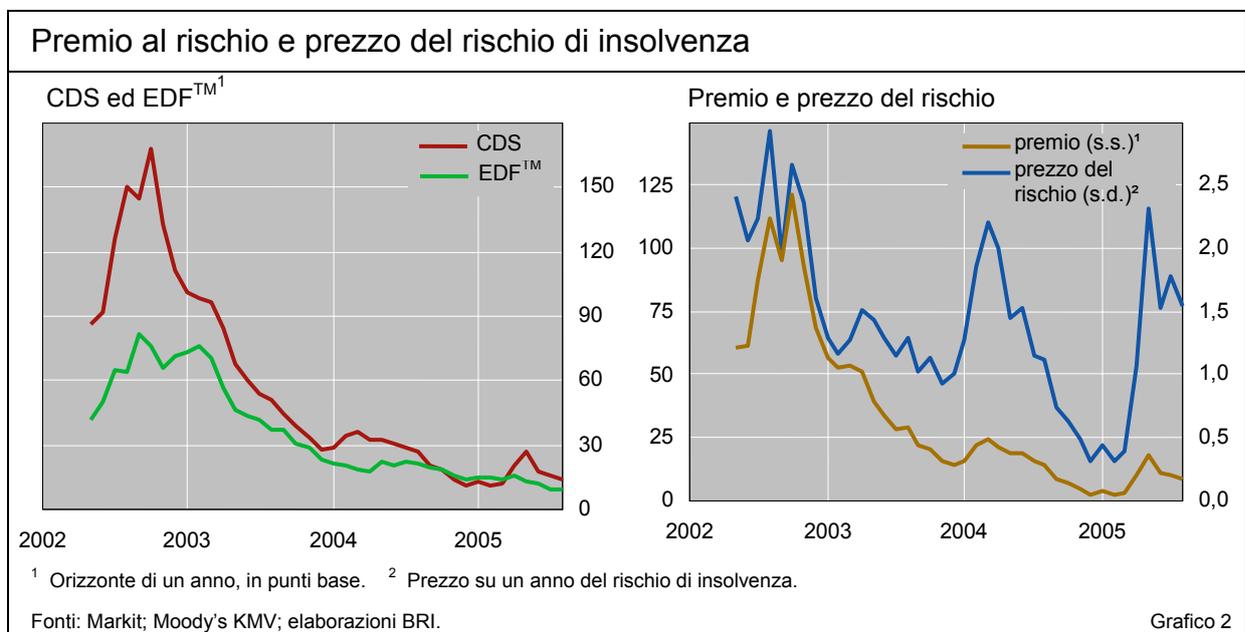
¹⁴ Non viene pertanto considerata una variazione sistematica dei tassi di perdita nel corso del ciclo creditizio. Un *corpus* sempre maggiore di evidenze fa ritenere che i tassi di perdita covarino positivamente con le probabilità di insolvenza (cfr. ad esempio Altman et al., 2004), ma la solidità di questa relazione dipende da come sono misurate le perdite, in base ai prezzi di mercato appena dopo l'insolvenza ovvero in base ai tassi di recupero finali.

La tabella 1 riporta i dati riassuntivi sulle serie temporali mensili delle variabili principali considerate per l'indice aggregato¹⁵. È possibile notare come gli spread sui CDS siano mediamente superiori e più volatili delle EDFTM; essi presentano inoltre una distribuzione maggiormente asimmetrica. Il premio al rischio a un anno è in media positivo e la sua distribuzione (nel tempo) presenta un'asimmetria positiva e code a elevata frequenza. Il prezzo medio del rischio di insolvenza a un anno è pari a 1,42. In virtù dell'assunto secondo cui la perdita in caso di insolvenza è costante, ciò significa che le probabilità di insolvenza corrette per il rischio superano di circa il 140% quelle effettive. Il prezzo del rischio di insolvenza, inoltre, varia significativamente, toccando un minimo di 0,31 e un massimo di 2,92.

Le probabilità di insolvenza corrette per il rischio superano del 140% quelle effettive

Il grafico 2 presenta l'andamento delle variabili nel tempo. Nel diagramma di sinistra sono messe a confronto le serie temporali degli spread su CDS con scadenza a un anno e le EDFTM, mentre quello di destra mostra le stime del premio al rischio e del prezzo del rischio di insolvenza. Dal grafico emergono quattro caratteristiche fondamentali delle serie. Primo, risulta chiaramente che le maggiori variazioni degli spread si sono verificate nel 2002¹⁶. Ciò vale sia per le variazioni positive (in tre diverse settimane del luglio di quell'anno gli spread su CDS si sono ampliati di oltre 10 punti base), sia per quelle negative (in novembre gli spread si sono fortemente ridotti). Proprio nel luglio 2002 WorldCom dichiarava un fallimento da \$107 miliardi, un evento che sembra aver influito sugli spread nell'intero mercato dei CDS. In quel periodo sono aumentate anche le probabilità di insolvenza per l'indice aggregato, ma in misura molto minore, a indicare che del fallimento di WorldCom hanno risentito

Gli spread e l'avversione al rischio sono fortemente aumentati a metà 2002 e nel maggio 2005



¹⁵ Gli spread mensili sono calcolati come media dei valori giornalieri.

¹⁶ Ciò emerge anche per frequenze più elevate dal grafico 1. Ad esempio, nel 2002 hanno avuto luogo nove delle 10 maggiori variazioni settimanali degli spread a un anno (misurate in valore assoluto, da venerdì a venerdì).

Componenti degli spread su CDS

Questo riquadro illustra come ottenere la scomposizione (approssimativa) degli spread su CDS utilizzata nell'articolo quale base per la costruzione delle misure dei premi al rischio e del prezzo del rischio di insolvenza. Per ragioni di concretezza utilizziamo un modello basato sull'intensità per stimare gli eventi creditizi ("insolvenze")[Ⓞ]. Esso ipotizza che le insolvenze si verifichino in maniera casuale e che la probabilità di insolvenza in un intervallo di tempo breve (come un giorno o un mese) sia uguale all'intensità, rappresentata da h^P . In linea di principio h^P può essere una variabile stocastica che varia a seconda delle condizioni a livello macroeconomico, di settore o di impresa. Altri importanti input del modello sono: la perdita in caso di insolvenza (L); il tasso di interesse privo di rischio per attualizzare i flussi di cassa (r); il prezzo del rischio sistematico e del rischio *jump-at-default* (Γ). Ciascuno di questi elementi potrebbe a sua volta variare con le condizioni economiche.

In generale, l'intensità corretta per il rischio (indicata come h^Q), che è quella appropriata per prezzare i contratti di CDS, differisce da quella effettiva h^P . L'aggiustamento dipende dal prezzo del rischio *jump-at-default*, ossia $h^Q = h^P (1 + \Gamma)$. Se gli investitori non richiedono un premio per tale rischio, allora le due intensità (corretta ed effettiva) sono uguali; altrimenti, dovrebbe valere che $\Gamma > 0$, per cui $h^Q > h^P$.

Lo spread su un contratto di CDS si ottiene risolvendo per il premio trimestrale l'equazione che uguaglia il valore attuale atteso dei pagamenti effettuati dall'acquirente della protezione ("lato del premio") al valore attuale atteso dei costi dell'insolvenza sopportati dal venditore della protezione ("lato della protezione"). I contratti di CDS prevedono M date di pagamento trimestrali, $t = t_1, t_2, \dots, t_M$, alle quali deve essere versato il premio[Ⓢ]. Al momento t di inizio del contratto il valore attuale atteso del lato del premio equivale alla somma attesa dei pagamenti del premio attualizzati utilizzando il tasso di sconto *effettivo*, $r + h$, ossia il tasso privo di rischio corretto per la possibilità di insolvenza:

$$V_{\text{prem}}(t) = E_t^Q \left[\sum_{i=1}^M \exp\left(-\int_t^{t_i} [r(s) + h^Q(s)] ds\right) \cdot CDS(t) \right]$$

$CDS(t)$ è il premio trimestrale, mentre $E_t^Q(\cdot)$ indica le aspettative corrette per il rischio sistematico.

Il valore attuale atteso del lato della protezione è pari al valore scontato della perdita attesa alle possibili date di insolvenza[Ⓢ]:

$$V_{\text{prot}}(t) = E_t^Q \left[\sum_{i=1}^M h^Q(t_i) \cdot L(t_i) \cdot \exp\left(-\int_t^{t_i} [r(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]$$

Il premio è ottenuto ponendo $V_{\text{prem}} = V_{\text{prot}}$ e risolvendo per $CDS(t)$:

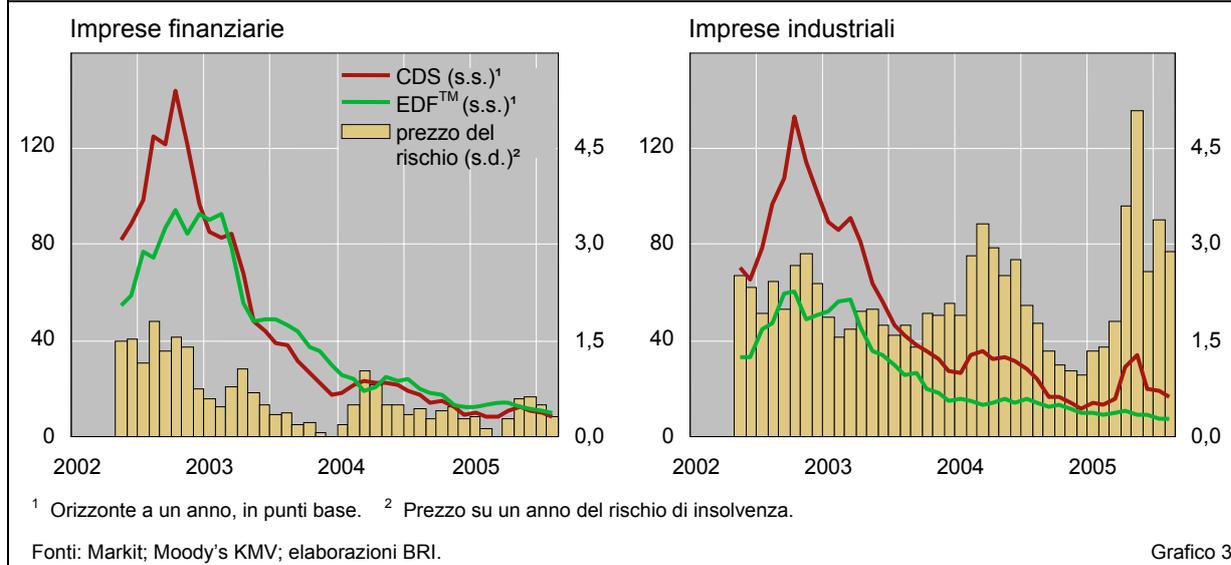
$$CDS(t) = \frac{\sum_{i=1}^M E_t^Q \left[h^Q(t_i) \cdot L(t_i) \cdot \exp\left(-\int_t^{t_i} [r(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]}{\sum_{i=1}^M E_t^Q \left[\exp\left(-\int_t^{t_i} [r(s) + h^Q(s)] ds\right) \right]}$$

La suddetta equazione presuppone che gli spread su CDS siano medie ponderate delle perdite attese corrette per il rischio, $E_t^Q(h^Q L)$; ossia: $CDS(t) \equiv E_t^Q(h^Q L)$.

Vi sono potenzialmente due differenze fra $E_t^Q(h^Q L)$ e la perdita attesa effettiva, $E_t^P(h^P L)$, dove $E_t^P(\cdot)$ indica le aspettative basate sulle probabilità effettive del mondo reale. Primo, come già detto, h^Q può differire da h^P se gli investitori richiedono un compenso per il rischio *jump-at-default* ($\Gamma > 0$). Secondo, le aspettative di $h^Q L$ sono valutate utilizzando probabilità corrette per tener conto dell'avversione al rischio sistematico. Ciò significa che gli spread sui CDS sono all'incirca uguali alla somma della perdita attesa effettiva ($h^P L$), del premio per il rischio *jump-at-default* ($h^P L \Gamma$) e del premio per il rischio sistematico.

[Ⓞ] Fra i precedenti studi degli spread di CDS basati su modelli di intensità figurano Berndt et al. (2005), Longstaff et al. (2005), nonché Pan e Singleton (2005). [Ⓢ] Il pagamento viene effettuato solo fintantoché l'entità di riferimento non si rende insolvente. [Ⓣ] Per semplicità, si assume che l'insolvenza possa manifestarsi soltanto alle date di pagamento del premio. In pratica, allorché essa interviene in un altro momento, il venditore della protezione riceve un pagamento *pro rata temporis*.

Sottosettori dell'indice di CDS



soprattutto i premi al rischio applicati dal mercato. Secondo, a partire dagli inizi del 2003 sono diminuiti sia gli spread sia le frequenze attese di insolvenza, rimanendo da allora relativamente stabili, fatta eccezione per un temporaneo aumento degli spread nella primavera del 2005 in corrispondenza degli avvenimenti concernenti General Motors e Ford. Terzo, i premi al rischio hanno generalmente seguito lo stesso andamento degli spread. Infine, il prezzo del rischio di insolvenza ha fatto registrare un maggior numero di alti e bassi rispetto ai premi al rischio, toccando un massimo a metà 2002 e livelli elevati anche agli inizi del 2004 (in occasione di una significativa accentuazione della pendenza delle curva dei rendimenti sui titoli del Tesoro USA) e nel maggio 2005 (durante la fase di turbolenza che ha accompagnato i declassamenti di rating nel settore automobilistico).

Per quanto riguarda i dati a livello settoriale, il grafico 3 illustra gli spread a un anno e le EDF™, insieme alle stime implicite del rischio di insolvenza per due settori¹⁷. L'andamento tendenziale sia degli spread sia delle EDF™ risulta simile fra i vari settori, e quindi anche a livello aggregato. Ciò nonostante, il livello implicito e la volatilità del prezzo del rischio di insolvenza nei due settori sono significativamente diversi. Ad esempio, il livello del prezzo si è situato in media a 2,18 per le imprese industriali e a 0,62 soltanto per quelle finanziarie. In quest'ultimo settore esso è inoltre cresciuto fortissimamente durante il tumultuoso periodo di aprile-maggio 2005, quando invece è rimasto pressoché invariato nel settore industriale¹⁸.

Ampie differenze fra settori

¹⁷ Per ragioni di spazio gli altri settori non sono rappresentati. In generale, le tendenze degli spread e delle stime dell'avversione al rischio di insolvenza nei vari settori sono simili. Il livello stimato dell'avversione al rischio è analogo nel settore dei beni al consumo e in quello industriale, mentre risulta decisamente inferiore nel settore telecom dall'inizio del 2003.

¹⁸ Amato e Remolona (2005) rilevano che il prezzo del rischio di insolvenza è maggiore per le imprese con rating più elevato. All'interno dell'indice CDX, tuttavia, le imprese finanziarie hanno un rating mediamente superiore a quello delle imprese di altri settori. Ciò fa ritenere che vi sia un'altra spiegazione, diversa dalla qualità creditizia, dietro alle differenze settoriali

Cosa determina i premi al rischio per i CDS?

Quali sono le principali variabili che determinano i movimenti dei premi al rischio per i CDS e degli indicatori dell'avversione al rischio di insolvenza? In precedenza sono stati individuati alcuni importanti episodi in cui queste grandezze si collocavano su livelli elevati. Questa sezione ricorre all'analisi di regressione per stimare i possibili nessi con le variabili macroeconomiche e dell'attività del mercato creditizio. Per ragioni di spazio, la discussione si limita all'indice aggregato¹⁹.

Scelta delle variabili

Nella misura in cui le condizioni macroeconomiche influiscono sulle preferenze in termini di rischio degli investitori nel mercato dei CDS, è lecito attendersi che vi sia una relazione statisticamente significativa fra le variabili macroeconomiche e le misure dei premi al rischio per i CDS²⁰. Nell'analisi vengono considerate varie serie, fra cui quelle relative a misure dell'inflazione, dell'attività economica reale, della fiducia dei consumatori, dei tassi di interesse privi di rischio e dell'orientamento della politica monetaria.

Nelle regressioni sono inoltre inclusi indicatori dell'attività sul mercato per la negoziazione del rischio di credito. Il tasso di insolvenza per il comparto dell'alto rendimento viene impiegato come indicatore mensile di una serie di altre variabili fondamentali che dovrebbero incidere sui premi per il rischio di insolvenza. Oltre a ciò, si considera l'impatto delle emissioni di obbligazioni e *note* ordinarie da parte delle imprese non finanziarie statunitensi, nonché quello delle emissioni a livello mondiale di CDO sintetiche di tipo *funded* e *unfunded*. Le emissioni di CDO sono particolarmente rilevanti per il mercato dei CDS, poiché i soggetti emittenti generalmente si coprono dal rischio connesso con tali operazioni vendendo protezione nel quadro di contratti di CDS uni- o plurinominali. Fra gli operatori si è parlato molto della possibilità che questo tipo di attività, nota come "structured credit bid", abbia spinto al ribasso gli spread sui CDS negli ultimi due anni.

Risultati delle regressioni

La tabella 2 riporta i risultati di alcune regressioni univariate e multiple del premio al rischio per i CDS (sezione superiore) e del prezzo del rischio di insolvenza (sezione inferiore)²¹. Le regressioni univariate (colonne da 1 a 5)

riscontrate nelle serie qui stimate. Un esame di queste differenze potrebbe costituire l'oggetto di future ricerche.

¹⁹ Sono state condotte regressioni anche per ciascuno dei settori, che hanno prodotto stime sostanzialmente simili a quelle ottenute per l'indice aggregato. Questi e altri risultati non riportati nel presente studio possono essere richiesti all'autore.

²⁰ Analogamente, gli indicatori dell'attività economica dovrebbero poter spiegare le variazioni sistematiche della probabilità di insolvenza (qui rappresentate dalle EDFTM). In effetti, dai risultati non riportati, emerge che le EDFTM presentano un nesso negativo e statisticamente significativo con diverse variabili dell'attività economica. Esse sono inoltre positivamente correlate ai tassi di insolvenza.

²¹ Si sono inoltre riscontrate relazioni economicamente e statisticamente significative con diversi altri indicatori dell'attività economica reale. Nella maggioranza dei casi, le misure

Si esamina l'impatto di variabili macroeconomiche e di politica monetaria ...

... nonché quello dei tassi di insolvenza e dei volumi di emissione

I premi al rischio presentano un forte nesso con l'economia reale

indicano che le misure relative ai CDS sono fortemente collegate con le variabili macroeconomiche e creditizie. In primo luogo, è chiaro che l'attività economica reale, rappresentata dalle nuove abitazioni o dalla variazione dell'occupazione non agricola, presenta una relazione negativa e statisticamente significativa con il premio al rischio e, in misura minore, con l'indicatore dell'avversione al rischio di insolvenza. Ciò concorda con i risultati ottenuti da Amato e Luisi (2005), che riscontrano come l'attività economica reale eserciti un importante influsso sui premi al rischio delle obbligazioni societarie su periodi campione più estesi.

Regressioni di premio al rischio e prezzo del rischio di insolvenza ¹							
Variabile dipendente: premio al rischio							
Variabile ²	1	2	3	4	5	6	7
NA	-0,140* (0,023)					-0,096* (0,030)	-0,102* (0,029)
ONA		-0,120* (0,036)				-0,015 (0,035)	-0,019 (0,034)
GTU			0,276* (0,071)			0,162* (0,059)	0,155* (0,059)
INS				0,629* (0,198)		0,184 (0,168)	
CDO					-0,911* (0,439)		-0,355 (0,312)
R ²	0,51	0,24	0,30	0,22	0,11	0,62	0,62
Variabile dipendente: prezzo del rischio di insolvenza							
Variabile ²	1	2	3	4	5	6	7
NA	-0,002* (0,001)					-0,002* (0,001)	-0,002* (0,001)
ONA		-0,001 (0,001)				0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
GTU			0,006* (0,001)			0,004* (0,001)	0,004* (0,001)
INS				0,009* (0,004)		0,004 (0,004)	
CDO					-0,025* (0,009)		-0,018* (0,007)
R ²	0,24	0,04	0,32	0,11	0,20	0,44	0,51

¹ Misure relative all'indice aggregato, su un orizzonte di un anno, in punti base. Il simbolo * denota significatività al livello del 5%. Errori standard fra parentesi. ² NA: nuove abitazioni (in migliaia); ONA: occupazione non agricola (variazioni, in migliaia); GTU: gap di tasso ufficiale reale (in punti base); INS: tasso di insolvenza nel settore alto rendimento (in punti base); CDO: emissioni mondiali di CDO sintetiche di tipo *funded* e *unfunded* (in miliardi di dollari USA). GTU è dato dalla differenza fra il tasso sui *federal fund* e il tasso di interesse naturale, laddove il tasso reale è ottenuto correggendo il tasso nominale per l'inflazione al consumo su quattro trimestri e il tasso naturale è definito come tasso reale medio (1985-2003), più crescita su quattro trimestri del prodotto potenziale, meno sua media di lungo periodo. I valori mensili sono ricavati dall'interpolazione lineare delle medie trimestrali. Cfr. BRI (2004, Capitolo IV).

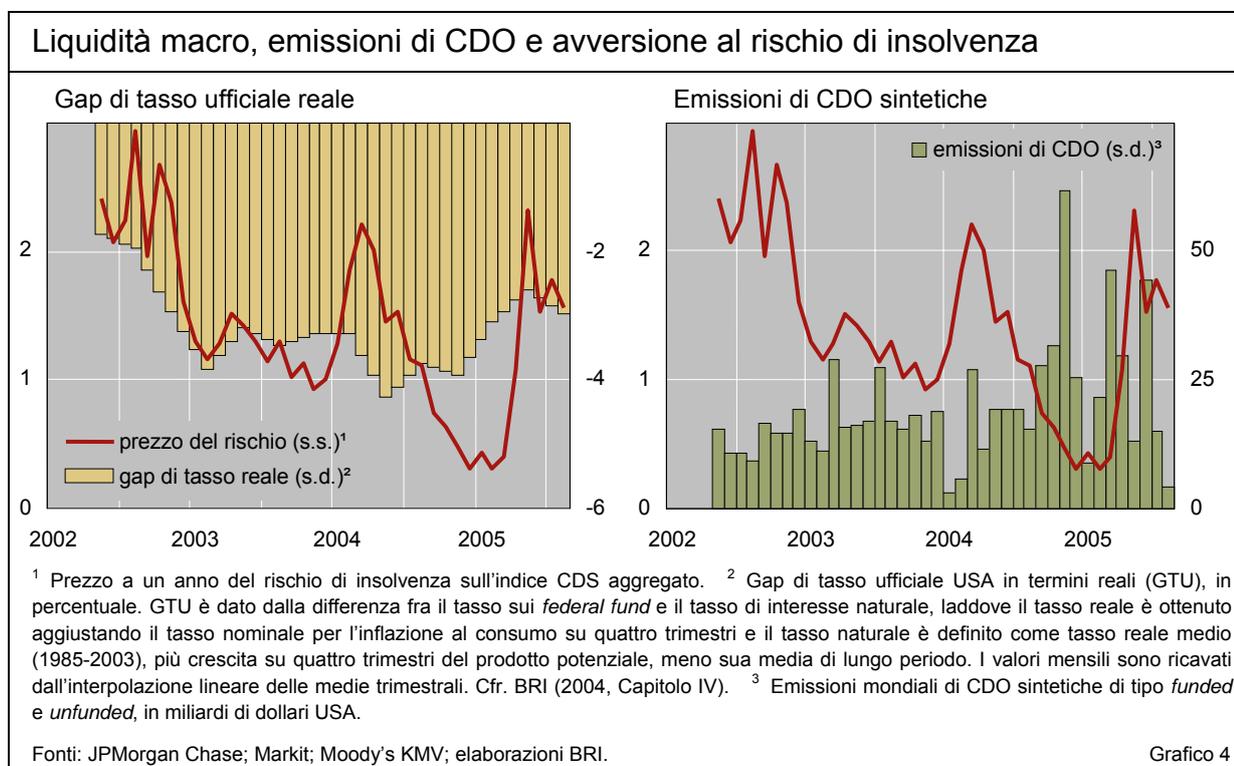
Fonti: Bloomberg; JPMorgan Chase; Markit; Moody's; Moody's KMV; elaborazioni BRI. Tabella 2

dell'inflazione e delle emissioni obbligazionarie generalmente presentano coefficienti senza significatività statistica.

L'avversione al rischio è strettamente collegata con l'orientamento della politica monetaria ...

In secondo luogo, sussiste un forte nesso fra il gap di tasso ufficiale reale e l'avversione al rischio di insolvenza, come illustra il grafico 4 (diagramma di sinistra). Il gap di tasso reale è un indicatore delle condizioni della domanda a livello di economia, ma, ancor più direttamente, è una misura dell'orientamento della politica monetaria. Esso è costruito come differenza fra le stime del tasso sui *federal fund* in termini reali e quelle del tasso di interesse naturale, assunto come *proxy* del tasso di interesse reale di equilibrio coerente con la stabilità dell'inflazione dei prezzi al consumo (cfr. le note alla tabella 2 per maggiori dettagli). In base a questa misura, nel periodo in esame la politica monetaria è stata fortemente accomodante, e i risultati ottenuti indicano che l'avversione al rischio di insolvenza è scesa al di sotto del tasso naturale. Essendo un indicatore inverso del prodotto aggregato, non deve forse sorprendere che il gap di tasso reale vari positivamente al variare del prezzo del rischio di insolvenza, dal momento che l'avversione al rischio tende a calare in tempi favorevoli. In alternativa, i risultati della regressione concordano con l'idea che l'orientamento accomodante della politica monetaria, rendendo (relativamente) basso il costo del finanziamento delle posizioni a effetto leva, abbia favorito una maggiore assunzione di rischio²².

Per la verità è di rigore una certa cautela nell'interpretazione di questi risultati. In base alle stime, allorché il gap di tasso reale si situava al di sotto della media del *campione*, la propensione al rischio era eccezionalmente elevata. Tuttavia, per tutto il periodo campione il gap è stato *negativo*, mentre



²² Cfr. BRI (2005, Capitolo VI) per un approfondimento.

in una prospettiva a più lungo termine l'avversione al rischio di insolvenza è stata relativamente elevata a metà 2002 e ancora nel maggio 2005. Pertanto, la validità di questa relazione stimata non è stata ancora comprovata e resta aperta alla discussione.

Un terzo risultato sorprendente è che i mesi in cui l'attività di emissione di CDO sintetiche è relativamente alta coincidono con un più basso prezzo del rischio di insolvenza (grafico 4, diagramma di destra). Ciò fa ritenere che una maggiore offerta di protezione nel mercato dei CDS uninominali dovuta all'accresciuta emissione di CDO produca un impatto negativo sull'indicatore dell'avversione al rischio. Tuttavia, il rapporto di causa-effetto potrebbe essere inverso, ossia un aumento della propensione al rischio potrebbe accrescere la domanda, e quindi le emissioni, di strumenti creditizi esotici quali le CDO sintetiche.

La significatività statistica dei tassi di insolvenza e delle emissioni di CDO sintetiche nelle regressioni univariate potrebbe rispecchiare la correlazione di queste serie con variabili macroeconomiche più fondamentali. Per verificare questa possibilità, nella tabella 2 sono riportati anche i risultati di regressioni multiple che includono, oltre al tasso di insolvenza o alle emissioni di CDO, anche variabili macroeconomiche. Tali regressioni presentano una valenza esplicativa ben maggiore, come dimostra il più elevato coefficiente R^2 . Nel caso del premio al rischio, l'attività edilizia (nuove abitazioni) e il gap di tasso di interesse reale paiono essere le variabili più significative, mentre i coefficienti relativi al tasso di insolvenza nel comparto dell'alto rendimento e alle emissioni di CDO perdono significatività. Per contro, quest'ultima variabile conserva la sua significatività statistica all'interno dell'equazione del prezzo del rischio di insolvenza, sebbene il suo impatto marginale risulti lievemente più debole allorché si considerano le *proxy* delle condizioni economiche. Vi sono ulteriori indicazioni del fatto che l'attività nel mercato dei prodotti creditizi strutturati – la cosiddetta *structured credit bid* – possa aver abbassato il grado effettivo di avversione al rischio negli ultimi anni.

... e con l'emissione di CDO sintetiche

Le relazioni conservano validità anche tenendo conto delle condizioni economiche

Sommario e spunti per ricerche future

Nell'articolo si sono stimati i premi al rischio per i CDS e l'avversione al rischio di insolvenza per il periodo 2002-05. Entrambi gli indicatori presentano un'elevata volatilità, a indicare che l'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio varia frequentemente. Le misure sono simili e complementari a quelle di Berndt et al. (2005). Le serie stimate esibiscono forti oscillazioni in seguito al fallimento di WorldCom nel 2002 e nel periodo di turbolenza che ha interessato il settore automobilistico nell'aprile-maggio 2005. Inoltre, l'analisi di regressione indica che le variazioni dell'avversione al rischio sono collegate sia a fattori macroeconomici sia a fattori tecnici di mercato. Tuttavia, le conclusioni cui si perviene vanno sfumate. Nella costruzione degli indicatori dei premi al rischio e dell'avversione al rischio sono state infatti formulate varie ipotesi fortemente semplificatrici. Inoltre, il periodo campione si estende ad appena tre anni e non copre un intero ciclo del credito.

Secondo le evidenze vi sarebbero nessi con le variabili macroeconomiche ...

... ma occorrono ulteriori ricerche per migliorare la robustezza di stime e verifiche

Le ricerche future potranno imboccare varie strade. Innanzitutto, per un'analisi più approfondita occorrerebbe costruire un modello sulla falsariga di quello di Berndt et al. (2005). Le stime ottenute dovrebbero poi essere sottoposte a una verifica di robustezza utilizzando specifiche diverse. Il recente lavoro condotto da Pan e Singleton (2005) sugli spread di CDS riferiti a soggetti sovrani, ad esempio, indica che le stime dell'avversione al rischio possono risentire della forma del modello. Oltre a ciò, sarebbe auspicabile confrontare le misure dell'avversione e dei premi al rischio ricavate dai dati sui CDS con quelle ottenute a partire da altri strumenti creditizi o da altre classi di attività, come le azioni o i titoli di Stato. Questo consentirebbe di comprendere meglio in che misura i prezzi delle attività in mercati diversi sono influenzati da fattori comuni.

Riferimenti bibliografici

Altman, E.I., B. Brady, A. Resti e A. Sironi (2004): "The link between default and recovery rates: theory, empirical evidence and implications", *Journal of Business*, di prossima pubblicazione.

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

Amato, J. e M. Luisi (2005): "Macro factors in the term structure of credit spreads", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Amato, J. ed E. Remolona (2005): "The pricing of unexpected credit losses", *BIS Working Papers*, n. 190.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2004): *74^a Relazione annuale*.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): *75^a Relazione annuale*.

Berndt, A., R. Douglas, D. Duffie, M. Ferguson e D. Schranz (2005): "Measuring default risk premia from default swap rates and EDFs", *BIS Working Papers*, n. 173.

Driessen, J. (2005): "Is default event risk priced in corporate bonds?" *Review of Financial Studies*, 18, pagg. 165-195.

Elton, E.J., M.J. Gruber, D. Agrawal e C. Mann (2001): "Explaining the rate spread on corporate bonds", *Journal of Finance*, 56, pagg. 247-277.

International Swaps and Derivatives Association (2003): *ISDA Credit Derivatives Definitions, Supplements and Commentaries*.

Kealhofer, S. (2003): "Quantifying credit risk I: default prediction", *Financial Analysts Journal*, gennaio-febbraio, pagg. 30-44.

Longstaff, F., S. Mithal ed E. Neis (2005): "Corporate yield spreads: default risk or liquidity? New evidence from the credit default swap market", *Journal of Finance*, 60, pagg. 2213-2253.

O’Kane, D., M. Naldi, S. Ganapati, A. Berd, C. Pedersen, L. Schloegl e R. Mashal (2003): *The Lehman Brothers guide to exotic credit derivatives*, supplemento alla rivista *Risk*, novembre.

O’Kane, D., C. Pedersen e S. Turnbull (2003): “The restructuring clause in credit default swap contracts”, *Fixed Income Quantitative Credit Research*, Lehman Brothers, aprile.

Packer, F. e H. Zhu (2005): “Clausole contrattuali e pricing dei CDS”, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 91-103.

Pan, J. e K. Singleton (2005): *Default and recovery implicit in the term structure of sovereign CDS spreads*, Stanford University, mimeo.

Banche estere nelle economie di mercato emergenti: nuovi protagonisti, nuove sfide¹

Gli investimenti diretti esteri nel settore finanziario delle economie emergenti sono sensibilmente aumentati nell'ultimo decennio. Pur essendo ampiamente riconosciuti i benefici derivanti dall'accresciuta efficienza del settore finanziario e da una migliore gestione dei rischi, la proprietà estera pone i paesi ospitanti di fronte a nuove sfide originate dal trasferimento all'estero dei centri decisionali e dall'incompatibilità tra le strutture organizzative delle banche estere e i sistemi legislativo-regolamentari del paese ospitante. Molte di queste problematiche potranno essere affrontate nel modo migliore attraverso il coordinamento a livello internazionale da parte delle autorità di vigilanza e delle banche centrali.

Classificazione JEL: G200, F210, F230, F360

Negli ultimi dieci anni si è assistito a una formidabile espansione degli investimenti diretti esteri nei settori finanziari delle economie di mercato emergenti (EME). La crescente partecipazione estera ha consentito ai sistemi finanziari di queste economie di approssimarsi agli standard internazionali in termini di allocazione del capitale, gestione del rischio e governo societario. Al tempo stesso, sono intervenuti cambiamenti significativi nel modo in cui le banche estere organizzano e conducono la propria attività nelle EME. La trasformazione delle banche dei paesi ospitanti prodotta dall'ingresso della proprietà estera ha generalmente migliorato l'efficienza e la stabilità dei sistemi finanziari interni, ma ha anche posto nuove sfide alle autorità competenti.

Il presente saggio monografico passa in rassegna le principali tematiche connesse con gli investimenti diretti esteri nel settore finanziario (IDESF) dei mercati emergenti, rifacendosi in ampia misura al Rapporto Cumming predisposto dal Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), nonché ai dibattiti svoltisi presso i tre gruppi di lavoro del Comitato nel corso del 2004².

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o del CSFG. Si ringraziano Jhuvesh Sobrun, Marcus Jellinghaus e Gert Schnabel per l'eccellente supporto analitico.

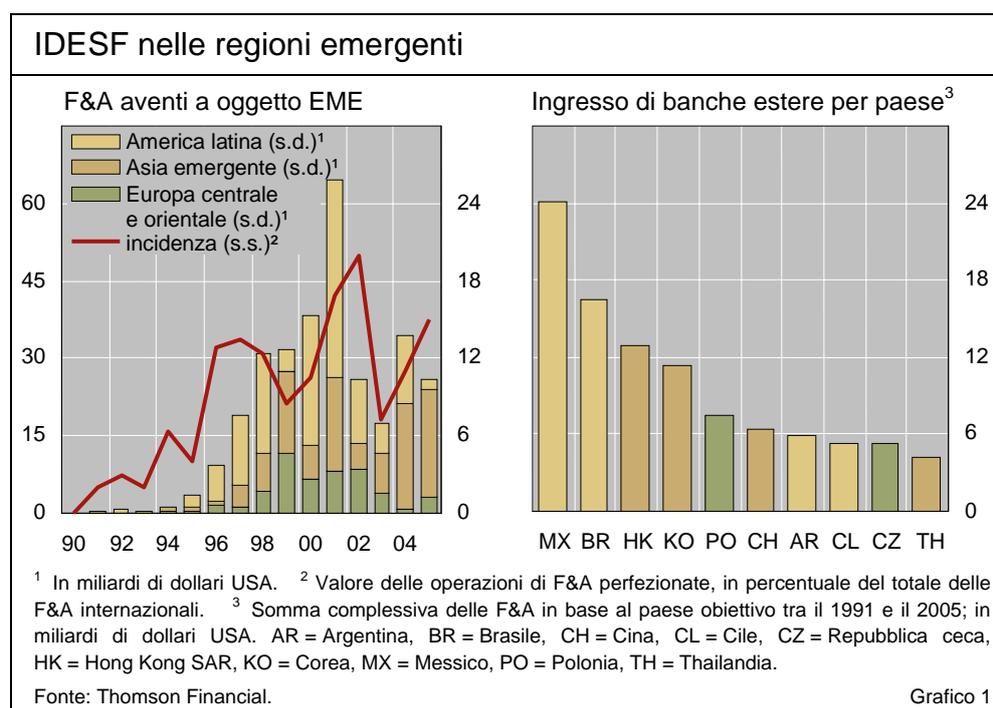
² Cfr. CSFG (2004) e CSFG (2005).

La prima parte esamina l'evoluzione degli IDESF nei paesi emergenti di Asia, Europa centrale e orientale e America latina, la seconda parte considera la mutata fisionomia della partecipazione bancaria estera, e la terza individua le principali problematiche che questa crescente partecipazione solleva per le autorità di regolamentazione dei paesi ospitanti. Il saggio termina con una breve descrizione delle ulteriori sfide che gli organi responsabili della stabilità finanziaria dovranno affrontare in avvenire.

Tendenze degli IDESF nelle economie di mercato emergenti

A partire dalla metà degli anni novanta gli investimenti diretti esteri nel settore finanziario delle economie emergenti sono divenuti una componente sempre più importante del processo di globalizzazione dell'attività bancaria³. Questi investimenti, misurati in base al valore delle fusioni e acquisizioni (F&A) internazionali aventi a oggetto banche nelle EME, sono saliti da circa \$2½ miliardi nel 1991-95 a \$51½ miliardi nel quinquennio successivo e a \$67½ miliardi tra il 2001 e l'ottobre 2005⁴. Dopo aver toccato il massimo nel 2001, essi hanno registrato una forte flessione, per poi stabilizzarsi a livelli ben superiori a quelli osservati nella prima metà degli anni novanta (grafico 1). La loro importanza è aumentata anche rispetto alle fusioni internazionali fra

Rapida espansione degli IDESF a metà anni novanta ...



³ Sulle tendenze e i fattori all'origine della crescita degli IDESF negli anni novanta, cfr. Soussa (2003) e Focarelli (2003).

⁴ Come *proxy* degli IDESF è stato impiegato il volume delle operazioni di fusione e acquisizione perfezionate, in quanto non sono disponibili dati esaustivi e metodologicamente coerenti sui flussi settoriali di IDE nei vari paesi.

economie sviluppate: la quota delle operazioni aventi a oggetto istituzioni finanziarie nelle EME è passata dal 13% delle operazioni internazionali di F&A nel 1991-95 al 28% nel 1996-2000 e al 35% dal 2001 all'ottobre 2005.

... con importanti differenze regionali

Gli afflussi di IDESF presentano andamenti regionali fortemente differenziati sia in termini di valori assoluti sia sotto il profilo temporale. Complessivamente, la maggior parte dei flussi si è diretta verso l'America latina: tra il 1991 e il 2005 le transazioni mirate a banche della regione hanno concorso per \$58 miliardi, ovvero per il 48% circa, al totale delle F&A internazionali aventi per oggetto banche nelle EME. Seguono le economie emergenti dell'Asia con \$43 miliardi (36% delle F&A complessive) e dell'Europa centrale e orientale con \$20 miliardi (17% del totale).

In America latina le crisi bancarie danno impulso agli investimenti

Nella seconda metà degli anni novanta le crisi finanziarie e l'esigenza di istituire (o ripristinare) sistemi bancari efficienti hanno dischiuso eccezionali opportunità di investimento nel settore finanziario e di espansione dell'attività nelle economie emergenti. Incoraggiati dalle organizzazioni finanziarie internazionali, i governi delle EME hanno generalmente reagito alle crisi accelerando la liberalizzazione finanziaria per facilitare la ricapitalizzazione e il consolidamento dei sistemi bancari. Così è avvenuto in America latina dopo la crisi messicana del 1994: gli IDESF sono aumentati a partire dal 1995, mantenendosi su livelli elevati fino al 2002. Il successivo calo rispecchia in parte la saturazione dei maggiori sistemi finanziari. Ad esempio, nel caso del Messico – beneficiario di circa il 40% degli investimenti cumulativi nella regione tra il 1990 e il 2002 – la quota di attività bancarie detenute da non residenti aveva superato l'80% a fine 2002. Oltre a ciò, la crisi argentina del 2002 pare aver indotto le banche estere a riconsiderare i costi potenziali associati agli IDESF⁵.

Le privatizzazioni elemento trainante nell'Europa centrale e orientale

I paesi dell'Europa centrale e orientale sono divenuti importanti destinatari di IDESF durante la seconda metà degli anni novanta, con la privatizzazione dei sistemi bancari e i preparativi in vista dell'ingresso nell'Unione europea⁶. In alcuni casi gli insoddisfacenti risultati dei programmi iniziali di privatizzazione interna avevano spinto le autorità a ricorrere a risorse esterne per ricapitalizzare il settore bancario, autorizzando l'apertura alla proprietà estera. La Polonia e la Repubblica ceca hanno registrato gli afflussi più ingenti, pari rispettivamente al 38 e 28% del volume totale di F&A che hanno interessato la regione nel 1991-2005. Negli ultimi tre anni gli IDESF si sono concentrati nei paesi che entreranno a far parte della UE in una fase successiva, come Bulgaria, Croazia e Romania. Nel complesso, tuttavia, i flussi diretti all'Europa centrale e orientale sono rallentati, segno forse di una certa saturazione.

⁵ Le interviste condotte dal gruppo di lavoro del CSFG presso società finanziarie operanti nelle EME hanno rivelato come la crisi argentina abbia radicalmente mutato la percezione del rischio associato agli IDESF. Le case madri hanno modificato le definizioni di rischio nel senso che le perdite potenziali possono ora superare il valore del capitale investito tenuto conto degli eventuali costi di reputazione connessi con la mancata copertura di perdite eccedenti il patrimonio. Cfr. CSFG (2004).

⁶ Per una trattazione degli IDESF nei paesi candidati all'ingresso nella UE, cfr. Baudino et al. (2004), nonché Hawkins e Mihaljek (2001).

Nelle economie emergenti dell'Asia gli IDESF su larga scala sono un fenomeno relativamente recente. Il valore delle F&A internazionali mirate ai paesi di quest'area (escluso il Giappone) ammontava ad appena \$16 miliardi (pari al 20%) dei flussi totali verso le EME durante il 1991-96. È pur vero che, dopo la crisi asiatica, la presenza estera nel sistema finanziario era aumentata grazie all'allentamento dei criteri di accesso da parte delle autorità. Nondimeno, la ricapitalizzazione dei sistemi bancari dissestati era avvenuta principalmente a opera di investitori *interni*, come le società di gestione patrimoniale a capitale pubblico istituite per fronteggiare il problema delle sofferenze.

Ritardo delle economie emergenti dell'Asia ...

Tuttavia, a partire dal 2003 la regione asiatica emergente è divenuta l'obiettivo principale delle F&A internazionali, con una decisa impennata dell'attività verso Corea e Thailandia⁷. In alcuni casi permangono delle restrizioni⁸, specie sulla proprietà estera di quote maggioritarie, con il risultato

... ma solo fino al 2003

Quota delle attività bancarie detenute da istituzioni estere ¹				
	1990	2004 ²	In % del PIL	In miliardi di USD
Europa centrale e orientale				
Bulgaria	0	80	49	13
Estonia	...	97	89	11
Polonia	3	68	43	105
Repubblica ceca	10	96	92	99
Ungheria	10	83	67	68
Asia emergente				
Cina	0	2	4	71
Corea	4	8	10	65
Hong Kong SAR	89	72	344	570
India	5	8	6	36
Malaysia	...	18	27	32
Singapore	89	76	148	159
Thailandia	5	18	20	32
America latina				
Argentina	10	48	20	31
Brasile	6	27	18	107
Cile	19	42	37	35
Messico	2	82	51	342
Perù	4	46	14	11
Venezuela	1	34	9	9

¹ Quota percentuale sul totale delle attività bancarie. ² O ultimo anno disponibile.
 Fonti: CSFG (2004); BCE; banche centrali nazionali; elaborazioni BRI. Tabella 1

⁷ Gli IDESF in Asia sono stati esaminati da Chua (2003), Coppel e Davies (2003), Hirano (2003) e Hishikawa (2003). Per una rassegna del trattamento prudenziale delle banche estere, cfr. Hohl et al. (2005).

⁸ Ad esempio, vi sono casi in cui la proprietà estera di banche locali è soggetta a limitazioni (Malaysia), altri in cui le partecipazioni straniere devono essere ridotte dopo un certo periodo di tempo (Thailandia e Filippine).

che la partecipazione di banche straniere misurata dai pacchetti di maggioranza da esse detenuti continua a essere relativamente modesta. Peraltro, molte banche straniere hanno acquisito di recente quote di minoranza (non incluse nei dati sulle F&A impiegati in questa indagine), soprattutto in Cina, dove le istituzioni finanziarie estere detengono tra il 10 e il 25% del patrimonio delle tre maggiori banche del paese. In totale, le interessenze estere in banche cinesi (pubbliche, commerciali e municipali) ammontano a quasi \$18 miliardi.

In aumento la quota di attività detenute da banche estere

Nell'insieme, dal 1990 è aumentata considerevolmente nelle EME la quota di attività bancarie detenute da banche estere (tabella 1). Le differenze regionali nei flussi di IDE, cui si è accennato in precedenza, sono rispecchiate anche dalla quota di attività che le banche estere detengono nelle varie regioni ed economie: la proprietà estera nel settore bancario è significativamente maggiore in America latina e nell'Europa centrale e orientale che non in Asia. In alcuni paesi gli istituti esteri controllano attualmente oltre il 50% delle attività bancarie totali. In Messico e Ungheria tale quota arriva addirittura all'80%. I sistemi bancari di alcune economie minori, come gli Stati baltici, sono quasi integralmente a capitale straniero.

Cambiano le caratteristiche della presenza bancaria estera

Le mutate opportunità di investimento ...

Con il mutare delle opportunità di investimento e dei rischi nelle EME, la più accanita concorrenza nei mercati tradizionali ha indotto le maggiori banche internazionali a ricercare nuove aree di sbocco. L'espansione nelle EME è stata favorita dai miglioramenti intervenuti nelle tecniche di misurazione e di gestione dei rischi. Da un lato, le istituzioni investitrici avevano acquisito esperienza nel quantificare e gestire i rischi di mercato e di credito mediante l'impiego di schemi standard; dall'altro, un rinnovato approccio di politica macroeconomica e un maggiore affidamento sulle forze di mercato potrebbero aver uniformato la natura dei rischi insiti nelle EME a quelli delle economie mature.

... sono all'origine della maggiore diversificazione della base di investitori

Si è ampliata notevolmente anche la gamma delle operazioni condotte dalle banche estere nelle EME. Tradizionalmente, esse si erano concentrate anzitutto sull'offerta di servizi finanziari alla clientela societaria internazionale; dal 1990, tuttavia, gli investimenti esteri sono stati trainati in misura sempre crescente dalle opportunità di profitto offerte più in generale dai mercati locali. In generale, se in precedenza gli IDESF erano la risposta in certo senso "passiva" alla mutata domanda della clientela esistente, oggi essi sono improntati a un'esplorazione "attiva" dei nuovi mercati nei paesi ospitanti.

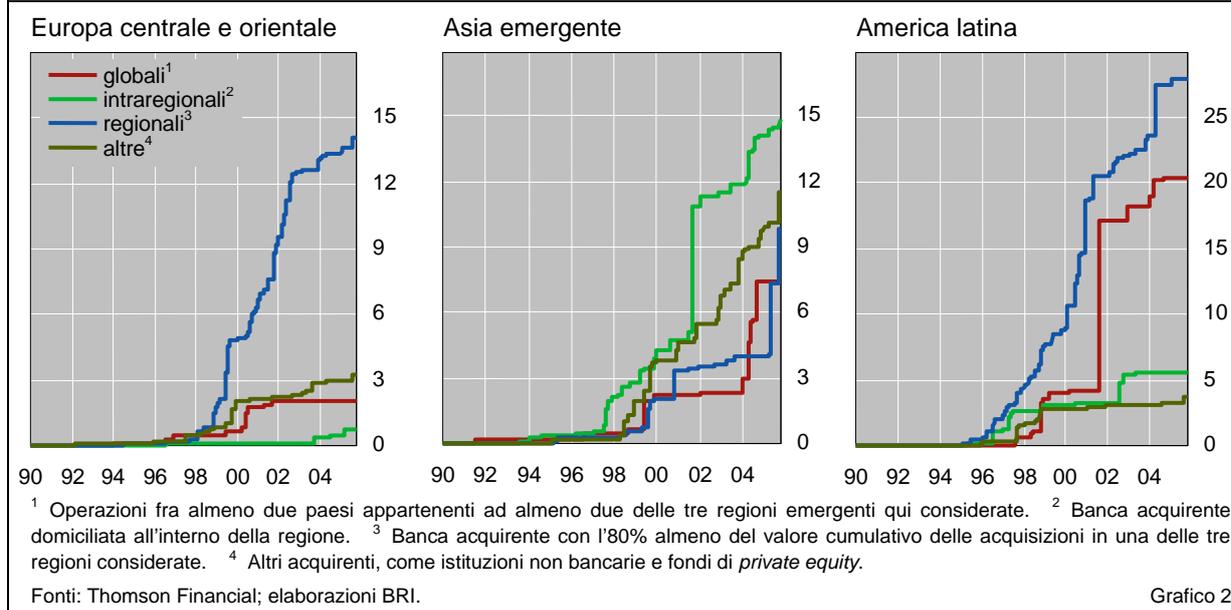
Principali gruppi di investitori

Tre gruppi di investitori:

Rifacendosi al Rapporto Cumming, questo studio distingue tre diversi gruppi di investitori esteri. Il primo comprende le banche attive a livello internazionale (ossia presenti diffusamente nelle economie avanzate e in almeno due delle tre regioni emergenti considerate) che hanno istituito una presenza globale in una vasta gamma di mercati. Il secondo gruppo è costituito da banche

Acquisizioni bancarie nelle EME, per tipologia di investitore

Valore cumulativo delle F&A internazionali; in miliardi di dollari USA



commerciali con “interesse strategico” in un’area emergente, che detengono cioè in quell’area una quota superiore all’80% del valore cumulativo dei rispettivi IDESF. Nel terzo gruppo figurano gli altri investitori, tra cui fondi di *private equity* e società di finanziamento.

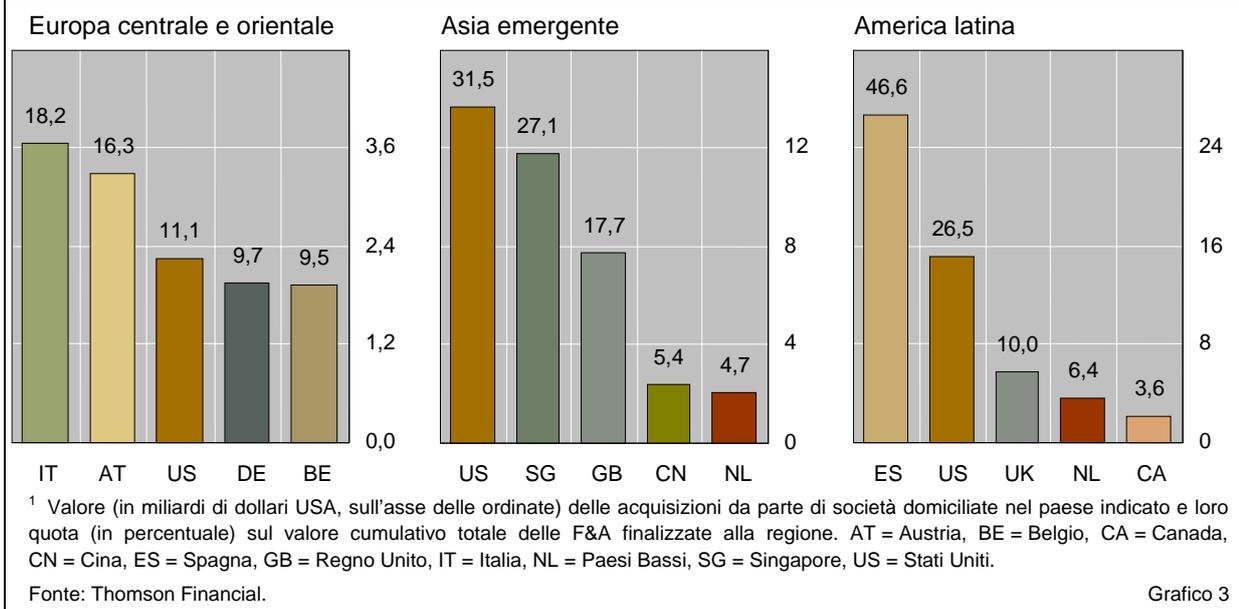
Le banche attive a livello internazionale considerano le EME come un segmento sempre più importante della loro quota di mercato nella fornitura di determinati servizi finanziari su scala mondiale. Tra il 1991 e il 2005 esse hanno concorso per circa un terzo al volume totale di IDESF, sviluppando una forte presenza in America latina e, più di recente, in Asia (grafico 2). In molti casi queste banche si sono concentrate su specifici segmenti di prodotto (come carte di credito o prestiti al consumo) o di clientela. L’espansione nelle EME ha consentito loro di sfruttare ulteriori economie di scala, per quanto concerne ad esempio lo sviluppo di prodotti, il trattamento elettronico delle operazioni, le funzioni di *back office* e di controllo, la gestione dei rischi.

All’interno del secondo gruppo di investitori esteri, ossia le banche commerciali con operatività regionale, particolarmente rilevante è stato il ruolo svolto dagli istituti europei a partire dagli anni novanta. All’origine di questo fenomeno potrebbero esservi sia considerazioni di economie di scala sia le carenti opportunità di espansione nei mercati interni. Alle banche con orientamento regionale fa capo oltre il 60% degli IDESF nell’America latina; si tratta in genere di istituzioni spagnole, all’origine di quasi la metà degli IDESF totali affluiti a questa regione (grafico 3). Relativamente all’Europa centrale e orientale, alle banche con strategia regionale – principalmente domiciliate nell’Europa occidentale – è riconducibile una quota di IDESF pari a circa il 70%.

banche attive a livello internazionale ...

... banche a operatività regionale ...

Composizione regionale della proprietà estera¹



In Asia circa un quarto degli IDESF proviene da banche con operatività regionale domiciliate nel continente. Negli ultimi anni a perseguire strategie di espansione regionale sono state soprattutto società aventi sede in centri finanziari consolidati, quali Singapore e Hong Kong SAR. Quest'ultimo centro ha avuto inoltre un ruolo particolarmente rilevante per gli IDESF affluiti alla Cina continentale, in virtù dell'accesso preferenziale al mercato cinese di cui godono le banche locali.

... e investitori non bancari

È possibile ravvisare una maggiore diversificazione della base di investitori nel crescente volume di IDESF facenti capo al terzo gruppo di operatori esteri, che comprende investitori non bancari come società di finanziamento e fondi azionari. Le società USA si sono insediate su vasta scala in grandi economie dell'Europa centrale e orientale, focalizzando l'attività sul credito al consumo. In Asia diversi fondi di investimento, di solito inclini a ristrutturare le imprese acquisite, hanno rilevato banche asiatiche all'indomani della crisi finanziaria; in Corea tali fondi risultavano i principali azionisti di maggioranza esteri fino al 2004.

Diversa strutturazione dell'operatività nelle EME

Le filiazioni ...

L'interesse verso i mercati interni dei paesi ospitanti trova riscontro anche nella struttura organizzativa delle istituzioni finanziarie a capitale estero operanti nelle EME. La creazione di filiazioni attraverso l'acquisto di banche locali (in alternativa all'istituzione di succursali estere) è ormai la tecnica di ingresso preferita dagli operatori stranieri. Nell'Europa centrale e orientale più dell'85% delle operazioni di banche estere a fine 2003 era condotto tramite filiazioni, cui faceva parimenti capo il 95% circa delle attività totali delle banche estere (tabella 2). In America latina il numero degli istituti esteri che hanno fatto

Presenza di gruppi bancari esteri in alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale ¹						
	Polonia	Repubblica ceca	Slovacchia	Stati baltici ²	Ungheria	Totale
Numero di filiazioni	45	18	16	15	28	122
Numero di succursali	1	9	3	5	0	18
Totale	46	27	19	20	28	140
Attività delle filiazioni ³	74,7	62,3	19,8	14,2	33,7	204,8
Attività delle succursali ³	0,7	7,6	3,0	1,5	0,0	12,8
Totale ³	75,4	69,9	22,8	15,7	33,7	217,6

¹ Fine 2003. ² Estonia, Lettonia e Lituania. ³ In miliardi di euro.
 Fonte: BCE (2005). Tabella 2

ingresso nel mercato tramite l'acquisizione di filiazioni è salito da 6 a 56 tra il 1994 e il 1998⁹.

L'acquisto di banche locali e la creazione di filiazioni hanno rappresentato la modalità naturale di accesso ai mercati sullo sfondo della privatizzazione e della ricapitalizzazione dei sistemi bancari. Inoltre, le istituzioni investitrici hanno avuto cura di effettuare investimenti di dimensioni sufficienti a raggiungere una massa critica e a sfruttare economie di scala nell'accedere al mercato al dettaglio. Di norma, le filiazioni dispongono della rete di sportelli necessaria all'ingresso in questi mercati. La forma giuridica della filiazione si è evidentemente rivelata abbastanza flessibile da consentire l'attuazione di una pluralità di strategie operative e gradi diversi di centralizzazione¹⁰.

L'interesse per il mercato interno ha altresì ampliato il trasferimento di risorse. In aggiunta al trasferimento di capitale umano solitamente associato agli IDE, le istituzioni acquisite beneficiano delle infrastrutture della casa madre, come i servizi di *back office* o i sistemi di controllo del credito. Oltre a ciò, il processo decisionale e la gestione dei rischi riguardanti l'operatività locale sono integrati in quelli della casa madre. Le decisioni strategiche vengono generalmente assunte a livello di sede centrale, mentre la maggior parte delle funzioni di controllo resta appannaggio della rete locale. Inoltre, l'acquisizione implica spesso un trasferimento di reputazione, in quanto l'istituzione acquisita opera di frequente sotto il marchio della casa madre.

... come soluzione operativa flessibile

Integrazione nella casa madre

Problematiche che si pongono ai paesi ospitanti

La conclusione di ordine generale emersa dal dibattito svoltosi in seno ai gruppi di lavoro del CSFG è che gli IDESF recano benefici al paese ospitante. Essi espongono le banche locali alla concorrenza internazionale, promuovendo l'efficienza e migliorando il processo di formazione dei prezzi. Un fenomeno

Ampio riconoscimento dei benefici derivanti dagli IDESF

⁹ Gallego et al. (2003).

¹⁰ La scelta della forma giuridica è ovviamente influenzata anche dall'impianto normativo del paese ospitante. Alcuni paesi pongono limiti all'istituzione di succursali, ma non a quella di filiazioni, mentre molti paesi consentono solo a queste ultime di effettuare la raccolta dei depositi e le operazioni in titoli.

ben documentato nei mercati bancari è infatti l'aumento di produttività che fa seguito all'ingresso di banche straniere¹¹. La partecipazione estera tende a dare risultati positivi specie quando le istituzioni finanziarie si espandono in mercati nei quali hanno acquisito specifiche competenze e introdotto sofisticate tecniche di gestione del rischio¹².

Questioni sollevate dall'ingresso di banche estere

Nello stesso tempo, l'accresciuta globalizzazione dei sistemi finanziari dei paesi ospitanti indotta dall'aumento degli IDESF solleva nuove problematiche tanto per gli investitori quanto per le autorità dei mercati emergenti. L'analisi condotta dai gruppi di lavoro del CSFG ha approfondito una serie di aspetti, quali l'impatto esercitato dalle banche estere sull'allocatione del credito a livello di intera economia, gli effetti dell'integrazione delle banche acquisite nelle multinazionali e quelli prodotti dalle acquisizioni estere sulla disponibilità di informazioni all'interno del paese ospitante.

Maggiore impegno delle banche estere nel mercato creditizio interno ...

Banche estere e credito interno – Dalla metà degli anni novanta le banche estere si sono massicciamente dedicate all'erogazione di credito per il tramite delle loro filiazioni locali. La quota degli impieghi sull'interno in moneta locale delle banche estere in rapporto alle attività totali (internazionali e interne in moneta locale) è aumentata fortemente in tutte le aree emergenti qui considerate. In America latina questa percentuale è salita a circa il 60% a fine 2004 (grafico 4)¹³. Una tendenza analoga è stata riscontrata nell'Europa centrale e orientale e nell'Asia emergente: a fine 2004 il rapporto tra impieghi sull'interno e sull'estero era salito in entrambe le regioni al 35%.

... ma il contributo al credito totale interno varia considerevolmente

Sebbene l'attività creditizia locale abbia generalmente assunto un'importanza crescente per le banche estere, il contributo di queste ultime al credito *totale* verso il settore non bancario dei paesi ospitanti varia considerevolmente¹⁴. Le cifre riportate nella sezione della *Rassegna trimestrale BRI* dedicata al mercato bancario internazionale mostrano come la quota delle banche estere sul credito totale interno sia aumentata nell'Europa centrale e orientale e in America latina grosso modo in parallelo con il passaggio di tali banche dall'attività creditizia internazionale a quella sull'interno. Viceversa, pur essendo aumentata in termini di incidenza sul PIL, la partecipazione estera al credito interno in Asia è rimasta alquanto stabile, intorno al 10%.

¹¹ Cfr. CSFG (2004).

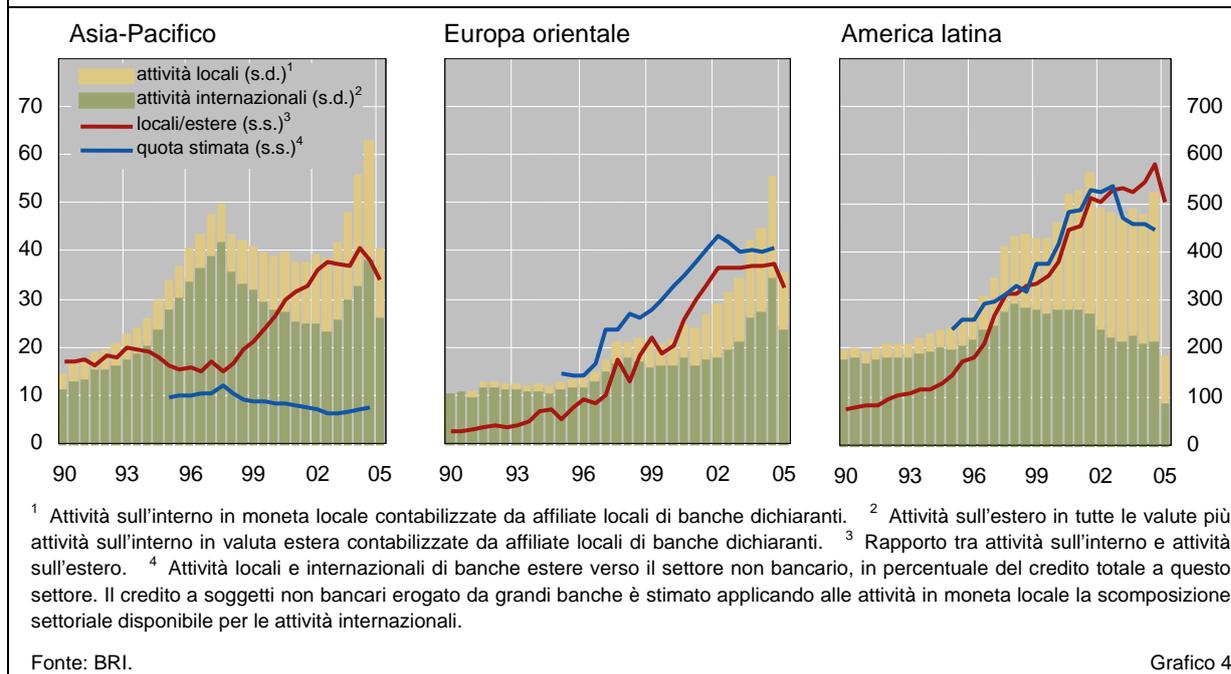
¹² Ad esempio, nel vagliare le richieste di istituzione di filiazioni di banche estere, negli anni ottanta l'Australia aveva dato la preferenza all'ingresso di banche disposte a offrire un'ampia gamma di prodotti. A seguito di questa impostazione, le banche estere si trovarono a competere con quelle locali in segmenti altamente concorrenziali, subendo pesanti perdite. Agli inizi degli anni novanta, tuttavia, i criteri di accesso furono modificati, ponendo l'accento sull'eventuale contributo innovativo che la banca entrante avrebbe apportato al sistema finanziario australiano (CSFG, 2005).

¹³ Sotto il profilo della stabilità finanziaria, un importante effetto secondario della preferenza per gli impieghi sull'interno in moneta locale è stata la riduzione dei disallineamenti valutari (cfr. Goldstein e Turner, 2004). Per ulteriori dettagli sull'attività creditizia delle banche estere nelle EME, cfr. anche "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI* (BRI, 2005b).

¹⁴ Per maggiori ragguagli sul calcolo di questa e altre misure correlate, cfr. BRI (2005a).

Attività estere verso i mercati emergenti delle banche dichiaranti alla BRI

Per residenza del mutuatario immediato, in miliardi di dollari USA



La vigorosa crescita degli impieghi sull'interno delle banche estere nell'Europa centrale e orientale e in America latina fa ritenere che queste istituzioni *non* si siano concentrate esclusivamente su una selezionata clientela di prim'ordine. In effetti, dalla ricerca più recente non emergono in genere elementi che testimonino di scelte selettive delle banche estere in favore di un gruppo di clienti ad alto rating¹⁵. Nondimeno, nel corso dei dibattiti in seno ai gruppi di lavoro del CSFG è stato osservato che spesso le imprese medio-piccole incontrano difficoltà nell'ottenere prestiti dalle banche estere, le quali nella valutazione del credito tendono a rifarsi maggiormente a schemi standardizzati. Pertanto, i fidi accordati dalle istituzioni estere a queste imprese dipendono dalla disponibilità di documenti di bilancio affidabili e di procedure trasparenti in materia di garanzie e altre misure cautelative.

Le banche estere non sembrano adottare comportamenti selettivi

La rapida espansione del credito erogato dalle banche estere solleva per le autorità del paese ospitante una serie di questioni che investono la stessa stabilità finanziaria. Nell'Europa centrale e orientale desta particolare preoccupazione il credito alle famiglie, cresciuto a un ritmo medio del 17% annuo tra il 2000 e il 2004. Questa crescita è in parte dovuta all'aggressiva politica di espansione delle banche estere, incentivate da scarti molto più elevati fra interessi attivi e passivi¹⁶. Vero è che l'aumento del credito alle famiglie ha avuto luogo a partire da un livello basso e in una fase di rapida crescita delle economie, per cui l'onere debitorio è ancora relativamente

Rapida espansione del credito e stabilità finanziaria

¹⁵ Cfr. Cardenas et al. (2003) per un approfondimento.

¹⁶ Bank Austria (2004) calcola un margine medio per le operazioni al dettaglio (scarto fra i tassi medi sui depositi e sui prestiti) di 6 punti percentuali per Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria, rispetto ai 3 punti dell'area dell'euro.

modesto. È inoltre difficile stabilire in quale misura esso sarebbe stato inferiore in assenza delle banche estere. Comunque sia, il fenomeno sottolinea l'esigenza per le autorità del paese ospitante di disporre di informazioni adeguate per valutare l'operatività di tutte le istituzioni finanziarie operanti nella sfera di rispettiva competenza.

Migrazione dei centri decisionali ...

Integrazione delle banche acquisite nella struttura di una multinazionale finanziaria – Nelle interviste condotte per l'elaborazione del Rapporto Cumming molte istituzioni finanziarie hanno dichiarato di gestire le operazioni delle loro affiliate nelle EME come parte di un portafoglio di investimento, in base a considerazioni di redditività corretta per il rischio. Di conseguenza, i cambiamenti nella strategia aziendale e nella propensione al rischio a livello di casa madre possono influire sulle risorse assegnate a determinati paesi. Simili decisioni, che potrebbero persino contemplare l'uscita dal paese, possono a loro volta influenzare l'offerta complessiva di servizi finanziari nel paese ospitante, specie in caso di elevata concentrazione della proprietà estera.

... ma crescente coinvolgimento nei mercati locali

Dal grado di partecipazione esistente di una banca estera dipendono ovviamente i suoi costi di riduzione o addirittura di cessazione dell'attività in un paese. Nel valutare i propri investimenti nelle EME, le istituzioni considerano i loro impegni locali come un insieme di attività, anche immateriali, come l'avviamento, i rapporti con la clientela e la reputazione. Il valore di queste attività è destinato a risentire negativamente di una drastica riduzione dei livelli di servizio, o addirittura dell'uscita definitiva dal paese. Nonostante questo maggiore coinvolgimento generale, tuttavia, la proprietà estera espone più direttamente i sistemi bancari locali al rischio di cambiamento delle condizioni globali.

Segnali di prezzo attenuati ...

Informazioni a disposizione di operatori e autorità di vigilanza – L'acquisizione (e la successiva uscita dal listino) delle azioni di una filiazione quotata nelle borse locali può influire negativamente sulla qualità delle informazioni disponibili agli operatori e alle autorità del paese ospitante. Anzitutto, essa diluisce i segnali di prezzo sulla redditività dell'attività bancaria locale. Ad esempio, dopo l'acquisizione estera delle due maggiori banche messicane è drasticamente diminuita la correlazione tra i prezzi delle banche locali e quelli delle banche di (recente) proprietà straniera (tabella 3), in linea con l'assunto

Messico: ingresso di banche estere e correlazioni tra corsi azionari				
	Acquisizione di Bancomer da parte di BBVA ¹		Acquisizione di Banamex da parte di Citigroup ²	
	Prima	Dopo	Prima	Dopo
Azioni di banche nazionali:				
Banorte ³	0,76	0,58**	0,79	0,25**
Inbursa ³	0,75	0,60**	0,73	0,45**
Indice Mexbol ³	0,87	0,70**	0,81	0,22**

Nota: ** indica una modifica rispetto al periodo precedente del coefficiente di correlazione statisticamente significativo a un livello dell'1%.

¹ Acquisizione: giugno 2000; uscita dal listino: marzo 2004. ² Acquisizione: maggio 2001; uscita dal listino: ottobre 2001. ³ Correlazione tra i rendimenti mensili e i rendimenti azionari della banca acquisita.

Fonti: Bloomberg; elaborazioni BRI. Tabella 3

secondo cui i corsi azionari delle banche a capitale estero rispecchiano meno le condizioni del mercato finanziario interno. Un'altra conseguenza dell'acquisizione estera è che gli analisti finanziari locali smettono solitamente di occuparsi delle banche oggetto di acquisizione. In considerazione del generale vantaggio informativo di cui essi godono rispetto ai loro omologhi internazionali, ciò potrebbe altresì diminuire la qualità delle informazioni disponibili¹⁷.

... e minore copertura analitica

Le informazioni richieste e divulgate dalle autorità prudenziali possono in certa misura surrogare quelle fornite dai mercati. In parte per questo motivo, gli organi di vigilanza spesso preferiscono che da un punto di vista giuridico le filiazioni si configurino come banche abilitate in base alla legislazione interna. Tuttavia, l'integrazione delle operazioni locali nel bilancio della casa madre, e in particolare l'accentramento dei processi decisionali, implicano sovente che sul piano funzionale le filiazioni estere siano assimilabili a succursali e la casa madre decida di trasformarle in succursali per ridurre i costi¹⁸. Ciò vale soprattutto per i paesi dell'Europa centrale e orientale, dove l'adozione del passaporto unico europeo ha razionalizzato il processo di modifica della forma giuridica delle operazioni.

Informazioni a disposizione delle autorità di vigilanza

Prospettive per il futuro

L'accresciuta presenza delle banche estere ha esposto le economie di mercato emergenti a tre tendenze di fondo del sistema finanziario mondiale: consolidamento, allocazione del capitale basata sulla redditività corretta per il rischio e governo societario caratterizzato da un azionariato privato diffuso a livello di casa madre. I benefici che questa globalizzazione finanziaria comporta in termini di maggiore efficienza del settore finanziario e migliori meccanismi di formazione dei prezzi e di gestione del rischio sono ampiamente riconosciuti.

Nel contempo, per cogliere appieno i vantaggi derivanti dalla presenza delle banche estere, vi sono ancora margini per sviluppare ulteriormente l'infrastruttura istituzionale formata dagli assetti giuridici e contabili, comprese le procedure concorsuali nelle EME, e la loro armonizzazione a livello mondiale.

La proprietà estera può anche comportare nuove sfide per le autorità di vigilanza a causa della migrazione all'estero dei processi decisionali e dell'incompatibilità fra le strutture organizzative delle banche estere e i sistemi legislativo-regolamentari del paese ospitante. Per affrontare queste sfide, è ampiamente riconosciuta l'esigenza di coordinamento tra le autorità del paese ospitante e quelle del paese di origine, non da ultimo al fine di individuare le informazioni necessarie a quanti sono chiamati a preservare la stabilità finanziaria e macroeconomica in ambedue i paesi interessati.

¹⁷ Cfr. Bae et al. (2005).

¹⁸ Cfr. Bednarski e Osinski (2002). Per un modello alternativo, cfr. Goldberg et al. (2005) sull'attuazione di una strategia pienamente integrata in quattro diversi paesi nel caso di Nordea.

Alla luce di queste considerazioni, la cooperazione internazionale tra banche centrali è destinata a svolgere un ruolo sempre più centrale. Ciò, anzitutto, perché le istituzioni che operano in differenti aree valutarie – e quindi le rispettive banche centrali – potrebbero trovarsi esposte in misura crescente a problemi di liquidità. In seguito perché le banche centrali, dato il loro preminente interesse per la stabilità sistemica, potrebbero trovarsi in una posizione particolarmente favorevole per valutare i rischi derivanti da attività di portata mondiale. Il dibattito svoltosi nei tre gruppi di lavoro del CSFG ha dimostrato l'utilità di riunire le banche centrali dei paesi ospitanti e dei paesi di origine per affrontare queste tematiche.

Riferimenti bibliografici

Bae, K.-H., R.M. Stulz e H. Tan (2005): "Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts", *NBER Working Papers*, 11697, ottobre.

Banca centrale europea (2005): "Banking structures in the new EU member states", gennaio, Francoforte.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005a): "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 15-31.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005b): "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 17-34.

Bank Austria (2004): "Banking in CEE", aprile.

Baudino, P., G. Caviglia, E. Dorrucchi e G. Pineau (2004): *Financial FDI to the EU accession countries*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Bednarski, P. e J. Osinski (2002): "Financial sector issues in Poland", in C. Thimann (ed.): *Financial sector in EU accession countries*, Banca centrale europea, Francoforte.

Cardenas, F., J.P. Graf e P. O'Dogherty (2003): *Foreign bank entry in emerging market economies: a host country perspective*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Chua, H.B. (2003): *FDI in the financial sector: the experience of ASEAN countries over the last decade*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli investimenti diretti esteri nei settori finanziari delle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Comitato sul sistema finanziario globale (2004): *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*, rapporto presentato da un gruppo di lavoro del CSFG, marzo, Basilea.

Comitato sul sistema finanziario globale (2005): *Foreign direct investment in the financial sector – experiences in Asia, central and eastern Europe and Latin America*, sintesi degli incontri tenutisi per l'esame del rapporto del CSFG *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*, giugno, Basilea.

Coppel, J. e M. Davies (2003): *Foreign participation in East Asia's banking sector*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Focarelli, D. (2003): *The pattern of foreign entry in the financial markets of emerging countries*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Gallego, S., A.G. Herrero e C. Luna (2003): *Investing in the financial sector abroad: potential risks and how to manage them*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Goldberg, L., R.J. Sweeney e C. Wihlborg (2005): "Nordea points the way to better bank regulation", *The Financial Regulator*, pagg. 69-77.

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

Hawkins J. e D. Mihaljek (2001): "The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability - an overview", *BIS Papers*, n. 4, Basilea.

Hirano, T. (2003): *Financial sector FDI in Asian economies: some stylized facts and observations*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Hishikawa, I. (2003): *Financial sector FDI in Asia: brief overview*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Hohl, S., P. McGuire ed E. Remolona (2005): *Cross-border banking in Asia: Basel II and other issues*, documento presentato alla conferenza "Cross-border banking: regulatory challenges", Chicago, 6-7 ottobre.

Soussa F. (2003): *A note on banking FDI in emerging markets: literature review and evidence from M&A data*, documento sottoposto da alcune banche centrali al gruppo di lavoro del CSFG sugli IDESF nelle economie di mercato emergenti (<http://www.bis.org/publ/cgfs22cbpapers.htm>).

Jacob Gyntelberg
+852 2878-7145
jacob.gyntelberg@bis.org

Guonan Ma
+852 2878-7015
guonan.ma@bis.org

Eli M. Remolona
+852 2878-7150
eli.remolona@bis.org

I mercati delle obbligazioni societarie in Asia¹

I mercati delle obbligazioni societarie in Asia presentano ampie differenze in termini dimensionali. Taluni mercati primari hanno aperto ai prenditori esteri, mentre altri fanno assegnamento su emittenti quasi-sovrani. I mercati secondari risentono spesso di una scarsa liquidità, dovuta in varia misura a una base di investitori ristretta, a microstrutture inadeguate e alla mancanza di informazioni tempestive sui mutuatari.

Classificazione JEL: G140, G180, M400, O160

Dalla crisi finanziaria del 1997 lo sviluppo di mercati del reddito fisso figura fra le priorità dei *policymaker* asiatici. I mercati obbligazionari in valuta locale sono spesso considerati come un modo per evitare le crisi, dal momento che contribuiscono a ridurre potenziali disallineamenti di valuta e di scadenza nell'economia. Diversi paesi dell'Asia sono riusciti a sviluppare mercati discretamente attivi per l'emissione e la negoziazione di titoli del debito pubblico nazionale.

Negli ultimi anni le autorità di molte economie asiatiche hanno cominciato a rivolgere l'attenzione ai mercati delle obbligazioni private ("societarie") in valuta locale, riconoscendo che un sistema finanziario solido necessita di molteplici canali di finanziamento laddove banche e investitori non bancari si contendono i mutuatari. Come ha dimostrato la stessa crisi finanziaria asiatica, i mercati del credito a breve termine sono soggetti a massicci ritiri di fondi da parte dei prestatori, mentre quelli delle obbligazioni societarie possono fornire all'economia un'importante fonte di finanziamento a lungo termine².

In Asia i mercati primari delle obbligazioni private sono cresciuti in misura significativa, sebbene in alcuni casi l'espansione sembri essere stata alimentata soprattutto da emittenti quasi-sovrani o provvisti comunque di una qualche garanzia creditoria. Ciò si deve forse al fatto che gli investitori hanno

¹ Le opinioni espresse in questo studio sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Claudio Borio, Muhammad Ibrahim, Kim Ng, Indra Sakti, Jeong-Ho Suh, Jim Turnbull e Frank Packer per gli utili commenti e scambi di opinioni.

² Greenspan (2000) sostiene che un mercato dei capitali ben funzionante avrebbe potuto fungere da "ruota di scorta" per i paesi asiatici e attenuare così l'impatto della crisi. Diamond (2004) dimostra analiticamente il motivo per cui i mercati del credito a breve termine sono per loro stessa natura esposti al rischio di un simultaneo ritiro dei fondi da parte dei creditori.

avuto scarso accesso a quelle informazioni che avrebbero permesso loro di valutare adeguatamente il rischio creditizio di altri potenziali emittenti. Minore è stata invece la crescita dei mercati secondari, dove in molti casi si sono osservati scambi relativamente contenuti. Nel presente studio si sostiene che tale inattività potrebbe derivare da un insieme di concause: una scarsa diversificazione della base di investitori, microstrutture inadeguate, opacità dei mercati e carenza di informazioni tempestive a disposizione dei prestatori.

Nella sezione che segue vengono descritti i mercati primari delle obbligazioni societarie in Asia, incentrandosi sulla loro dimensione e composizione per emittente. Si passerà poi a esaminare i mercati secondari, avanzando alcune ipotesi per spiegare la scarsa liquidità riscontrata in alcuni di essi.

Mercati primari: dimensione e composizione

In base alle statistiche della BRI e di Dealogic Bondware vengono analizzate in questo studio la dimensione e la composizione dei mercati delle obbligazioni societarie in valuta locale nella regione Asia-Pacifico, ossia quelli per le denominazioni valutarie di Australia, Cina, Corea, Filippine, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia. Con "obbligazioni societarie" si intendono qui tutte le emissioni di titoli non governativi a lungo termine in una data valuta facenti capo a emittenti quasi-sovrani, finanziari e non finanziari, siano essi residenti o non residenti.

Dimensione del mercato, soglie di liquidità e "spiazzamento"

A fine 2004 lo stock di obbligazioni societarie dei 12 mercati in valuta locale considerati in questo studio sfiorava i \$3 trilioni. Di questi, i due terzi sono ascrivibili al solo Giappone (tabella 1), cui fanno seguito altri tre mercati che possono essere considerati relativamente ampi: la Corea (\$355 miliardi), la Cina (\$196 miliardi) e l'Australia (\$188 miliardi). Essi superano tutti la soglia di \$100 miliardi che McCauley e Remolona (2000) stimano tendenzialmente necessaria a garantire lo spessore e la liquidità di un mercato di titoli di Stato³. Per i mercati dei titoli privati tale soglia dovrebbe essere molto più alta, poiché per definizione le emissioni di obbligazioni societarie sono più eterogenee e di taglio mediamente inferiore rispetto a quelle pubbliche. I fattori che, oltre a quello dimensionale, possono influire sulla liquidità verranno discussi nella seconda parte di questo studio monografico.

Quattro mercati possono considerarsi ampi

Quale che sia la soglia effettiva di liquidità per le obbligazioni societarie, i rimanenti mercati presi in esame sembrerebbero ben lungi dal raggiungerla: il quinto mercato per dimensioni è Hong Kong (\$62 miliardi), seguito da Malaysia (\$50 miliardi), Thailandia (\$32 miliardi), Nuova Zelanda (\$30 miliardi), India (\$24 miliardi) e Singapore (\$22 miliardi). Indonesia e Filippine si collocano

³ Si tratta, naturalmente, di un valore approssimativo che prescinde da una serie di altri fattori che influiscono sulla liquidità.

Dimensioni dei mercati delle obbligazioni societarie e di altri canali di finanziamento in valuta locale

Fine 2004

	Obbligazioni societarie ¹		Altri canali di finanziamento, in percentuale del PIL		
	Ammontari in essere (miliardi di USD)	In percentuale del PIL	Credito interno	Capitalizzazione di borsa	Titoli di Stato in essere
Australia	187,5	27,1	185,4	111,5	13,8
Cina	195,9	10,6	154,4	33,4	18,0
Corea	355,6	49,3	104,2	74,7	23,7
Filippine	0,2	0,2	49,8	37,5	21,8
Giappone	2 002,0	41,7	146,9	76,9	117,2
Hong Kong SAR	61,9	35,8	148,9	547,7	5,0
India	24,5	3,3	60,2	56,8	29,9
Indonesia	6,8	2,4	42,6	24,5	15,2
Malaysia	49,7	38,8	113,9	140,8	36,1
Nuova Zelanda	29,9	27,8	245,5	41,1	19,9
Singapore	21,7	18,6	70,1	211,4	27,6
Thailandia	31,9	18,3	84,9	67,1	18,5
<i>Per memoria: Stati Uniti</i>	<i>15 116,6</i>	<i>128,8</i>	<i>89,0</i>	<i>138,4</i>	<i>42,5</i>

¹ Obbligazioni e note emesse nella valuta nazionale da residenti e non residenti, sui mercati interno e internazionale.

Fonti: FMI; World Federation of Exchanges; Dealogic Bondware; statistiche nazionali; BRI.

Tabella 1

ancora più in basso. Come si vedrà in seguito, l'apertura a emittenti e investitori stranieri potrebbe aiutare a superare gli svantaggi derivanti da dimensioni esigue.

Spiazzamento di emittenti e investitori

La dimensione del mercato dovrebbe dipendere non soltanto dalla dimensione dell'economia, ma anche dal suo grado di sviluppo. Essa potrebbe inoltre risentire della concorrenza tra le alternative di finanziamento dal lato sia degli emittenti sia degli investitori. Banche e mercati azionari potrebbero trovarsi in competizione con il mercato obbligazionario per gli stessi prenditori societari, mentre il finanziamento di un ampio disavanzo pubblico rischia di "estromettere" altri potenziali emittenti. Non sorprende comunque che i mercati obbligazionari privati con maggiore spessore siano quelli delle economie a più alto reddito (Australia, Corea, Giappone, Hong Kong, Malaysia e Nuova Zelanda); ciascuno di essi, come illustra la tabella 1, supera per dimensioni il 25% del PIL. Né desta stupore il fatto che siano i paesi a più basso reddito (Cina, Filippine, India e Indonesia) ad avere i mercati meno spessi in termini di incidenza sul PIL.

Composizione degli emittenti

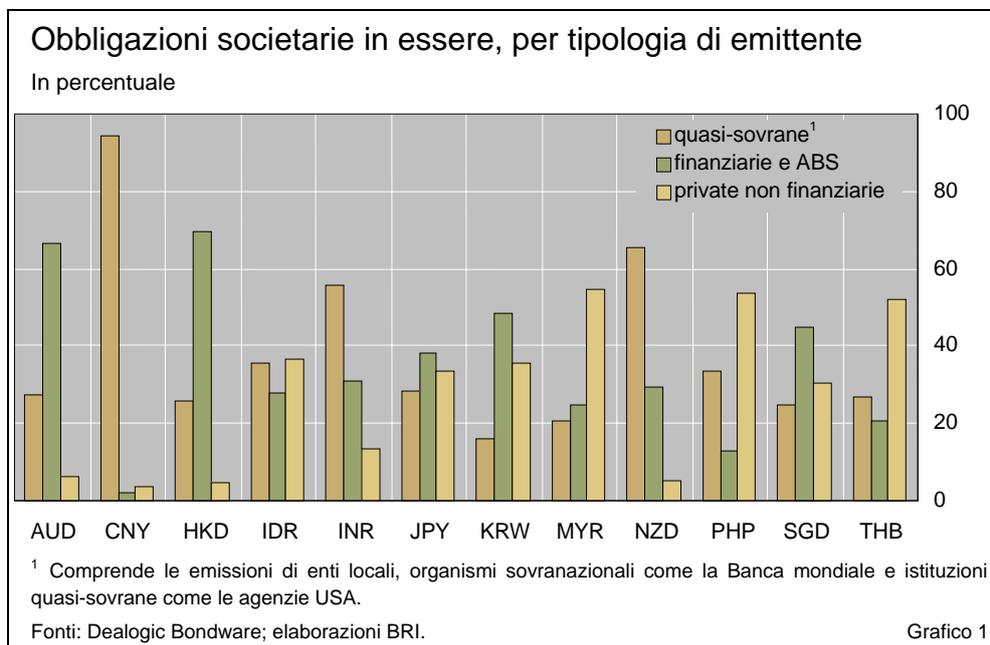
Le tipologie di emittenti riscontrate in un dato mercato possono fornire un'indicazione del suo grado di sviluppo. Gli emittenti naturali in un mercato di obbligazioni private sono le grandi imprese, per le quali gli investitori riterrebbero utile valutare la qualità creditizia sulla base di informazioni disponibili pubblicamente. Pertanto, al di là del fattore dimensionale, una misura del grado di sviluppo di un mercato potrebbe risiedere nella gamma di

rating dei mutuatari che a quel mercato ricorrono. Al tempo stesso, la presenza di emittenti non residenti potrebbe costituire una sorta di “voto di fiducia” per il mercato, una testimonianza della sua capacità di fornire fondi a condizioni competitive con quelle offerte in altre valute.

In taluni mercati asiatici gli emittenti paiono ancora concentrarsi in prossimità della fascia superiore della gamma di rating. In Malaysia il mercato è formato per il 40% circa da prenditori quotati localmente tripla A e per un altro 40% da prenditori con doppia A. In Corea gli emittenti con un rating pari o superiore ad A si aggirano attorno all'80%⁴. In assenza di dati più sistematici sulla qualità creditizia dei prenditori nei vari mercati, è possibile ricavare riscontri indiretti dalla ripartizione degli emittenti fra soggetti quasi-sovrani, istituzioni finanziarie e soggetti non finanziari. Gli emittenti quasi-sovrani⁵ dispongono in genere di una garanzia governativa, esplicita o implicita, ed è quindi probabile che presentino il rating creditizio più alto fra quelli disponibili nel paese. Come illustra il grafico 1, questa tipologia di mutuatari risulta prevalere in tre mercati: Cina, India e Nuova Zelanda. Un commento a parte merita il mercato coreano: all'epoca della crisi asiatica esso era dominato da titoli assistiti da garanzia creditoria, mentre oggi tali emissioni rappresentano una frazione trascurabile.

In tre mercati su cui dominano gli emittenti quasi-sovrani

Se è vero che le istituzioni finanziarie godono spesso di garanzie implicite, ciò non sembra verificarsi nei mercati in cui tali istituzioni prevalgono, ossia Australia, Corea, Hong Kong e Singapore, dove le emissioni finanziarie che



⁴ La distribuzione per rating è stimata sulla base delle informazioni fornite dalle banche centrali di Malaysia e Corea. A titolo di raffronto, gli emittenti societari nel mercato statunitense si concentrano massimamente nella classe di rating A, seguita dalla tripla B.

⁵ La categoria quasi-sovrana ricomprende gli emittenti sovranazionali quali la Banca asiatica di sviluppo (BAS) e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), gli enti locali e alcune istituzioni finanziarie estere di emanazione pubblica, come le agenzie USA.

compongono la maggior parte del mercato presentano in effetti caratteristiche non dissimili da quelle riscontrate sui mercati europei, e – almeno nel caso dell’Australia – consistono spesso di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*).

Un’ulteriore indicazione dell’importanza degli emittenti quasi-sovrani nei mercati asiatici proviene dalla composizione dell’indice Asian Local Bond Index (ALBI) di HSBC, inteso a replicare l’andamento di titoli liquidi in valuta locale in Cina, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. Esso è formato da numerose emissioni, anche non governative. Queste ultime, tuttavia, fanno capo esclusivamente a mutuatari quasi-sovrani.

Pur essendo incomplete e indirette, le evidenze sopra esposte lasciano chiaramente intuire che, quantomeno in alcuni dei 12 mercati considerati, le emissioni sono in gran parte riconducibili a prenditori con alto merito di credito. Laddove questa caratteristica è persistente, è probabile che gli investitori istituzionali siano vincolati da disposizioni interne ad acquistare unicamente titoli di prima qualità. Ma non è da escludere che tali disposizioni rispecchino semplicemente il fatto che le informazioni disponibili al pubblico non consentono agli operatori di valutare adeguatamente l’affidabilità creditizia di potenziali emittenti con un rischio di insolvenza significativo. Questa eventualità è confortata da Bhattacharya et al. (2003), che rilevano come in Asia le misure dell’opacità degli annunci sugli utili tendano a essere più elevate. Inoltre, secondo Fan e Wong (2002), nei paesi asiatici la valenza informativa di tali annunci è generalmente minore a causa della diffusione di strutture proprietarie piramidali o a partecipazione incrociata.

Dubbi sull’adeguatezza delle informazioni disponibili al pubblico

Obbligazioni societarie in valuta locale, per paese di residenza dell’emittente ¹				
Fine 2004				
	Residenti (miliardi di USD)	In percentuale sul totale	Non residenti (miliardi di USD)	In percentuale sul totale
Australia	134,0	71,5	53,5	28,5
Cina	195,9	100,0	0,0	0,0
Corea	355,2	99,9	0,4	0,1
Filippine	0,2	86,8	0,0	13,2
Giappone	1 646,1	82,2	355,9	17,8
Hong Kong SAR	27,3	44,1	34,6	55,9
India	24,5	100,0	0,0	0,0
Indonesia	6,8	99,8	0,0	0,2
Malaysia	49,5	99,6	0,2	0,4
Nuova Zelanda	4,1	13,8	25,8	86,2
Singapore	13,9	64,0	7,8	36,0
Thailandia	31,8	99,8	0,1	0,2
<i>Per memoria: Stati Uniti</i>	<i>13 535,9</i>	<i>89,5</i>	<i>1 580,7</i>	<i>10,5</i>

¹ Per la definizione di obbligazioni societarie, cfr. la nota 1 alla tabella 1.
 Fonti: Dealogic Bondware; BRI. Tabella 2

Come accennato in precedenza, la presenza di investitori esteri può essere indicativa del grado di sviluppo di un mercato. In economie di piccole dimensioni essa può inoltre rispecchiare gli sforzi delle autorità per accrescere le dimensioni e l'affidabilità del mercato. Come mostra la tabella 2, i mercati delle monete di Nuova Zelanda, Hong Kong e Singapore presentano le quote maggiori di emittenti non residenti, pari rispettivamente all'86, 56 e 36% del mercato. Anche nel mercato del dollaro australiano la presenza di emittenti esteri è relativamente forte (28%). Queste percentuali comprendono i non residenti che emettono obbligazioni in valuta locale su mercati esteri (ad esempio, Londra). Inoltre, considerando che i dati relativi alla raccolta sull'interno e sull'estero non sono pienamente comparabili, esse potrebbero sovrastimare la quota di non residenti. Malgrado ciò, le suddette percentuali indicano che, almeno sotto tale aspetto, questi quattro mercati potrebbero essere i meglio sviluppati nella regione.

La presenza di emittenti esteri denota il grado di sviluppo dei mercati

Mercati secondari

Liquidità nei mercati delle obbligazioni societarie

Prima di considerare i problemi di liquidità nei mercati asiatici, vale la pena rammentare che nemmeno un mercato grande come quello statunitense è perfettamente liquido. Al suo interno la liquidità è concentrata sulle obbligazioni di riferimento, o *benchmark*, mentre la maggior parte degli altri titoli viene trattata attivamente solo nelle prime settimane successive all'emissione, nell'ambito del "processo allocativo". Passato questo periodo, la liquidità è solitamente bassa e soltanto un ristretto gruppo di *market-maker*, composto in prevalenza dai capofila del consorzio di collocamento del titolo, quota prezzi in acquisto e in vendita. Mentre i differenziali denaro-lettera nel comparto *inter-dealer* dei titoli del Tesoro USA sono inferiori a 1 punto base, quelli sul mercato dei titoli societari si aggirano fra i 3 e i 5 punti base⁶. Negli ultimi anni l'introduzione di indici standardizzati di *credit default swap* in Nord America ha aumentato di molto la liquidità dei nominativi sottostanti⁷. Nondimeno, tali indici si limitano ad appena 125 nominativi ciascuno. L'esperienza statunitense dimostra quanto sia difficile creare liquidità persino quando il mercato dei titoli societari è molto sviluppato.

Anche i mercati più grandi non sono perfettamente liquidi

In Asia i mercati secondari delle obbligazioni private in valuta locale accusano inoltre un ritardo rispetto a quelli dei titoli pubblici. Mentre negli ultimi anni i mercati delle obbligazioni governative e alcuni mercati degli swap hanno raggiunto un ragionevole grado di liquidità, quelli dei titoli societari restano

I mercati dei titoli societari in Asia sono relativamente illiquidi

⁶ Fleming e Remolona (1999) calcolano che il differenziale denaro-lettera sui titoli del Tesoro USA si situa tra un sesto e un terzo di un punto base sul rendimento. Per i titoli privati Chakravarty e Sarkar (2004) stimano che esso si aggiri in media intorno ai 21 centesimi per \$100; per un'obbligazione quinquennale, ciò equivale a circa 4 punti base sul rendimento.

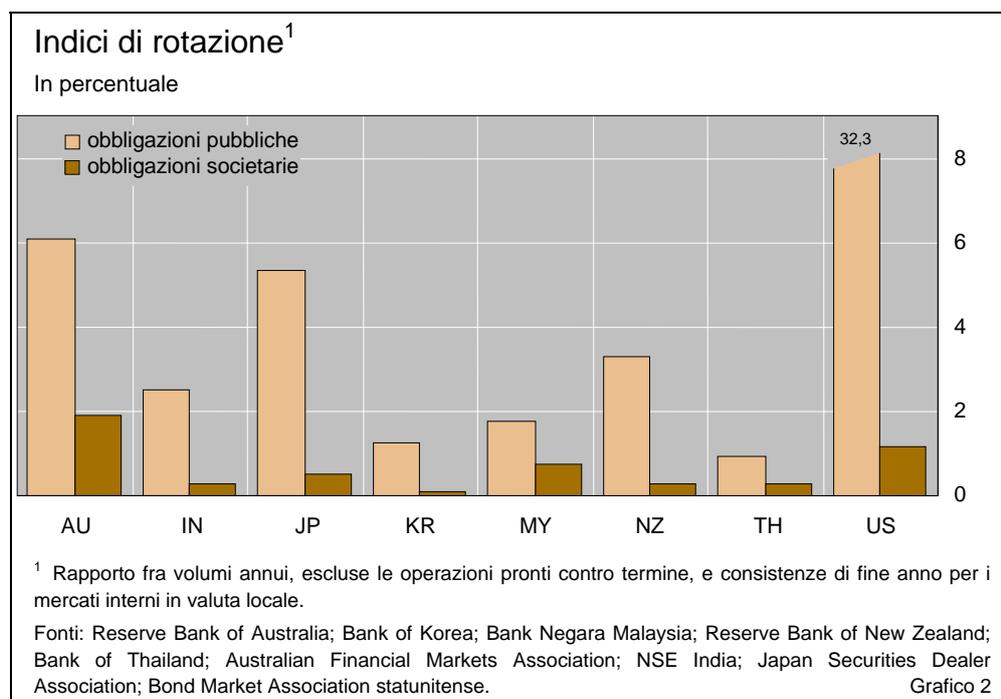
⁷ Questi indici comprendono per il Nord America il DJ CDX. Cfr Amato e Gyntelberg (2005).

relativamente illiquidi. In gran parte dei casi il rapporto fra gli indici di rotazione dei mercati obbligazionari privati e quelli dei mercati dei titoli pubblici risulta generalmente inferiore che negli Stati Uniti (grafico 2).

All'origine della scarsa liquidità dei mercati asiatici delle obbligazioni private vi sarebbero quattro fattori principali: una base di investitori non diversificata, microstrutture di mercato inadeguate, l'opacità dei mercati e un limitato flusso di informazioni tempestive riguardo agli emittenti. Nei paragrafi seguenti esamineremo in dettaglio ciascuno di questi fattori.

Diversificazione della base di investitori

La diversificazione degli investitori stimola l'attività, riducendo l'eventualità che investitori differenti si trovino a operare contemporaneamente dal medesimo lato del mercato, come venditori o come acquirenti. In presenza di una base diversificata è più probabile che gli investitori dissentano sulla qualità creditizia di un emittente – il che dovrebbe accrescere la loro propensione agli scambi – e che non necessitino di liquidità nello stesso momento. In Asia, dove la gamma degli investitori in obbligazioni private è composta in prevalenza da fondi previdenziali a partecipazione statale, compagnie di assicurazione e banche, tale diversificazione sembra piuttosto limitata. Una volta emessa, un'obbligazione tende a “scompare” nei portafogli di investitori *buy-and-hold*, che cioè detengono normalmente i titoli fino a scadenza. Coloro che potrebbero essere maggiormente attivi nella negoziazione, come ad esempio i fondi obbligazionari o quelli speculativi, sono generalmente assenti da questi mercati, oppure sono soggetti a vincoli restrittivi in termini di esposizione al rischio di credito.



Dai mercati asiatici risulta assente un'importante classe di operatori: quella degli investitori esteri, fra cui gli intermediari finanziari internazionali. In generale, la loro presenza viene scoraggiata da una miriade di impedimenti, non da ultime le ritenute fiscali e la mancanza di un mercato per gli strumenti di copertura, quali gli swap su valute. Le autorità del continente ne sono ben consapevoli. Con l'istituzione dell'Asian Bond Fund 2 (ABF2), le banche centrali asiatiche sono riuscite a ridurre taluni di questi impedimenti (cfr. Ma e Remolona, 2005). Ad esempio, le Filippine hanno recentemente abolito l'imposta di bollo sugli scambi di titoli a reddito fisso, che aveva scoraggiato l'ingresso di investitori esteri nel mercato locale del paese.

Manca un'importante classe di investitori

Tipologia di mercato

Di solito, i titoli a reddito fisso vengono trattati più attivamente sui mercati *over-the-counter* (OTC) che non su quelli regolamentati⁸. I mercati OTC più liquidi sono quelli dei titoli di Stato, che – come afferma Sundaresan (2002) – tendono a fare assegnamento su determinati *market-maker*. La presenza di intermediari di questo tipo consente agli operatori di trattare in maniera anonima. L'istituzione di microstrutture siffatte ha spesso richiesto il sostegno del governo. In Cina, Corea, Giappone, India, Malaysia, Singapore e Thailandia, così come negli Stati Uniti, gli operatori primari e i *market-maker* che negoziano obbligazioni di Stato sono nominati dalle autorità e devono impegnarsi a fornire quotazioni in acquisto e in vendita. Rispetto ai titoli pubblici, le obbligazioni societarie sono svantaggiate dal fatto che le emissioni tendono a essere piuttosto eterogenee e di taglio inferiore. Di conseguenza, il sostegno statale necessario per rimuovere gli ostacoli alla provvista di liquidità e istituire le necessarie microstrutture potrebbe essere persino maggiore.

Ruolo del governo nella predisposizione delle microstrutture

In Asia sono state adottate diverse iniziative per promuovere la liquidità dei titoli societari, fra cui la quotazione in borse valori già esistenti o persino l'istituzione di mercati *ad hoc* per la contrattazione di titoli a reddito fisso. Non di rado siffatte misure sono parimenti destinate a migliorare la trasparenza. Ciò nonostante, gli scambi restano finora concentrati sul segmento OTC. A Seoul, per esempio, le contrattazioni di titoli societari si svolgono tuttora per oltre il 90% sul mercato OTC e solo per il 10% nei mercati organizzati. In Thailandia l'indice di rotazione è pari al 30% sull'OTC e all'1% appena sulla borsa valori. In Cina, a causa della frammentazione regolamentare, le emissioni finanziarie sono negoziate unicamente sul locale mercato OTC interbancario, mentre quelle non finanziarie vengono trattate sia su questo mercato sia sui due mercati regolamentati nazionali.

Diversi mercati asiatici per la negoziazione di titoli societari tendono a essere poco competitivi, il che determina differenziali denaro-lettera talmente ampi da scoraggiare le contrattazioni. Secondo gli operatori, in molte piazze

⁸ Si ritiene che il segmento OTC sia un mercato "basato sulle quotazioni" (*quote-driven*), dove occorrono intermediari disposti a mantenere giacenze, mentre le borse valori sono spesso mercati "basati sugli ordini" (*order-driven*), in cui è necessario un flusso continuo di ordini in acquisto e in vendita.

Alcuni mercati per la negoziazione di titoli societari			
	Tipologia di mercato	Differenziali denaro-lettera ¹ (in punti base)	Trasparenza <i>ex-post</i>
Australia	OTC/Borsa	2-10	...
Cina	OTC/Borsa	5-10	...
Corea	OTC/Borsa	2-5	Sì (KSDA)
Hong Kong SAR	OTC	10-15	...
Malaysia	OTC	5-10	Sì (BIDS)
Nuova Zelanda	OTC	5-15	...
Singapore	OTC	10-15	...
Thailandia	OTC	5-10	Sì (ThaiBMA)

¹ Quotazioni denaro-lettera sul mercato obbligazionario interno in valuta locale (di borsa o fuori borsa).
 Fonti: Citigroup (2005); Bloomberg; contatti informali con operatori di mercato. Tabella 3

del continente essi oscillano tra i 5 e i 10 punti base anche per le emissioni più liquide (tabella 3). In diversi casi una singola emissione viene trattata soltanto da uno o due intermediari, spesso i capofila del consorzio di collocamento. In aggiunta, sebbene le quotazioni indicative offerte siano talvolta disponibili su Bloomberg, in molte piazze i potenziali investitori si devono contentare di ricevere da vari intermediari un fax delle quotazioni, riferite perlopiù a un sottoinsieme ristretto e non comparabile dei nominativi facenti parte dell'universo dei valori trattati – la trasparenza *ex ante* si limita a ciò. Segmenti formalmente dedicati alle negoziazioni fra *dealer* o intermediari specializzati in tali negoziazioni sono presenti in misura significativa solo sui mercati più sviluppati.

Trasparenza ex post

A influire sulla liquidità vi è un terzo fattore correlato: la trasparenza sugli scambi effettuati, o trasparenza *ex post*, che incoraggia la competitività di prezzo e infonde negli investitori la fiducia di spuntare prezzi favorevoli. L'esperienza statunitense può essere utile per mettere in luce la rilevanza di questo fattore. Fino a circa due anni fa gli scambi di titoli societari USA erano modesti. Dal luglio 2002, però, gli intermediari hanno l'obbligo di segnalare le operazioni effettuate sull'OTC al Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE) della National Association of Securities Dealers (NASD); il TRACE, a sua volta, pubblica i dati notificati. Benché taluni partecipanti al mercato sostengano che questa diffusione immediata riduca la liquidità disponibile per operazioni di elevato ammontare, Edwards et al. (2005) rilevano che essa ha mediamente assottigliato i differenziali denaro-lettera di 5 punti base.

Negli ultimi anni alcuni mercati asiatici hanno cominciato ad adottare obblighi di segnalazione simili, se non anche superiori, a quelli del TRACE. Essi, tuttavia, interessano in buona parte i soli intermediari. In Malaysia opera il Bond Information Dissemination System (BIDS), conformemente al quale gli intermediari sono tenuti a segnalare le transazioni – prezzi e volumi – nei 10 minuti successivi alla loro conclusione (i dati vengono sintetizzati e diffusi al pubblico nel giro di altri 10 minuti). Tali informazioni vengono quindi rese note agli abbonati al servizio BIDS, che solitamente sono anche i venditori sul

Il sistema malese è efficace quanto quello statunitense

mercato. Almeno per gli abbonati, questo sistema sembra offrire una trasparenza *ex post* perfino maggiore del TRACE. La Thai Bond Market Association (ThaiBMA) richiede agli operatori di segnalare le transazioni OTC entro 30 minuti dall'effettuazione e rende disponibili i dati ai suoi iscritti quattro volte al giorno⁹. In Corea gli intermediari sono tenuti a notificare le transazioni alla Korea Security Dealers Association (KSDA) entro 15 minuti, avvalendosi di un apposito sistema informativo che pubblica i dati lo stesso giorno su un sito web. Per accrescere la liquidità dei mercati i requisiti di trasparenza *ex post* potrebbero essere intensificati ulteriormente.

Flussi di informazioni tempestive

Il quarto fattore inibente è forse quello che presenta la criticità maggiore: in Asia i mercati delle obbligazioni societarie disporrebbero in molti casi di un limitato flusso di informazioni tempestive sugli emittenti. In mercati come quelli dei titoli societari l'attività degli investitori che dissentono sull'evoluzione delle grandezze fondamentali ha il potenziale di accrescere notevolmente la liquidità. Tale attività, basata sulla disponibilità di informazioni, si riverbera positivamente su quanti partecipano al mercato per semplici ragioni di liquidità e tende a intensificarsi in presenza di un significativo flusso di informazioni sulla qualità creditizia degli emittenti, laddove ogni nuova notizia crea un nuovo motivo di dissenso.

Le divergenze di opinioni alimentano gli scambi

Negli Stati Uniti i flussi informativi rilevanti per il mercato possono assumere varie forme. Gli emittenti producono annunci sugli utili e rendiconti finanziari trimestrali, la stampa specializzata e i servizi di informazione coprono le principali transazioni e gli eventi societari di rilievo, mentre le agenzie di rating comunicano in vario modo i mutamenti di valutazione del merito di credito delle società da esse quotate. A ridosso di questi annunci gli scambi di titoli privati tendono ad aumentare.

Le reazioni degli operatori agli annunci delle agenzie di valutazione evidenziano l'importanza di informazioni puntuali. Per volontà delle stesse agenzie, ogni mutamento di rating è improntato a cautela e riflessione, sicché esso viene in genere annunciato con un certo ritardo rispetto al momento in cui l'informazione pertinente raggiunge il mercato. Per accrescere la tempestività, tuttavia, le agenzie hanno ideato le cosiddette *review* – “Watchlist” per Moody's e “CreditWatch” per Standard & Poor's –, che vengono rese note subito dopo l'arrivo di informazioni significative, segnalando la possibilità che il rating vari nel giro di qualche mese. Micu et al. (2004) documentano come le reazioni di prezzo agli annunci delle agenzie di rating siano massime proprio in concomitanza con le *review*.

Sono le *review* gli annunci più tempestivi delle agenzie di rating

Nei mercati asiatici tali flussi informativi sono spesso più limitati. Numerose emissioni sono assistite da qualche forma di garanzia governativa, e ciò rende meno rilevante la qualità creditizia del singolo emittente. Inoltre, secondo quanto rilevano Ball et al. (2003), in alcuni mercati del continente le perdite tendono a non essere riconosciute tempestivamente nelle segnalazioni

⁹ Queste informazioni sono rese note al pubblico a fine giornata. La ThaiBMA pubblica anche – con cadenza bimensile – le quotazioni proposte dai suoi associati.

Le agenzie locali di rating sono ancora troppo recenti

finanziarie. All'origine di questa tendenza potrebbe esservi il fatto che in un contesto come quello asiatico, in cui le reti di relazioni interpersonali sono estremamente importanti, mancano gli incentivi per un puntuale sistema di *reporting*. Vero è che in Asia esistono agenzie locali di valutazione, e spesso il lancio di prestiti obbligazionari è vincolato all'attribuzione di un rating, ma molte di esse sono di istituzione piuttosto recente, e occorre ancora tempo perché possano far valere un'esperienza su cui fondare la propria reputazione. Sui mercati asiatici operano anche alcune agenzie estere, ma solo di rado forniscono valutazioni sull'intera gamma di emittenti obbligazionari dei singoli paesi.

Conclusioni

Nello sviluppare i mercati delle obbligazioni societarie in valuta locale, le autorità asiatiche sono poste di fronte a scelte fondamentali. Sul versante dei mercati primari, si pone il quesito se esse debbano favorirne ulteriormente la crescita nonostante il perdurante predominio di emittenti quasi-sovrani (o muniti di garanzia creditoria, esplicita o implicita), o se non sia invece preferibile che incentrino i loro sforzi sulle norme in materia contabile, di informativa e di trasparenza, in modo da fornire agli investitori le informazioni necessarie a valutare il rischio di credito per una più ampia classe di potenziali emittenti. Sebbene il primo di questi due approcci possa costituire un buon punto di partenza, le autorità asiatiche potrebbero trovarsi nella situazione in cui il perseguimento dell'uno va a scapito dell'altro. Quando gli emittenti a più basso rischio saturano il mercato con le loro obbligazioni, si produce un effetto di spiazzamento dei mutuatari più rischiosi, che potrebbe ritardare lo sviluppo di una cultura di valutazione del merito di credito e di *pricing* del rischio.

Nel caso dei mercati secondari, le autorità dovranno scegliere su cosa focalizzare la propria azione: sviluppare le microstrutture di mercato, diversificare la base di investitori o rafforzare le istituzioni che promuovono flussi informativi rilevanti per il mercato. Questi approcci non sono necessariamente incompatibili tra loro e possono anzi essere perseguiti contemporaneamente per accrescerne l'efficacia. In pratica, tuttavia, lo sviluppo delle strutture di mercato – ad esempio l'istituzione di borse per la negoziazione di titoli a reddito fisso – sembra essere la soluzione più semplice, mentre le altre due strade appaiono più complesse e i relativi benefici meno immediati. Nondimeno, nel più lungo periodo sono forse la diversificazione della base di investitori e il miglioramento dei flussi informativi rilevanti ad assumere un'importanza maggiore.

Riferimenti bibliografici

Amato, J. e J. Gyntelberg (2005): "CDS index tranche e prezzaggio delle correlazioni di rischio creditizio", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 75-90.

Ball R., A. Robin e J.S. Wu (2003): "Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, pagg. 235-270.

Bhattacharya U., H. Daouk e M. Welker (2003): "The world price of earnings opacity", *Accounting Review*, pagg. 641-678.

Chakravarty, S. e A. Sarkar (2003): "Trading costs in three US bond markets", *Journal of Fixed Income*, pagg. 39-48.

Citigroup (2005): *Guide to Asian bond and currency markets 2005*.

Diamond, D.W. (2004): "Committing to commit: short-term debt when enforcement is costly", *Journal of Finance*, vol. 59, pagg. 1447-1480.

Edwards, A.K., L.S. Harris e M.S. Piwowar (2005): *Corporate bond market transparency and transaction costs*, Securities and Exchange Commission USA.

Fan, J.P.H. e T.J. Wong (2002): "Corporate ownership structure and informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, pagg. 401-425.

Fleming, M. ed E. Remolona (1999): "Price formation and liquidity in the US Treasury market: the response to public information", *Journal of Finance*, vol. 54, pagg. 1901-1915.

Greenspan, A. (2000): "Global challenges", intervento alla Financial Crisis Conference, Council on Foreign Relations, New York, 12 luglio.

Ma, G. ed E. Remolona (2005): "Il fondo obbligazionario regionale ABF2 e i suoi insegnamenti per l'apertura dei mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 87-100.

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

Micu, M., E. Remolona e P. Wooldridge (2004): "L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 57-68.

Sundaresan, S. (2002): *Fixed income markets and their derivatives*, seconda edizione, South-Western.

Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico¹

Vi sono numerose indicazioni secondo cui le varie iniziative intraprese dal governo messicano hanno efficacemente contribuito a sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato: le contrattazioni hanno fatto segnare una rapida crescita, la struttura per scadenze si è allungata ed è migliorata la liquidità nel mercato secondario. Le stesse procedure d'asta in sede di emissione sono divenute più efficienti. Nonostante questi significativi progressi, tuttavia, permangono alcune vulnerabilità.

Classificazione JEL: E440, G180, H630, O160

In Messico il mercato interno dei titoli di Stato ha vissuto una rapida crescita a partire dalla metà degli anni novanta. Ciò è frutto anche di un deliberato sforzo delle autorità volto a potenziare le fonti di finanziamento interne con l'obiettivo di ridurre la dipendenza del paese dai capitali esteri. Il brusco e massiccio deflusso di fondi intervenuto in Messico verso la fine del 1994, in occasione della cosiddetta "crisi tequila", causò al paese gravi turbative economiche e finanziarie, rendendo i *policymaker* ben consapevoli delle vulnerabilità insite in una forte dipendenza dal finanziamento esterno.

Il governo messicano ha perseguito tale obiettivo attraverso riforme macroeconomiche e strutturali miranti a rafforzare la domanda di passività interne e mediante l'adozione di una chiara strategia per la gestione del debito. In linea generale, tali misure hanno ottenuto l'esito sperato, giacché il Tesoro è riuscito a emettere un ammontare crescente di titoli interni a tasso fisso e a creare una curva dei rendimenti sul lungo termine. Si tratta di risultati ragguardevoli per una regione in cui il debito a breve o indicizzato continua a rappresentare la regola.

Il presente articolo descrive le iniziative adottate dalle autorità messicane per sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato e analizza l'impatto che hanno avuto sul volume, sulla composizione e sulla liquidità del debito

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI o del Banco de México. Gli autori sono grati a Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar e William White per i preziosi commenti, nonché a Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna e Claudia Tapia Rangel per l'eccellente assistenza nel lavoro di ricerca.

pubblico. Esso si conclude valutando i progressi compiuti sinora e mettendo in evidenza talune sfide ancora da affrontare.

La “crisi tequila” induce a riconsiderare la gestione del debito

Durante gran parte della sua storia moderna il mercato obbligazionario del Messico è rimasto sottosviluppato. In linea con quanto osservato in generale da Burger e Warnock (2003) per le economie emergenti, a causa dei trascorsi inflazionistici e della conseguente scarsa credibilità della politica monetaria, il governo e gli altri mutuatari messicani si sono trovati in pratica nell'impossibilità di collocare strumenti debitori a lungo termine sul mercato interno. In effetti, date le radicate aspettative inflazionistiche, i prestatori erano disposti a concedere credito in moneta nazionale solo a brevissimo termine o con rendimenti indicizzati all'inflazione, ai tassi a breve o al dollaro USA. Essi erano ovviamente anche pronti a prestare in valuta estera, principalmente in dollari USA².

La crisi di fine 1994 evidenziò chiaramente i rischi insiti nell'eccessivo affidamento fatto sulle emissioni indicizzate al dollaro. Nei primi anni novanta si era assistito non soltanto a un deciso apprezzamento del peso messicano, ma anche a un deterioramento significativo della bilancia corrente del paese, nonostante il costante miglioramento delle finanze pubbliche (Agenor e Montiel, 1999). Il rapido accumulo di passività esterne da parte del paese fece nascere fra gli operatori il timore di una svalutazione della moneta e/o di una moratoria del debito. Nel corso del 1994 gli investitori divennero sempre più riluttanti a rinnovare i titoli “cetes” a breve denominati in pesos e spostarono i propri fondi verso i “tesobonos” indicizzati al dollaro. Ciò concesse una temporanea tregua al governo, ma a causa della natura a breve termine delle passività in essere, la ricomposizione del debito in favore dei tesobonos fu estremamente rapida. Se all'inizio del 1994 questi titoli rappresentavano il 4% circa del debito interno, verso la fine dell'anno ne costituivano la stragrande maggioranza. In quel periodo, il repentino deflusso dei capitali esteri dal mercato interno e il conseguente crollo della moneta messicana si tradussero in una crescita esplosiva del valore in pesos delle passività pubbliche indicizzate al dollaro, venendo così ad aggiungere una dimensione fiscale alla crisi esterna. Il ritiro dei fondi esteri sfociò in una grave instabilità finanziaria, seguita da una protratta recessione economica.

La crisi dimostrò che, nonostante i progressi realizzati negli anni precedenti dal governo messicano in ambito fiscale, la debolezza strutturale del debito rendeva il paese vulnerabile a repentini disinvestimenti dall'estero. Al fine di ridurre la dipendenza dal finanziamento esterno a breve, il governo

La crisi del 1994 evidenzia i rischi del ricorso a titoli indicizzati ...

... e stimola iniziative tese a sviluppare il mercato interno

² In letteratura, l'incapacità di un paese di raccogliere sull'interno fondi a medio-lungo termine e/o all'estero nella propria moneta è stata definita “peccato originale” (Eichengreen et al., 2003). Secondo gli autori, tale condizione accresce la vulnerabilità del paese poiché l'accumulo di passività esterne da parte del settore pubblico o privato rende difficile il servizio del debito allorché il tasso di cambio si deprezza. A sua volta, questa esposizione riduce la disponibilità dei non residenti a investire, accresce la sensibilità del finanziamento alle condizioni economiche avverse e limita il margine di manovra delle autorità (Goldstein e Turner, 2004; Borio e Packer, 2004).

compì in seguito notevoli sforzi per sviluppare un efficiente mercato obbligazionario interno³, mirando soprattutto a migliorare le condizioni di domanda e di offerta per i titoli di Stato. Questi aspetti saranno trattati nelle pagine che seguono.

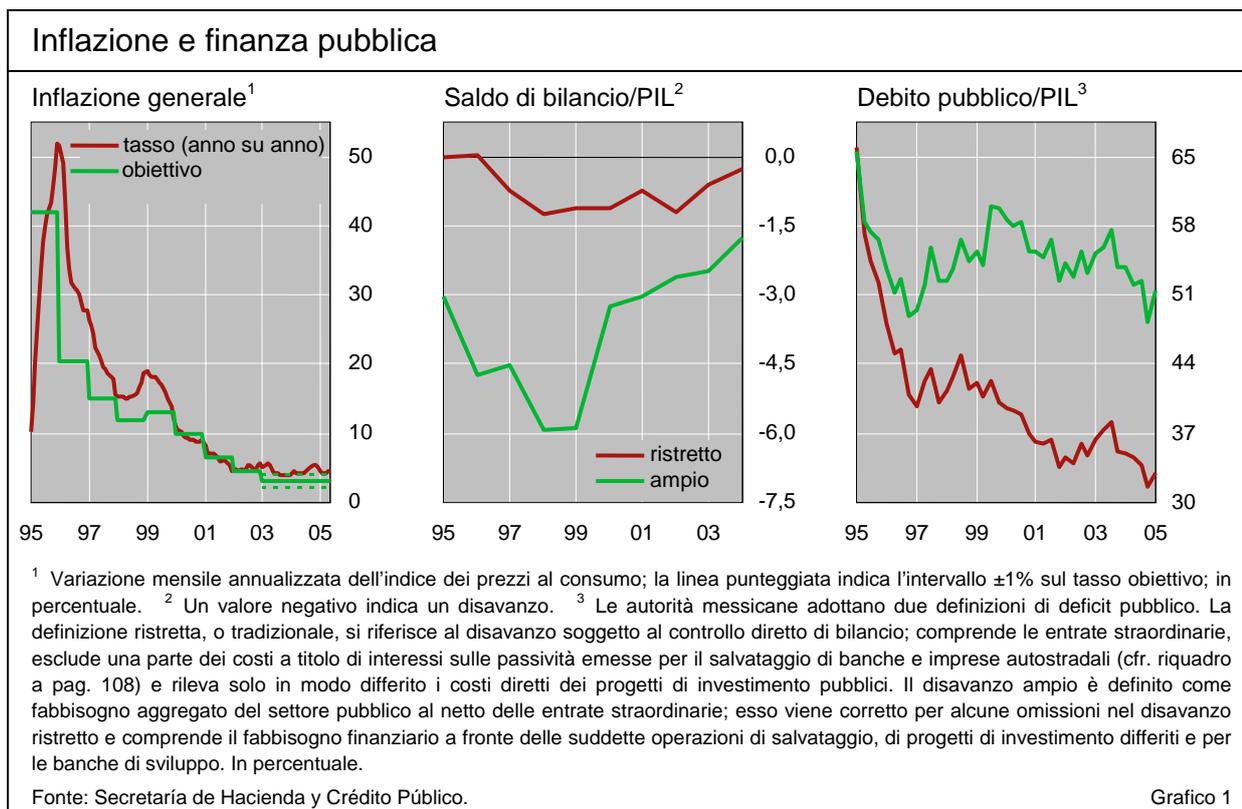
Rafforzamento della domanda di titoli di Stato

Cresce la domanda di titoli di Stato grazie allo stabile contesto economico ...

Uno degli obiettivi della strategia adottata dalle autorità per sviluppare il mercato obbligazionario interno è stato quello di migliorare le condizioni di domanda per i titoli pubblici. Di fatto, la crescita della domanda è stata una delle principali conseguenze del più stabile contesto macroeconomico instauratosi a partire dalla metà degli anni novanta. La politica monetaria attuata dal Banco de México ha portato a un drastico e durevole abbassamento dell'inflazione al consumo, scesa dal 52% del 1995 a meno del 5% nel 2004 (grafico 1). Al tempo stesso, il governo è riuscito in linea generale a realizzare i programmati tagli al disavanzo del settore pubblico secondo la definizione ristretta⁴.

... alla riforma dell'investimento istituzionale ...

Un altro fattore decisivo nel sospingere la domanda di titoli pubblici è stata la riforma dell'investimento istituzionale. Nel 1997 il governo varò un'estesa riforma del sistema pensionistico per i dipendenti del settore privato (quello per



³ Per una descrizione dettagliata di queste iniziative, cfr. Sidaoui (2002).

⁴ Anche se la riduzione del disavanzo del settore pubblico secondo la definizione allargata è proceduta più lentamente di quanto sperato, i progressi sono stati comunque considerevoli (Banco de México, 2004).

il pubblico impiego non venne modificato). Lo schema a prestazioni definite fu sostituito con un sistema a contribuzione obbligatoria integralmente finanziato da conti individuali amministrati da società private di gestione, le Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES). Il nuovo schema privatistico ha fatto registrare una rapidissima crescita: le attività gestite sono passate dal valore praticamente nullo del 1997 a MXN 470 miliardi a fine 2004 (pari al 6,5% del PIL), di cui 400 miliardi circa investiti in titoli di Stato.

Alla fine del 1998 venne aperta una borsa specializzata nella contrattazione di derivati finanziari, il Mercado Mexicano de Derivados (MexDer). Le operazioni su strumenti a reddito fisso hanno avuto un rapido sviluppo, anche se la quasi totalità degli scambi in questo segmento è rappresentata da contratti sul tasso TIIE a 28 giorni. Sembra comunque che l'attività in strumenti su tassi a breve abbia avvantaggiato il segmento a più lungo termine della curva dei rendimenti, in quanto tali contratti sono impiegati a fini di copertura e di determinazione del prezzo degli swap di tasso a media e a lunga scadenza.

Nel 2000 il governo ha varato una nuova legge fallimentare che consente ai detentori di garanzie collaterali nel quadro di operazioni pronti contro termine di rescindere in anticipo il contratto compensando crediti e debiti nei confronti del contraente inadempiente. La legge ha migliorato notevolmente la normativa preesistente, che imponeva agli operatori di regolare le obbligazioni debitorie prima di poter far valere le proprie ragioni di credito nell'ambito della procedura concorsuale. Nel 2003 e 2004 sono state emanate nuove norme per il mercato delle operazioni PcT e di prestito in valori mobiliari, che dovrebbero ulteriormente accrescere la domanda locale ed estera di titoli pubblici.

... all'introduzione dei contratti derivati ...

... e alla maggiore certezza giuridica nelle operazioni PcT

Gestione dell'offerta di titoli di Stato

Nell'intento di migliorare e snellire l'offerta di titoli pubblici, dai primi anni 2000 il Messico ha seguito un'articolata strategia per la gestione del debito, basata su cinque elementi principali: finanziamento interno dei disavanzi di bilancio; allungamento della scadenza media del debito pubblico; creazione di una curva dei rendimenti liquida; maggiore prevedibilità e trasparenza dell'attività di emissione; misure strutturali dirette a rafforzare il mercato dei titoli di Stato.

Per realizzare il primo di questi obiettivi generali, il governo federale ha iniziato a spostare sul mercato interno la copertura del proprio disavanzo di bilancio e a ridurre l'esposizione debitoria esterna del paese (grafico 2). A partire dal 2001 l'intero deficit è stato finanziato all'interno. Nel 2004 i fondi raccolti presso residenti sono serviti a rimborsare \$1,8 miliardi di passività verso l'estero, un importo ben superiore all'obiettivo di \$500 milioni fissato per quell'anno. Di conseguenza, a fine 2004 la componente interna del debito del settore pubblico secondo la definizione ristretta era salita al 65%, rispetto al 30% di fine 1995.

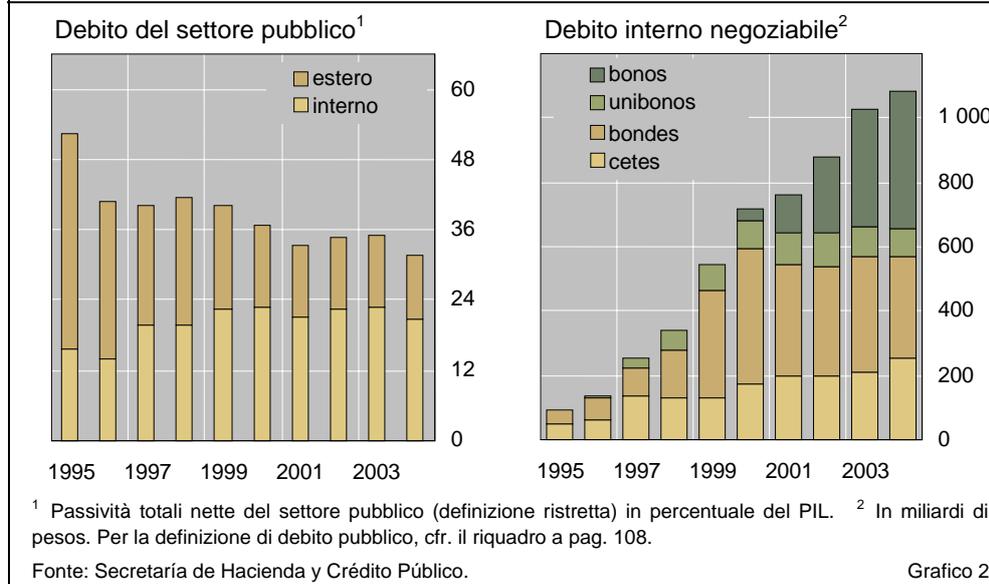
A partire dal 2000 le autorità federali si sono parimenti adoperate per ridurre il rischio di rifinanziamento allungando gradualmente la scadenza del debito. Ciò è stato ottenuto sia estendendo le scadenze delle passività

Il Messico adotta una chiara strategia di gestione del debito incentrata su ...

... il finanziamento interno del disavanzo ...

... l'allungamento delle scadenze ...

Debito del governo federale messicano



indicizzate a inflazione e tassi di interesse a breve, sia emettendo obbligazioni a tasso fisso. Alle emissioni con scadenze di tre e cinque anni lanciate nel 2000 sono seguite quelle di titoli decennali nel 2001, settennali nel 2002 e ventennali nel 2003. Il piano di gestione del debito federale per il 2005 prevedeva che il fabbisogno di finanziamento netto del governo centrale continuasse a essere coperto in gran parte con titoli a medio e lungo termine a cedola fissa.

... l'aumento della liquidità sul mercato secondario ...

Il governo federale ha inoltre adottato misure per migliorare la liquidità sul mercato secondario riaprendo, in particolare, alcune emissioni di riferimento affinché raggiungessero un volume in essere tale da garantire un accettabile grado di liquidità. Allo scopo di evitare un'eccessiva concentrazione dei rimborsi a talune scadenze, è stata poi adottata una strategia di gestione attiva delle passività. Il governo ha di recente annunciato un piano per permutare titoli a breve in titoli a lungo termine, che dovrebbe ridurre ulteriormente il rischio di rifinanziamento e attenuare l'impatto sulla liquidità di importanti rimborsi.

... una maggiore trasparenza ...

Prevedibilità e trasparenza formano anch'esse parte integrante della strategia di gestione del debito pubblico. Una prima iniziativa in questo ambito venne adottata nel 2002, allorché l'esecutivo rinunciò alla facoltà di imporre un massimale sul tasso di interesse al quale era disposto ad accettare offerte in sede d'asta. Dal 2004, inoltre, il governo rende nota la strategia programmata per l'intero anno, oltre agli obiettivi trimestrali di aggiudicazione per ciascuna categoria di titoli. Attualmente le autorità pubblicano con cadenza trimestrale un calendario d'asta in cui sono specificati i quantitativi offerti per tipo di strumento in ciascuna asta settimanale e le emissioni particolari programmate per il trimestre.

Il governo ha altresì modificato la struttura del mercato interno del debito. Nel corso degli anni le aste sono state aperte a una gamma sempre più ampia di

Struttura del mercato del debito federale interno messicano

Le autorità messicane seguono l'evoluzione del debito pubblico secondo due accezioni, una ristretta e una ampia. L'aggregato ristretto comprende le passività nette del governo centrale e quelle di alcune altre amministrazioni federali soggette al controllo diretto di bilancio (fra cui la previdenza sociale). L'aggregato ampio include, oltre al debito in senso stretto, le passività di tutti gli altri enti del settore pubblico, come le imprese pubbliche non finanziarie, le banche di sviluppo e i fondi fiduciari extrabilancio. In particolare, vi figurano anche il debito dell'istituto per la tutela del risparmio (Istituto para la Protección al Ahorro Bancario, IPAB), le passività del fondo per il riscatto delle società autostradali (Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas, FARAC) e quelle risultanti dai progetti di investimento del settore pubblico facenti capo a differenti conti finanziari (Proyectos de Infraestructura Diferidos en el Registro del Gasto, PIDIREGAS).

L'IPAB, divenuto operativo nel 1999, gestisce il debito derivante dai salvataggi bancari operati in seguito alla crisi finanziaria del 1994, quando il governo fornì una garanzia implicita sulla maggior parte delle passività delle banche e si accollò buona parte dei costi connessi con la risoluzione della crisi. L'IPAB ha iniziato a emettere Bonos de Protección al Ahorro (BPA) nel 2000. Anche il FARAC fu istituito all'indomani della crisi finanziaria allo scopo di salvare le concessionarie private delle autostrade. Va notato che una quota del debito emesso per finanziare i PIDIREGAS

Principali titoli di debito emessi dal settore pubblico messicano

Titoli emessi dal governo federale					
Strumento	Cedola	Scadenza	Frequenza di emissione	Ammontare in essere a fine 2000 ¹	Ammontare in essere a fine 2004 ¹
Certificados de la Tesorería de la Federación (cetes)	zero	28, 91, 182 e 364 giorni	settimanale e mensile	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	indicizzata al tasso sui cetes	5 anni	bimensile	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (udibonos)	indicizzata al tasso di inflazione	10 anni	mensile	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija (bonos)	tasso fisso	3, 5, 7, 10 e 20 anni	mensile	33,3	427,9
Titoli emessi da altri enti del settore pubblico					
Strumento	Cedola	Scadenza	Frequenza di emissione	Ammontare in essere a fine 2000 ¹	Ammontare in essere a fine 2004 ¹
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB (BPA)	indicizzata al tasso sui cetes	3, 5 e 7 anni	settimanale e bimensile	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM)	indicizzata al tasso interbancario <i>overnight</i>	1 e 3 anni	settimanale	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	indicizzata al tasso di inflazione	20 e 30 anni	mensile	51,1	110,5

¹ In miliardi di pesos.

Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, piano del debito pubblico per il secondo trimestre 2005.

viene inizialmente assunta dal settore privato, per poi essere trasferita al governo federale a completamento del progetto. Tali passività sono pertanto incluse nelle statistiche del debito federale.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) ha competenza esclusiva per tutte le attività connesse con la gestione del debito pubblico e, in coordinamento con altre agenzie federali, decide il tipo, l'ammontare e le date di emissione dei titoli da collocare sul mercato. I due principali emittenti di obbligazioni negoziabili sul mercato interno – governo federale e IPAB – pubblicano calendari trimestrali che forniscono agli operatori un orientamento circa il volume e la composizione delle emissioni programmate.

Il governo federale emette titoli in un'ampia gamma di scadenze (cetes, bondes, udibonos e bonos), mentre l'IPAB privilegia strumenti a medio termine indicizzati ai tassi cetes a 28, 91 e 182 giorni. A fine 2004 lo stock in essere di debito negoziabile del governo federale e dell'IPAB ammontava rispettivamente a MXN 1 081 e 383 miliardi.

Anche il Banco de México svolge un ruolo importante sul mercato interno del debito. La banca centrale ha tradizionalmente utilizzato i titoli di Stato per immettere o assorbire liquidità sul mercato monetario, ma nel 2000 ha iniziato a emettere strumenti propri, denominati Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM), allo scopo di sterilizzare i costanti afflussi di riserve in valuta. I BREM, titoli indicizzati ai tassi interbancari *overnight*, ammontavano a fine 2004 a MXN 233 miliardi. La sterilizzazione mediante tali strumenti consente al Banco de México di perseguire più efficacemente i suoi obiettivi monetari causando, al tempo stesso, meno distorsioni sul mercato dei titoli di Stato. I BREM non figurano nelle statistiche del debito del settore pubblico.

... riforme strutturali
dei mercati
primario ...

investitori, fra cui fondi pensione, fondi comuni e compagnie di assicurazione. L'accresciuta partecipazione al processo di assegnazione è stata accompagnata dal miglioramento della piattaforma elettronica del Banco de México, garantendo la pubblicazione dei risultati entro mezz'ora dalla chiusura dell'asta, rispetto alle cinque ore necessarie nel 1993.

... e secondario ...

Nel 2000 il governo ha introdotto per i titoli pubblici a reddito fisso uno schema di *market-making* in base al quale i partecipanti sono tenuti a presentare in asta offerte di acquisto per un ammontare minimo e a quotare in ogni momento prezzi denaro e lettera, mantenendo il relativo differenziale entro un certo limite (pari attualmente a 125 punti base). In contropartita di tali obblighi, i *market-maker* possono partecipare all'asta *green shoe*⁵ che segue quella pubblica, incontrare regolarmente i preposti alla gestione del debito federale e avvalersi del sistema di prestito in titoli del Banco de México.

... nonché un più
agevole accesso ai
prezzi di mercato ...

La disponibilità di prezzi determinati dal mercato è un requisito essenziale per lo sviluppo del mercato secondario e la valutazione dei portafogli degli intermediari. Negli ultimi anni il Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) e la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) hanno collaborato per assicurare agli operatori un agevole accesso alle quotazioni di mercato giornaliere per obbligazioni di largo mercato. Questi sforzi hanno condotto alla nascita di agenzie private incaricate di raccogliere dai *broker* informazioni di prezzo e renderle disponibili a tutti gli operatori. La maggior

⁵ L'opzione di sovrallocazione, o *green shoe*, viene conferita da un emittente ai sottoscrittori per l'emissione di titoli aggiuntivi al fine di coprire eventuali posizioni corte generate da un eccesso di richieste in sede d'asta. In questo caso particolare, i sottoscrittori possono acquistare al prezzo d'asta medio ponderato un ammontare massimo di titoli pari al 20% di quello inizialmente offerto.

parte degli intermediari finanziari è ora tenuta a utilizzare i servizi offerti dalle agenzie abilitate.

Nel 2005 il governo ha lanciato lo Strips Market Operation Programme, che consente agli operatori del mercato dei titoli di Stato di scorporare e ricostituire bonos e udibonos. Grazie alla regolare riapertura di emissioni con cedola semestrale, le singole componenti di interesse degli strumenti con scadenze diverse sono ora perfettamente interscambiabili. La disponibilità di obbligazioni pluriennali a cedola zero dovrebbe attrarre in particolare gli investitori istituzionali con orizzonti a lungo termine e contribuire altresì ad accrescere lo spessore del mercato secondario.

... e l'introduzione di titoli scorporati

Valutazione dei risultati delle iniziative ufficiali

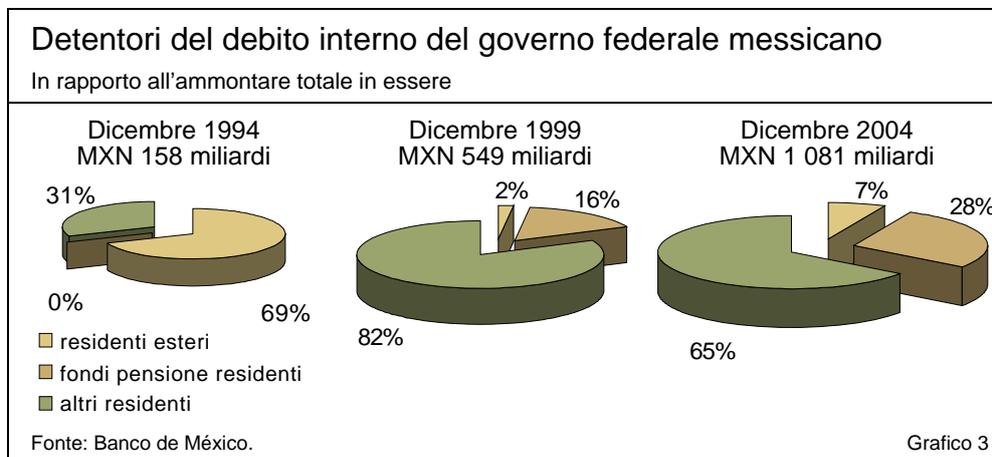
Numerosi sviluppi confermano che le iniziative intraprese dal governo messicano stanno producendo i risultati sperati: il mercato interno dei titoli di Stato è cresciuto rapidamente, la sua struttura per scadenze si è allungata ed è migliorata la liquidità. Sussistono altresì indicazioni secondo cui la riforma del mercato primario avrebbe prodotto effetti positivi sulla sua efficienza.

Le misure ufficiali stanno producendo i risultati sperati

Il risultato più evidente della nuova strategia del debito perseguita dal governo è la rapida crescita registrata negli ultimi anni dall'emissione di passività interne negoziabili, il cui stock in essere è salito da MXN 158 miliardi (10% del PIL) alla vigilia della crisi del dicembre 1994 a MXN 1 081 miliardi (14% del PIL) a fine 2004. Vero è che buona parte dell'incremento del debito pubblico nella seconda metà degli anni novanta deriva dalle passività emesse in connessione con il salvataggio di banche e di alcune altre grandi imprese private. Tuttavia, negli anni recenti ha avuto un ruolo importante anche la nuova politica mirata al finanziamento interno dei disavanzi, congiunta con l'espansione dell'investimento istituzionale e il ritorno degli investitori esteri sul mercato interno del debito. Quest'ultimo aspetto è particolarmente degno di nota, giacché nella seconda metà degli anni novanta gli investitori stranieri avevano perlopiù disertato tale mercato (grafico 3). A fine 2004 i non residenti detenevano il 7% delle passività pubbliche in essere, contro il 2% di fine 1999.

Il mercato interno è cresciuto rapidamente

Degno di nota il ritorno degli investitori esteri



Si è allungata la scadenza media

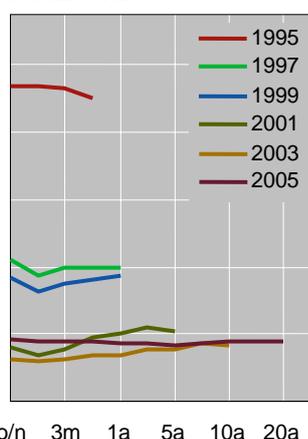
Un altro importante risultato è stato l'allungamento della scadenza media del debito pubblico (grafico 4). A fine 1995 questo era costituito interamente da passività a breve con scadenza entro l'anno e da strumenti indicizzati ai tassi a breve termine o all'inflazione; a fine 2004 i titoli a tasso fisso con scadenza superiore all'anno rappresentavano il 40% del debito totale in essere. La scadenza media dei titoli federali è così salita da 288 a 1 070 giorni tra il 1995 e il 2004⁶. Un grande vantaggio di tale allungamento è la minore esposizione del paese al rischio di rifinanziamento: il governo ha stimato che a fine 2004 l'impatto di un aumento dei tassi di interesse sul costo di finanziamento del debito lordo sarebbe risultato inferiore del 40% rispetto a fine 2000 (Gil Diaz, 2005).

Investitori stranieri ben disposti verso i titoli a più lungo termine

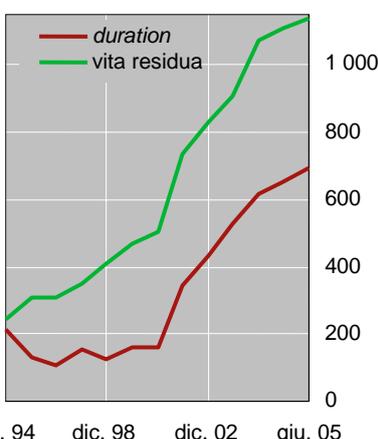
Le prime emissioni a cedola fissa nel 2000 furono lanciate in un contesto di calo dei tassi di riferimento, assicurando così un'accoglienza favorevole da parte degli investitori. È interessante notare che mentre l'inasprimento delle condizioni monetarie nel 2004 ha indotto i fondi pensione messicani ad accorciare la *duration* dei loro portafogli, gli investitori esteri paiono aver adottato una strategia opposta, aumentando sensibilmente le posizioni in titoli a più lungo termine. A fine 2004 i non residenti detenevano il 54% delle obbligazioni decennali e l'84% di quelle ventennali. È anche grazie alla loro crescente partecipazione che il Messico ha potuto sviluppare il segmento a medio-lungo termine del mercato obbligazionario interno.

Rendimenti, *duration* e struttura per scadenze del debito pubblico interno messicano

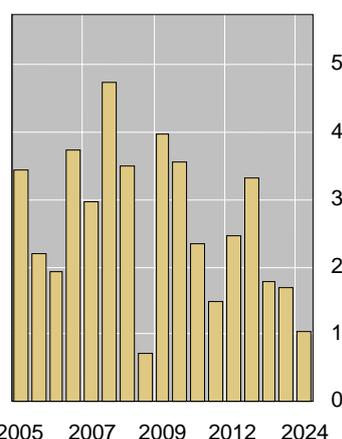
Evoluzione della curva dei rendimenti¹



Duration e vita residua²



Struttura per scadenze³



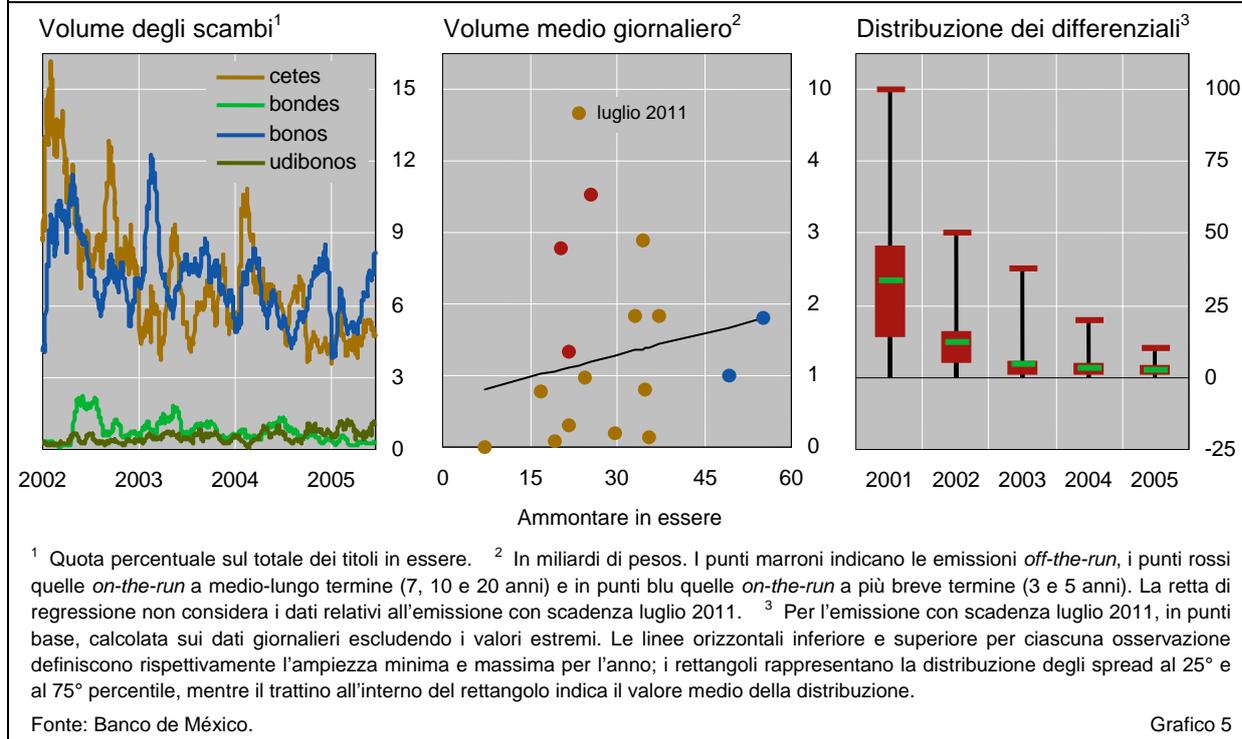
¹ Medie annue, in percentuale. ² *Duration* modificata e vita residua media in giorni. ³ In miliardi di pesos, a fine giugno 2005.

Fonti: Banco de México; Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Grafico 4

⁶ Va rilevato che, anche in questo caso, i progressi sono stati in certa misura più lenti per il debito pubblico nella definizione allargata. Il debito negoziabile emesso dall'IPAB ha avuto scadenze comprese fra tre e sette anni, ma è stato in larga parte indicizzato ai tassi a breve, per cui la durata finanziaria dei titoli resta bassa (fra 30 e 50 giorni nel 2004). Per contro, le obbligazioni emesse dal FARAC hanno avuto una scadenza media molto più lunga (fra 20 e 30 anni) e sono state interamente indicizzate all'inflazione.

Mercato secondario e differenziale denaro-lettera dei titoli del debito interno del governo federale messicano



I dati relativi al mercato secondario forniscono un'immagine contrastante dell'attività per ciò che concerne il profilo temporale e la tipologia di strumenti. Nondimeno, alcuni indizi segnalano come anche in questo ambito gli sforzi del governo per migliorare la liquidità stiano iniziando a dare i frutti sperati.

L'attività sul mercato secondario è diminuita dai primi anni 2000, ma soprattutto a causa di fattori temporanei. Anzitutto, l'avvio dello schema di *market-making* per i titoli di Stato nel 2000 si era accompagnato a una vera e propria esplosione degli scambi (riconducibile agli sforzi degli intermediari per acquisire una posizione di preminenza), cui è seguito un andamento più "normale" dell'attività. Un altro fattore che ha ridotto la domanda degli investitori è stato l'inasprimento delle condizioni monetarie nel 2004. Ma nonostante tutto, secondo la Emerging Markets Traders Association (EMTA, 2005), il mercato locale dei titoli di Stato messicani rimane il più attivo fra quelli emergenti.

L'analisi per tipo di strumento mostra un alto volume di attività nel segmento dei bonos, mentre – come avviene in genere per i titoli indicizzati – piuttosto contenuti sono gli scambi in bondes e unibonos, poiché gli investitori istituzionali detengono solitamente tali strumenti fino a scadenza (grafico 5). Inoltre, le operazioni in bonos differiscono notevolmente a seconda delle emissioni, di riflesso alla popolarità di talune serie più recenti. L'elevata concentrazione degli scambi su una particolare emissione, quella con

Quadro contrastante nel mercato secondario:

volume di attività in calo ...

... discrepanze tra i vari strumenti ...

scadenza luglio 2011, può apparire sorprendente, ma è forse dovuta alla preferenza degli intermediari per i titoli esenti da imposta⁷.

... ma liquidità in aumento ...

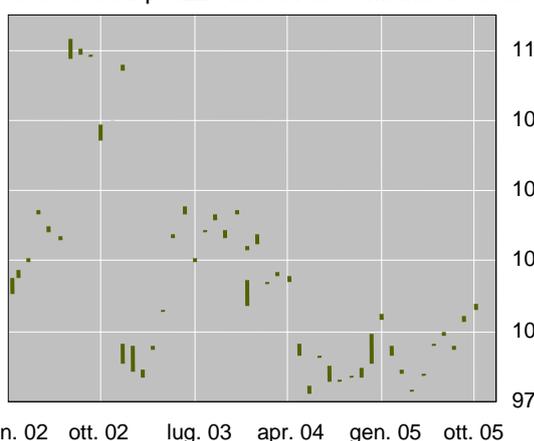
Nonostante questo profilo difforme dell'attività, vi sono conferme secondo cui la promozione della liquidità del mercato secondario mediante la creazione di emissioni *benchmark* sempre più ampie starebbe dando risultati positivi. Il diagramma centrale del grafico 5 illustra la relazione positiva, ancorché debole, che lega lo stock in essere dei titoli al volume delle contrattazioni. Inoltre, come indica il diagramma di destra, la liquidità del mercato secondario sembra migliorare, poiché i differenziali denaro-lettera sulle emissioni *benchmark* sono diminuiti considerevolmente dall'introduzione dei titoli a medio e a lungo termine. In particolare, si nota un netto calo del differenziale per il bono con scadenza luglio 2011, oltre che una flessione della sua variabilità. Una simile evoluzione è osservabile anche per altri titoli a più lungo termine. In presenza di differenziali che sull'interbancario tendono a fluttuare fra 3 e 10 punti base per le emissioni recenti, gli operatori possono in genere avvalersi di un mercato con condizioni di prezzo ragionevoli per costituire o liquidare posizioni. La migliore liquidità sul mercato secondario ha ridotto i premi al rischio richiesti dagli investitori, contribuendo così ad abbassare i costi di finanziamento per lo Stato.

... e un mercato primario più efficiente

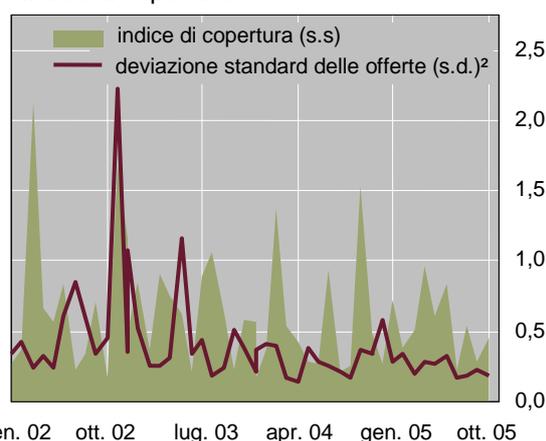
Nel frattempo, i provvedimenti presi dalle autorità paiono aver migliorato anche l'efficienza del mercato primario. A differenza di quanto avveniva nella seconda metà degli anni novanta, le aste di emissione non sono più penalizzate dall'incertezza circa l'ammontare offerto e gli effetti dei massimali di tasso. Di conseguenza, sia il livello sia la dispersione dei prezzi massimi e

Mercato primario dei titoli pubblici messicani: prezzi e indice di copertura

Scarto fra il prezzo massimo e minimo in asta^{1,2}



Indice di copertura



¹ Riferito alle aste sui titoli triennali. Le linee verticali rappresentano la dispersione delle offerte avanzate in sede di asta, mentre i punti rappresentano i prezzi di aggiudicazione. ² In pesos.

Fonte: Banco de México.

Grafico 6

⁷ Nel gennaio 2003 è stata introdotta un'imposta sugli interessi, che non si applica peraltro ai titoli emessi prima di tale data. Il bono con scadenza luglio 2011 è il titolo a più lungo termine fra quelli fiscalmente esenti in circolazione.

minimi di offerta hanno mostrato una tendenza calante negli ultimi anni (grafico 6). Ciò ha attenuato i rischi di prezzo in capo agli operatori del mercato primario, favorendone una più ampia partecipazione.

Risultati conseguiti e sfide per l'avvenire

Il Messico ha compiuto notevoli progressi nello sviluppare il mercato interno dei titoli di Stato. Ciò dovrebbe contribuire ad attutire i contraccolpi economici e finanziari di eventuali shock esterni. In particolare, l'abbandono delle emissioni indicizzate al dollaro ha rimosso una potenziale fonte di vulnerabilità per i conti pubblici, mentre l'allungamento delle scadenze ha diminuito il rischio di rifinanziamento. Si è inoltre osservato un certo miglioramento nella liquidità dei titoli sul mercato secondario, che ha concorso ad abbassare i costi di finanziamento del governo. L'accresciuta efficienza del mercato primario ha infine ridotto i rischi di prezzo cui sono esposti gli intermediari.

Sono tuttavia possibili ulteriori progressi. Sul mercato interno continua a gravare un notevole rischio di rifinanziamento, giacché i titoli a breve e quelli indicizzati rappresentano tuttora il 60% del debito totale in essere. Per giunta, la liquidità resta insufficiente per taluni tipi di titoli, in particolare le obbligazioni indicizzate. Dato l'ampio ventaglio di strumenti disponibili, si può ritenere che un ulteriore consolidamento nella tipologia dei titoli potrebbe senz'altro migliorare le condizioni di liquidità del mercato.

Resta poi da vedere se il ritorno degli investitori esteri al mercato interno messicano sia principalmente il frutto delle riforme macroeconomiche e strutturali attuate dal governo nell'ultimo decennio, o se non rispecchi invece una maggiore propensione degli investitori internazionali per attività relativamente rischiose. Negli anni recenti si è assistito a un aumento delle esposizioni verso un'ampia gamma di economie emergenti, comprese quelle che hanno fatto scarsi progressi nell'ambito delle riforme macroeconomiche e strutturali. Un eventuale peggioramento delle condizioni sui mercati mondiali del reddito fisso potrebbe pertanto costituire un importante banco di prova per la solidità dei risultati conseguiti dal Messico.

Riferimenti bibliografici

Agenor, P.R. e P.J. Montiel (1999): *Development macroeconomics*.

Banco de México (2004): *Annual Report*.

Borio, C.E.V. e F. Packer (2004): "Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 51-70.

Burger, J.D. e F.E. Warnock (2003): "Diversification, original sin and international bond portfolios", *International Finance Discussion Papers*, n. 755, Federal Reserve Board, aprile.

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

Emerging Markets Traders Association (2005): *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, febbraio.

Gil Diaz, F. (2005): *The development of local markets: the Mexican case*, presentazione al Latin American Borrowers and Investors Forum, Miami, maggio.

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

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2002): *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2004): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, quarto trimestre 2004.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2005): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, primo trimestre 2005.

Sidaoui, J.J. (2002): "The role of the central bank in developing debt markets in Mexico", *BIS Papers*, n. 11, giugno.

Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina¹

I governi dell'America latina hanno tradizionalmente incontrato notevoli difficoltà a collocare titoli di debito denominati in moneta locale sui mercati internazionali. Ciononostante, tre paesi della regione hanno di recente effettuato emissioni di questo tipo, a indicare forse un cambiamento duraturo nelle modalità di raccolta dei mutuatari latinoamericani sui mercati mondiali. Resta tuttavia da vedere in che misura l'emissione di titoli di debito internazionali in moneta locale possa contribuire allo sviluppo dei mercati obbligazionari interni.

Classificazione JEL: E440, F340, G150, H630, O160

I governi dei paesi emergenti possono finanziarsi sul mercato interno o su quello internazionale, in moneta locale o in valuta. In America latina circa i due quinti dei titoli pubblici sono stati collocati sul mercato internazionale, e raramente denominati in moneta locale. È ormai ben noto come la dipendenza dal finanziamento in valuta possa contribuire a sbilanciare le posizioni in cambi e rendere i paesi più vulnerabili alle crisi in caso di shock esterni avversi.

Benché i governi latinoamericani abbiano accresciuto le dimensioni dei propri mercati obbligazionari interni, i loro collocamenti all'estero in moneta nazionale sono rimasti modesti. Nondimeno, negli ultimi anni tre paesi hanno emesso debito estero in moneta locale: l'Uruguay (2003 e 2004), la Colombia (2004 e 2005) e, più di recente, il Brasile (settembre 2005). Queste emissioni hanno attirato l'attenzione tanto delle autorità quanto dei mercati finanziari, e rappresentano un importante cambiamento nel modo in cui i mutuatari di questi paesi cercano di guadagnare l'accesso ai mercati esteri.

Questo saggio monografico è dedicato alle obbligazioni in moneta locale emesse di recente da soggetti sovrani latinoamericani sui mercati internazionali ed è strutturato come segue: dopo un'analisi delle specifiche caratteristiche di tali emissioni, verranno discussi gli importanti cambiamenti dei fattori ciclici e strutturali che ne hanno favorito il collocamento, nonché la possibilità che esse

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar e William White per le loro osservazioni.

entrino definitivamente a far parte delle fonti di raccolta di queste economie. Si passerà quindi a esaminare il loro potenziale impatto sullo sviluppo dei mercati obbligazionari interni della regione, presentando infine alcune considerazioni conclusive.

Obbligazioni sovrane globali denominate in moneta locale

Le difficoltà che alcuni paesi incontrano nel mutuare all'estero capitali nella propria moneta sono spesso denominate nella letteratura accademica "peccato originale", alludendo a lacune strutturali profondamente radicate, nonché a caratteristiche intrinseche del sistema finanziario globale². In effetti, come già accennato, solo di rado i soggetti sovrani latinoamericani si sono indebitati sui mercati mondiali nella propria moneta. Tuttavia, negli ultimi anni tre paesi della regione hanno voluto rompere con questa tradizione.

Nell'ottobre 2003, nell'ambito del suo programma di ristrutturazione del debito, l'Uruguay ha emesso obbligazioni globali in moneta nazionale (tabella 1) indicizzate all'inflazione interna per UYU 7,3 miliardi (\$290 milioni), con cedola del 10,5% e pagamenti in linea interessi e capitale in dollari USA³. Nell'agosto 2004 è stata effettuata una nuova emissione globale, pari a UYU 8,2 miliardi (\$250 milioni), questa volta non indicizzata all'inflazione. Essa si è rivelata assai onerosa per un titolo a così breve scadenza (due anni), giacché la cedola superava il 17%.

In Colombia, nel novembre 2004 il governo ha emesso un titolo per COP 954,2 miliardi (\$375 milioni), anch'esso regolato in dollari USA. L'obbligazione (TES Global) è stata collocata a condizioni molto vantaggiose per il prestatore, ossia con una cedola dell'11,75% e una scadenza superiore ai cinque anni. La domanda è stata forte e le sottoscrizioni hanno raggiunto \$1,1 miliardi. A quanto risulta, gli investitori statunitensi hanno acquistato il 65% dell'emissione, quelli europei il 30% e quelli latinoamericani il 5%. A riprova del suo successo, l'emissione è stata riaperta nel gennaio 2005 per un importo di COP 293,7 miliardi (\$125 milioni). Entrambe le tranche sono state emesse a costi inferiori (di 50 e 31 punti base rispettivamente) a quelli prevalenti nel mercato obbligazionario nazionale. Nel febbraio 2005 è stato lanciato un nuovo prestito a condizioni molto simili ma con scadenza a più lungo termine (10,7 anni). Anche in questo caso, il costo del finanziamento esterno è risultato inferiore a quello sull'interno (20 punti base al disotto del costo estrapolato di titoli equivalenti emessi sul mercato nazionale)⁴.

² Il peccato originale avrebbe due dimensioni, una internazionale, che concerne l'impossibilità di indebitarsi all'estero in moneta nazionale, e una interna, relativa all'impossibilità di indebitarsi sull'interno a tassi fissi a lungo termine. Cfr. Eichengreen et al. (2005).

³ Prima di essere convertito e corrisposto in dollari USA, l'importo del rimborso in pesos uruguayani sarà determinato in base alle variazioni delle unità monetarie indicizzate all'inflazione dalla data di emissione a quella del rimborso. Calcoli simili si applicano ai pagamenti in linea interessi al tasso nominale riportato nella relativa documentazione.

⁴ Come indicato dal Ministerio de Hacienda y Crédito Público colombiano nel relativo comunicato stampa. Cfr. www.minhacienda.gov.co.

Alcune emissioni di debito pubblico internazionale in moneta locale						
Paese	Data di emissione	Data di scadenza	Importo emesso ¹	Cedola	Rating: Moody's/ Fitch/S&P	Mercato
Argentina	dic. 1996	dic. 1998	250	8,75	Non disponibile	Euroobbligazioni
Argentina	feb. 1997	feb. 2007	500	11,75	Ca/D/D	Coll.to privato
Argentina ^{2,3}	giu. 1997	lug. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Coll.to privato
Argentina ³	lug. 1997	lug. 2049	500	8,75	WR/D/NR	Euroobbligazioni
Argentina ⁴	giu. 2001	set. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	Globale
Brasile	set. 2005	gen. 2016	1 479	12,50	B1/NA/BB-	Globale
Colombia ⁵	nov. 2004	mar. 2010	500	11,75	Ba2/BB/BB	Globale
Colombia	feb. 2005	ott. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	Globale
Uruguay ⁶	ott. 2003	ott. 2006	290	10,50	B3/B/B	Globale
Uruguay	ago. 2004	feb. 2006	250	17,75	B3/B/B	Globale

Nota: la procedura di collocamento privato (*private placement*) evita il costo della registrazione presso la Securities and Exchange Commission statunitense, obbligatoria per le emissioni globali, e comporta clausole di salvaguardia più restrittive e più facili da rinegoziare in caso di moratoria, nonché costi di distribuzione inferiori.

¹ In mancanza di dati ufficiali, calcolato utilizzando il tasso di cambio medio mensile; in milioni di dollari USA. ² Emessa ai sensi della Rule 144A. ³ Offerta nel quadro di un'operazione di concambio. ⁴ Emessa in cambio di determinate obbligazioni denominate in pesos argentini. ⁵ Riapertura dell'emissione nel gennaio 2005 per un importo aggiuntivo di \$125 milioni. ⁶ Indicizzata all'inflazione e contenente clausole di azione collettiva.

Fonte: Bloomberg. Tabella 1

Le obbligazioni internazionali in moneta locale regolate in dollari USA ...

Più di recente – nel settembre 2005 – il Brasile ha seguito l'esempio di Uruguay e Colombia, emettendo obbligazioni globali per BRL 3,4 miliardi (\$1,5 miliardi) con scadenza superiore a 10 anni e cedola del 12,5%. Tali obbligazioni, al pari di quelle sopra descritte, corrispondono interessi e capitale in dollari USA. Il collocamento brasiliano è stato un successo in quanto la domanda ha di gran lunga superato l'offerta e la sua distribuzione è stata realmente globale, con investitori provenienti soprattutto da Europa e Stati Uniti. L'emissione ha altresì ampliato oltre i 10 anni la curva dei rendimenti sui titoli di Stato a tasso fisso in real, che nel mercato nazionale non supera i sette anni.

... trasferiscono sugli investitori il rischio di cambio, liberandoli al contempo dai rischi di convertibilità

I collocamenti brasiliani e colombiani sono particolarmente interessanti per diversi motivi. In primo luogo, a differenza di quelli uruguaiani, non sono il risultato di una ristrutturazione del debito; essi presentano inoltre scadenze relativamente lunghe; infine, non sono indicizzati all'inflazione, ma denominati in moneta locale a un tasso di interesse fisso, trasferendo così dallo Stato agli investitori sia il rischio di inflazione che quello di cambio. Al tempo stesso, analogamente a una delle emissioni uruguaiane, essendo regolati in dollari

USA questi titoli sollevano l'investitore dai *rischi di convertibilità* associati a controlli valutari⁵.

Fattori di sostegno

Cosa ha reso possibile l'emissione di queste obbligazioni? In certa misura, le tensioni finanziarie hanno costretto i governi a esplorare nuove possibilità di finanziamento. In passato i paesi che hanno gradualmente sormontato le difficoltà associate all'emissione di debito in moneta locale lo hanno fatto in seguito a shock rilevanti che li hanno indotti ad accollarsi gli elevati costi iniziali di questo tipo di collocamenti⁶. Nei casi in esame, le turbolenze finanziarie tra la fine degli anni novanta e gli inizi di questo decennio hanno spinto i governi a ricercare fonti alternative di raccolta per ridurre la propria vulnerabilità esterna. Da allora, le autorità hanno tendenzialmente allungato la durata delle emissioni sui mercati internazionali ed evitato i problemi di rifinanziamento connessi con la concentrazione delle scadenze, e si stanno ora orientando verso i collocamenti in moneta locale per eludere il rischio di disallineamenti valutari.

Le crisi finanziarie hanno obbligato i governi a trovare fonti di finanziamento alternative

Le crisi hanno anche indotto miglioramenti strutturali interni che hanno attratto gli investitori. Brasile e Colombia hanno proseguito sul cammino delle importanti riforme economiche e istituzionali avviate agli inizi degli anni novanta, compiendo inoltre notevoli progressi con l'adozione di un sistema di cambi flessibili e di un credibile regime di *inflation targeting*⁷. A partire dalla rinegoziazione del debito dei primi anni 2000, anche l'Uruguay ha attuato riforme di rilievo che hanno migliorato il profilo economico e finanziario del paese.

Riforme e miglioramento dei fondamentali attirano gli investitori ...

I cambiamenti strutturali intervenuti a livello mondiale hanno altresì favorito le emissioni internazionali in moneta locale. Ad esempio, la tendenza globale verso la disinflazione ha sostenuto gli sforzi compiuti dai mercati emergenti per tenere sotto controllo la crescita dei prezzi, e sembra diminuire la percezione dei rischi connessi con un'elevata inflazione nell'area emergente. Nel contempo, la crescente integrazione dei mercati finanziari su scala mondiale ha ampliato il novero di coloro che investono in titoli di mercati emergenti⁸.

⁵ Il 15 dicembre 2004 la Colombia ha varato misure di controllo amministrativo che impongono un periodo di detenzione minimo di un anno per i nuovi investimenti di portafoglio a breve termine provenienti dall'estero. Il provvedimento è tuttora in vigore.

⁶ Secondo Bordo et al. (2005), per il Canada lo shock coincise con la seconda guerra mondiale, mentre per Australia, Nuova Zelanda e Sudafrica esso fu rappresentato dal crollo del sistema di Bretton Woods, con l'avvento di tassi nominali fluttuanti e l'abolizione dei controlli sui movimenti di capitale. Per alcune misure dei disallineamenti valutari aggregati fra attività e passività di bilancio come indicatore della vulnerabilità di un paese alle crisi, cfr. Goldstein e Turner (2004).

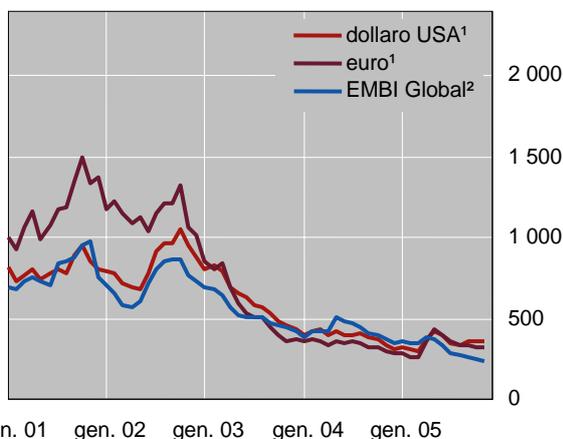
⁷ L'instaurazione di una politica monetaria credibile è un elemento essenziale di queste riforme. Jeanne (2003) afferma che la credibilità della politica monetaria è un fattore chiave per la scelta della denominazione valutaria del debito pubblico.

⁸ Per un'analisi dell'evoluzione dei rapporti tra mercati finanziari maturi ed emergenti, cfr. Wooldridge et al. (2003).

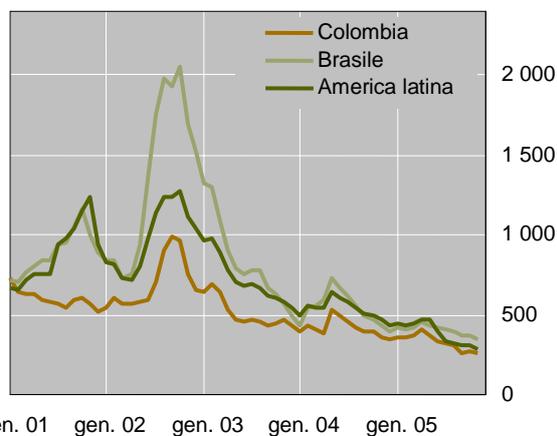
Spread creditizi nei mercati emergenti e sviluppati

In punti base

Alto rendimento



America latina^{2,3}



¹ Spread sui rendimenti dei titoli di Stato rettificati per le opzioni (*option-adjusted*); indici Merrill Lynch per le obbligazioni societarie. ² *Stripped spread* sovrano rispetto ai rendimenti dei titoli di Stato; indici obbligazionari JPMorgan Chase per le obbligazioni dei mercati emergenti (EMBI). ³ EMBI+.

Fonti: JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafico 1

... come anche
i fattori ciclici
favorevoli ...

Vi sono stati anche altri fattori di sostegno, di natura più marcatamente ciclica. Un importante aspetto a livello mondiale è stata la combinazione di bassi tassi di interesse nelle economie sviluppate e un'abbondante liquidità nei mercati finanziari. Ciò ha reso gli operatori propensi ad assumere rischi maggiori su tutta una gamma di strumenti, compresi i titoli di mercati emergenti. Di fatto, dal 2002 gli spread sul debito emesso sia da imprese dei paesi sviluppati sia da prenditori dei mercati emergenti seguono una perdurante tendenza calante e, nel caso del debito sovrano dei mercati emergenti, inclusa l'America latina, sono scesi ai minimi storici negli ultimissimi anni (grafico 1).

Un altro fattore, anch'esso in buona parte di natura ciclica, che ha attirato gli investitori è stato il marcato apprezzamento dei tassi di cambio in America latina, amplificato da sviluppi internazionali quali i recenti aumenti dei prezzi

Indicatori macroeconomici di Brasile, Colombia e Uruguay

2000-04

	Brasile		Colombia		Uruguay	
	2000	2004	2000	2004	2000	2004
PIL reale ¹	4,4	4,9	2,9	4,0	-1,4	12,0
Prezzi al consumo ¹	7,0	6,6	9,2	5,9	4,8	9,2
Saldo di bilancio ^{2,3}	3,5	4,6	-6,8	-4,5	-4,0	-2,4
Conto corrente ²	-4,0	1,9	0,9	-1,0	-2,8	-0,8
Tasso di cambio effettivo reale ⁴	83,3	67,1	100,8	92,6	114,1	97,2
Debito estero ²	39,5	36,4	43,1	41,1	72,7	99,3
Riserve valutarie ⁵	32,5	52,7	8,4	12,8	2,4	2,5

¹ Variazioni sull'anno precedente, in percentuale. ² In percentuale del PIL. ³ Saldo primario.

⁴ 1995 = 100. ⁵ In miliardi di dollari USA.

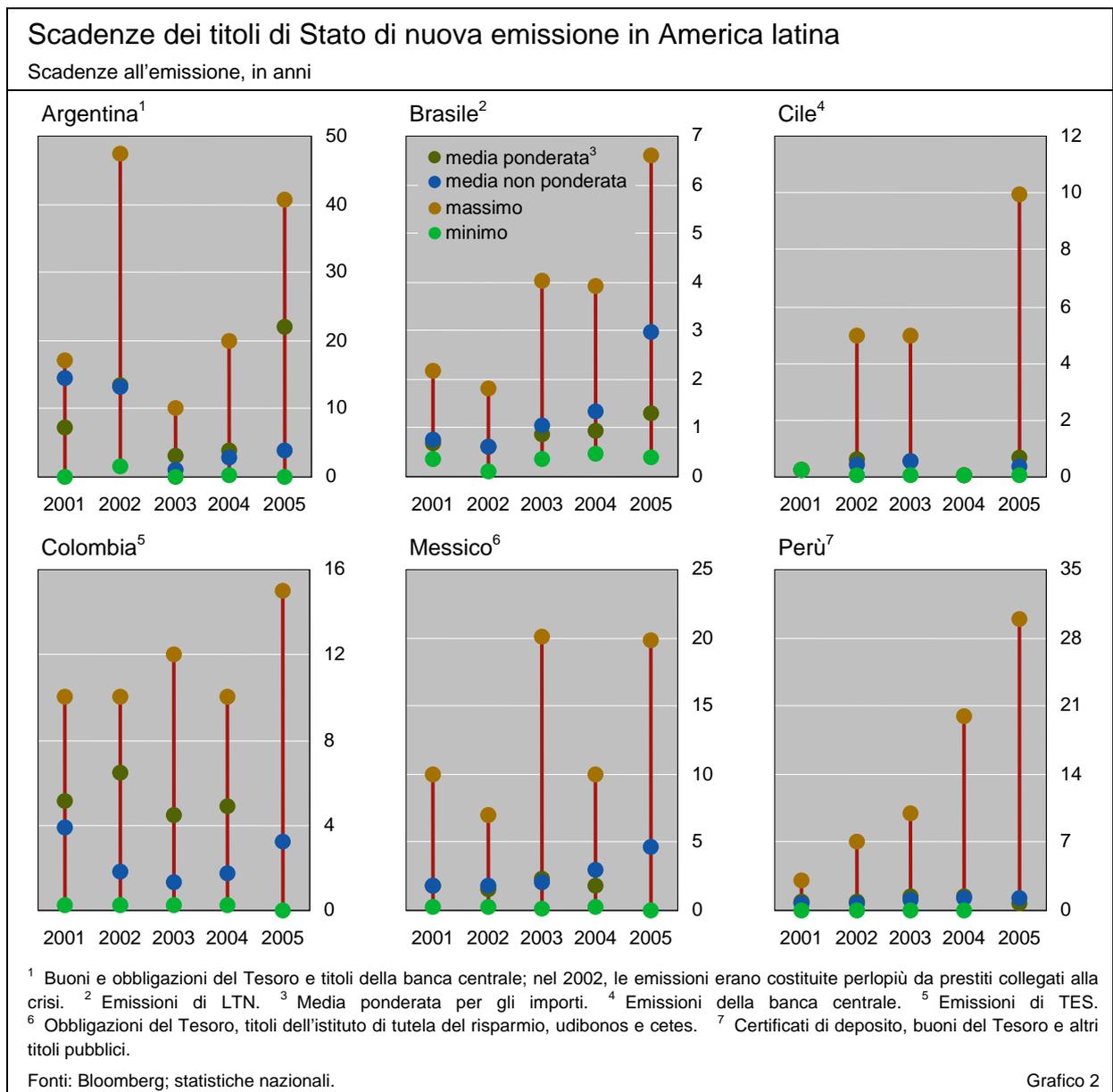
Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali.

Tabella 2

delle materie prime e la debolezza del dollaro USA, nonché dal miglioramento delle grandezze fondamentali di queste economie (ad esempio, il saldo del conto corrente), fattori tutti caratterizzati da una forte componente ciclica⁹.

Ciononostante, permangono alcune zone d'ombra. I fondamentali dei tre paesi campione (tabella 2) non sono migliorati molto di più di quelli di gran parte delle altre economie della regione che non hanno emesso obbligazioni globali in valuta locale. I casi di Cile e Perù, dove le condizioni macroeconomiche sono parimenti migliorate in misura significativa, suggeriscono che fondamentali più positivi e un contesto esterno favorevole non bastano a stimolare l'emissione internazionale di debito in moneta locale. Per quanto

... ma il miglioramento delle grandezze fondamentali non è una ragione sufficiente



⁹ Dopo aver esaminato i fattori alla base delle scelte di denominazione valutaria delle emissioni debitorie internazionali, Cohen (2005) giunge alla conclusione secondo cui i collocamenti in una data moneta sono tanto maggiori quanto più essa è forte rispetto alla media storica e quanto più alti sono i suoi tassi di interesse a lungo termine in confronto a quelli delle altre principali valute.

riguarda il Cile, non si è forse prospettata la necessità di sperimentare nuovi strumenti di debito giacché il paese ha mantenuto per anni il bilancio in attivo. In Perù le autorità di governo si sono concentrate invece sullo sviluppo del mercato obbligazionario interno in moneta locale, con l'ulteriore obiettivo di estendere le scadenze sulla curva dei rendimenti (grafico 2). Inoltre, il quadro normativo di Cile e Perù rende i mercati interni più accessibili agli investitori esteri rispetto al Brasile o alla Colombia, riducendo in certa misura l'attrattiva delle obbligazioni internazionali in moneta locale.

Sostenibilità delle tendenze recenti

I collocamenti di queste obbligazioni possono ancora aumentare ...

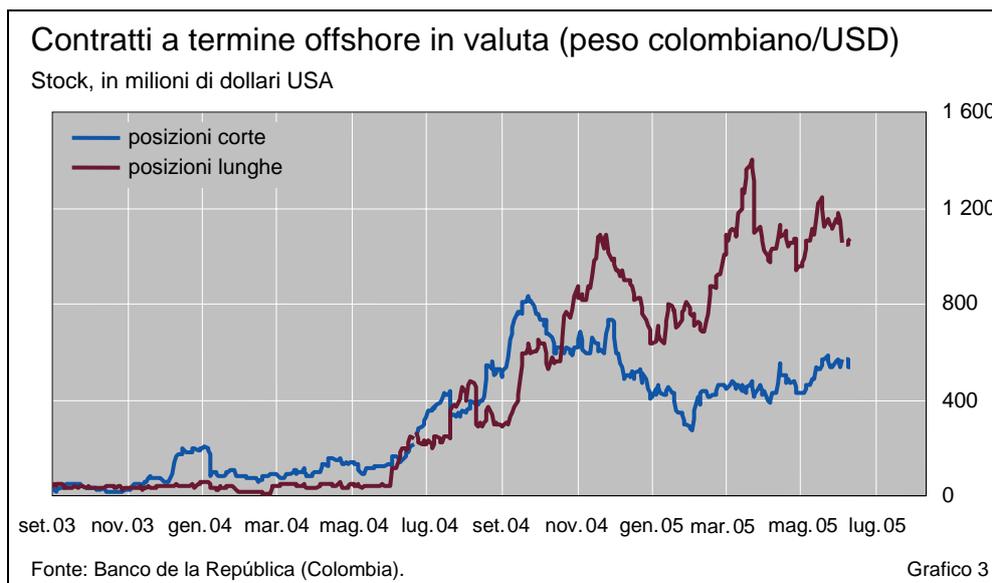
Le emissioni globali in moneta locale hanno un futuro nella regione? A giudicare dalle dimensioni attuali, esse potrebbero ancora crescere notevolmente. In Brasile le obbligazioni globali in real rappresentano solo il 2% del debito pubblico internazionale in essere, mentre per l'Uruguay la quota corrispondente è di appena il 4,8%. Nonostante l'accoglienza favorevole loro riservata, le obbligazioni colombiane di questo tipo concorrono soltanto per il 7% allo stock di titoli pubblici internazionali del paese.

... sebbene i precedenti storici non forniscano alcuna garanzia

Eppure, anche tenendo conto del potenziale di crescita, non è ancora chiaro se la recente tendenza a collocare titoli globali in moneta locale sia destinata o meno a perdurare. Il fatto che un paese sia in grado di emettere passività di questo tipo sui mercati internazionali in un dato momento non implica che lo sarà ancora in futuro. Ad esempio, l'Argentina ha effettuato diverse emissioni obbligazionarie in valuta locale durante gli anni novanta (tabella 1), inclusa una nel 1997 per un controvalore di \$500 milioni, non indicizzata e con scadenza a 10 anni. Anche se all'epoca in molti avrebbero potuto affermare che per l'Argentina l'accesso ai mercati internazionali non era più un problema, esso si complicò notevolmente sulla scia della moratoria russa del 1998.

Il maggiore impegno in favore di regimi di cambio più flessibili dovrebbe tuttavia far ben sperare per quanto riguarda la sostenibilità di questo tipo di raccolta. In tutti e tre i paesi qui esaminati si stanno consolidando sia la liberalizzazione dei sistemi finanziari e monetari, sia politiche valutarie flessibili e determinate dal mercato. Se i tassi di cambio fluttuanti espongono gli investitori a una maggiore volatilità nel breve periodo, essi possono ridurre i rischi e le vulnerabilità in futuro; per converso, i regimi di cambio fisso eliminano sì la volatilità a breve termine, ma comportano il rischio di svalutazioni improvvise. Inoltre, le valute che non hanno un rapporto di cambio fisso (o quasi fisso) con il dollaro USA potrebbero offrire maggiori opportunità di diversificazione rispetto a quelle che vi sono *de facto* ancorate¹⁰.

¹⁰ McCauley e Jiang (2004) analizzano i modi in cui le obbligazioni in valuta locale possono trovare collocazione in un portafoglio internazionale a reddito fisso, rilevando le opportunità di diversificazione offerte dalle obbligazioni asiatiche in moneta locale. Secondo Turner (2005), le correlazioni tra rendimenti mensili di un portafoglio di obbligazioni asiatiche in moneta locale e quelli di investimenti in dollari in titoli di mercati emergenti, Giappone, Stati Uniti ed Europa sono pari rispettivamente a 0,4, 0,14, 0,42 e 0,43.



Al tempo stesso, per favorire l'emissione di obbligazioni globali in moneta locale su scala molto più vasta potrebbe essere necessario sviluppare mercati per le operazioni di copertura¹¹. Sebbene l'Uruguay non disponga di alcun tipo di mercato formale, vi è un mercato ben consolidato e liquido per i contratti a termine non consegnabili (*non-deliverable forward*, NDF) sul real brasiliano. Il peso colombiano ha un mercato NDF liquido (interno ed esterno), attualmente concentrato sulle scadenze brevi. È interessante notare come il volume delle contrattazioni a termine sul peso colombiano sia aumentato notevolmente a seguito dell'emissione del novembre 2004 (grafico 3), a riprova che la raccolta in moneta locale può *stimolare* i mercati per la copertura del rischio di cambio.

Implicazioni per lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni

I mercati obbligazionari nazionali dell'America latina non sono particolarmente ampi (\$651 miliardi nel 2004) rispetto a quelli di altre regioni emergenti (tabella 3). Perché allora alcuni governi hanno preferito collocare obbligazioni globali in moneta locale piuttosto che sviluppare i mercati interni?

Esistono infatti diverse ragioni per cui le emissioni globali in valuta locale possono arrecare pregiudizio allo sviluppo del mercato nazionale. In particolare, questo necessita di liquidità, che può risultare frammentata dalle emissioni internazionali in moneta locale¹². Ciononostante, i tre paesi qui analizzati sembrano essere stati mossi da diverse altre considerazioni.

Le emissioni di obbligazioni globali in moneta locale potrebbero nuocere ai mercati obbligazionari nazionali ...

¹¹ Secondo Burger e Warnock (2004), gli investitori che risiedono negli Stati Uniti e operano sui mercati delle obbligazioni in valuta locale del mondo intero tendono a evitare i rendimenti con elevata varianza e asimmetria negativa. Per questi investitori, la copertura delle posizioni in cambi ha un ruolo centrale, poiché la varianza dei rendimenti delle obbligazioni in moneta locale dipende in larga misura dalla volatilità del rischio di cambio. Di fatto, Bordo et al. (2005) sottolineano come l'innovazione dei derivati su cambi sia stata essenziale affinché gli ex possedimenti britannici potessero emettere debito estero nelle rispettive monete.

¹² McCauley e Remolona (2000) sostengono che un più ampio stock di debito delle amministrazioni centrali collocato pubblicamente accresce il volume delle contrattazioni a contante e in futures e, a sua volta, la liquidità dei mercati dei titoli pubblici. Jiang e McCauley

Dimensione dei mercati obbligazionari locali latinoamericani				
Ammontare in essere a fine 2004				
	Titoli pubblici		Totale	
	in miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari USA	in percentuale del PIL
Argentina	9,6	6,3	24,3	16,0
Brasile	295,9	49,0	371,6	61,5
Cile	20,0	21,2	41,8	44,4
Colombia	29,6	30,4	30,2	31,0
Messico	153,1	22,7	176,9	26,2
Perù	4,0	5,8	7,1	10,3
America latina ¹	512,2	30,3	651,8	38,5
<i>Per memoria:</i>				
Corea	170,5	25,1	567,6	83,4
Filippine	24,9	29,4	25,2	29,7
Indonesia	51,0	19,8	57,9	22,5
Repubblica ceca	58,0	54,2	65,8	61,5
Sudafrica	78,3	36,7	104,6	49,1

¹ Somma dei paesi sopra elencati.

Fonti: FMI; BRI.

Tabella 3

Nel caso dell'Uruguay la decisione è stata in gran parte indotta dal processo di ristrutturazione del debito, il cui principale obiettivo era quello di ridurre progressivamente l'onere debitorio. In seguito alla crisi finanziaria, la raccolta sull'interno non era semplicemente più percorribile e i collocamenti globali hanno fornito una base su cui costruire i futuri mercati.

In Brasile e Colombia fattori istituzionali limitavano l'accesso degli investitori stranieri ai mercati obbligazionari locali; pertanto, la scelta del collocamento globale in moneta locale era forse la migliore alternativa per ampliare il novero degli investitori nei due paesi e ridurre i rischi di disallineamenti valutari. In numerosi casi, le obbligazioni globali hanno permesso agli investitori stranieri di aggirare gli ostacoli agli acquisti esteri sui mercati locali¹³. Ad esempio, le obbligazioni globali analizzate in questo studio sono tutte soggette alla giurisdizione e alle leggi dello Stato di New York, il che – in caso di moratoria – le rende più appetibili per gli investitori internazionali rispetto alle obbligazioni interne. Inoltre, essendo emesse sui mercati

(2004) osservano inoltre che il fattore dimensionale incide sulla liquidità nei mercati delle obbligazioni asiatiche in moneta locale.

¹³ In Brasile è possibile investire solo se si è registrati presso la Comissão de Valores Mobiliários e la banca centrale. È inoltre necessario disporre di un rappresentante legale. Gli investimenti sono assoggettati a un'imposta del 15% sulle plusvalenze patrimoniali; altre imposte possono essere applicate in determinati casi. In Colombia gli stranieri che desiderano investire in titoli del mercato interno sono soggetti a diverse restrizioni. Ad esempio, essi sono tenuti a creare un fondo comune, pagare imposte in funzione del loro status fiscale e della categoria dell'investimento (attualmente l'imposta sul reddito può raggiungere il 35%, ma può essere applicato un supplemento del 10% che porta l'aliquota massima al 38,5%; vige altresì un'imposta dello 0,4% sulle transazioni finanziarie), e da fine 2004 sono soggetti a controlli sui capitali che impongono un periodo minimo di detenzione pari a un anno per tutti gli investimenti di portafoglio.

... ma restano la soluzione ottimale dati gli ostacoli agli acquisti esteri di titoli nazionali

internazionali, sollevano gli investitori da eventuali vincoli (come obblighi di registrazione, ritenute fiscali e controlli sui movimenti di capitale) associati con l'acquisto di titoli nazionali.

Conclusioni

Il successo dei titoli di debito internazionali in moneta locale emessi dai governi di Brasile, Colombia e Uruguay ha offerto notevoli vantaggi tanto ai prenditori sovrani quanto agli investitori. I primi beneficiano del miglioramento della composizione per valute del loro debito estero e dell'attenuazione del *rischio di cambio*, riducendo in tal modo le vulnerabilità associate ai disallineamenti valutari. I secondi traggono vantaggio dall'ampliamento del portafoglio di investimento e da un maggiore potenziale di rendimento, evitando al tempo stesso i costi connessi con l'acquisto di titoli sui mercati nazionali. Inoltre, poiché i pagamenti sono effettuati in dollari USA, gli investitori evitano i *rischi di convertibilità* legati all'imposizione di controlli sui movimenti di capitale.

Non vi sono tuttavia garanzie che il recente aumento delle emissioni di questo tipo da parte dei soggetti sovrani della regione rifletta una tendenza duratura. Il passato fornisce numerosi esempi di come le preferenze degli investitori internazionali possano mutare rapidamente. Resta da vedere se il mercato globale potrà essere una fonte stabile di finanziamento in moneta locale nei periodi di turbolenza.

Un'importante questione per il futuro risiede nella misura in cui le emissioni globali in valuta locale possano contribuire allo sviluppo dei mercati obbligazionari nazionali. Da una parte, l'esperienza di alcuni paesi suggerisce che i mercati interni possono svilupparsi senza l'ausilio di collocamenti globali in moneta locale. In teoria, questi ultimi potrebbero anzi ostacolare lo sviluppo dei mercati nazionali, limitando le economie di scala realizzabili in termini di liquidità. Nondimeno, in presenza di impedimenti istituzionali all'investimento estero nei mercati interni, le obbligazioni globali in moneta locale possono fornire un'alternativa ottimale, contribuendo ad ampliare il novero degli investitori e ad allungare la curva dei rendimenti in valuta locale, almeno finché tali ostacoli non saranno eliminati.

Riferimenti bibliografici

Bordo, M., C. Meissner e A. Redish (2005): "How original sin was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800-2000", in B. Eichengreen e R. Hausmann (ed.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. e F. Warnock (2004): "Foreign participation in local-currency bond markets", *International Finance Discussion Papers*, n. 794, Board of Governors del Federal Reserve System, febbraio.

Cohen, B. (2005): "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 57-71.

- Eichengreen, B., R. Hausmann e H. Panizza (2005): "The pain of original sin", in B. Eichengreen e R. Hausmann (ed.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.
- Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeanne, O. (2003): "Why do countries borrow in foreign currency?", *Discussion Paper Series*, n. 4030, Centre for Economic Policy Research.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 69-82.
- McCauley, R. e G. Jiang (2004): "Diversificazione di portafoglio attraverso le obbligazioni asiatiche in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 53-70.
- McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 58-67.
- Turner, P. (2005): "A foreign appetite for local currency bonds ... without complex sauces?", documento preparato per il simposio sul tema *Sovereign debt and innovative financing instruments for emerging markets* di Reinventing Bretton Woods Committee / Banca centrale della Repubblica di Turchia / World Economic Forum, maggio.
- Wooldridge, P., D. Domanski e A. Cobau (2003): "Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 47-58.

Recenti iniziative del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, del Forum per la stabilità finanziaria e del Gruppo dei Dieci

Nel terzo trimestre 2005 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) e il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) hanno intrapreso diverse iniziative, mentre il G10 ha pubblicato un rapporto avente a oggetto le implicazioni dell'invecchiamento demografico e delle riforme dei sistemi pensionistici per i mercati finanziari e le politiche economiche. La tabella 1 riassume tali iniziative, suddividendole per organismo.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Il CBVB ha compiuto ulteriori progressi in vista dell'introduzione del Basilea 2. In particolare, sono stati forniti chiarimenti circa la validazione dei portafogli a basso rischio di insolvenza e si sono fatti passi in avanti nell'ambito del quinto studio di impatto quantitativo (QIS 5).

Chiarimenti sulla validazione dei portafogli a basso rischio di insolvenza

Il sottogruppo dell'Accord Implementation Group del CBVB incaricato di esaminare le questioni connesse con i processi di validazione ha formulato alcune considerazioni circa la *validazione dei portafogli a basso rischio di insolvenza nell'ambito del Basilea 2*. Esse sono state poi pubblicate in un bollettino diffuso il 5 settembre in risposta alle domande e ai commenti pervenuti dal settore bancario. Il documento conferma che, in linea di massima, il Basilea 2 è sufficientemente flessibile da consentire alle banche di soddisfare i criteri minimi di idoneità per l'applicazione del metodo basato sui rating interni (IRB) a ogni tipo di portafoglio, definendo al contempo il trattamento IRB appropriato nei casi in cui le banche non abbiano a disposizione dati esaustivi sulle perdite. La nota riassume i diversi metodi e strumenti disponibili per compensare l'eventuale scarsità di dati, evidenziando le implicazioni per le autorità di vigilanza.

Publicato nuovo materiale sul QIS 5

Il Comitato ha inoltre fornito ulteriori orientamenti sul *quinto studio di impatto quantitativo*, fra cui i modelli per la cartella di lavoro da utilizzare nel QIS 5, le relative istruzioni (basate sulla bozza pubblicata a luglio), un questionario sulla qualità dei dati e una lista di risposte alle domande più frequenti. Mentre la struttura delle cartelle utilizzate per la raccolta dei dati del QIS 5 sarà identica per tutti i paesi partecipanti, gli organi nazionali di vigilanza saranno liberi di adeguare i vari moduli alle prassi interne.

Forum per la stabilità finanziaria

L'FSF ha tenuto la sua 14^a riunione a Londra l'8 e il 9 settembre. I partecipanti hanno passato in rassegna i rischi e le vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale e gli sforzi in atto per migliorarne la tenuta. Gli incontri hanno fornito ai membri del Forum l'opportunità di scambiare con un gruppo di operatori le proprie opinioni su mercati e istituzioni finanziarie, nonché di analizzare i lavori già avviati dal settore privato per consolidare la stabilità del sistema.

Dal dibattito è emerso come, in un contesto economico e finanziario tutto sommato favorevole, i sistemi finanziari siano riusciti a far fronte alle sfide incontrate nel semestre precedente. Tuttavia, sono stati individuati alcuni fattori che con l'andar del tempo potrebbero costituire fonti di tensione sui mercati finanziari: gli alti prezzi petroliferi, il basso livello dei premi al rischio e dei tassi di interesse a lungo termine, le accresciute esposizioni in strumenti complessi e illiquidi, il sempre maggiore indebitamento delle famiglie, la persistenza o l'aumento degli squilibri esterni e di bilancio.

Alla luce di ciò, è particolarmente importante che operatori di mercato, organi di vigilanza e autorità monetarie valutino appropriatamente i rischi a medio termine, impegnandosi soprattutto a garantire l'adeguatezza della disciplina di mercato, degli standard creditizi e operativi, dei livelli degli accantonamenti. Pur riconoscendo i significativi progressi compiuti negli ultimi anni dalle istituzioni finanziarie nelle prassi di gestione del rischio e il rafforzamento delle infrastrutture operative, i partecipanti hanno convenuto che i mutamenti strutturali intervenuti nel mercato, la presenza di nuovi operatori, la crescente complessità dei prodotti finanziari e l'importante ruolo delle istituzioni finanziarie grandi e complesse impongono miglioramenti durevoli. Sulla base di queste considerazioni, l'FSF ha accolto positivamente il rapporto del secondo Gruppo per la politica di gestione del rischio di controparte, avallandone con forza le raccomandazioni in favore di una revisione e di un consolidamento delle prassi di settore. I membri del Forum hanno altresì discusso delle passate crisi di liquidità del mercato e degli insegnamenti da trarne per risolvere potenziali episodi di illiquidità in futuro. A questo riguardo è stata enfatizzata l'importanza delle prove di stress.

Gli intervenuti hanno quindi passato in rassegna i lavori in atto per limitare le fonti di vulnerabilità, con particolare riguardo a: convergenza e dialogo su questioni di contabilità e revisione interna; progressi nell'attuazione di criteri e codici e nel consolidamento dei processi regolamentari; impegno a favore di un miglioramento dei centri finanziari offshore; sviluppo di una serie di principi di alto profilo sulla continuità operativa. L'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) ha inoltre aggiornato i partecipanti sulle iniziative destinate a sviluppare direttive prudenziali sulla riassicurazione *finite risk*.

Il 24 settembre il Presidente del Forum Ferguson è intervenuto presso il Comitato monetario e finanziario internazionale dell'FMI a Washington D.C., dove ha riferito in merito alla riunione dell'FSF.

Potenziali fonti di tensione nei mercati finanziari

Nonostante i recenti progressi, occorre ancora migliorare le prassi di settore

Insegnamenti dei passati episodi di illiquidità del mercato

Principali iniziative dei Comitati con sede in Basilea e di altri organismi			
Comunicati stampa e pubblicazioni nel periodo sotto rassegna			
Organismo	Iniziativa	Tematica	Data di pubblicazione
CBVB	<i>Validazione dei portafogli a basso rischio di insolvenza nell'ambito del Basilea 2</i>	<ul style="list-style-type: none"> Chiarimenti sul trattamento appropriato dei portafogli negli approcci IRB nei casi in cui le banche dispongano di dati limitati sulle perdite 	Settembre 2005
	<i>Nuove informazioni sul QIS 5</i>	<ul style="list-style-type: none"> Pubblicazione di modelli di cartella per il QIS 5, relative istruzioni, questionario sulla qualità dei dati e domande frequenti 	
FSF	<i>14^a riunione dell'FSF a Londra</i>	<ul style="list-style-type: none"> Discussione degli attuali punti di forza e di debolezza del sistema finanziario e dei lavori in atto per migliorarne la stabilità. Enfasi su prassi di gestione del rischio, insegnamenti tratti dalle passate crisi di liquidità, attuazione di criteri e codici, questioni di contabilità e revisione interna, riassicurazione 	Settembre 2005
Gruppo dei Dieci ¹	<i>Rapporto sull'invecchiamento demografico e sulla riforma dei sistemi pensionistici, incontro dei Ministri finanziari e dei Governatori delle banche centrali</i>	<ul style="list-style-type: none"> Invecchiamento della popolazione e riforma dei sistemi pensionistici: implicazioni per i mercati finanziari e le politiche economiche 	Settembre 2005

¹ Giulio Tremonti, Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano, è stato nominato Presidente del G10 per il prossimo anno.
Fonte: siti internet degli organismi elencati (www.bis.org e www.fsforum.org). Tabella 1

Gruppo dei Dieci

Su richiesta dei Sostituti Ministri e Governatori del G10, il Gruppo ha elaborato un *rapporto sull'invecchiamento demografico e la riforma dei sistemi pensionistici, nonché le loro implicazioni per i mercati finanziari e le politiche economiche*. Il rapporto esamina il modo in cui gli schemi pensionistici si vanno adeguando all'invecchiamento della popolazione rilevando, in particolare, l'accresciuto ricorso a piani pensionistici privati (in alternativa a quelli pubblici) e la preferenza accordata in taluni casi agli schemi a prestazione definita rispetto a quelli a contribuzione definita. I mutamenti in atto negli schemi previdenziali pubblici e privati, nonché il ruolo maggiore svolto dai fondi pensione, potrebbero innalzare significativamente l'incidenza del risparmio pensionistico e dei relativi flussi di capitale sui mercati finanziari. Alla luce della considerevole e crescente dimensione dei portafogli dei fondi pensione, una riallocazione degli investimenti in risposta all'evoluzione delle strategie di tali fondi o dello stesso quadro contabile e normativo potrebbe, ad esempio, influire sul livello e sulla volatilità dei prezzi delle attività.

Le conclusioni cui perviene il rapporto sul piano delle politiche concernono (i) il quadro prudenziale e regolamentare, (ii) l'offerta di strumenti finanziari

I recenti mutamenti dei sistemi pensionistici ...

... e il loro impatto sui mercati finanziari

appropriati, (iii) la protezione dei beneficiari delle pensioni e la formazione finanziaria. In primo luogo, le autorità di regolamentazione e di vigilanza hanno il compito sia di definire il quadro giuridico per migliorare la gestione del rischio, la trasparenza e i requisiti in materia di contabilità e governo societario dei fondi pensione, sia di favorire la coerenza tra esigenze di finanziamento e requisiti prudenziali¹. In secondo luogo, i governi potrebbero promuovere lo sviluppo di segmenti del mercato finanziario – in particolare, obbligazioni a lunghissimo termine e indicizzate, o strumenti quali le rendite e i prodotti immobiliari flessibili – potenzialmente utili per l'investimento e gli accantonamenti a fini previdenziali. In terzo luogo, in un'epoca in cui l'assunzione di rischio interessa un numero sempre maggiore di famiglie, particolare enfasi è stata posta sull'importanza di proteggere i beneficiari di pensione e sulla necessità di migliorare la formazione finanziaria e la fornitura di servizi di consulenza.

I Ministri e i Governatori del G10 hanno discusso il rapporto durante la riunione del 25 settembre. In generale, essi hanno osservato come le risposte di politica economica possano comportare un *trade-off*, ad esempio tra libera scelta in materia di investimenti e controllo prudenziale efficace, ovvero tra ottimizzazione dei rendimenti e sicurezza dei redditi pensionistici. La ricerca del giusto equilibrio fra questi obiettivi confliggenti attiene ampiamente alla sfera delle preferenze sociali e non ci si dovrebbe attendere che tutti i governi operino le stesse scelte.

Implicazioni per la vigilanza e la regolamentazione ...

... per lo sviluppo di strumenti a lungo termine ...

... e per la protezione dei beneficiari delle pensioni

¹ Adeguate incentivi fiscali possono contribuire al conseguimento di questo obiettivo.