

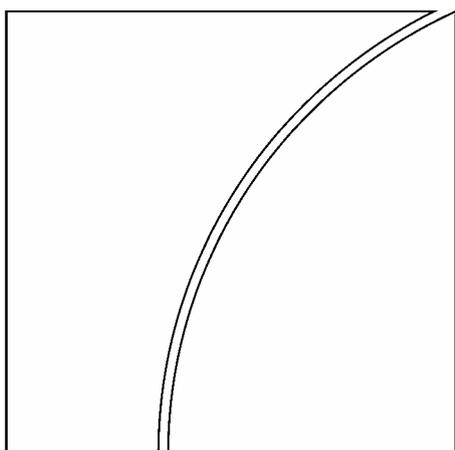


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

## Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2006

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](mailto: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](http://www.bis.org)).

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2006. Tutti i diritti riservati. Sono consentite la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1683-0148 (stampa)

ISSN 1683-0156 (online)

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

# Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2006

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

1. Quadro generale degli sviluppi: disinvestimento dalle attività rischiose .....	1
<i>I fondamentali dell'economia sostengono le quotazioni</i> .....	1
<i>Continua la corsa al rendimento agli inizi del 2006</i> .....	5
<i>Si intravedono indizi di difficoltà a venire</i> .....	7
<i>Generale rivalutazione del rischio</i> .....	9
2. Il mercato bancario internazionale .....	13
<i>Espansione delle attività denominate in yen</i> .....	13
<i>Forte crescita dei prestiti alle economie emergenti</i> .....	15
<i>Le eccedenze dei paesi asiatici e il mercato bancario internazionale</i> .....	20
<i>Riquadro: Caccia al rendimento nei mercati emergenti: indicazioni dagli spread all'emissione su prestiti e obbligazioni</i> .....	26
<i>Riquadro: Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati nel primo trimestre 2006</i> .....	27
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito .....	29
<i>Vivace attività di emissione dei mutuatari statunitensi</i> .....	29
<i>Impennata dell'indebitamento delle imprese</i> .....	32
<i>L'attività nell'area dell'euro rimane sostenuta</i> .....	33
<i>Emissioni giapponesi in crescita</i> .....	34
<i>Ripresa delle emissioni ad alto rendimento</i> .....	36
<i>Prosegue la crescita della raccolta nei mercati emergenti</i> .....	36
4. I mercati degli strumenti derivati .....	41
<i>Forte aumento dei contratti su tassi di interesse</i> .....	42
<i>Gli effetti di valutazione spingono i contratti su indici azionari</i> .....	43
<i>Boom degli scambi di prodotti energetici a causa di timori geopolitici</i> .....	44
<i>Riquadro: Clima di mercato e scambi di derivati sull'oro</i> .....	46
<i>Rallenta la crescita nel mercato dei credit default swap</i> .....	47
<i>Riquadro: Derivati sui tassi di recupero</i> .....	49
<i>Trasferimento limitato del rischio al di fuori del sistema bancario</i> .....	50

## Sezioni monografiche

I mercati obbligazionari interni in America latina: successi e sfide .....	53
<i>Serge Jeanneau e Camilo E. Tovar</i>	
<i>Aspetti principali dei mercati interni del reddito fisso</i> .....	55
<i>Riquadro: La cartolarizzazione in America latina</i> .....	57
<i>Diversificazione e sostenibilità dell'espansione dei mercati obbligazionari</i> .....	62
<i>Disallineamenti valutari e rischi di rifinanziamento</i> .....	63
<i>Liquidità del mercato secondario</i> .....	65
<i>Osservazioni conclusive</i> .....	66

La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito .....	69
<i>Jacob Gyntelberg ed Eli M. Remolona</i>	
<i>Le tecniche di cartolarizzazione</i> .....	70
<i>Crescita della cartolarizzazione nell'Asia-Pacifico</i> .....	71
<i>Cartolarizzazione di mutui e prestiti al consumo</i> .....	73
<i>Riquadro: La cartolarizzazione in Cina: primi passi promettenti</i> .....	74
<i>Cartolarizzazione di passività societarie</i> .....	76
<i>Osservazioni conclusive</i> .....	79
Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria	
<i>Forum per la stabilità finanziaria</i> .....	81
<i>Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria</i> .....	85
<i>Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento</i> .....	87
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: disinvestimento dalle attività rischiose

I rendimenti sui titoli di Stato sono aumentati sensibilmente fino a metà maggio, di riflesso sia alle attese di una crescita robusta sia ai timori per l'inflazione. Inizialmente l'ascesa dei rendimenti non ha avuto effetti di rilievo sui prezzi delle attività rischiose o sulla propensione al rischio degli investitori, giacché la solidità delle grandezze economiche fondamentali ha più che compensato l'impatto dei maggiori tassi di sconto. I mercati di azioni e materie prime hanno continuato a segnare rialzi fino a maggio e gli spread applicati ai titoli societari di qualità inferiore e al debito dei mercati emergenti si sono ulteriormente assottigliati. A cavallo tra aprile e maggio il dollaro si è indebolito significativamente rispetto ad altre importanti valute, con scarsi effetti manifesti su altri mercati.

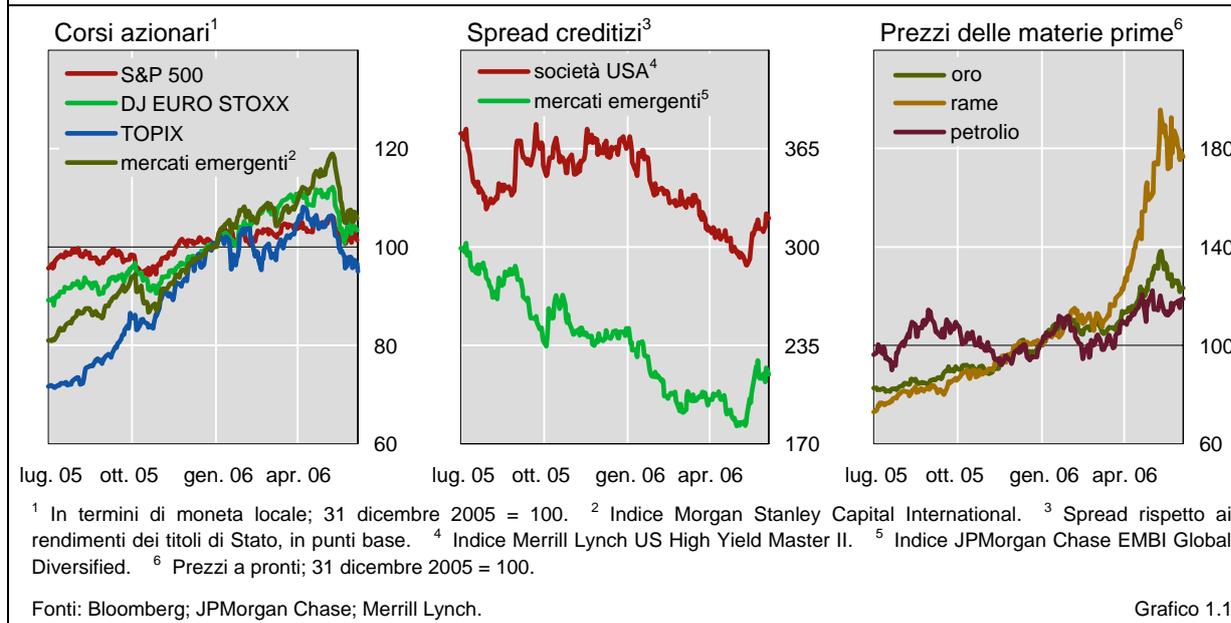
A metà maggio i timori circa il ritmo dei guadagni segnati di recente da un'ampia gamma di mercati sono culminati in un brusco arresto della fase rialzista, che ha comportato un calo delle quotazioni in tutto il mondo. I più colpiti sono stati i mercati azionari dell'area emergente, ma anche altri mercati hanno accusato perdite. Più che da una correzione dei fondamentali, il deprezzamento delle attività più rischiose sembra scaturire da un calo della tolleranza al rischio degli investitori, tradottosi in una ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti con alto merito di credito, quali i titoli pubblici.

### I fondamentali dell'economia sostengono le quotazioni

Agli inizi del 2006 si impennano i prezzi delle attività più rischiose ...

Nei primi quattro mesi del 2006 gli investitori hanno continuato a privilegiare le attività più rischiose, tanto che i prezzi di azioni, materie prime e titoli ad alto rendimento hanno tutti segnato un'impennata, sulla scia dei rialzi già sbalorditivi registrati nel 2005. Ad esempio, tra fine 2005 e metà maggio 2006 i titoli azionari dei mercati emergenti hanno guadagnato il 19% e quelli dell'area dell'euro il 12% (grafico 1.1). Nello stesso periodo le quotazioni del rame sono quasi raddoppiate e quelle dell'oro hanno sfiorato il 40% di aumento. Gli spread sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e sul debito in dollari dell'area emergente sono calati di oltre 60 punti base, a livelli prossimi – o in alcuni casi inferiori – ai minimi storici.

## Mercati delle attività rischiose



Nell'arco dello stesso periodo sono saliti in misura sostanziale anche i rendimenti dei titoli pubblici nei principali mercati. Quelli della *Treasury note* decennale sono infine usciti dall'intervallo entro cui oscillavano da metà 2004, raggiungendo il 12 maggio il picco del 5,2%, in rialzo di 80 punti base da fine 2005 e di circa 30 punti base dal precedente massimo del 2004 (grafico 1.2, diagramma di destra). Nel comparto dell'euro i rendimenti sul *Bund* decennale hanno anch'essi guadagnato 80 punti base circa tra fine 2005 e metà maggio 2006, salendo al 4,1%. In Giappone l'incremento è stato di 50 punti base e ha portato il rendimento a 10 anni in prossimità del 2%, un livello non più osservato dagli ultimi anni novanta.

... e aumentano i rendimenti dei titoli pubblici

L'iniziale ascesa dei rendimenti pubblici e il notevole incremento dei prezzi delle attività rischiose sono stati in certa misura favoriti dalla maggiore robustezza delle grandezze fondamentali. I dati macroeconomici pubblicati hanno alimentato la fiducia nel vigore dell'economia mondiale. Le previsioni prevalenti per l'espansione economica giapponese sono migliorate fortemente nel primo trimestre, segnando ulteriori progressi nei mesi successivi (grafico 1.3, diagramma di sinistra). Nell'area dell'euro gli ottimi risultati emersi da alcune indagini hanno indotto gli analisti a rivedere al rialzo le previsioni di crescita, nonostante i dati effettivi si siano poi rivelati notevolmente inferiori a quelli preliminari. L'indice Ifo sul clima di mercato in Germania ha toccato in aprile il massimo dal boom della riunificazione nei primi anni novanta, determinando un balzo di 5 punti base nei rendimenti sul *Bund* il 25 aprile. Per gli Stati Uniti gli economisti prevedevano che, nonostante un modesto rallentamento, la crescita economica sarebbe rimasta prossima al potenziale.

La fase ascendente iniziale è sorretta da una robusta crescita ...

L'annuncio di profitti societari migliori del previsto per il primo trimestre 2006 ha sospinto ulteriormente la fase rialzista nei mercati azionari e creditizi. In aprile gli analisti hanno innalzato le previsioni sugli utili nell'area dell'euro a ritmi non più osservati da tempo (grafico 1.3, diagramma di destra), mentre

... ingenti profitti ...

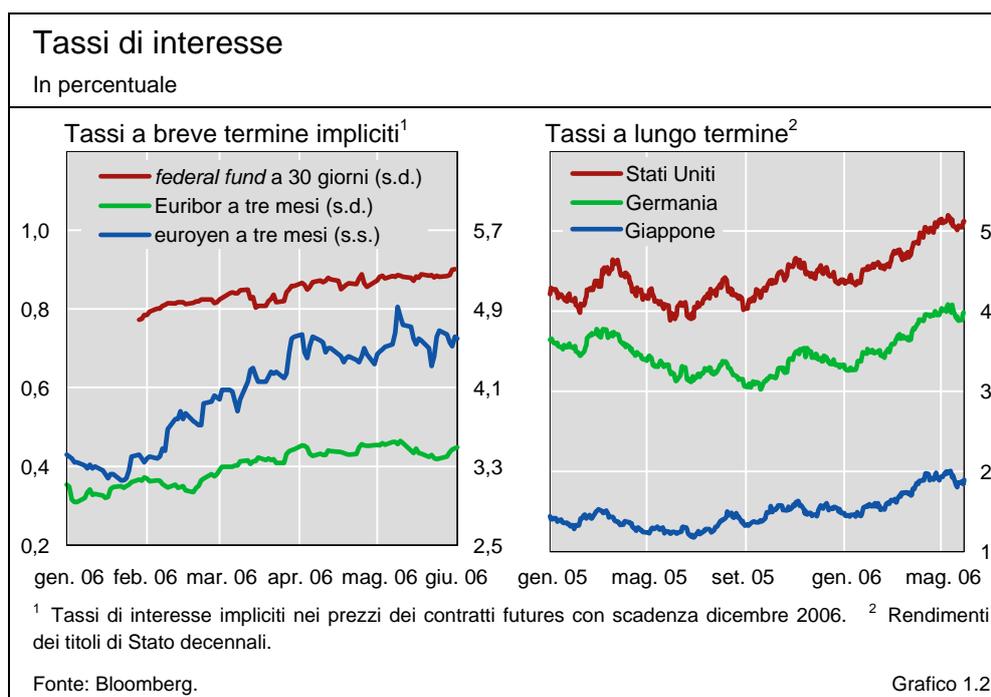
negli Stati Uniti le correzioni verso l'alto hanno interessato il più elevato numero di imprese dagli inizi del 2005. Solo in Giappone il miglioramento del quadro economico era già stato anticipato dagli investitori azionari, per cui il TOPIX ha faticato a superare i valori di fine 2005.

Un'ulteriore conferma del vigore delle finanze societarie è venuta dal calo ai minimi degli ultimi anni dei tassi di inadempienza, che si prevedeva sarebbero però tornati ad aumentare. Negli Stati Uniti meno dell'1% degli emittenti provvisti di rating si è dichiarato insolvente nei dodici mesi fino ad aprile 2006, il livello più basso dal 1997, con un lieve decremento dall'1,1% di un anno prima. Altrove, nello stesso periodo non si è osservata alcuna insolvenza sulle obbligazioni in essere di emittenti con rating. Ciò detto, lo scorso anno sono cominciati a emergere segnali secondo cui la qualità del credito societario avrebbe già raggiunto il punto di svolta superiore. Ad esempio, tra maggio 2005 e aprile 2006 i declassamenti rappresentavano il 57% di tutte le variazioni di rating stabilite da Moody's per le imprese USA e il 54% di quelle per le società europee, contro il 54 e 43% rispettivamente dei dodici mesi precedenti.

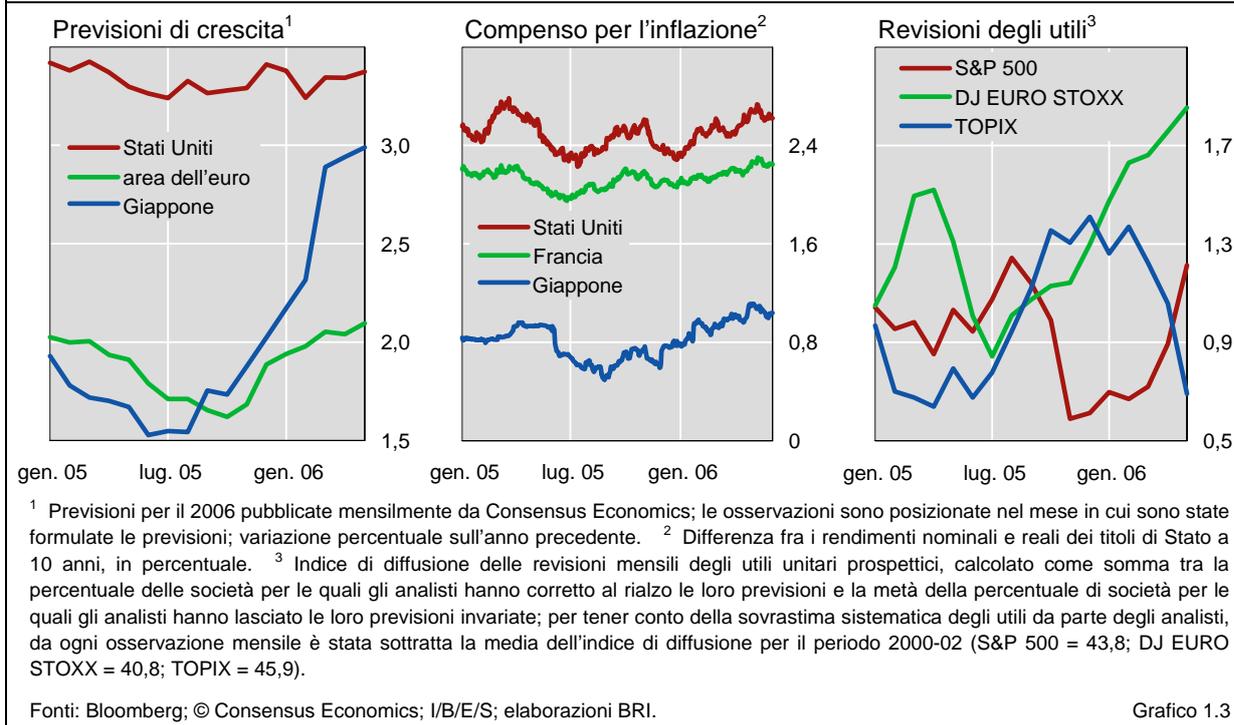
I mercati delle attività rischiose hanno ricevuto ulteriore impulso dalla limitatezza dell'impatto che l'evidente vigore delle condizioni economiche di fondo ha avuto sulle prospettive per i tassi ufficiali. Dopo essersi mossi al rialzo in marzo, i futures sui tassi di interesse a breve termine sono rimasti pressoché invariati in aprile e maggio, segnalando che gli operatori non avevano sostanzialmente corretto le aspettative riguardo al ritmo dell'inasprimento della politica monetaria (grafico 1.2, diagramma di sinistra). Nel marzo 2006 la Bank of Japan aveva annunciato la fine della sua politica di allentamento quantitativo e il ritorno a strumenti più convenzionali, senza tuttavia provocare un impatto immediato sul mercato, dal momento che la

... bassi tassi di inadempienza ...

... e prospettive invariate per i tassi ufficiali



## Prospettive macroeconomiche



decisione era stata ampiamente anticipata e che la banca centrale aveva sottolineato l'intenzione di mantenere a zero il tasso obiettivo per un certo periodo di tempo.

Negli Stati Uniti i futures sui *federal fund* e i corsi azionari hanno reagito vigorosamente alle notizie sull'inflazione, ma gli effetti non si sono di norma protratti a lungo. Ad esempio, il 7 aprile si è ritenuto che i dati fortemente positivi sul mercato del lavoro rendessero più probabili ulteriori aumenti dei tassi da parte della Federal Reserve, cosa che ha indotto un calo dell'1% nell'indice S&P 500. Successivamente, i verbali della riunione di marzo della Fed pubblicati il 18 aprile sono stati interpretati come indicativi di un approssimarsi della fine del ciclo di inasprimento, provocando un rialzo dell'1,8% dello stesso indice.

Nei mercati obbligazionari, tuttavia, a partire da aprile le preoccupazioni riguardo alle pressioni inflazionistiche sono divenute una determinante chiave dei rendimenti a più lungo termine, specie negli Stati Uniti. Mentre fra metà gennaio e fine marzo il contributo alla crescita dei rendimenti dei *Treasuries* fornito dal compenso richiesto dagli investitori per l'inflazione era stato pari ad appena un quarto, fra inizio aprile e metà maggio esso è salito a due terzi (grafico 1.3, diagramma centrale). Anche nell'area dell'euro e in Giappone è aumentato il tasso di inflazione di pareggio calcolato in base ai rendimenti dei titoli pubblici nominali e indicizzati all'inflazione, sebbene in misura nettamente inferiore: meno di 10 punti base da metà aprile a metà maggio, contro circa 20 punti base negli Stati Uniti. Ciò malgrado, il compenso per l'inflazione nei principali mercati è rimasto relativamente contenuto e all'interno dell'intervallo dei valori osservato nell'anno precedente.

A partire da aprile i timori per l'inflazione spingono verso l'alto i rendimenti

## Continua la corsa al rendimento agli inizi del 2006

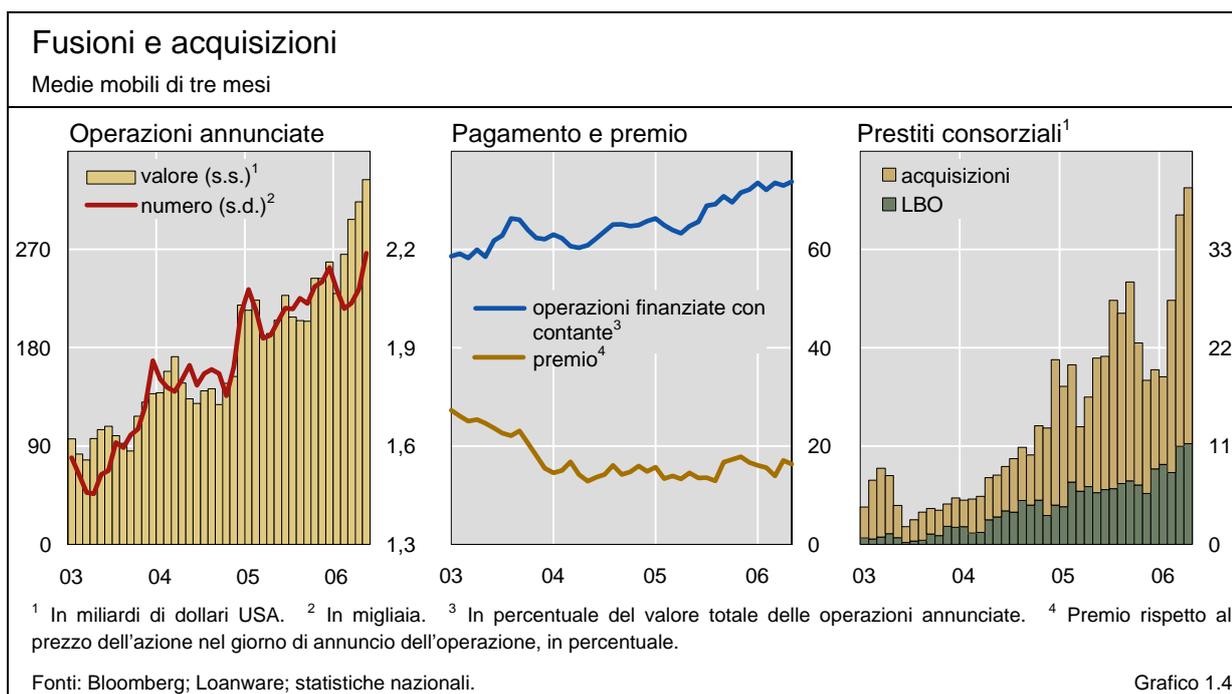
Oltre al vigore delle grandezze fondamentali, a contribuire alla fase rialzista dei mercati azionari e creditizi nei primi quattro mesi del 2006 sembra essere intervenuta un'accentuata propensione al rischio. Per buona parte degli ultimi due anni la domanda degli investitori in cerca di maggiori rendimenti aveva innalzato i prezzi delle attività rischiose. Questo processo è continuato nella prima parte di quest'anno, anche quando il livello dei rendimenti obbligazionari nominali è aumentato e le condizioni monetarie globali si sono ulteriormente inasprite.

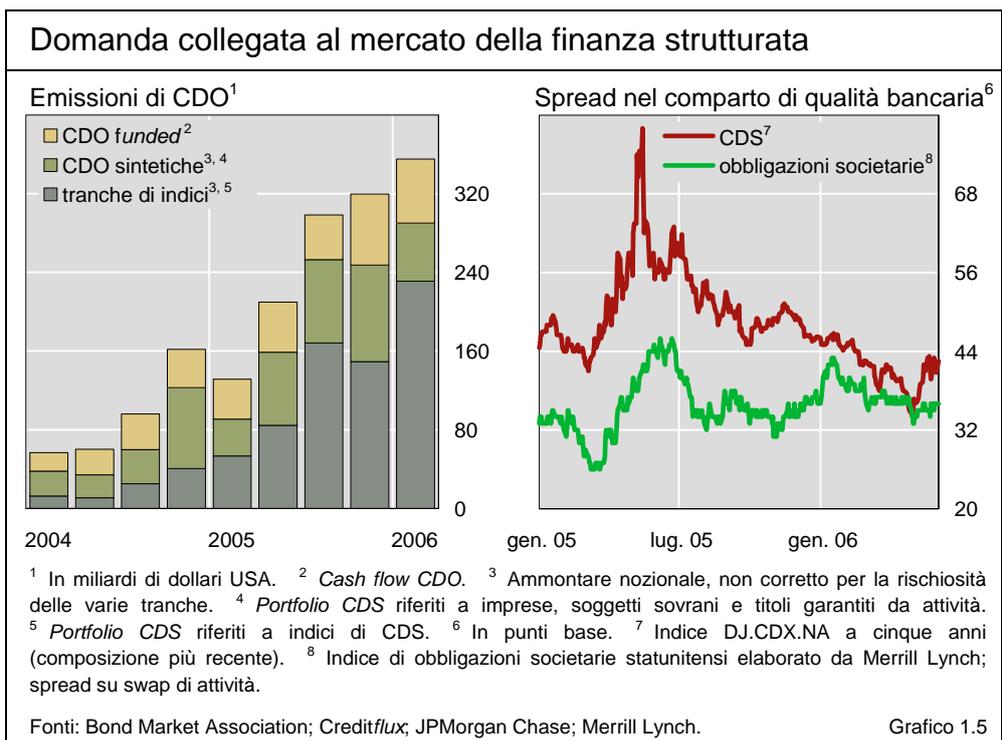
La ricerca di maggiori rendimenti si è manifestata con più evidenza nei mercati emergenti, dove nella prima parte del 2006 gli emittenti hanno potuto raccogliere importi record a condizioni estremamente favorevoli tramite il collocamento internazionale di titoli debitori, per buona parte in moneta locale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito"). Sono diminuiti anche gli spread applicati ai paesi in cui le grandezze fondamentali hanno evidenziato una relativa debolezza. Ad esempio, tra la fine del 2005 e i primi di maggio del 2006 gli spread sui *credit default swap* (CDS) delle Filippine sono calati di 100 punti base, a 150 punti circa, nonostante la lentezza dei progressi sul fronte del consolidamento fiscale.

Anche sui mercati del debito societario gli investitori hanno accettato spread inferiori, pure in presenza di un deciso aumento dell'attività di raccolta. Negli Stati Uniti le emissioni lorde di titoli privati nei primi cinque mesi dell'anno risultavano cresciute di circa il 40% rispetto allo stesso periodo del 2005. I prestiti bancari sono parimenti aumentati con rapidità, andando in ampia misura a finanziare fusioni e acquisizioni. Nei primi cinque mesi del 2006 il volume di queste operazioni era superiore di circa il 50% a quello del corrispondente periodo del 2005 (grafico 1.4, diagramma di sinistra). Durante il precedente boom dell'attività di fusione e acquisizione nel 1999-2000,

La ricerca di più alti rendimenti favorisce un calo degli spread creditizi ...

... nonostante l'accelerazione dell'attività di emissione





approssimativamente il 70% delle operazioni era stato saldato in azioni, contro appena il 30% dal 2005. Di recente, gran parte delle aggregazioni societarie è stata regolata per contanti, spesso reperiti sui mercati dei titoli di debito.

Particolarmente sostenuta è stata la domanda di obbligazioni societarie ad alto rendimento. Se nei primi cinque mesi di quest'anno i differenziali sui titoli privati di qualità bancaria sono variati in misura trascurabile, quelli sui titoli ad alto rendimento sono calati significativamente, portandosi a pochi punti base dal minimo del marzo 2005. Inoltre, nella prima parte del 2006 sono scesi ai minimi storici gli spread sui nuovi prestiti erogati a emittenti di grado "speculativo" (c.d. *leveraged loan*), pur di fronte a un marcato aumento dei relativi volumi. Ad esempio, nel primo quadrimestre la media mensile dei finanziamenti destinati a operazioni di *leveraged buyout* (LBO) si è attestata intorno ai \$10 miliardi, contro i \$7 miliardi registrati nel 2005 (grafico 1.4, diagramma di destra). I finanziamenti a fronte di operazioni di questo tipo hanno raggiunto volumi comparabili a quelli osservati durante la precedente ondata di LBO nel 1989.

La forte domanda ha rispecchiato anche il grande interesse degli investitori per i prodotti strutturati. I nuovi prestiti a emittenti con basso merito di credito sono stati in buona parte sottoscritti da gestori di *collateralised debt obligation* (CDO), che li hanno poi ristrutturati in titoli a più alto rating, spesso tripla A. Di norma, le CDO vengono negoziate a spread molto maggiori rispetto a quelli di obbligazioni private con rating analogo, e questo spiega la loro popolarità presso gli investitori che cercano di massimizzare il rendimento per una data classe di qualità creditizia.

Nel primo trimestre 2006 le emissioni di CDO sono state eccezionalmente alte, specie quelle di strumenti garantiti da CDS, le cosiddette CDO sintetiche (grafico 1.5). La domanda di prodotti strutturati è stata tanto forte da far

Prestiti record per le operazioni di *leveraged buyout*

Resta sostenuta la domanda di prodotti strutturati

temporaneamente divergere le dinamiche dei differenziali sulle obbligazioni *investment grade* e sui CDS. Dopo le turbolenze dei mercati obbligazionari del secondo trimestre 2005, gli spread sui CDS sono andati pressoché costantemente restringendosi, mentre quelli obbligazionari non hanno dato segni di riavvicinamento ai precedenti minimi. Nella scelta del sottostante, i gestori di CDO tendono a preferire agli strumenti liquidi proprio i CDS, poiché i prodotti basati su questi strumenti presentano notevoli vantaggi, quali un collocamento più rapido e una personalizzazione e una copertura più agevoli. A quanto pare, la vivace attività di emissione di CDO nei primi mesi del 2006 ha esercitato pressioni al ribasso maggiori sugli spread dei CDS che non sugli spread obbligazionari.

### Si intravedono indizi di difficoltà a venire

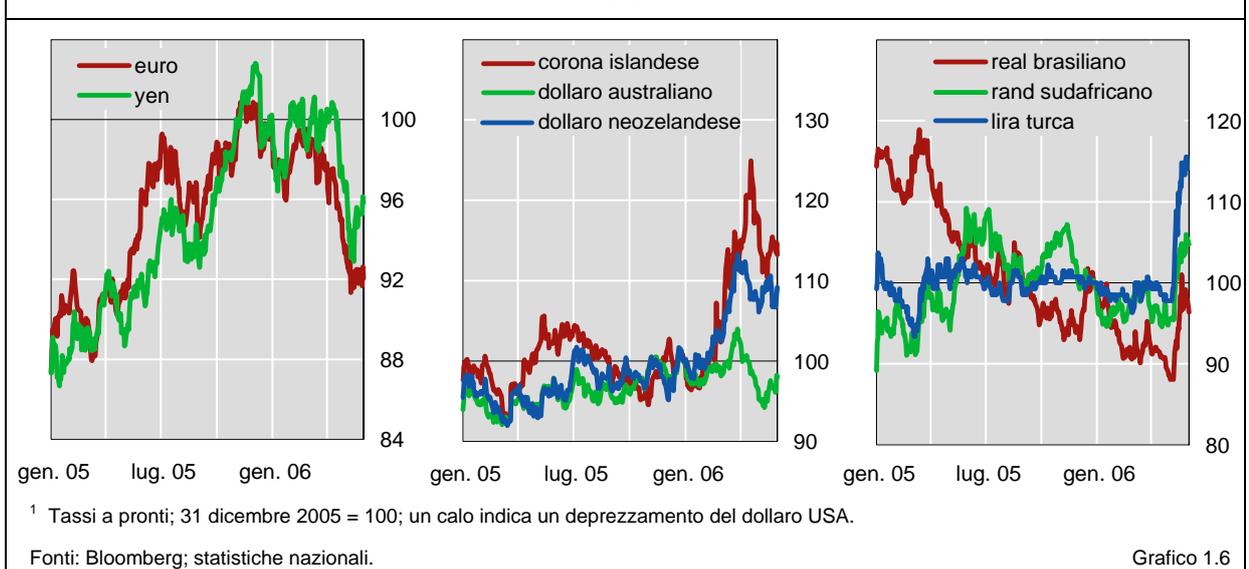
Emergono preoccupazioni per il livello delle valutazioni di ...

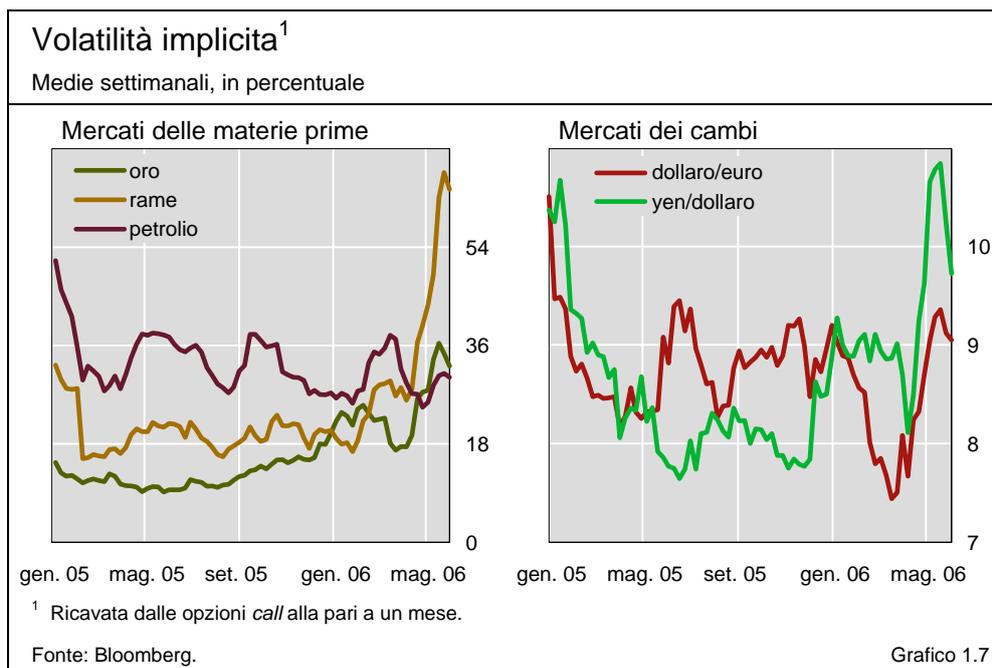
Anche durante l'ascesa dei mercati del credito e delle azioni fra gennaio e i primi di maggio si sono potuti scorgere indizi di difficoltà a venire. In alcuni mercati l'ottimismo che aveva sorretto i prezzi delle attività più rischiose è venuto meno allorché i rialzi hanno portato le valutazioni su livelli ancora maggiori. Il conseguente aumento dell'incertezza circa i rendimenti futuri ha avuto la tendenza a esasperare la risposta degli investitori di fronte agli sviluppi negativi intervenuti nei mercati.

... divise ad alto rendimento ...

Il potenziale di contagio da un mercato all'altro degli andamenti avversi è emerso in tutta la sua evidenza verso la fine di febbraio, in occasione della liquidazione di *carry trade* aventi a oggetto la corona islandese. Nei due giorni che hanno seguito l'annuncio da parte di Fitch di un *outlook* negativo per il rating sovrano dell'Islanda la corona si è deprezzata del 7% (grafico 1.6). Un simile evento non dovrebbe normalmente influire su altri mercati valutari. Eppure, nel giro di poche ore la chiusura di posizioni in corone islandesi ha provocato cadute brusche, per quanto brevi, di altre valute a rendimento elevato come quelle di Australia, Brasile, Nuova Zelanda, Sudafrica e Ungheria.

Tassi di cambio nei confronti del dollaro USA<sup>1</sup>





Non sempre vi è stato un chiaro elemento scatenante, come nell'episodio appena descritto. Ad esempio, verso la fine di febbraio il mercato azionario dell'Arabia Saudita ha cominciato ad accusare forti perdite, che poco dopo si sono propagate a quasi tutti i mercati del Medio Oriente. A metà maggio, le quotazioni azionarie nel paese si situavano su livelli inferiori del 50% al loro massimo. Malgrado la gravità della correzione, è difficile individuare il fattore che ha precipitato il corso degli eventi. La caduta del mercato è sembrata indipendente da variazioni delle grandezze economiche fondamentali, ed è anzi coincisa con un ulteriore rincaro del petrolio, che normalmente avrebbe dovuto favorire le prospettive economiche dell'Arabia Saudita e degli altri paesi esportatori di greggio. Invece, proprio come nel 2005 una spirale virtuosa di ottimismo e di comportamenti gregari degli investitori aveva fatto raddoppiare le quotazioni azionarie mediorientali, nella prima parte del 2006 un processo di natura analoga, ma di segno opposto, ha avuto effetti contrari. Nonostante le condizioni economiche favorevoli, la crescita degli utili nei mercati mediorientali non aveva tenuto il passo con quella dei listini; gli investitori locali, forti delle ingenti disponibilità derivanti dai redditi petroliferi, avevano in effetti spinto i rapporti prezzo/utili ben oltre i valori giustificati dai fondamentali. Il livello elevato delle valutazioni ha così finito per compromettere lo stesso ottimismo che aveva favorito i precedenti rialzi.

... azioni nei mercati del Medio Oriente ...

Anche sui mercati delle materie prime è stato evidente un certo disagio per il livello delle valutazioni. La volatilità implicita nei mercati del rame e dell'oro è aumentata bruscamente a metà aprile (grafico 1.7), in concomitanza con un aumento delle quotazioni. È questo un aspetto inusuale, dal momento che i rialzi si accompagnano solitamente a un calo della volatilità. La correlazione positiva tra volatilità implicita e prezzi sta invece a indicare che il grado di disagio degli investitori nei confronti delle valutazioni è cresciuto di pari passo con l'aumento delle quotazioni, forse perché si considerava che le

... materie prime ...

condizioni di fondo dell'offerta e della domanda favorissero i corsi del petrolio più che quelli delle altre materie prime.

... e dollaro USA

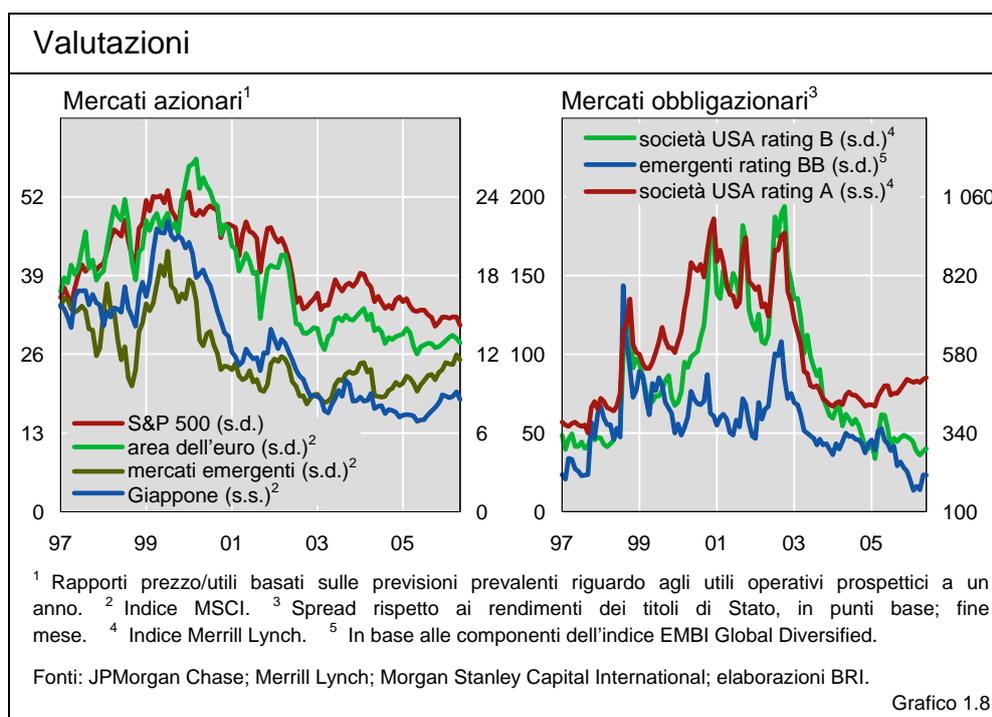
La volatilità è parimenti cresciuta sui mercati valutari verso la fine di aprile. Il dollaro USA ha perso il 6% circa rispetto all'euro e allo yen fra metà aprile e metà maggio, pressoché contemporaneamente all'emergere di timori per l'inflazione nei mercati obbligazionari in dollari (grafico 1.6). Parallelamente al calo del dollaro, la volatilità implicita nei mercati dei cambi si è impennata, raggiungendo il livello più elevato dagli inizi del 2005 (grafico 1.7).

## Generale rivalutazione del rischio

I più colpiti sono i mercati azionari ...

Sullo sfondo della crescente incertezza per le valutazioni in alcuni comparti, a metà maggio molti mercati hanno segnato un'inversione di marcia. Intorno al 10 maggio i prezzi dei titoli pubblici con rating elevato hanno iniziato a crescere, mentre quelli delle attività più rischiose sono calati. La portata del mutamento del clima di mercato è stata per certi versi sorprendente: i ribassi hanno coinvolto quasi tutti i mercati, persino quelli dove gli investitori non sembravano nutrire dubbi riguardo alle valutazioni. Ad esempio, nei paesi industriali le azioni non apparivano palesemente sopravvalutate; nei primi mesi del 2006 i rapporti prezzo/utigli erano addirittura calati nelle piazze principali (grafico 1.8). Nondimeno, i mercati azionari sono stati i più duramente colpiti dall'ondata di vendite. Fra il 10 e il 22 maggio l'indice DJ EURO STOXX ha perso il 10%, il TOPIX il 6% e l'S&P 500 il 5% (grafico 1.1).

Al confronto dei mercati azionari, quelli delle obbligazioni private apparivano teoricamente più vulnerabili a una riconsiderazione del rischio, visto che gli spread erano rimasti in prossimità dei minimi ciclici nonostante



l'aumento dell'attività di LBO. Tuttavia, l'ampliamento dei differenziali è stato relativamente modesto. Gli spread sui titoli ad alto rendimento di società statunitensi sono aumentati di 25 punti base, in misura decisamente inferiore rispetto alla fase di turbolenze verificatasi nei mercati creditizi nell'aprile e nel maggio 2005. Analogamente, pur evidenziando un calo dai massimi raggiunti, i corsi delle materie prime sono rimasti ben al di sopra dei livelli di fine 2005.

La correzione di metà maggio è stata particolarmente severa nei mercati emergenti, sebbene anche qui i prezzi dei titoli debitori abbiano resistito meglio di quelli delle azioni. Fra il 10 e il 22 maggio l'indice azionario MSCI per i mercati emergenti è diminuito dell'11% in termini di moneta locale (grafico 1.1), e ancora maggiori sono state le perdite accusate da singoli mercati nazionali, come quelli russo (-24%) e indiano (-17%). Molte valute hanno perso considerevole terreno nei confronti del dollaro USA, con un deprezzamento del 14 e 12% rispettivamente della lira turca e del real brasiliano (grafico 1.6). Al tempo stesso, in vari paesi i rendimenti sui titoli obbligazionari in moneta locale sono sensibilmente aumentati. Gli spread sul debito estero denominato in dollari sono saliti di circa 30 punti base, rimanendo peraltro inferiori al livello di fine 2005 (grafico 1.8).

È difficile individuare uno specifico fattore scatenante per la brusca correzione iniziata a metà maggio. I ribassi segnati dai vari mercati non sono stati né sincroni né improvvisi: alcuni comparti hanno toccato un picco il 9 maggio, altri qualche giorno dopo; alcuni hanno subito cali giornalieri insolitamente ampi, altri solo lievi. Ciò indica che la causa principale della correzione non è stato l'arrivo di nuove informazioni, tanto più che in quel periodo le grandezze fondamentali non hanno subito variazioni di rilievo. Vero è che erano presenti timori riguardo all'inflazione: ad esempio, il 15 maggio l'annuncio di un aumento superiore alle attese dei prezzi al consumo statunitensi ha provocato un calo dell'1,7% dell'S&P 500 e flessioni persino maggiori dei mercati azionari europei e latinoamericani. Tuttavia questi timori erano emersi ben prima di allora. Inoltre, essi erano più pronunciati negli Stati Uniti, dove però si sono registrati i ribassi più modesti.

Escluse le grandezze fondamentali, sembra dunque che fra le cause principali dell'ondata di vendite figurino l'avversione al rischio. Se i ribassi hanno avuto un elemento caratterizzante, questo è stato che le maggiori flessioni si sono registrate proprio laddove maggiori erano stati i rialzi dei mesi precedenti. I cali delle quotazioni in taluni mercati sembrano avere avuto effetti di contagio, acuendo l'incertezza circa la sostenibilità dei recenti guadagni osservati in altri mercati e sollecitando quindi gli investitori a liquidare precipitosamente i propri investimenti nel tentativo di preservare i profitti.

Il marcato aumento della volatilità implicita che ha accompagnato i ribassi è coerente con una generale rivalutazione del rischio. In gran parte dei principali mercati azionari la volatilità implicita ha raggiunto i livelli più elevati dalla metà del 2004, quando si era verificata l'ondata globale di vendite sui mercati obbligazionari (grafico 1.9). In Giappone essa è rimasta inferiore ai valori di gennaio, allorché il TOPIX aveva toccato un massimo, ma è comunque

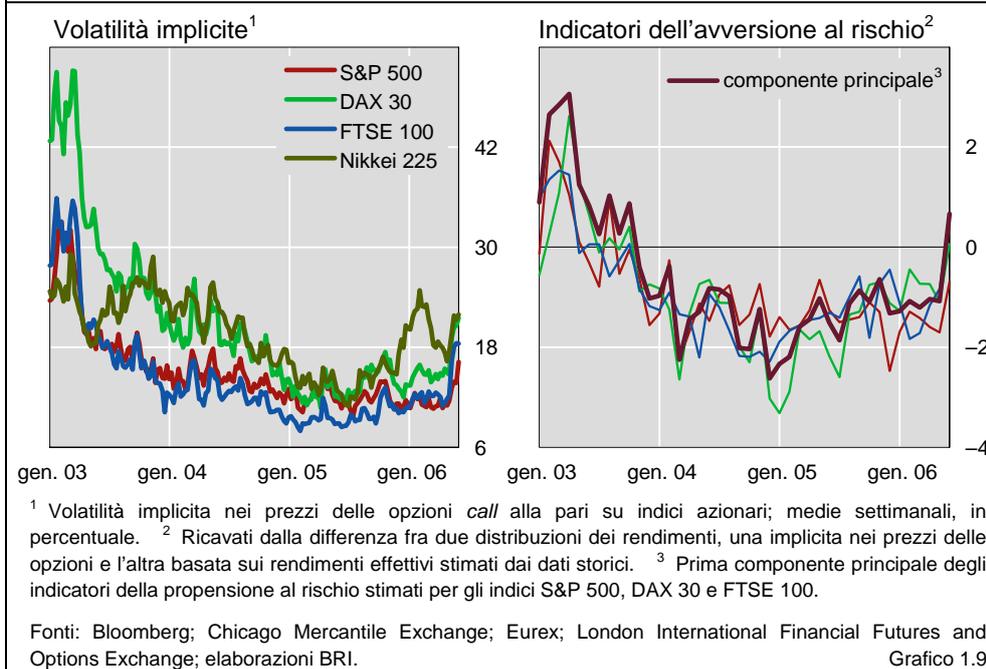
... specie nei paesi emergenti

Grandezze fondamentali invariate ...

... fanno ritenere che la principale determinante sia la minore propensione al rischio ...

... coerentemente con l'aumento delle volatilità implicite

## Volatilità e propensione al rischio nei mercati azionari



aumentata. La volatilità implicita per l'S&P 500 ha raggiunto il picco del 20% nel corso della giornata di contrattazione del 24 maggio, dopo aver oscillato intorno all'11% nei primi quattro mesi del 2006. Essa è successivamente calata, ma il 2 giugno continuava a essere sensibilmente maggiore che nella prima parte dell'anno.

La volatilità implicita è influenzata sia dalle percezioni riguardo alla volatilità futura del mercato, sia dall'avversione degli investitori nei confronti di tale volatilità. Questi due influssi possono essere isolati confrontando la distribuzione dei rendimenti attesi implicita nei prezzi delle opzioni con quella dei rendimenti storici. Le misure dell'avversione al rischio così ricavate sono nettamente cresciute nei vari mercati verso la fine di maggio (grafico 1.9). La loro componente comune è aumentata al livello più elevato da metà 2003, a indicare che, per quanto i timori per l'inflazione possano aver leggermente accresciuto la volatilità futura percepita dei rendimenti, l'incremento della volatilità implicita si deve a una maggiore avversione al rischio. Se protratto, tale aumento potrebbe indicare che la ricerca di rendimento che ha caratterizzato i mercati finanziari dal 2004 sia infine venuta meno, seppur in misura diversa a seconda dei segmenti di mercato.



## 2. Il mercato bancario internazionale

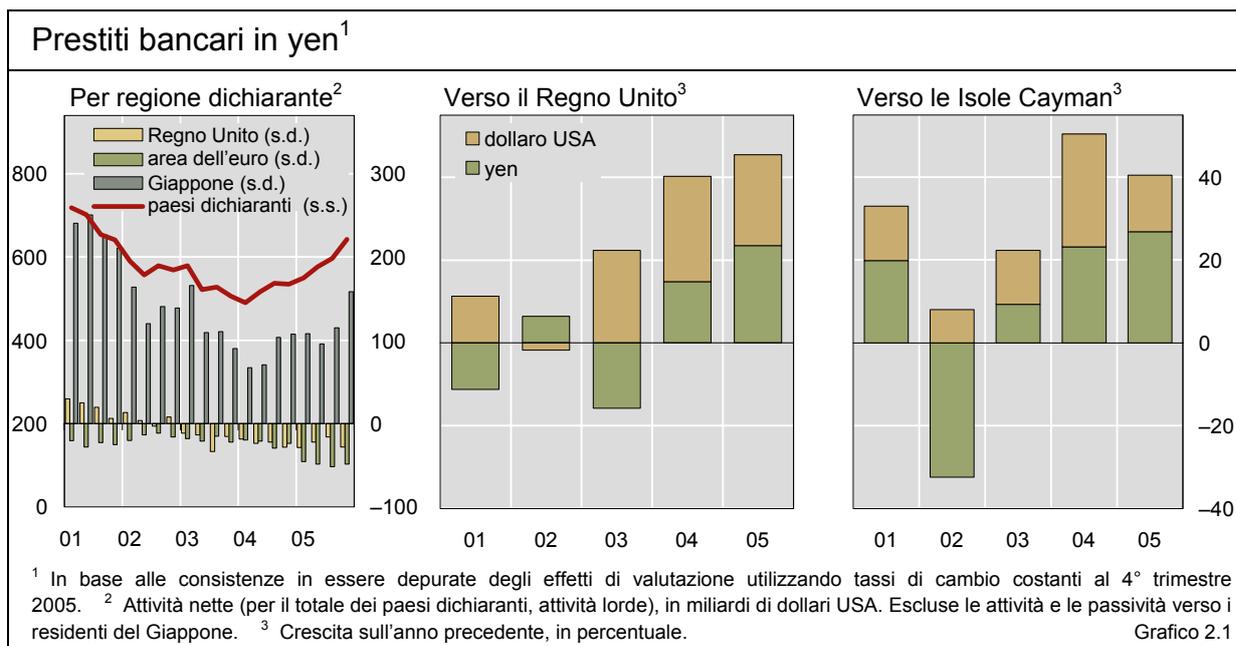
Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a crescere nel quarto trimestre 2005, in gran parte per l'incremento dei prestiti all'interno dell'area dell'euro, ma anche grazie ai nuovi crediti affluiti a mutuatari negli Stati Uniti e in Giappone. Gli impieghi in yen sono aumentati sensibilmente, proseguendo la tendenza in atto da metà 2004. Il maggiore indebitamento in yen da parte di residenti del Regno Unito e dei centri offshore è indicativo di un crescente volume di *carry trade* finanziati in tale valuta.

Nel periodo in esame, i prestiti bancari alle economie emergenti sono stati piuttosto cospicui come dimostra l'*afflusso* netto di fondi ai paesi dell'Europa emergente e dell'America latina. Più in generale, negli ultimi anni si è assistito a una ripresa del credito internazionale ai mercati emergenti, destinato perlopiù ai paesi europei e della regione Asia-Pacifico. Non mancano riscontri secondo cui i nuovi prestiti sarebbero stati erogati a mutuatari con rating mediamente inferiore e a condizioni sempre più vantaggiose per i prenditori.

A differenza dell'Europa emergente e dell'America latina, la regione Asia-Pacifico ha fatto registrare un *deflusso* record di fondi su base netta, originato dagli ingenti depositi effettuati presso banche dell'area dichiarante. Tali collocamenti sono divenuti più comuni negli anni recenti, poiché una parte degli avanzi dei conti con l'estero dei paesi asiatici viene incanalata nel sistema bancario internazionale. I depositi di queste economie sono un'importante fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI, ma rappresentano una percentuale soltanto esigua dei fondi complessivamente investiti dall'Asia.

### Espansione delle attività denominate in yen

Le posizioni creditorie transfrontaliere totali delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a crescere nel quarto trimestre 2005, registrando un aumento di \$567 miliardi, analogo a quello del trimestre precedente. L'incremento si deve principalmente ai nuovi prestiti affluiti all'area dell'euro e agli Stati Uniti, e ha innalzato lo stock delle attività transfrontaliere delle banche dichiaranti a \$21,1 trilioni. La crescita su base annua è stata del 17%, lievemente inferiore al terzo trimestre.



Ad aver registrato l'aumento maggiore sono stati i crediti verso mutuatari dell'area dell'euro. Circa la metà dei nuovi prestiti (\$135 miliardi) è affluita a prenditori non bancari, soprattutto in Francia, Germania e Paesi Bassi, mentre la parte restante è largamente ascrivibile a impieghi interbancari di istituti in Francia, Regno Unito e centri offshore. Per quasi i tre quarti, la crescita complessiva delle attività verso l'area dell'euro proviene dai crediti erogati da banche situate nell'area stessa. Negli ultimi anni l'incidenza di questi crediti sulle attività totali affluite all'area dell'euro è andata aumentando, dal 48% di fine 2001 al 55% dell'ultimo trimestre.

Lo stock delle attività in essere denominate in yen è cresciuto notevolmente nel periodo in rassegna, consolidando una tendenza osservabile già da metà 2004. Dal lato dei prestatori, l'aumento è in buona parte dovuto alle banche in Giappone, i cui impieghi hanno rappresentato negli ultimi sette trimestri i tre quarti dei \$161 miliardi di incremento nelle attività in yen delle banche dichiaranti (grafico 2.1, diagramma di sinistra)<sup>1</sup>. Di tale incremento, circa \$120 miliardi sono stati convogliati verso mutuatari nei centri finanziari internazionali, soprattutto banche nel Regno Unito e a Singapore e soggetti non bancari nelle Isole Cayman.

Quest'accelerazione dei prestiti in yen fornisce indicazioni, ancorché incomplete, di un aumento delle operazioni di *carry trade* finanziate in yen. Tali operazioni comportano l'assunzione contestuale di una posizione corta in una valuta a basso rendimento e di una posizione lunga in una divisa a più alto rendimento, e risultano redditizie nella misura in cui le oscillazioni del

La crescita dei prestiti in yen ...

... appare collegata a operazioni di *carry trade*

<sup>1</sup> L'analisi dei prestiti in yen viene effettuata unicamente in base ai dati dei paesi dichiaranti che forniscono una scomposizione per valuta del credito bancario. In aggiunta, per fare astrazione dalle questioni collegate alla domanda interna di una particolare divisa, sono state eliminate dai dati utilizzati per la compilazione del grafico 2.1 e dalle statistiche riportate in questo paragrafo le attività e le passività nei confronti di residenti giapponesi.

Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI								
Variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA <sup>1</sup>								
	2003	2004	2004	2005				Stock a fine dic. 2005
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Attività totali	1 061,2	2 269,2	573,6	1 028,3	1 079,3	534,8	566,7	21 109,6
Settore bancario	519,7	1 351,9	346,9	590,9	767,4	279,2	343,5	13 376,0
Settore non bancario	541,5	917,2	226,7	437,4	311,9	255,7	223,2	7 733,5
Di cui prestiti: Sett. bancario	443,6	1 122,6	284,3	480,1	697,0	219,9	221,9	11 339,2
Settore non bancario	274,3	344,8	124,7	292,8	97,4	141,8	1,8	3 844,3
Di cui titoli: Settore bancario	74,5	154,1	36,6	110,1	45,1	54,8	78,2	1 485,8
Settore non bancario	207,6	456,7	58,3	81,7	235,4	77,3	162,4	3 347,9
Attività totali per valuta								
Dollaro USA	578,4	1 125,3	435,4	253,0	517,6	245,2	216,6	9 289,1
Euro	499,5	807,9	124,7	589,0	382,9	169,2	175,4	8 008,4
Yen	-127,6	89,6	23,7	-33,1	68,6	24,4	92,7	1 145,9
Altre valute <sup>2</sup>	110,9	246,4	-10,1	219,4	110,2	96,0	81,9	2 666,2
Settore non bancario, per residenza								
Economie avanzate	448,0	673,7	150,8	373,6	224,5	186,1	167,8	5 956,7
Area dell'euro	156,4	239,2	43,8	110,5	152,0	58,7	134,5	2 661,5
Giappone	38,4	73,3	36,2	-31,5	10,1	-11,0	6,1	223,3
Stati Uniti	172,1	164,7	45,8	207,2	33,7	110,6	30,8	2 026,0
Centri offshore	99,8	239,8	57,9	56,5	64,8	45,4	8,5	1 024,8
Economie emergenti	6,0	50,2	22,4	13,6	21,3	22,2	50,9	713,3
Non classificate <sup>3</sup>	-13,5	-41,5	-4,7	-6,6	0,0	-1,6	-1,8	9,9
<i>Per memoria: attività sull'interno<sup>4</sup></i>	408,6	219,9	-6,1	233,5	-4,6	26,6	-54,9	2 782,3

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

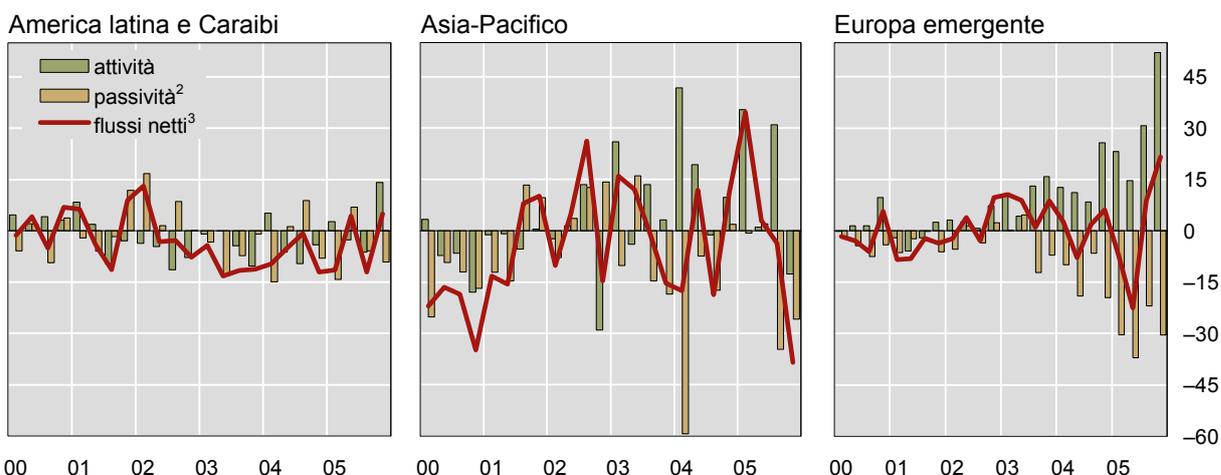
cambio non compensano il differenziale di rendimento nominale. Pertanto, un aumento dei *carry trade* potrebbe essere un fattore all'origine della recente crescita dell'indebitamento in yen in taluni centri finanziari, nonché del concomitante rallentamento nella crescita dei prestiti in dollari USA (grafico 2.1, diagrammi centrale e di destra). Analogamente, anche gli istituti bancari nell'area dell'euro potrebbero aver effettuato transazioni di questo tipo, come si evince dal costante calo segnalato delle loro attività *nette* in yen e dal recente aumento degli impieghi netti in dollari USA (grafico 2.1, diagramma di sinistra).

### Forte crescita dei prestiti alle economie emergenti

Le posizioni creditorie verso le economie di mercato emergenti sono aumentate notevolmente nel quarto trimestre 2005, proseguendo una tendenza osservabile da fine 2002. Al tempo stesso, la raccolta di queste economie è

## Flussi bancari alle economie emergenti<sup>1</sup>

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



<sup>1</sup> Un valore positivo indica un afflusso di fondi da banche dell'area dichiarante verso le economie emergenti, un valore negativo indica un deflusso dalle economie emergenti. <sup>2</sup> Un valore positivo (negativo) indica un decremento (incremento) nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle economie emergenti. <sup>3</sup> Variazioni delle attività meno variazioni delle passività.

Grafico 2.2

stata interessata da una duplice evoluzione: stando ai dati disponibili, infatti, il profilo di rischio degli impieghi verso taluni paesi emergenti si è di recente deteriorato, mentre sono divenute più vantaggiose le condizioni praticate ai mutuatari. Oltre a ciò, si è accresciuta l'importanza delle obbligazioni in sostituzione del credito bancario.

Nel quarto trimestre la crescita delle attività bancarie transfrontaliere verso i mercati emergenti è stata trainata soprattutto dal credito all'Europa emergente, mentre quello erogato alla regione Asia-Pacifico ha subito il primo calo da cinque trimestri a questa parte (grafico 2.2). A livello di intera area emergente, lo stock delle attività totali ha raggiunto a fine 2005 \$1,4 trilioni, con un aumento di \$230 miliardi sull'anno precedente. I tre quarti circa dei \$72 miliardi di incremento sul trimestre precedente sono affluiti all'Europa emergente, mentre gli impieghi verso Africa-Medio Oriente e America latina sono cresciuti in misura più modesta (di \$18 e 14 miliardi rispettivamente). Per l'America latina, nondimeno, si è trattato dell'aumento più ingente dal primo trimestre 1998. Per contro, i prestiti concessi da banche dichiaranti a prenditori dell'Asia-Pacifico sono calati di \$13 miliardi, in conseguenza della flessione delle attività nei confronti di banche in Cina, Malaysia, Taiwan (Cina)<sup>2</sup>, Corea e Thailandia.

In un'ottica di più lungo periodo, l'accresciuto indebitamento dei paesi dell'Europa emergente e dell'Asia-Pacifico ha sospinto il costante aumento dei crediti internazionali ai mercati emergenti. Di converso, i prestiti all'America latina non si sono ancora pienamente ripresi dal calo susseguito alla moratoria argentina. Il grafico 2.3, basato sulle statistiche BRI relative sia all'attività

I prestiti all'Europa emergente ...

... e all'Asia-Pacifico trainano la crescita a lungo termine delle attività ...

<sup>2</sup> Di seguito, Taiwan.

## Flussi bancari transfrontalieri alle economie emergenti

Variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA

	Posizioni delle banche <sup>1</sup>	2003	2004	2004	2005				Stock a fine dic. 2005
		Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale <sup>2</sup>	Attività	65,1	131,3	36,1	70,4	19,0	68,2	71,9	1 410,7
	Passività	71,7	201,8	23,6	61,8	62,6	115,4	78,9	1 721,7
Argentina	Attività	-8,5	-5,3	-0,7	-1,3	-2,4	0,4	-0,2	14,8
	Passività	-0,8	-0,4	-0,5	-0,1	0,6	-1,9	0,5	23,1
Brasile	Attività	-7,2	-7,4	-3,1	2,9	1,4	0,8	4,1	85,0
	Passività	14,2	-4,8	1,3	13,3	-9,4	-0,5	-5,3	49,2
Cina	Attività	13,5	24,0	3,2	10,0	-2,8	13,1	-4,7	105,5
	Passività	-6,6	25,8	-13,7	-3,0	6,7	5,2	13,0	137,7
Corea	Attività	-1,0	12,6	6,1	8,8	-2,7	4,0	-1,9	100,7
	Passività	7,3	13,8	-5,9	-4,5	-8,9	7,6	-0,7	48,2
Indonesia	Attività	-4,7	0,3	0,7	-0,7	1,8	-0,1	1,5	33,5
	Passività	0,2	-2,3	-0,6	0,1	0,6	1,4	0,9	13,1
Messico	Attività	-0,7	-0,9	-1,0	0,5	-3,2	-7,6	5,7	60,4
	Passività	6,2	-4,7	-1,6	-1,5	2,1	4,2	-1,2	60,0
Polonia	Attività	3,2	5,8	-0,2	5,6	2,4	4,2	0,9	55,6
	Passività	-0,1	11,0	4,2	2,0	1,3	0,9	0,2	34,1
Rep. ceca	Attività	3,7	2,8	3,2	0,6	-0,3	2,3	3,4	28,5
	Passività	-2,4	0,8	1,3	-0,9	2,3	0,3	4,7	16,9
Russia	Attività	12,1	8,9	7,6	3,3	1,9	6,4	17,0	91,3
	Passività	16,5	24,7	5,9	29,2	28,8	2,7	13,7	153,3
Sudafrica	Attività	-1,2	0,4	0,3	-0,2	3,5	-2,3	0,9	20,4
	Passività	9,5	6,8	0,1	0,7	1,8	4,1	-3,6	40,9
Thailandia	Attività	-1,7	0,2	-0,1	0,5	4,2	3,0	-2,3	25,3
	Passività	5,8	2,4	1,1	2,4	1,3	5,0	1,1	29,5
Turchia	Attività	5,3	9,0	1,5	3,0	3,0	5,4	10,6	75,6
	Passività	-0,4	6,9	2,0	-1,5	3,4	5,4	3,7	37,5
<i>Per memoria:</i>									
nuovi membri della UE <sup>3</sup>	Attività	20,9	30,4	11,6	15,0	8,0	14,6	16,1	217,5
	Passività	-0,5	17,5	8,9	0,8	1,8	8,2	9,7	101,4
membri dell'OPEC	Attività	-6,5	21,4	5,5	5,4	6,3	13,0	12,9	189,7
	Passività	-14,7	34,5	-4,2	8,2	28,1	47,8	18,4	383,4

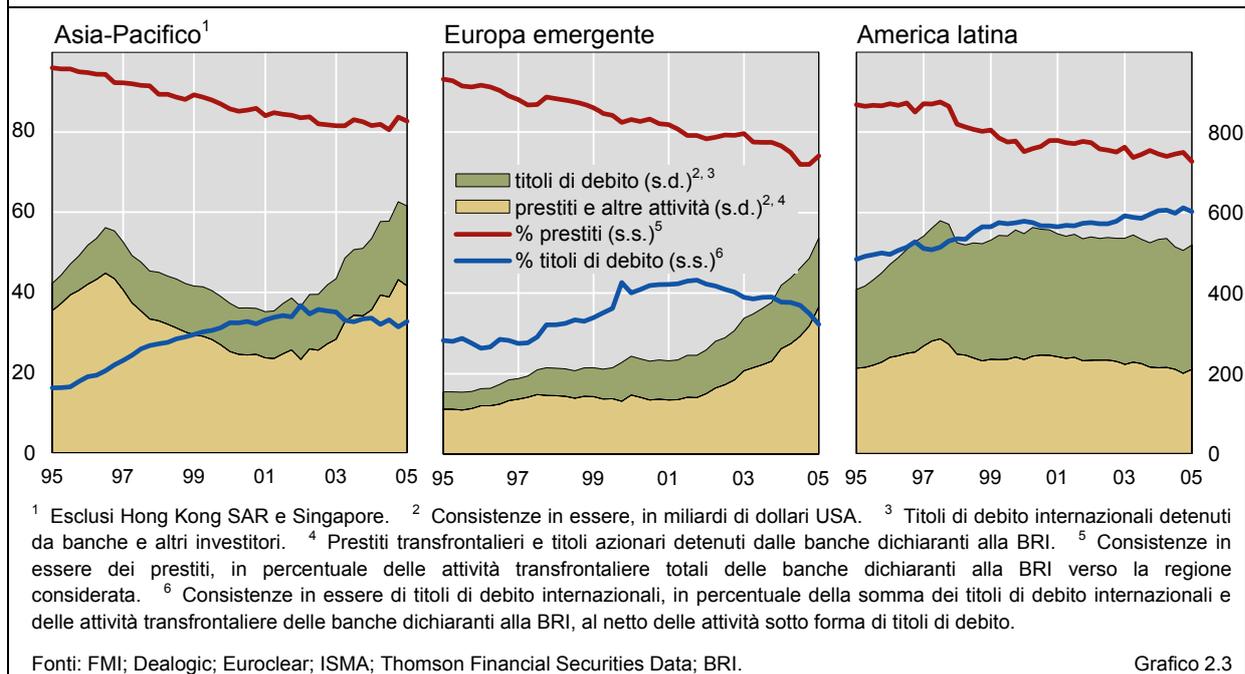
<sup>1</sup> Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. <sup>2</sup> Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri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

Tabella 2.2

bancaria sia ai titoli di debito, fornisce una stima del credito internazionale totale (ossia, finanziamenti bancari e obbligazionari) ai mercati emergenti<sup>3,4</sup>. Il

<sup>3</sup> Il grafico utilizza i dati sulle attività bancarie transfrontaliere e quelli sui titoli di debito internazionali. I primi vengono tratti dalle statistiche BRI su base locale, e ricomprendono i crediti intragruppo; i secondi includono tutte le emissioni in valuta estera da parte di residenti

## Composizione delle attività verso i mercati emergenti



credito internazionale affluito all'Asia-Pacifico e all'Europa emergente è aumentato del 74 e 130% rispettivamente dagli inizi del 2002, di riflesso al forte incremento delle nuove emissioni di titoli di debito e delle sottoscrizioni di prestiti consorziali (grafico 2.4)<sup>5</sup>. Per contro, lo stock di posizioni creditorie internazionali verso l'America latina a fronte di titoli di debito è rimasto pressoché costante dagli inizi del 2000, e quello a fronte di prestiti bancari è diminuito del 15% da metà 2001<sup>6</sup>. Tali dinamiche originano dal fatto che ai

e non residenti in un dato paese e tutte le emissioni in moneta nazionale lanciate su un dato mercato da non residenti. Vengono inoltre considerate come emissioni internazionali quelle in moneta nazionale effettuate sull'interno da residenti, qualora siano specificamente destinate a investitori non residenti.

<sup>4</sup> Il credito internazionale totale è dato dalla somma delle consistenze in essere di titoli di debito internazionali e attività bancarie transfrontaliere. Per evitare duplicazioni contabili, non si considerano le attività transfrontaliere sotto forma di titoli di debito. Questa misura sovrastima il credito internazionale totale effettivo nella misura in cui le emissioni obbligazionarie internazionali vengono acquistate da investitori interni, mentre potrebbe sottostimarle nel caso in cui gli investimenti transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI includessero titoli di debito classificati come interni.

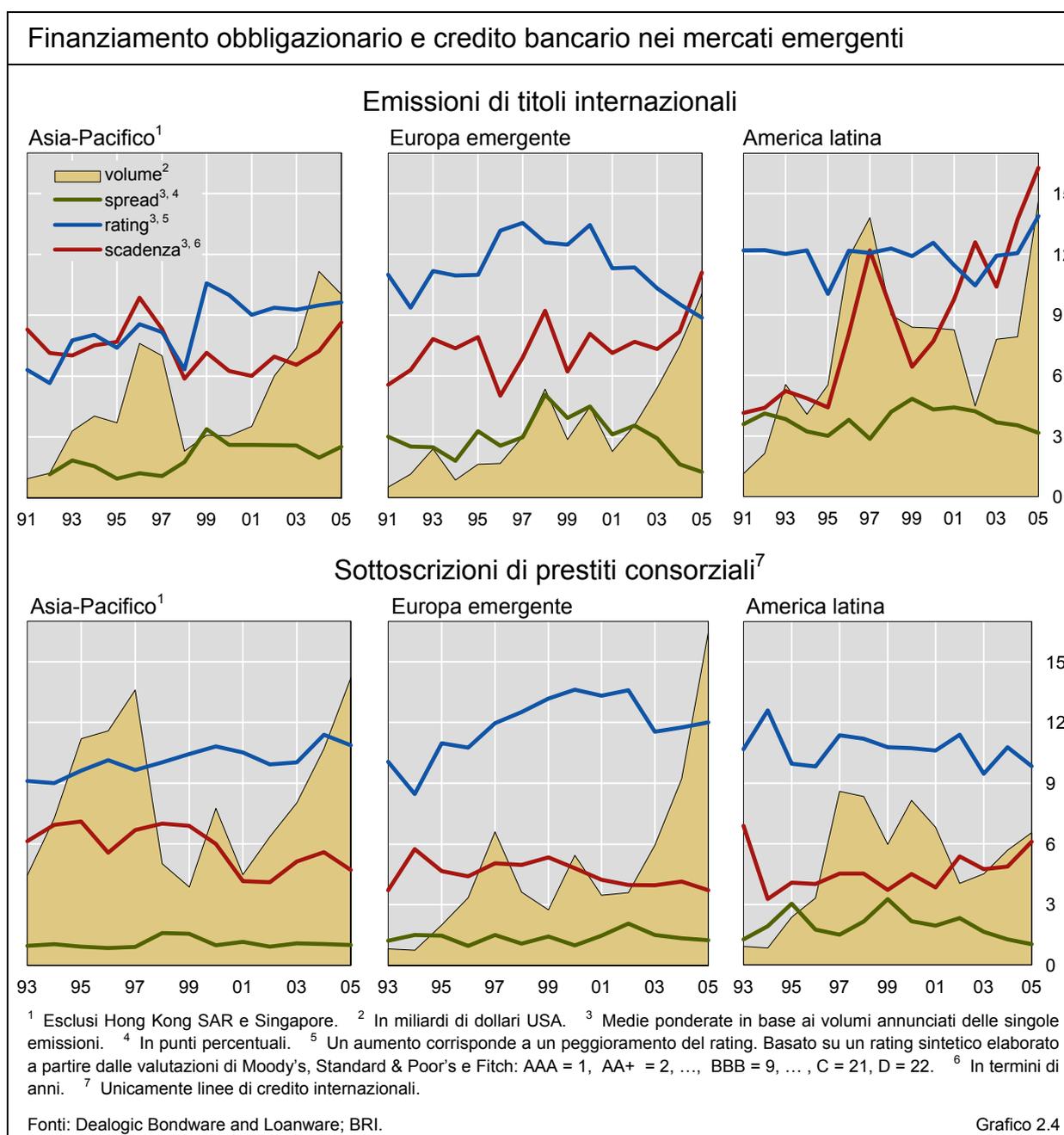
<sup>5</sup> In linea di principio, i prestiti consorziali internazionali costituiscono un sottoinsieme delle attività bancarie internazionali, che vengono compilate su base consolidata e includono sia gli impieghi transfrontalieri sia quelli sull'interno in valuta estera. Per un'analisi dei prestiti sindacati e del modo in cui si rapportano ai dati sul credito bancario internazionale, cfr. B. Gadanez e K. von Kleist, "Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2002, pagg. 69-78.

<sup>6</sup> Le banche dichiaranti situate in America latina hanno sostanzialmente accresciuto le loro attività in valuta locale verso residenti latinoamericani dal primo trimestre 2003. Per quanto possibile, l'analisi prescinde dalle attività negoziate localmente poiché: a) le statistiche bancarie BRI forniscono una scomposizione per strumento di tali attività solo per il 2005; in assenza di una disaggregazione tra prestiti bancari e disponibilità in titoli, la combinazione dei dati relativi alle due categorie comporterebbe una notevole duplicazione contabile dei titoli; b) è impossibile stabilire quanta parte dei titoli di debito interni sia detenuta da investitori residenti ovvero non residenti.

nuovi crediti internazionali affluiti alla regione (grafico 2.4, diagrammi di destra) si sono contrapposti a rimborsi e cancellazioni di ingente entità.

... e vengono concessi a condizioni migliori per i mutuatari

Il rischio di credito associato al debito dei mercati emergenti e il corrispondente compenso richiesto dagli investitori sembrano anch'essi aver subito un'evoluzione nel corso del tempo. I dati sulle nuove emissioni di titoli internazionali e sulle sottoscrizioni di prestiti sindacati indicano che man mano che il credito ai paesi emergenti è aumentato, il suo profilo di rischio è andato deteriorandosi (grafico 2.4). Ciò appare con maggior chiarezza nel caso dei titoli emessi da residenti dell'Asia-Pacifico e dell'America latina, che dal 2002 evidenziano in media un peggioramento del rating e un sostanziale allungamento delle scadenze. Nel contempo, gli spread sono calati in tutte le regioni emergenti, dal 2001 per le emissioni di titoli debitori e dal 2003 per i



prestiti consorziali. Tale fenomeno, unitamente a rating creditizi stabili o in calo e all'estensione delle scadenze, indica che il credito internazionale è stato concesso a termini sempre più vantaggiosi per i mutuatari dell'area emergente (per un'ulteriore analisi sul prezzo dei prestiti sindacati allestiti per questi mutuatari e delle emissioni obbligazionarie da loro effettuate, cfr. il riquadro a fine capitolo).

Parallelamente a questi sviluppi, il finanziamento obbligazionario è andato a sostituirsi al credito bancario. Questa evoluzione risulta più pronunciata nell'Asia-Pacifico, dove la quota dei titoli di debito sul credito internazionale totale è raddoppiata, dal 16% di fine 1995 al 32% di fine 2005 (grafico 2.3)<sup>7</sup>. In America latina, dove il finanziamento obbligazionario predomina almeno dal 1995, tale quota è aumentata nello stesso periodo di 12 punti percentuali, al 60%. Nell'Europa emergente essa si è impennata dal 28 al 42% tra fine 1995 e fine 2002, per poi calare e collocarsi al 32% nell'ultimo trimestre 2005.

La composizione delle attività delle banche dichiaranti ha rispecchiato questo generale spostamento verso il finanziamento obbligazionario. La quota dei prestiti sul totale dei crediti transfrontalieri ha infatti seguito un andamento calante in tutte e tre le regioni emergenti, e in particolare in Europa, dove è passata dal 92 al 73% tra fine 1995 e fine 2005 (cfr. grafico 2.3).

Le obbligazioni sono una fonte di finanziamento sempre più importante

## Le eccedenze dei paesi asiatici e il mercato bancario internazionale

La crescita del credito bancario ad alcuni mercati emergenti nel quarto trimestre 2005 è stata più che compensata da un aumento dei depositi di residenti della regione Asia-Pacifico presso banche dell'area dichiarante (grafico 2.2), che ha determinato su base complessiva un deflusso netto di fondi dalle economie emergenti. Le passività totali delle banche dichiaranti verso l'Asia-Pacifico sono cresciute di \$26 miliardi, a \$521 miliardi, nel quarto trimestre, sulla scia dell'aumento ancor più consistente (\$35 miliardi) registrato nel terzo. I residenti della Cina, soprattutto banche, hanno depositato fondi per \$13 miliardi, dopo aver collocato all'estero \$5 miliardi circa in ciascuno dei due periodi precedenti. I residenti di Taiwan, in massima parte soggetti non bancari, hanno effettuato depositi per \$9 miliardi, quelli dell'India per \$4 miliardi.

### *Una fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI*

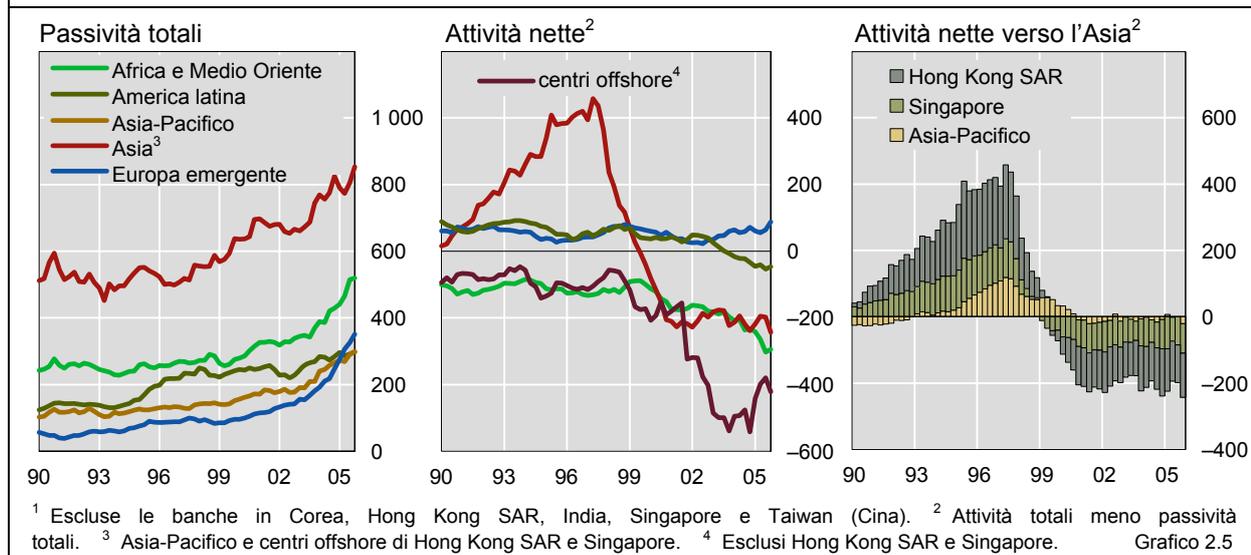
In questi ultimi anni i residenti asiatici hanno depositato sempre più spesso ingenti fondi presso le banche dichiaranti poiché i capitali affluiti alla regione e le eccedenze di conto corrente sono stati in parte reindirizzati nel sistema bancario internazionale. A oltre \$800 miliardi, lo stock di passività delle banche dichiaranti verso i residenti della regione Asia-Pacifico e dei centri offshore di Hong Kong e Singapore supera di molto quello nei confronti di residenti di altre

---

<sup>7</sup> Tali cifre potrebbero stimare per eccesso o per difetto la quota effettiva dei titoli sul credito internazionale totale, a seconda degli errori di misurazione (cfr. nota 4).

## Posizioni delle banche dichiaranti alla BRI<sup>1</sup> verso i paesi emergenti

In miliardi di dollari USA



aree emergenti (grafico 2.5, diagramma di sinistra)<sup>8</sup>. Esso è per giunta cresciuto di oltre il 40%, ossia di \$239 miliardi, da fine 1998.

Attività nette verso l'Asia-Pacifico stabili dal 2000

Tuttavia, la posizione *netta* delle banche dichiaranti alla BRI verso i residenti asiatici è rimasta relativamente stabile negli ultimi anni, giacché i depositi effettuati riaffluiscono alla regione sotto forma di prestiti bancari (cfr. la sezione precedente). Essendo le attività e le passività lorde cresciute in parallelo, lo stock di attività nette verso l'Asia risulta pressoché invariato da fine 2000. Nel periodo in esame, i fondi collocati dai residenti di Asia-Pacifico, Hong Kong e Singapore presso le banche dichiaranti esterne alla regione raggiungevano \$243 miliardi su base netta (grafico 2.5, diagramma centrale). Pur essendo di tutto rispetto, tale ammontare risulta nondimeno inferiore ai fondi netti depositati da residenti di altri centri offshore (specie i Caraibi) e di paesi esportatori di petrolio di Africa e Medio Oriente.

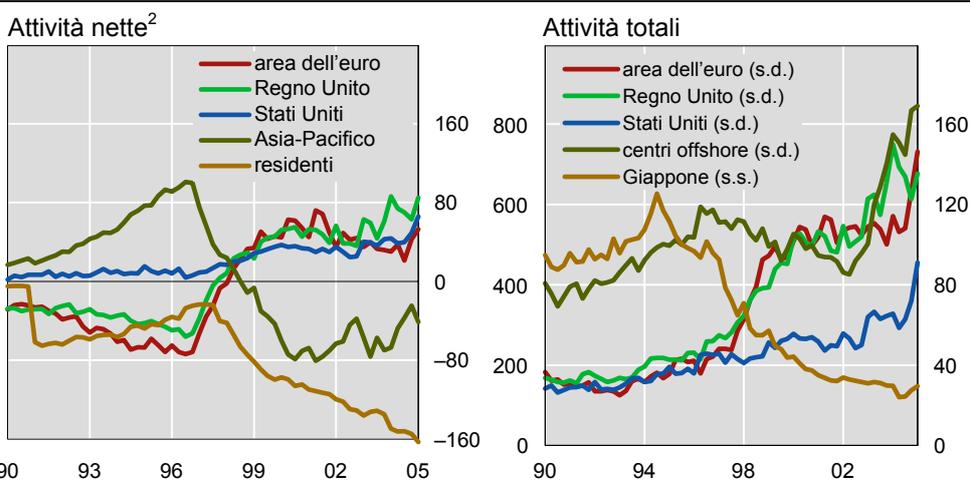
Le eccedenze asiatiche transitano per banche a Hong Kong e Singapore

Le banche a Hong Kong e Singapore svolgono un ruolo importante nel transito di capitali da e verso l'Asia-Pacifico. Prima della crisi asiatica, gli istituti operanti in questi centri finanziari costituivano un canale attraverso cui i residenti delle economie sviluppate trasferivano fondi alle economie asiatiche emergenti (grafico 2.6, diagramma di sinistra). A partire dalla crisi, tuttavia, questo flusso netto si è invertito: tali istituti hanno veicolato i fondi provenienti dai residenti di Asia-Pacifico, Hong Kong e Singapore verso residenti di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro. Alla fine del 2005 le attività totali verso i mutuatari di queste economie erano aumentate a \$373 miliardi, oltre il doppio del livello di fine 1998. Al tempo stesso, le loro posizioni creditorie nei confronti dei residenti del Giappone risultavano pari a \$148 miliardi circa, in calo rispetto ai \$600 miliardi abbondanti di metà 1995.

<sup>8</sup> Questo calcolo esclude le passività verso la regione segnalate da banche in Corea, Hong Kong, India, Singapore e Taiwan.

## Posizioni delle banche situate a Hong Kong SAR e Singapore<sup>1</sup>

In base alla regione della controparte, in miliardi di dollari USA



<sup>1</sup> Posizioni aggregate. <sup>2</sup> Consistenze totali di attività meno consistenze totali di passività.

Fonte: BRI.

Grafico 2.6

### Analisi degli investimenti esteri dell'Asia

Per quanto ingenti, le oscillazioni nei depositi presso le banche dichiaranti alla BRI rappresentano in realtà una quota piuttosto esigua degli investimenti esteri totali dell'Asia. Una misura degli investimenti finanziari complessivi sull'estero di un paese – i “fondi investiti” – è data dalla variazione delle sue riserve totali più i deflussi finanziari lordi, ossia gli investimenti diretti esteri (IDE), gli investimenti lordi di portafoglio e gli altri investimenti<sup>9</sup>. Si stima che i fondi complessivamente investiti nel periodo 1999-2005 dai principali paesi asiatici<sup>10</sup> si situino intorno ai \$2,8 trilioni (grafico 2.7, diagramma di sinistra). Nel contempo, il tasso di investimento finanziario all'estero dell'Asia, dato dal rapporto tra fondi investiti e fondi totali ricevuti su base lorda<sup>11</sup>, è aumentato negli anni più recenti a quasi il 20%, contro il 10-15% del 2002, indicando che gli afflussi finanziari lordi alla regione hanno superato la spesa per importazioni<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> In alternativa, l'identità di bilancia dei pagamenti implica che i fondi investiti equivalgano alla somma degli avanzi di parte corrente e degli afflussi finanziari lordi. Per certi paesi alcuni dati di bilancia dei pagamenti non sono disponibili, e sono stimati per estrapolazione da periodi precedenti. L'analisi non considera le attività e passività a fronte di strumenti derivati.

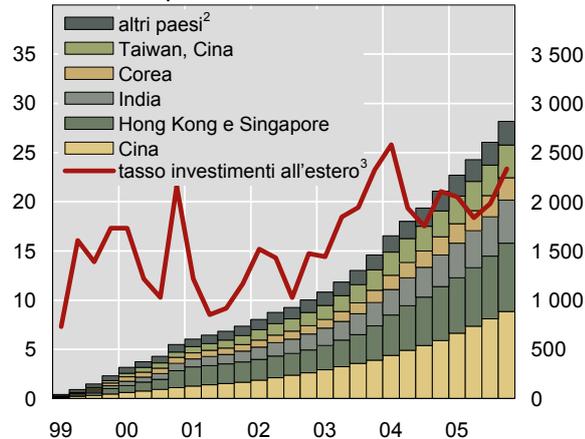
<sup>10</sup> Ai fini della presente analisi, si considerano come “principali paesi asiatici” Cina, Corea, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Filippine, Singapore, Taiwan e Thailandia.

<sup>11</sup> I fondi totali ricevuti sono dati dalla somma dei redditi lordi del conto corrente (esportazioni lorde di beni e servizi, redditi lordi sugli investimenti all'estero e trasferimenti correnti lordi dall'estero) e dei flussi lordi di passività del conto finanziario (investimenti diretti dall'estero, investimenti di portafoglio lordi e altre passività per investimenti).

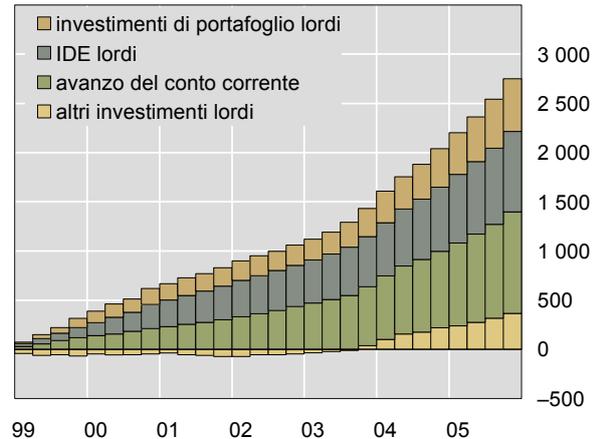
<sup>12</sup> Vi è una notevole eterogeneità fra paesi. Il saggio medio di investimento all'estero della Corea da fine 1998 è del 13%, mentre quelli di Cina e India sono pari rispettivamente al 22 e al 43%.

## Fondi investiti dall'Asia<sup>1</sup>

In base al paese investitore



Fonte dei fondi investiti<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Variazione delle riserve più investimenti di portafoglio lordi, IDE e altri investimenti, cumulati da fine 1998; in miliardi di dollari USA. <sup>2</sup> Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. <sup>3</sup> Calcolato come rapporto fra i fondi investiti e la somma dei fondi totali ricevuti dall'estero su base lorda, comprendenti esportazioni totali, altri redditi dall'estero e afflussi finanziari lordi; aggregato di tutti i paesi asiatici. <sup>4</sup> Scomposizione dei flussi finanziari verso l'Asia.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

Grafico 2.7

L'accumulo di riserve è all'origine dei fondi investiti ...

Per definizione, i fondi investiti si presentano come attività verso il resto del mondo, sotto forma di acquisti di titoli esteri (azioni e obbligazioni), IDE e depositi presso banche straniere. Il diagramma di sinistra del grafico 2.8 scompone i fondi investiti stimati per l'Asia nella variazione delle riserve valutarie ufficiali e nelle varie componenti del conto finanziario, secondo l'identità fondamentale della bilancia dei pagamenti. Fino a oggi gli investimenti ufficiali hanno rappresentato la componente di gran lunga maggiore dei fondi investiti da questi paesi. L'accumulo di riserve ha concorso per il 44% al totale dei fondi investiti su base cumulata da fine 1998. Questa percentuale fa capo in gran parte alla Cina, sebbene l'accumulo di riserve sia stato anche il principale fattore all'origine dell'aumento dei fondi investiti di Corea e Taiwan.

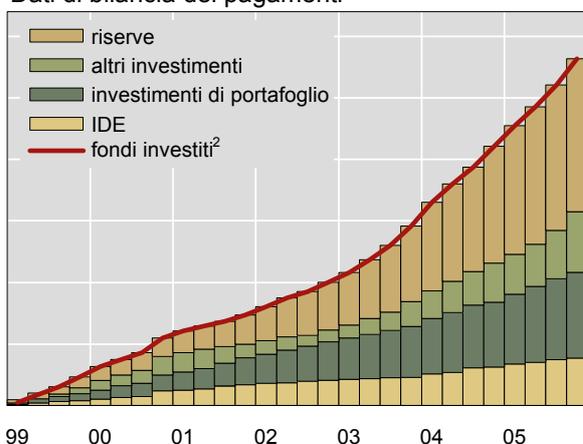
In linea teorica, gli investimenti intraregionali dovrebbero essere sottratti dai fondi investiti stimati per l'intera regione, così da ottenere una migliore approssimazione degli investimenti finanziari lordi asiatici nel resto del mondo. Purtroppo non sono disponibili dati esaurienti sui flussi intraregionali di investimenti di portafoglio e di IDE. Tuttavia, si possono utilizzare le statistiche bancarie BRI per isolare la porzione dei fondi investiti all'interno della regione che transitano attraverso il sistema bancario regionale. La linea blu spessa nel diagramma di destra del grafico 2.8 fornisce una stima dei fondi investiti dall'Asia al netto dei flussi intraregionali segnalati dalle banche situate in Corea, Hong Kong, India, Singapore e Taiwan<sup>13</sup>. I flussi bancari intraregionali cumulati tra fine 1998 e primo trimestre 2004 sono stati in realtà negativi, a causa della contrazione dei prestiti alla regione da parte di banche situate a

<sup>13</sup> Per le banche situate in questi cinque paesi dichiaranti, i flussi cumulati di attività verso il resto della regione sono sottratti dai fondi investiti. Analogamente, sono sottratti i flussi cumulati di passività provenienti da altri paesi della regione.

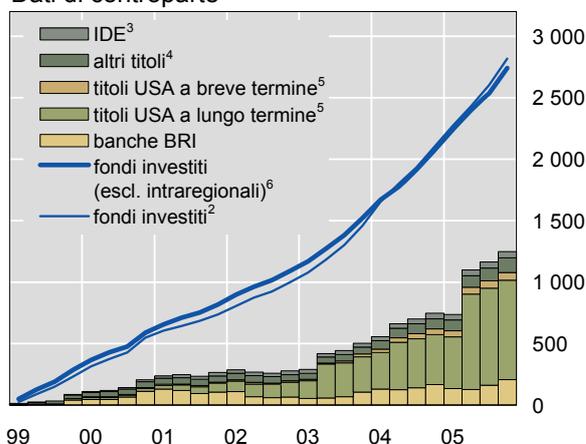
## Analisi dei fondi investiti dall'Asia<sup>1</sup>

Flussi cumulati da fine 1998

### Dati di bilancia dei pagamenti



### Dati di controparte



<sup>1</sup> Fondi investiti da Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>2</sup> Definiti come la somma fra variazioni delle riserve, IDE, investimenti di portafoglio e altri investimenti lordi. <sup>3</sup> IDE cumulati verso Australia, Francia, Germania, Giappone, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. I dati per il 2004 e il 2005 sono parzialmente stimati. <sup>4</sup> Investimenti di portafoglio cumulati verso Germania e Giappone. <sup>5</sup> Stimati in base ai dati TIC USA. <sup>6</sup> Fondi investiti al netto dei flussi intraregionali transitati per le banche in Corea, Hong Kong SAR, India, Singapore e Taiwan (Cina).

Fonti: Bank of Japan; Tesoro statunitense; FMI; UNCTAD; BRI.

Grafico 2.8

Hong Kong e Singapore all'indomani della crisi asiatica. A partire da metà 2004, con la ripresa dei finanziamenti alla regione, tali flussi sono tornati in positivo. Quindi, i fondi investiti *al netto dei flussi bancari intraregionali* cumulati fino agli inizi del 2004 sono stati di fatto leggermente superiori (di circa \$90 miliardi nel 2002) alla stima ricavata in base alle sole statistiche di bilancia dei pagamenti.

La parte rimanente del richiamato diagramma, che combina varie fonti di dati di *controparte*, fornisce indicazioni sulla destinazione dei fondi investiti dai residenti asiatici. Tali dati includono stime degli investimenti di portafoglio in Giappone e negli Stati Uniti, degli IDE affluiti agli Stati Uniti e ad altri paesi sviluppati, nonché dei depositi collocati presso le banche dichiaranti su scala mondiale<sup>14</sup>. Presi congiuntamente, questi dati rappresentano quasi il 46%, ossia \$1,25 trilioni, dei fondi complessivamente investiti dall'Asia (al netto dei flussi bancari intraregionali) dalla fine del 1998.

I fondi investiti dall'Asia *individuati* sono stati in gran parte indirizzati all'acquisto di titoli USA. Le disponibilità in titoli USA a breve e a lungo termine accumulate dai residenti asiatici da fine 1998 a fine 2005 sono stimate in \$871 miliardi, ossia il 32% dei fondi investiti. Per contro, una quota

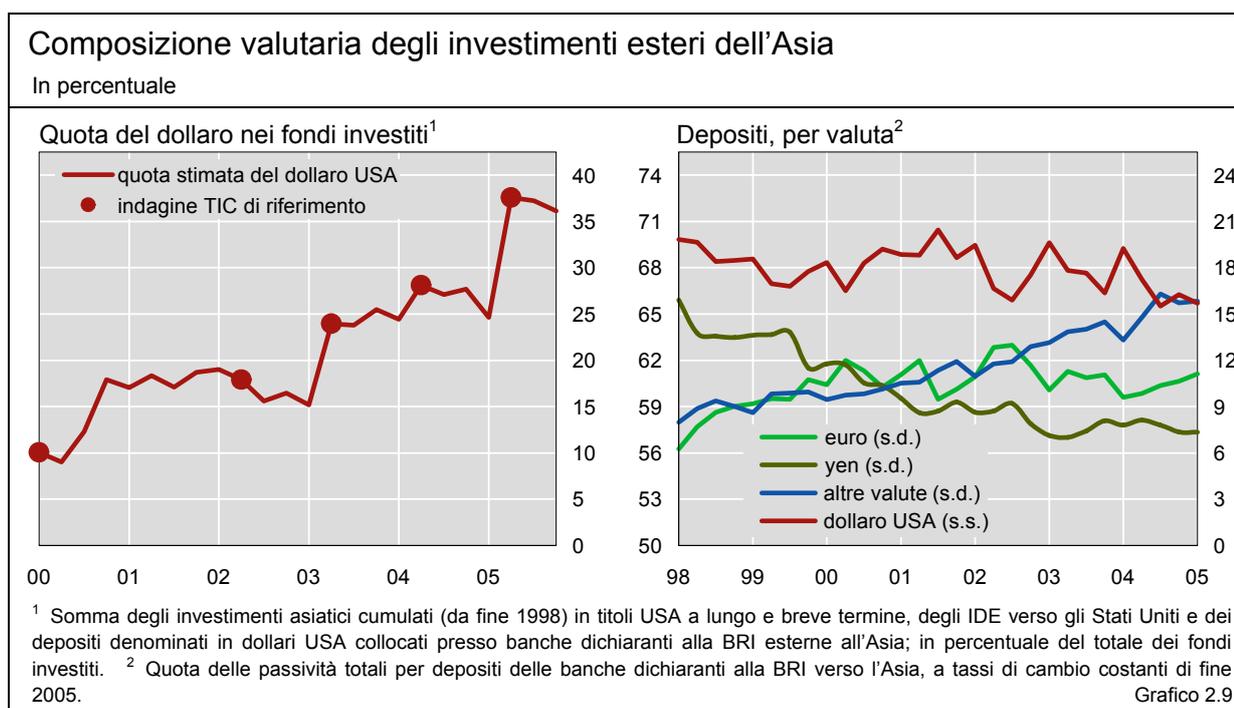
... destinati all'acquisto di titoli USA ...

<sup>14</sup> Gli investimenti in titoli USA vengono stimati utilizzando i dati TIC sulle transazioni e quelli sulle disponibilità totali di titoli a lungo e a breve termine segnalate nelle indagini di riferimento. Per i titoli a lunga, lo stock totale di disponibilità dei principali paesi asiatici viene stimato partendo dal dato delle indagini e considerando le successive variazioni desunte dai dati TIC sugli acquisti netti cumulati. Gli investimenti cumulati vengono quindi calcolati sottraendo lo stock di disponibilità di titoli a lungo termine a fine 1998. Per i titoli a breve, le disponibilità vengono stimate ipotizzando un valore pari a 0 per il 1995 e procedendo poi per interpolazione tra le date delle indagini di riferimento. Gli investimenti in titoli a breve cumulati dal 1998 vengono quindi calcolati sottraendo le disponibilità stimate a fine 1998.

relativamente esigua di tali fondi è stata depositata presso banche dichiaranti alla BRI: tra fine 1998 e il primo trimestre 2001 l'incidenza di tali depositi sul totale dei fondi investiti aveva raggiunto il 20%, ma a fine 2005 risultava inferiore al 10%.

... che accresce la quota stimata del dollaro sugli investimenti cumulati

Combinando le statistiche bancarie BRI con i dati TIC e quelli sugli IDE statunitensi è possibile ottenere una stima della quota del dollaro USA sui fondi complessivamente investiti dall'Asia. Si tratta senza dubbio di una stima per difetto, visto che gli investitori asiatici possono acquisire titoli denominati in dollari non rientranti in queste statistiche. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico 2.9, a fine 2005 quasi il 40% dei fondi investiti dall'Asia cumulati dalla fine del 1998 era investito in dollari, contro il 20% circa nel 2002<sup>15</sup>. Nell'arco dello stesso periodo la quota del dollaro sullo stock dei depositi di residenti asiatici presso banche dichiaranti alla BRI è rimasta piuttosto stabile, oscillando tra il 65 e il 70% dalla fine del 1998 (grafico 2.9, diagramma di destra). Per converso, la quota di depositi in yen è calata da circa il 15% di fine 1998 al 7% di fine 2005.



<sup>15</sup> I punti nel diagramma di sinistra del grafico 2.9 indicano le date delle indagini TIC di riferimento. Tali indagini cercano di ricondurre le disponibilità di titoli USA acquistati attraverso conti terzi alla residenza dell'acquirente originario e, pertanto, comportano variazioni discrete delle disponibilità stimate di titoli USA.

## Caccia al rendimento nei mercati emergenti: indicazioni dagli spread all'emissione su prestiti e obbligazioni

Blaise Gadanecz

Spesso nei periodi di bassi tassi di rendimento e di interesse gli investitori in cerca di remunerazioni più elevate finanziano prenditori di qualità non bancaria e mercati emergenti. Nel 2005 i prestiti sindacati e le emissioni obbligazionarie di questi mercati hanno raggiunto livelli record (rispettivamente \$200 e 231 miliardi). La maggiore propensione al rischio degli investitori ha forse abbassato gli spread più di quanto giustificato dal miglioramento dei fondamentali? Questo riquadro offre uno schema di analisi empirica del prezzo all'emissione di prestiti e obbligazioni, concludendo che gli spread applicati ai mutuatari emergenti sono scesi ben al disotto dei livelli pronosticabili in base ai fondamentali, in linea con l'aumento della propensione al rischio.

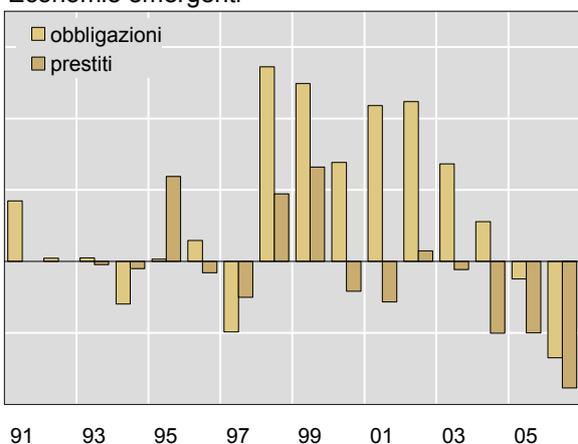
Il ruolo della propensione al rischio è valutato raffrontando gli spread effettivi su prestiti e obbligazioni nel mercato primario con quelli previsti da un modello di regressione<sup>①</sup> che esprime gli spread in funzione del livello dei tassi di interesse a breve al momento della sottoscrizione, del merito di credito del mutuatario e delle microcaratteristiche dei singoli prestiti<sup>②</sup>.

Lo scarto medio annuo (ponderato per il volume dell'operazione) fra gli spread effettivi e quelli previsti è risultato negativo nelle economie sia emergenti sia industrializzate nel 2004 e nel 2005 (cfr. grafico)<sup>③</sup>. Nel primo trimestre 2006 esso è ridivenuto positivo nei paesi industrializzati, indicando forse una svolta nel ciclo creditizio, mentre nei mercati emergenti è rimasto negativo e ha continuato ad ampliarsi, specie per l'Asia e l'Europa orientale<sup>④</sup>, raggiungendo in media 100 punti base. Lo scarto risulta maggiore di quello osservato all'epoca del precedente massimo calo degli spread nel 1997.

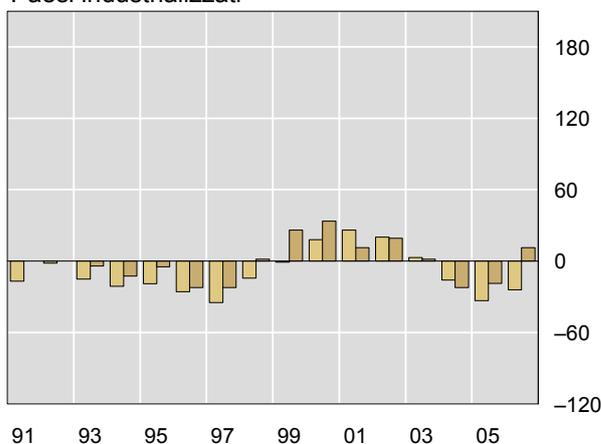
### Prezzo del rischio nei mercati dei prestiti consorziali e obbligazionari

Scarto di prezzo medio<sup>1</sup>

Economie emergenti



Paesi industrializzati



<sup>1</sup> Media, ponderata in base al volume dell'operazione, delle differenze (in punti base) tra gli spread effettivi (su obbligazioni o prestiti) e quelli ricavati dal modello di regressione. Una cifra negativa indica che gli spread di mercato sono inferiori a quelli desunti dal modello. Per il 2006, unicamente dati del 1° trimestre.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico A

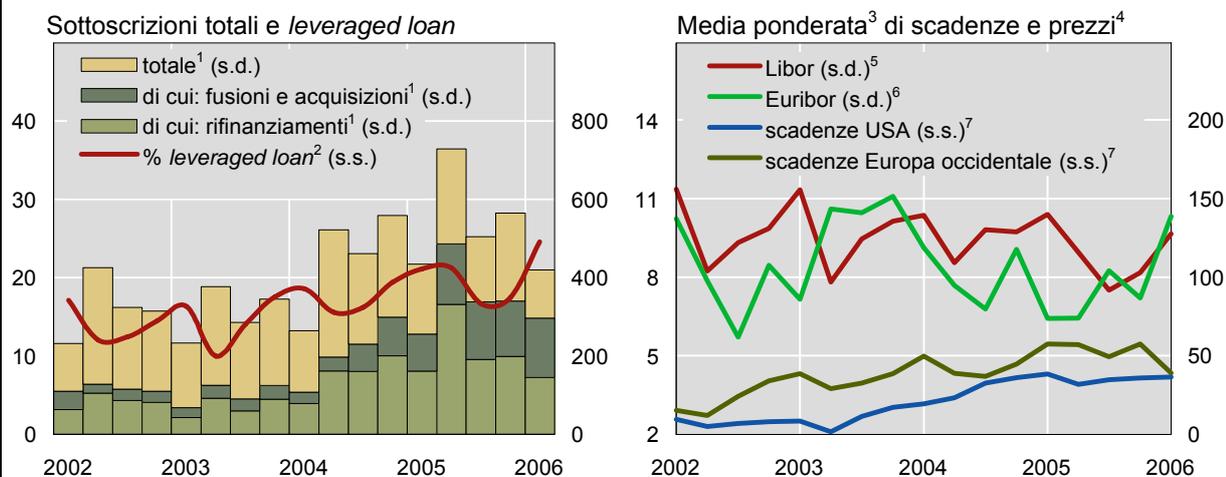
<sup>①</sup> Cfr. la 75<sup>a</sup> Relazione annuale della BRI, 2005, pag. 146, per una discussione della metodologia e dei risultati a livello mondiale fino al 1° trimestre 2005. Per un'analisi delle varie determinanti degli spread sui prestiti sindacati nei mercati emergenti, cfr. per esempio Y. Altunbaş e B. Gadanecz, "Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits", *BIS Working Papers*, n. 132, Basilea, luglio 2003. <sup>②</sup> Le previsioni sono interne al campione e stimate sui periodi 1991-2006 per le obbligazioni e 1993-2006 per i prestiti. La regressione considera vari fattori discussi in letteratura: entità e scadenza del prestito, garanzie personali e reali, rischio valutario (valuta del prestito diversa da quella del mutuatario), rating del mutuatario e tassi di interesse a breve al momento della sottoscrizione. I valori R<sup>2</sup> corretti sono pari a 0,60 per le obbligazioni e a 0,53 per i prestiti. <sup>③</sup> Dal 1991 lo scarto fra differenziali effettivi e desunti dei mercati emergenti è significativamente superiore (di circa cinque volte) a quello dei paesi industrializzati. Anche i residui sono maggiori per i mercati emergenti se normalizzati per la media e la deviazione standard degli spread effettivi al fine di tener conto della diversa volatilità dei differenziali nelle economie industrializzate ed emergenti. <sup>④</sup> Lo scarto negativo è più pronunciato per i prestiti, verosimilmente perché nel caso delle obbligazioni è maggiore la probabilità che la disciplina di mercato riporti gli spread su valori più in linea con i fondamentali.

## Svilupi sul mercato dei prestiti sindacati nel primo trimestre 2006

Nel primo trimestre 2006 l'attività sul mercato internazionale dei prestiti sindacati è stata modesta. Le nuove sottoscrizioni sono ammontate a \$418 miliardi, in calo del 26% sul periodo precedente, ma di appena il 3% sul corrispondente periodo del 2005. Nei primi tre mesi dell'anno i volumi sono solitamente contenuti; su base destagionalizzata la raccolta è di fatto cresciuta del 3%. Il trimestre in rassegna si è caratterizzato per il rialzo degli spread sui mercati primari europeo e statunitense e per il vigore dei segmenti dei prestiti a mutuatari con elevati indici di indebitamento (c.d. *leveraged loan*) e di quelli collegati a fusioni e acquisizioni.

Nei paesi industrializzati si è osservato un ampliamento degli spread per i mutuatari di tutte le categorie di merito di credito, europei e statunitensi, nonché un calo delle scadenze europee, forse i primi segnali di una possibile svolta nel ciclo del credito. L'attività nei segmenti di *leveraged loan* e operazioni collegate a fusioni è stata senza precedenti, alimentata probabilmente dalla domanda di finanziamenti di investitori in *collateralised loan obligation*. I prestiti a mutuatari con indici di indebitamento alti o altissimi<sup>1</sup>, spesso privi di clausole di salvaguardia o garanzie, hanno toccato la quota record del 25% (cfr. grafico). Tra di essi, quelli erogati a soggetti statunitensi presentavano spread medi piuttosto bassi rispetto ai trimestri precedenti (230 punti base sul Libor), mentre i differenziali per i prenditori europei hanno raggiunto il massimo di 350 punti base sull'Euribor. La percentuale di operazioni connesse a LBO e a fusioni è stata eccezionalmente elevata (rispettivamente il 9 e il 36% del totale, in base agli importi), con un'attività particolarmente intensa nei settori sanitario e telecom<sup>2</sup>. Le operazioni di rifinanziamento sono invece scese al 34%. Gli spread medi sul Libor per i prestiti a soggetti di paesi industrializzati collegati a fusioni e acquisizioni sono scesi a 129 punti base.

## Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali



<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>2</sup> Prestiti erogati a mutuatari con indici di leva elevati o elevatissimi. <sup>3</sup> In base all'ammontare dell'operazione. <sup>4</sup> Spread più commissioni. <sup>5</sup> Prestiti denominati in dollari USA, con prezzo fissato rispetto al Libor e concessi a mutuatari statunitensi, in punti base. <sup>6</sup> Prestiti denominati in euro, con prezzo fissato rispetto all'Euribor e concessi a mutuatari dell'Europa occidentale, in punti base. <sup>7</sup> In termini di anni.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico B

<sup>1</sup> Concesse a mutuatari che, prima o dopo l'operazione, presentano un elevato rapporto passività/capitale proprio, tipicamente superiore all'unità. <sup>2</sup> Le statistiche BRI comprendono solo due tranches (per complessivi \$8 miliardi) del prestito di \$21 miliardi erogato a Time Warner Inc. a fini di fusione, poiché la parte restante corrisponde alla rinegoziazione a nuove condizioni di una linea di credito in essere (non coperta dalla metodologia). I dati non comprendono neanche l'operazione di €32 miliardi, non ancora sottoscritta all'epoca della rilevazione, a favore dell'azienda energetica tedesca E.ON per l'acquisto di Endesa.

Le sottoscrizioni di prenditori giapponesi hanno raggiunto un nuovo massimo, verosimilmente per l'aumento degli scambi sul mercato secondario. Esse sono ammontate a \$18 miliardi, di cui quasi la metà è andata tuttavia a una succursale statunitense di Toyota tramite un prestito allestito sul mercato USA.

I prestiti a mutuatari dei mercati emergenti sono risultati in linea con i volumi del primo trimestre 2005. Il loro prezzo è stato basso, anche tenendo conto della loro rischiosità (cfr. il riquadro precedente). Le sottoscrizioni (\$27 miliardi) si sono concentrate in Asia e nell'Europa orientale. Particolarmente attive sono state le banche russe e indiane e le società di petrolio e gas naturale russe e coreane. I produttori taiwanesi di schermi a cristalli liquidi hanno ricevuto \$1,8 miliardi per la costruzione di nuovi impianti. La russa Lukoil ha rinnovato prestiti per \$2,1 miliardi. La raccolta latinoamericana è stata modesta, a \$1,7 miliardi.

### 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni lorde di obbligazioni e *note* sul mercato internazionale dei titoli di debito sono aumentate del 24% nel primo trimestre 2006, a \$1 221 miliardi (tabella 3.1). Si tratta di un livello record, che dimostra come i mutuatari abbiano continuato a beneficiare di un facile accesso ai mercati creditizi internazionali e di condizioni di finanziamento favorevoli. Un contributo importante a questa crescita è provenuto, sul piano geografico, dagli Stati Uniti, e su quello settoriale, dalle imprese. Sebbene ancora modesta rispetto a quella delle altre principali economie industrializzate, la raccolta lorda dei prenditori giapponesi ha segnato un netto recupero, raggiungendo valori prossimi al precedente massimo storico. I mutuatari dei mercati emergenti hanno continuato ad accrescere le loro emissioni lorde a un tasso sostenuto, pari al 19%, approfittando del costante calo degli spread.

In termini netti i collocamenti globali di obbligazioni e *note* sono aumentati del 9% nel trimestre in rassegna, a \$622 miliardi, il livello più alto mai registrato (tabella 3.2). Su base annua l'aumento è stato del 25% a livello mondiale, con tassi di crescita particolarmente elevati negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, pari rispettivamente al 126 e 45%. Le emissioni nette di prenditori giapponesi sono cresciute notevolmente, raggiungendo \$10,7 miliardi, un importo superiore al volume complessivo dei sei trimestri precedenti. La raccolta netta nell'area dell'euro ha segnato un rialzo più modesto, del 4%. Tuttavia, alla luce dell'intensa attività che ha contraddistinto l'ultimo trimestre 2005, tale risultato è comunque decisamente ragguardevole.

#### Vivace attività di emissione dei mutuatari statunitensi

Nonostante un quarto trimestre 2005 insolitamente attivo per gli emittenti statunitensi (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2006), nel primo trimestre 2006 i collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali di questi prenditori hanno registrato un rialzo del 34%, a \$327 miliardi. La loro raccolta netta è parimenti cresciuta, del 25%, a \$144 miliardi. Questi tassi di crescita risultano elevati persino su base destagionalizzata. A contribuire all'intensa attività è forse stato il desiderio dei mutuatari USA di assicurarsi un finanziamento a costi relativamente bassi in previsione di aumenti dei tassi di interesse, in un contesto di liquidità ancora abbondante a livello globale.

Intensa attività di emissione USA grazie a condizioni di finanziamento ancora favorevoli

Come già negli ultimi trimestri, le agenzie federali hanno avuto un ruolo di primo piano, essendo all'origine del 28% della raccolta lorda statunitense. Nondimeno, diversamente da quanto osservato di recente, non vi sono state grosse divergenze tra le agenzie: Freddie Mac ha emesso titoli internazionali per \$32 miliardi, Fannie Mae per \$31 miliardi (grafico 3.1). Sebbene simili in termini di dollari, questi valori corrispondono a un calo del 36% rispetto al trimestre precedente per Freddie Mac e a un aumento del 112% per Fannie Mae. Un andamento analogo ha caratterizzato la raccolta netta, scesa per Freddie Mac del 92%, a \$2,2 miliardi, e cresciuta invece da -\$12,8 a 5,1 miliardi per Fannie Mae. Quest'ultima agenzia è ridivenuta prenditrice netta di fondi, mentre la sua eccedenza patrimoniale ha continuato a crescere oltre il livello richiesto dall'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

Le agenzie federali continuano a essere in primo piano sul mercato statunitense

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e delle <i>note</i> internazionali							
In miliardi di dollari USA							
	2004	2005	2005				2006
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	3 289,0	3 839,4	1 077,3	978,7	798,0	985,5	1 220,8
Obbligazioni	1 779,5	2 045,4	596,6	516,7	434,1	498,1	704,8
<i>Note</i>	1 509,5	1 794,0	480,7	462,0	363,9	487,4	516,0
A tasso variabile	1 248,9	1 465,2	335,2	411,8	273,5	444,6	444,1
Ordinarie a tasso fisso	1 982,8	2 331,6	725,5	560,4	518,0	527,7	759,8
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	57,3	42,7	16,5	6,5	6,5	13,1	16,8
Dollaro USA	1 146,1	1 318,1	315,5	300,2	328,7	373,8	455,1
Euro	1 595,7	1 838,3	568,9	533,7	307,1	428,5	567,4
Yen	111,2	114,6	30,6	27,0	30,7	26,3	24,6
Altre valute	436,0	568,5	162,3	117,9	131,5	156,8	173,7
Paesi sviluppati	3 001,5	3 453,5	954,5	888,1	708,5	902,5	1 117,8
Stati Uniti	772,4	836,7	214,6	169,1	209,1	243,9	327,0
Area dell'euro	1 471,6	1 796,7	534,6	520,4	297,7	444,0	544,9
Giappone	62,0	53,7	13,8	12,4	17,2	10,3	23,9
Centri offshore	38,7	50,2	11,2	13,3	12,6	13,0	10,2
Mercati emergenti	151,7	229,8	83,3	49,1	47,2	50,2	59,6
Istituzioni finanziarie	2 678,4	3 176,9	842,1	814,6	684,0	836,1	978,6
Private	2 273,6	2 748,8	696,6	682,2	612,5	757,6	865,0
Pubbliche	404,8	428,0	145,5	132,5	71,6	78,5	113,6
Imprese	269,8	233,5	51,9	56,6	48,2	76,8	117,6
Private	232,6	203,1	48,5	44,2	40,2	70,1	113,6
Pubbliche	37,1	30,4	3,4	12,4	7,9	6,6	4,0
Governi	243,8	323,2	155,0	79,3	36,1	52,8	91,4
Organizzazioni internazionali	97,0	106,0	28,3	28,2	29,7	19,8	33,1
Emissioni perfezionate	3 292,6	3 826,1	1 017,0	1 021,2	775,5	1 012,3	1 148,6
<i>Per memoria: rimborsi</i>	<i>1 747,2</i>	<i>2 005,6</i>	<i>521,3</i>	<i>512,6</i>	<i>531,4</i>	<i>440,3</i>	<i>526,4</i>

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con *warrant* azionario.  
 Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.1

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

In miliardi di dollari USA

	2004	2005	2005				2006	Stock a fine marzo 2006
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 545,4	1 820,5	495,7	508,6	244,1	572,1	622,2	14 778,0
A tasso variabile	629,0	672,7	98,4	242,1	44,9	287,3	240,2	4 264,3
Ordinarie a tasso fisso	922,6	1 167,4	399,5	271,6	207,7	288,6	379,9	10 185,6
Collegate ad azioni	-6,2	-19,6	-2,2	-5,1	-8,5	-3,8	2,0	328,1
Paesi sviluppati	1 427,8	1 671,8	461,7	475,9	199,6	534,6	569,9	13 153,8
Stati Uniti	224,4	273,9	64,0	48,9	45,4	115,6	144,4	3 602,2
Area dell'euro	781,0	943,9	285,4	317,7	55,8	285,1	295,2	6 528,0
Giappone	17,4	5,9	4,8	-3,2	3,1	1,3	10,7	273,2
Centri offshore	19,0	26,9	2,8	8,4	8,8	6,9	5,2	179,3
Mercati emergenti	75,8	94,0	29,2	15,0	17,8	32,0	42,4	902,7
Istituzioni finanziarie	1 298,8	1 584,0	394,8	446,1	230,2	512,9	495,2	11 135,4
Private	1 089,6	1 393,4	318,1	369,1	219,6	486,6	445,8	9 502,8
Pubbliche	209,2	190,5	76,7	76,9	10,7	26,3	49,4	1 632,6
Imprese	73,6	58,3	7,8	13,6	-3,4	40,3	62,3	1 587,0
Private	55,8	57,2	15,9	6,7	-5,0	39,6	61,8	1 354,5
Pubbliche	17,8	1,1	-8,1	6,8	1,6	0,8	0,5	232,5
Governi	150,2	150,4	91,1	39,7	-0,7	20,3	60,0	1 513,5
Organizzazioni internazionali	22,8	27,8	2,0	9,3	17,9	-1,4	4,7	542,1

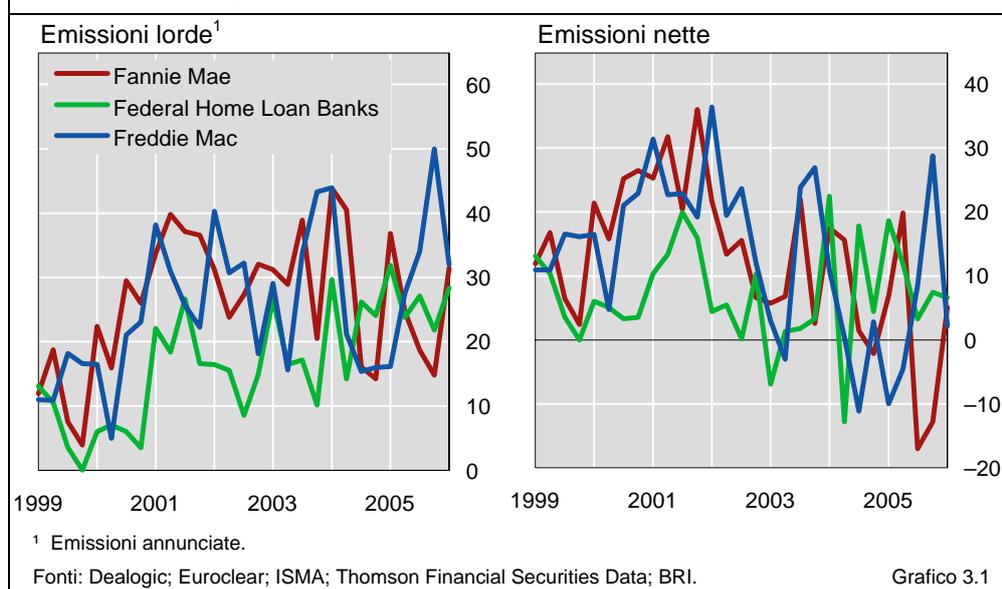
Fonti: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

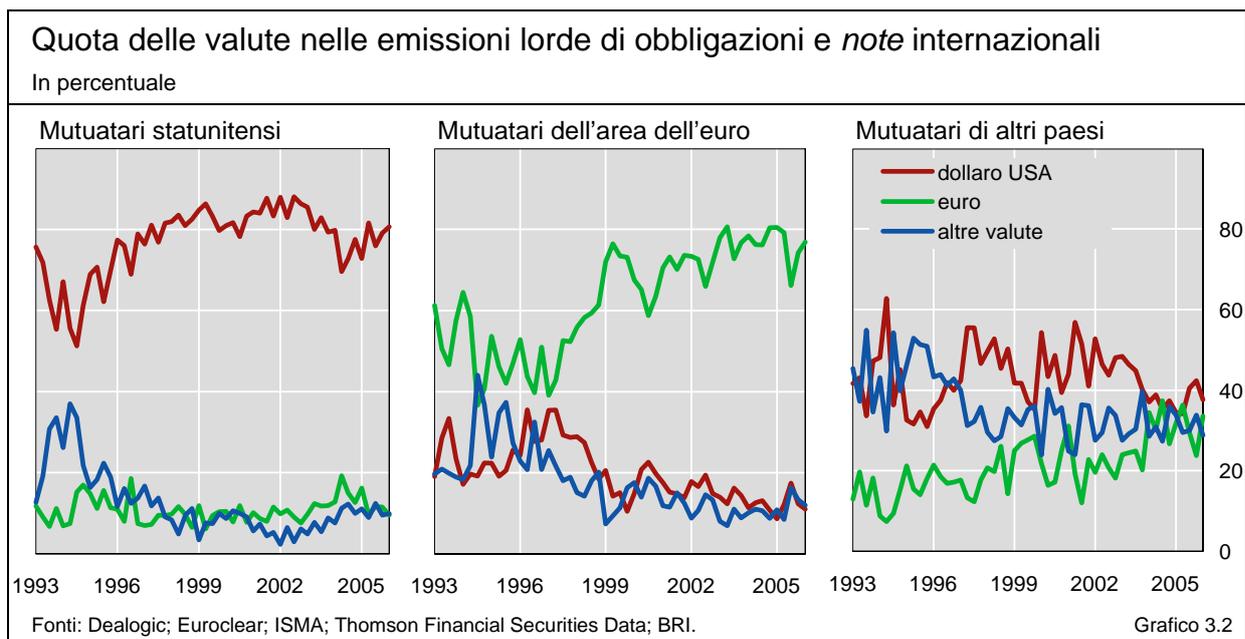
Tabella 3.2

Le agenzie hanno effettuato diversi nuovi collocamenti di importo molto elevato nel primo trimestre 2006. Ad esempio, Freddie Mac ha emesso tre *medium-term note* (MTN) con valore nominale di \$5 miliardi ciascuna e una

## Obbligazioni e note internazionali delle agenzie federali statunitensi

In miliardi di dollari USA





note del valore di \$4 miliardi. Nel caso di Fannie Mae la crescita della raccolta si è altresì accompagnata a un aumento del numero di operazioni.

Nonostante i timori di alcuni operatori per il rischio di un aggiustamento del dollaro USA, la quota di collocamenti obbligazionari internazionali in questa moneta è rimasta sostanzialmente stabile. Nel caso dei prenditori statunitensi, essa è leggermente aumentata, dal 79 all'81%, prevalentemente a scapito della quota in euro (grafico 3.2). Tuttavia, tra i residenti di altri paesi si è osservata la tendenza opposta. Di conseguenza la quota totale di emissioni in dollari USA sul mercato internazionale dei titoli di debito ha subito un calo solo lieve, dal 38 al 37%, mentre quella dei prestiti in euro è aumentata dal 43 al 46%. Proseguendo una tendenza già osservata, la parte di emissioni in yen ha subito un'ulteriore flessione, toccando il minimo storico del 2%.

Emissioni in dollari stazionarie, di fronte ai timori di un aggiustamento della valuta USA

## Impennata dell'indebitamento delle imprese

Sulla scia di un aumento del 59% nell'ultimo trimestre 2005, i collocamenti lordi di obbligazioni e note internazionali di imprese non finanziarie hanno messo a segno un ulteriore rialzo del 53% nel primo trimestre 2006, raggiungendo il livello record di \$118 miliardi. Anche su base netta l'incremento è stato straordinario (54%), portando le emissioni a \$62 miliardi. Questo vigore è ancor più significativo se si considerano i precedenti profili stagionali, in base ai quali la raccolta netta delle imprese nel primo trimestre è generalmente inferiore alla media<sup>1</sup>. All'aumento ha contribuito l'intensificarsi dell'attività di fusione e acquisizione, nonché la volontà dei mutuatari di assicurarsi tassi favorevoli<sup>2</sup>.

Raccolta record delle imprese ...

... con l'intensificarsi di fusioni e acquisizioni

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro "Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e note" nel capitolo "Il mercato internazionale dei titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005.

<sup>2</sup> Cfr. il "Quadro generale degli sviluppi", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

Si sono evidenziate diverse grandi operazioni, tra cui tre obbligazioni da \$3 miliardi ciascuna, due emesse da Cisco Systems (con scadenza a cinque e dieci anni) e una da Home Depot. Tra i collocamenti di prenditori non statunitensi si segnala quello della spagnola Telefónica Emisiones, che ha emesso una MTN in quattro tranche denominate in euro e sterline per un valore facciale di \$7 miliardi. Forse a indicare l'influsso di fusioni e acquisizioni sulla raccolta societaria, questa operazione si iscriveva all'interno di un programma in corso volto a raccogliere €15 miliardi di debito per rifinanziare una quota dell'acquisizione da parte di Telefónica dell'operatore britannico di telecomunicazioni O<sub>2</sub> (del controvalore di £17,8 miliardi). Più in generale, le imprese *high-tech* dei settori delle telecomunicazioni e dell'informatica sono state attive sul mercato internazionale, ottenendo finanziamenti per un totale di quasi \$30 miliardi, talvolta con operazioni superiori a \$1 miliardo.

### L'attività nell'area dell'euro rimane sostenuta

Restano vigorose le emissioni nell'area dell'euro ...

Nel primo trimestre le emissioni di obbligazioni e *note* internazionali di soggetti dell'area dell'euro sono aumentate in termini lordi del 23%, a \$545 miliardi, e in termini netti del 4%, a \$295 miliardi, di fronte all'intensificarsi delle aspettative di rialzi dei tassi da parte della BCE e al progressivo venir meno dell'appiattimento della curva dei rendimenti in euro. In tale contesto, i mutuatari dell'area sembrerebbero aver accresciuto gli sforzi per assicurarsi finanziamenti a buon mercato, come testimonia il balzo dal 49 al 63% della quota di emissioni a tasso fisso, che potrebbe tuttavia in parte ascrivere a fattori stagionali (grafico 3.3).

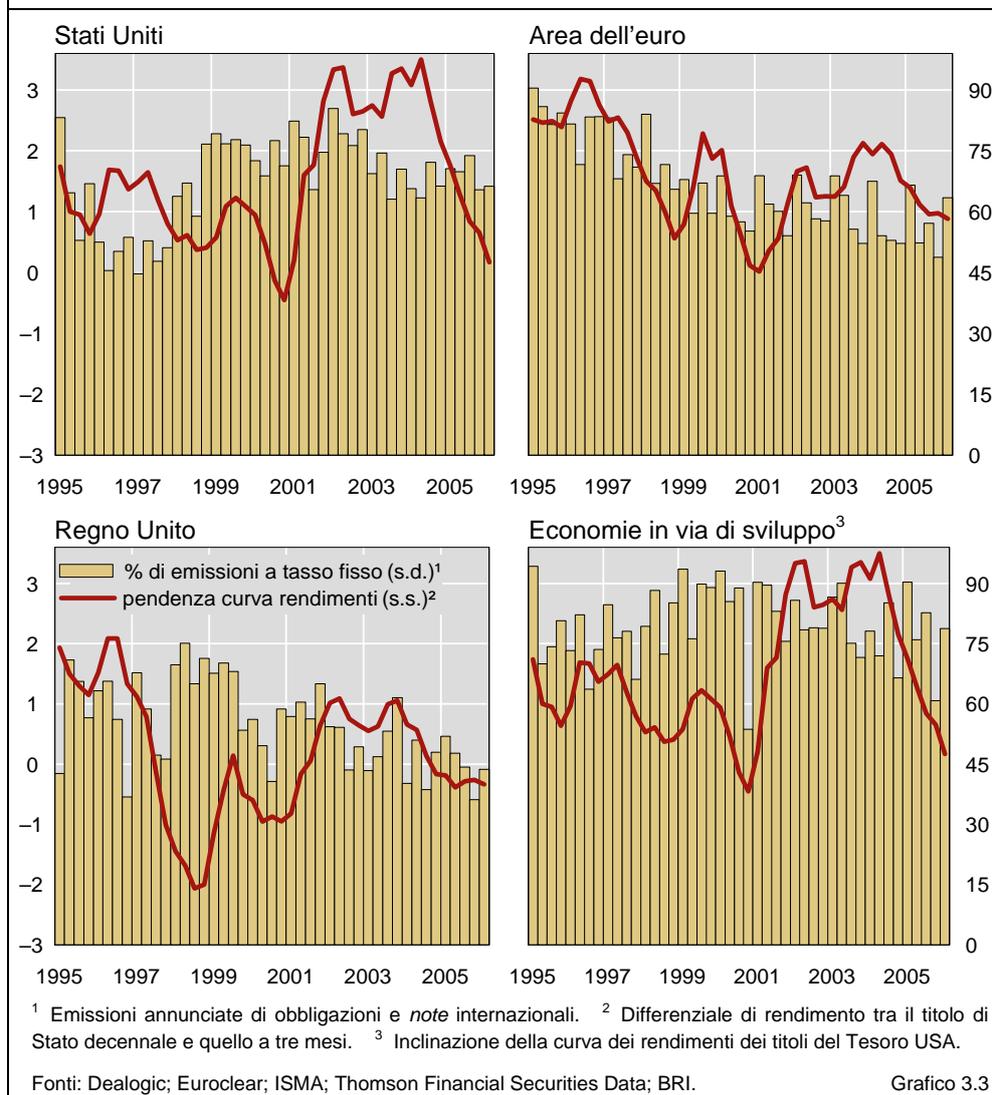
... sospinte principalmente dal settore pubblico tedesco ...

A livello di singoli paesi, è stata la Germania a registrare in termini assoluti il maggior incremento (pari a \$51 miliardi) della raccolta lorda, seguita dalla Spagna (\$32 miliardi). Alcune operazioni pubbliche di importo molto elevato hanno contribuito all'impennata delle emissioni tedesche. Nel trimestre in esame KfW Bankengruppe, istituzione finanziaria di proprietà statale, e la Repubblica federale di Germania hanno emesso ciascuna obbligazioni con valore facciale di €5 miliardi. Nello stesso periodo KfW ha collocato diversi altri titoli di debito internazionali, per un totale di oltre \$21 miliardi, ossia il 40% circa del suo obiettivo di finanziamento per il 2006. In Spagna sono stati i soggetti privati all'origine della maggior parte delle emissioni: quattro obbligazioni di ammontare unitario superiore ai \$3 miliardi sono state collocate da banche private. Sebbene le istituzioni finanziarie abbiano avuto un ruolo predominante tra i prenditori spagnoli, un emittente non finanziario di rilievo è stato Telefónica Emisiones, con l'operazione di \$7 miliardi summenzionata.

... e da quello privato spagnolo

## Emissioni obbligazionarie a tasso fisso e inclinazione della curva dei rendimenti

In percentuale

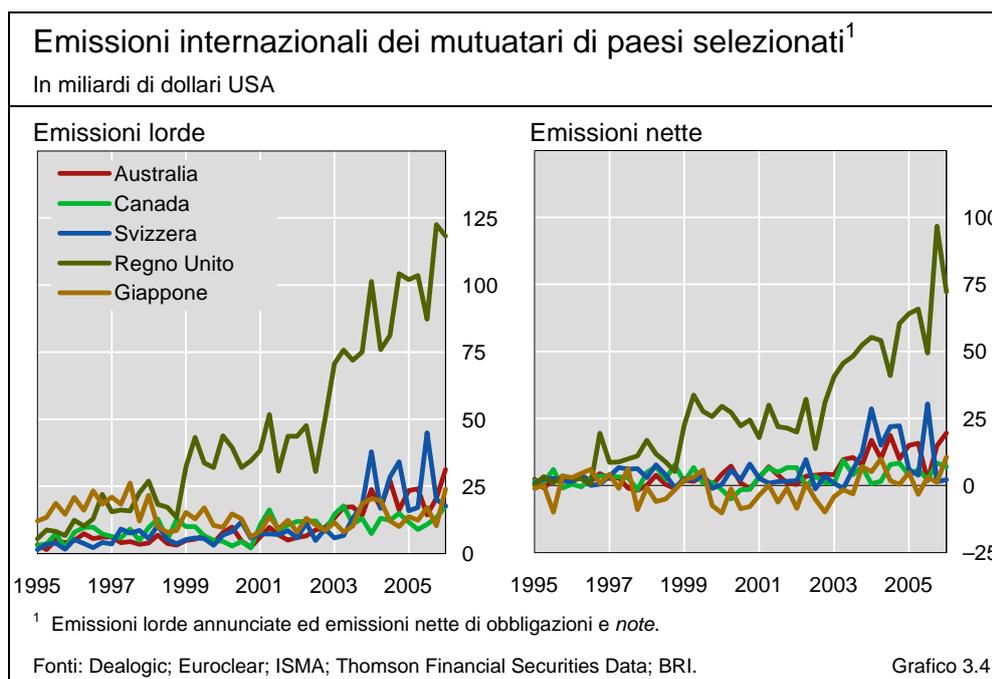


## Emissioni giapponesi in crescita

Dopo un periodo di scarsa presenza sul mercato delle obbligazioni e delle *note* internazionali, nel primo trimestre 2006 la raccolta dei mutuatari giapponesi ha segnato una marcata ripresa, su base sia lorda sia netta. Rispetto al trimestre precedente, le emissioni lorde sono aumentate del 133%, a \$23,9 miliardi, mentre quelle nette si sono ottuplicate, toccando i \$10,7 miliardi (grafico 3.4). Il recupero dei collocamenti nipponici ha coinciso con un periodo di notizie prevalentemente positive sull'economia del paese e con l'annuncio della fine della politica di allentamento quantitativo della Bank of Japan.

Come nei trimestri precedenti, la quasi totalità della raccolta è riconducibile alle istituzioni finanziarie, con il 91% dell'attività lorda, e la parte rimanente alle imprese di altro tipo. Le istituzioni finanziarie giapponesi hanno altresì perfezionato una serie di collocamenti di importo molto elevato, il più

Recupera la raccolta giapponese con il miglioramento delle prospettive economiche



ingente dei quali ammontava a \$4,2 miliardi. Degna di nota fra le operazioni riconducibili a imprese non finanziarie è stata l'emissione di quattro obbligazioni convertibili di ¥50 miliardi ciascuna (controvalore totale di \$1,7 miliardi) da parte di Keystone Capital Corporation, società veicolo finanziaria di Fuji Photo Film Co. A testimonianza forse della ripresa degli investimenti societari in Giappone, i ricavi di quest'operazione sono stati destinati all'ampliamento della capacità produttiva di Fuji.

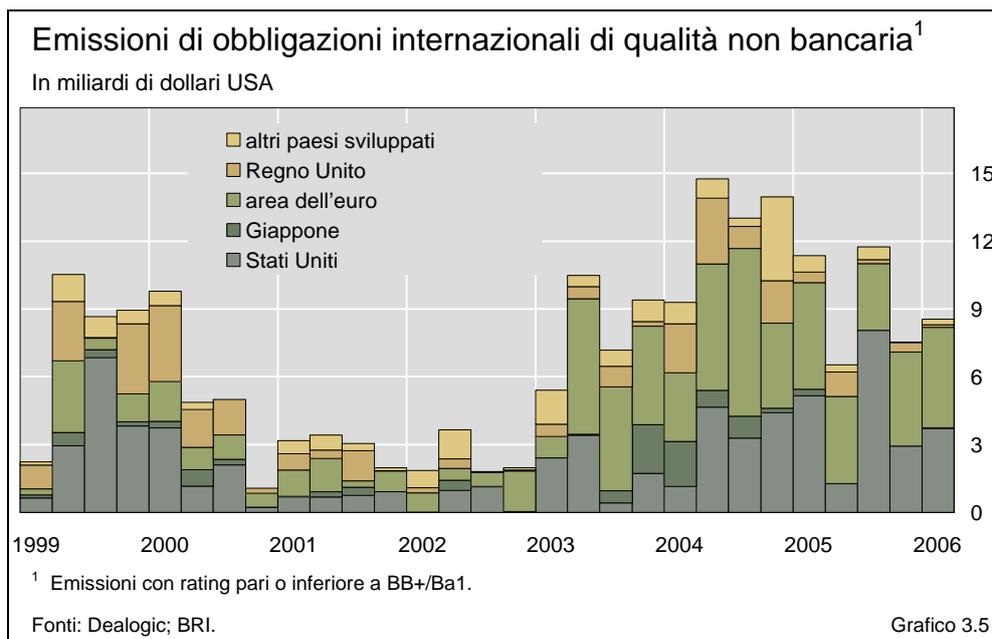
Oltre a incrementare l'attività sul mercato obbligazionario internazionale, i mutuatari nipponici hanno significativamente ridotto (dal 43 al 32%) l'indebitamento in yen – sceso a uno dei livelli più bassi degli ultimi 10 anni –, mostrando una crescente preferenza per l'euro. Ciò potrebbe parzialmente riflettere la variazione del vigore relativo della moneta europea nei confronti dello yen, in quanto generalmente la raccolta si intensifica nelle valute che si apprezzano<sup>3</sup>.

Come in altre economie sviluppate, nel Regno Unito i mutuatari hanno lievemente ridotto le emissioni dopo un quarto trimestre particolarmente attivo (grafico 3.4). I prenditori australiani sono stati al contrario molto più presenti sui mercati internazionali, incrementando la loro raccolta lorda del 51%. Un importante fattore all'origine di ciò è stato l'aumento dei collocamenti di titoli garantiti da ipoteche residenziali da parte delle banche australiane, in un contesto di calo degli spread applicati a tali prodotti. Sono state portate a termine diverse ingenti operazioni di questo tipo, compreso un collocamento di \$4,1 miliardi di controvalore effettuato da Commonwealth Bank of Australia tramite un suo veicolo finanziario.

<sup>3</sup> Cfr. B. H. Cohen, "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005.

Cala l'indebitamento  
in yen di mutuatari  
giapponesi ...

... a favore dell'euro



## Ripresa delle emissioni ad alto rendimento

I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* internazionali ad alto rendimento di emittenti delle economie sviluppate sono cresciuti del 13% nel primo trimestre 2006, dopo il calo del periodo precedente, in gran parte per l'aumento del 27% della raccolta di prenditori statunitensi di qualità non bancaria (grafico 3.5). Le emissioni *high-yield* sono salite del 6% nell'area dell'euro, mentre hanno subito una flessione del 72% nel Regno Unito. Dopo due trimestri consecutivi di assenza, i mutuatari giapponesi si sono riaffacciati, seppur discretamente, in questo comparto.

Gli Stati Uniti hanno fatto registrare il maggior aumento dei collocamenti di qualità non bancaria nel primo trimestre, ma oltre il 50% dei volumi complessivi in questo segmento continua a far capo all'area dell'euro. Operazioni di rilievo sono state perfezionate da Fiat, con un'obbligazione di €1 miliardo, e dall'impresa tedesca di proprietà statunitense Iesy Hessen GmbH, attiva nel settore della televisione via cavo, che ha collocato diverse *note* a tasso variabile per €1,35 miliardi a fini di rifinanziamento.

## Prosegue la crescita della raccolta nei mercati emergenti

Dopo un anno record, l'attività di emissione di obbligazioni e *note* internazionali dei mutuatari dei mercati emergenti è proseguita sostenuta nel primo trimestre 2006. Rispetto al periodo precedente, essa è cresciuta del 19% su base lorda e di ben il 33% su base netta, raggiungendo nuovi massimi, rispettivamente pari a quasi \$60 e 42 miliardi (grafico 3.6).

Già da qualche tempo il miglioramento dei fondamentali favorisce il vigore di questo comparto, che di recente sembra altresì aver beneficiato in certa misura della ricerca di rendimento da parte degli investitori internazionali. In

Mutuatari USA all'origine della ripresa del comparto *high-yield*

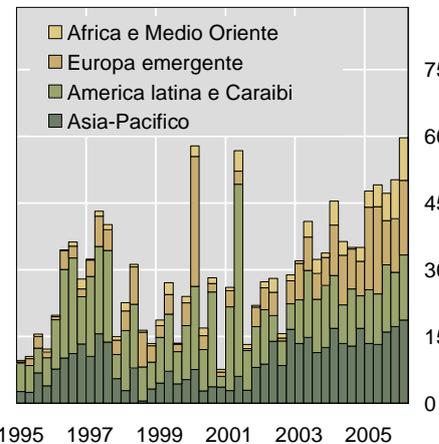
Le emissioni dei mercati emergenti raggiungono livelli record ...

... mentre continua la ricerca di rendimento degli investitori

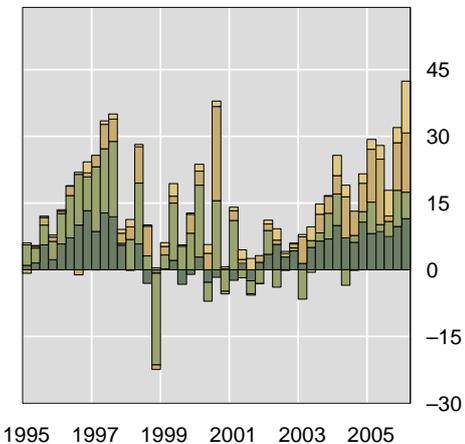
## Mercati emergenti: emissioni di obbligazioni e note internazionali<sup>1</sup>

In miliardi di dollari USA

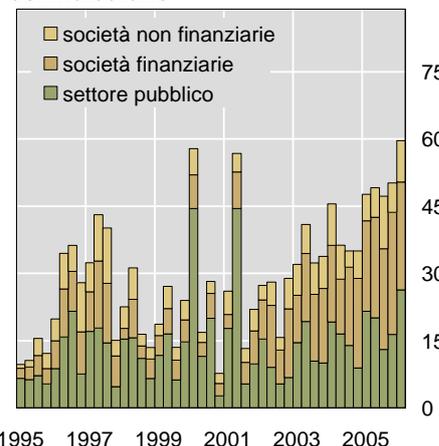
Emissioni lorde, in base alla nazionalità del mutuatario



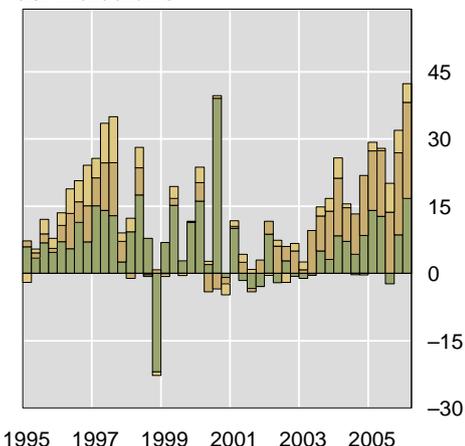
Emissioni nette, in base alla nazionalità del mutuatario



Emissioni lorde, in base al settore del mutuatario



Emissioni nette, in base al settore del mutuatario



<sup>1</sup> Escluse le emissioni della Repubblica argentina nel primo e nel secondo trimestre 2005.

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

Grafico 3.6

effetti, gli spread sulle obbligazioni dei mercati emergenti sono scesi a nuovi minimi nel periodo in esame, mentre sono salite a livelli record le sottoscrizioni di quote di fondi comuni (cfr. il “Quadro generale degli sviluppi”). La crescente propensione al rischio degli investitori potrebbe persino aver spinto gli spread al di sotto dei livelli che sembrerebbe giustificare l’esperienza storica<sup>4</sup>.

Le emissioni lorde sono aumentate nell’insieme delle aree geografiche, prima fra tutte l’Europa emergente con un rialzo del 39%. Su base netta, è stata la regione Africa e Medio Oriente a mettere a segno l’incremento più cospicuo (240%) dei collocamenti, che hanno raggiunto complessivi \$11,6 miliardi. La raccolta netta è parimenti cresciuta nell’Europa emergente e nell’Asia-Pacifico, mentre è scesa in America latina.

Da un punto di vista settoriale gran parte dell’aumento è ascrivibile ai governi, che hanno accresciuto le emissioni lorde in tutte le regioni, specie

Attività vivace nell’Europa emergente e in Africa e Medio Oriente ...

<sup>4</sup> Cfr. “Quadro generale degli sviluppi”, *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

nell'Europa emergente (+130%) e in Africa e Medio Oriente (+107%). Sebbene in quest'ultima regione abbiano avuto un ruolo importante anche le imprese, esse hanno ridotto il loro indebitamento nell'Europa emergente e in Asia. Nel contempo, l'impatto delle istituzioni finanziarie sull'andamento generale della raccolta nei mercati emergenti è stato modesto.

... alimentata soprattutto dai collocamenti pubblici

Nella regione Africa e Medio Oriente le emissioni sono state sostenute dalla ristrutturazione del debito della Repubblica dell'Iraq, che ha lanciato un prestito obbligazionario a 22 anni in dollari USA per \$2,7 miliardi. Come in molte altre aree, l'attività di fusione e acquisizione ha contribuito alla crescita della raccolta durante il primo trimestre. L'israeliana Teva Pharmaceutical Industries ha ad esempio attinto al mercato un totale di \$2,9 miliardi al fine di finanziare l'acquisizione di un'impresa farmaceutica statunitense.

Nell'Europa emergente diverse ingenti operazioni sono state portate a termine dai governi. La Repubblica di Polonia ha emesso una MTN decennale per €3 miliardi, mentre la Repubblica slovacca, la Repubblica di Turchia e la Repubblica di Ungheria, hanno tutte perfezionato collocamenti superiori a \$1 miliardo. I mutuatari sovrani sono stati altresì attivi in America latina, dove si segnalano, tra le altre, l'emissione obbligazionaria degli Stati Uniti Messicani con scadenza a 11 anni e valore di \$3 miliardi e quella della Repubblica federativa del Brasile, con scadenza a 31 anni e valore di \$1 miliardo. Un'altra presenza di rilievo in questa regione è stata quella della compagnia petrolifera messicana Pemex, che ha raccolto fondi per un totale di \$1,5 miliardi.

La Repubblica delle Filippine e la Repubblica di Indonesia hanno effettuato le operazioni più ingenti dell'Asia. All'inizio dell'anno, molto prima delle tensioni politiche che sarebbero emerse, le Filippine hanno emesso due obbligazioni, una a 25 anni per \$1,5 miliardi e una a 10 anni per €500 milioni, con rendimento rispettivamente del 7,875 e 6,375%, soddisfacendo i due terzi dell'obiettivo di finanziamento sul mercato obbligazionario internazionale fissato dal paese per il 2006. L'Indonesia ha collocato due obbligazioni per \$1 miliardo ciascuna con scadenze a 11 e 29,5 anni, in un clima di crescente instabilità politica in Thailandia e nelle Filippine. Nonostante le tensioni nella regione, l'operazione ha riscosso successo, come si evince dal prezzo ricevuto e dal fatto che le richieste di sottoscrizione abbiano superato ampiamente l'offerta. L'obbligazione a 11 anni presentava uno spread di 235 punti base sui titoli del Tesoro USA, mentre quella a più lunga scadenza aveva un differenziale di 264 punti base, inferiore di circa 140 punti a quello dell'emissione trentennale lanciata dall'Indonesia nell'ultimo trimestre 2005. A ciò ha contribuito la forte domanda dei fondi comuni, i quali hanno sottoscritto oltre i due terzi degli importi offerti.

Operazioni ingenti di Indonesia e Filippine ...

... nonostante le tensioni politiche nella regione

La scadenza media delle obbligazioni e delle *note* internazionali emesse da soggetti dei mercati emergenti è notevolmente aumentata, dagli 8,5 anni del trimestre precedente a 13,5 anni, mentre nei mercati sviluppati si è leggermente ridotta. L'allungamento delle scadenze nei mercati emergenti ha

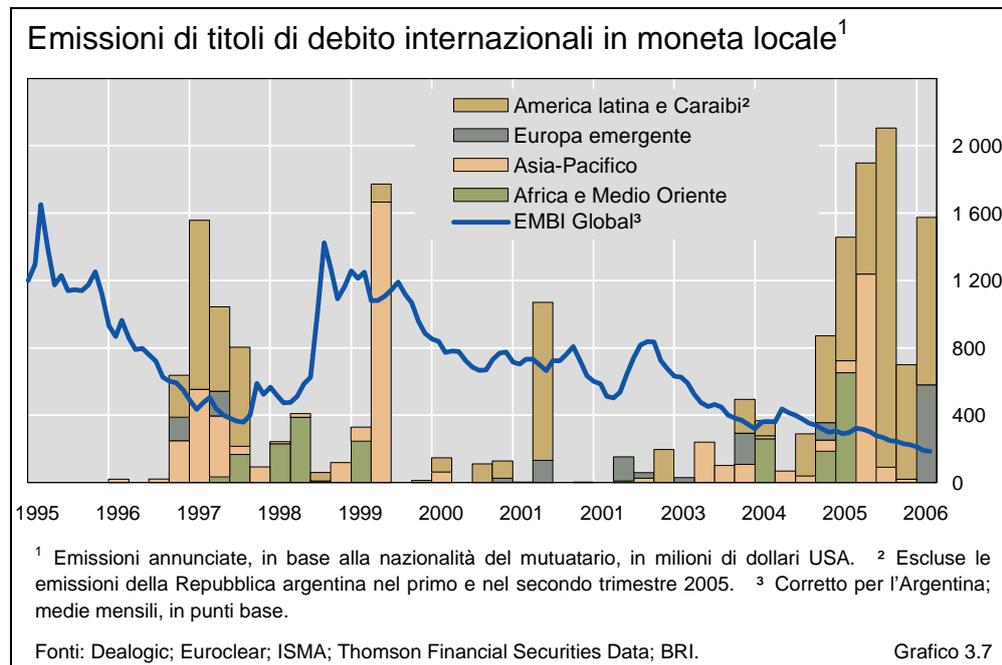
I prenditori dei mercati emergenti allungano le scadenze, date le condizioni favorevoli

interessato tutte le regioni e tutte le tipologie di emittenti<sup>5</sup>. Ciò può aver rispecchiato la volontà di assicurarsi fondi a condizioni favorevoli, in quanto si è forse considerato che fossero in aumento sia la probabilità di un rialzo dei tassi di interesse nei mercati sviluppati sia il rischio di un ampliamento degli spread. Al tempo stesso, quest'evoluzione testimonia di una forte domanda degli investitori per titoli emergenti a più lunga scadenza, segnalando un'elevata propensione al rischio.

Ripresa delle emissioni in moneta locale ...

... grazie al ritorno in questo comparto dei mutuatari dell'Europa emergente

I collocamenti di titoli di debito internazionali in moneta locale di mutuatari dei mercati emergenti hanno segnato un recupero nel primo trimestre 2006, dopo tre mesi di calma temporanea (grafico 3.7). La ripresa in questo segmento si deve a un incremento del 46% delle emissioni dell'America latina, nonché al ritorno dei mutuatari dell'Europa emergente, dopo quattro trimestri consecutivi di assenza. Complessivamente, i soggetti europei hanno raccolto in valuta locale \$580 milioni, in gran parte ascrivibili all'emissione in rubli della società veicolo russa Red Arrow International Leasing PLC, pari a \$488 milioni, finalizzata all'acquisto di materiale rotabile da concedere in *leasing* alla società ferroviaria nazionale. Le emissioni latinoamericane in moneta locale del primo trimestre sono attribuibili quasi interamente alla raccolta in peso colombiani della Repubblica di Colombia, a quella in peso messicani di Teléfonos de México SA de CV, nonché alle emissioni in real di varie istituzioni finanziarie brasiliane.



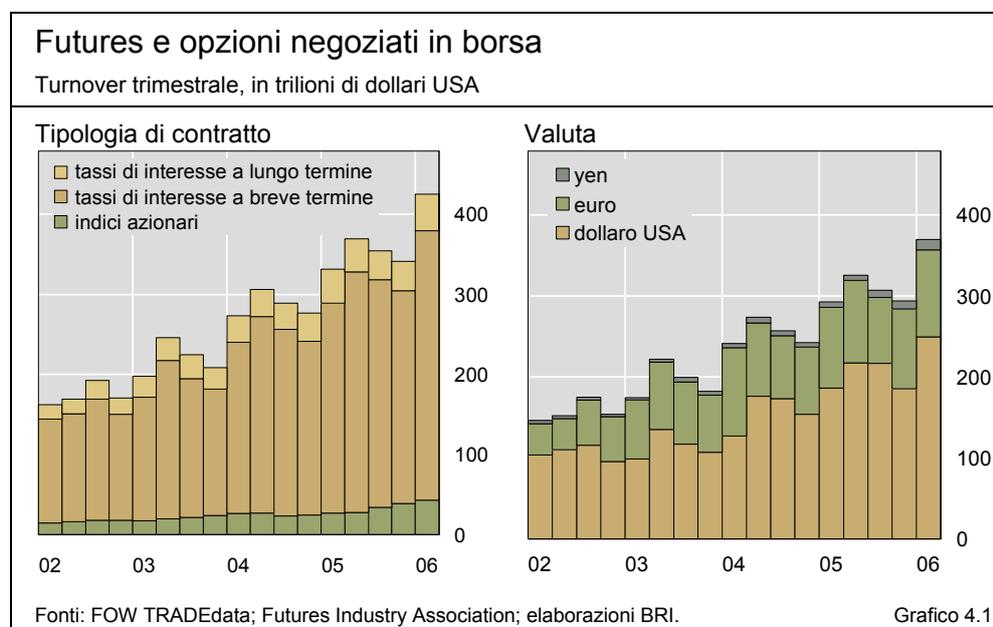
<sup>5</sup> Per un'analisi dell'estensione della struttura per scadenze del debito pubblico in America latina, cfr. la sezione monografica sui mercati obbligazionari interni della regione di Serge Jeanneau e Camilo Tovar in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.



## 4. I mercati degli strumenti derivati

Nel primo trimestre 2006 il ritmo degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali si è accelerato: in termini di ammontari nozionali, il turnover dei contratti su tassi di interesse, indici azionari e valute è complessivamente aumentato di un quarto, a \$429 trilioni (grafico 4.1)<sup>1</sup>. Su base annua la crescita è salita al 28%, contro il 23% del periodo precedente, a indicare che l'espansione dell'attività ha superato in misura notevole l'incremento stagionale solitamente osservato nel primo trimestre dell'anno<sup>2</sup>.

L'aumento del turnover è stato particolarmente marcato nel segmento dei tassi di interesse (+26%), dove le mutevoli percezioni circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone hanno spinto verso l'alto le contrattazioni di strumenti del mercato monetario in dollari USA e yen. Gli scambi di derivati su indici azionari hanno toccato nel trimestre in esame la cifra record di \$43 trilioni; l'incremento rispetto agli ultimi tre mesi del



<sup>1</sup> Ove non altrimenti specificato, tutti i tassi di crescita si intendono su base trimestrale.

<sup>2</sup> Per le statistiche sul volume di derivati OTC in essere a fine 2005, cfr. l'indagine semestrale BRI su dati forniti da banche centrali (<http://www.bis.org/press/p060519a.htm>).

2005, pari all'11%, è tuttavia riconducibile interamente agli effetti di valutazione originati dal rialzo dei corsi azionari. I volumi scambiati nei comparti dei prodotti energetici e dei metalli non preziosi sono cresciuti nettamente, mentre quelli di contratti su metalli preziosi sono rimasti stabili a un livello elevato. La crescita del mercato dei *credit default swap* si è mantenuta vigorosa nella seconda metà del 2005, sebbene inferiore a quella del semestre precedente.

### Forte aumento dei contratti su tassi di interesse

Le mutate prospettive per la politica monetaria negli Stati Uniti e in Giappone hanno alimentato gli scambi di derivati su tassi di interesse a breve (grafico 4.2), cresciuti in misura di gran lunga superiore al recupero stagionale solitamente osservato nel primo trimestre (cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* di marzo 2006, pagg. 47-48). Nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti l'attività in derivati su titoli di Stato è salita di circa un quarto, di fronte all'ascesa dei rendimenti nelle principali economie.

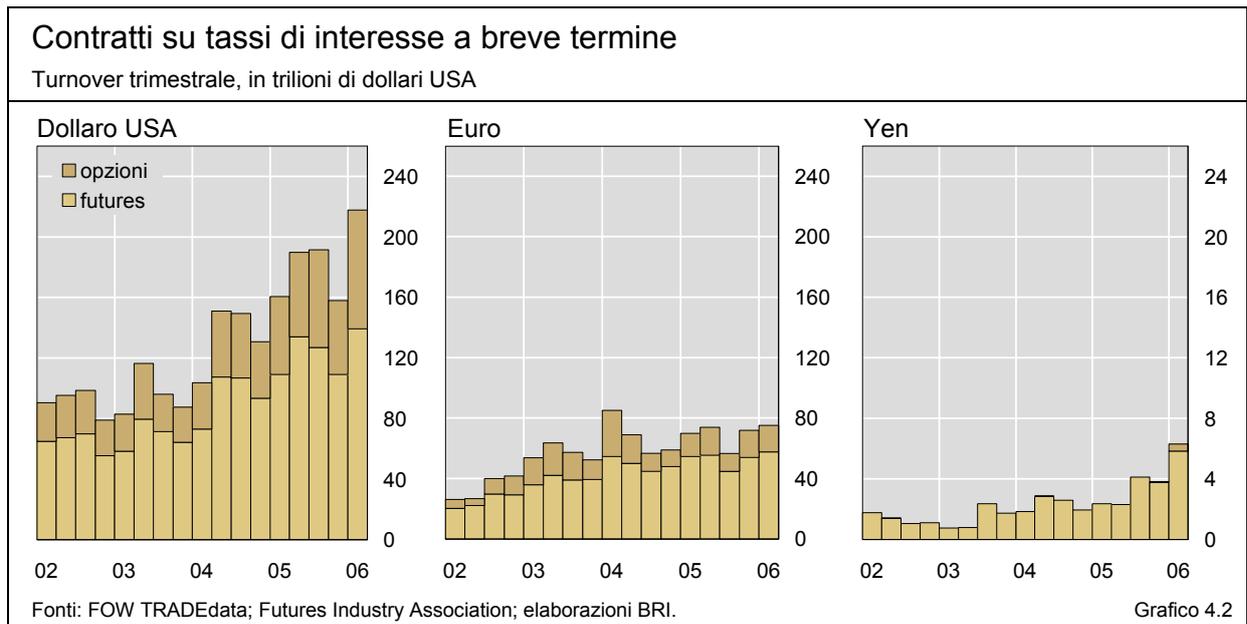
L'incertezza circa le decisioni della Fed in materia di tassi ha contribuito a un'impennata del 38% delle negoziazioni di derivati su tassi USA a breve nel primo trimestre. È raddoppiato (a \$36 trilioni) il turnover di futures e opzioni su *federal fund* a 30 giorni, che rispetto ai più diffusi contratti in eurodollari a tre mesi consentono di posizionarsi meglio sui tempi delle decisioni della Fed, mentre le posizioni aperte in tali contratti sono salite da \$7 a quasi \$12 trilioni. Il volume degli scambi e le posizioni aperte in derivati su depositi in eurodollari a tre mesi sono aumentati di un terzo, rispettivamente a \$166 e 35 trilioni.

L'abbandono della politica di allentamento quantitativo da parte della Bank of Japan e la prospettiva del primo rialzo dei tassi dal 2001 hanno condotto in febbraio e marzo a un netto aumento dell'attività in strumenti del mercato monetario denominati in yen. Nell'insieme del trimestre il turnover di

Aumenta il turnover dei contratti su tassi di interesse ...

... al crescere dell'incertezza circa ulteriori inasprimenti da parte della Fed

Le prospettive di un innalzamento dei tassi alimentano gli scambi di contratti in yen



futures su depositi in euroyen a tre mesi ha guadagnato il 55%, superando la crescita delle posizioni aperte (+25%). Ciò sta a indicare che l'incremento degli scambi è almeno in parte collegato alle maggiori contrattazioni su movimenti dei prezzi a breve, più che all'assunzione di posizioni a lungo termine o di copertura. Il volume di opzioni su futures in euroyen è aumentato di dodici volte, anche se a partire da un basso livello.

L'aumento nel segmento dei tassi a breve in yen va inquadrato nel contesto della sua passata evoluzione. Il turnover di derivati in euroyen a tre mesi aveva raggiunto il picco di \$15 trilioni nel primo trimestre 1995 per poi scendere a meno di \$1 trilione nei primi due trimestri del 2003. Ciò aveva coinciso con scambi esigui sul mercato a pronti, poiché le banche erano in grado di ottenere liquidità pressoché illimitata direttamente dalla Bank of Japan. Nel primo trimestre 2006 il turnover è salito a \$6 trilioni, un livello ancora ben inferiore a quello di una decina di anni fa.

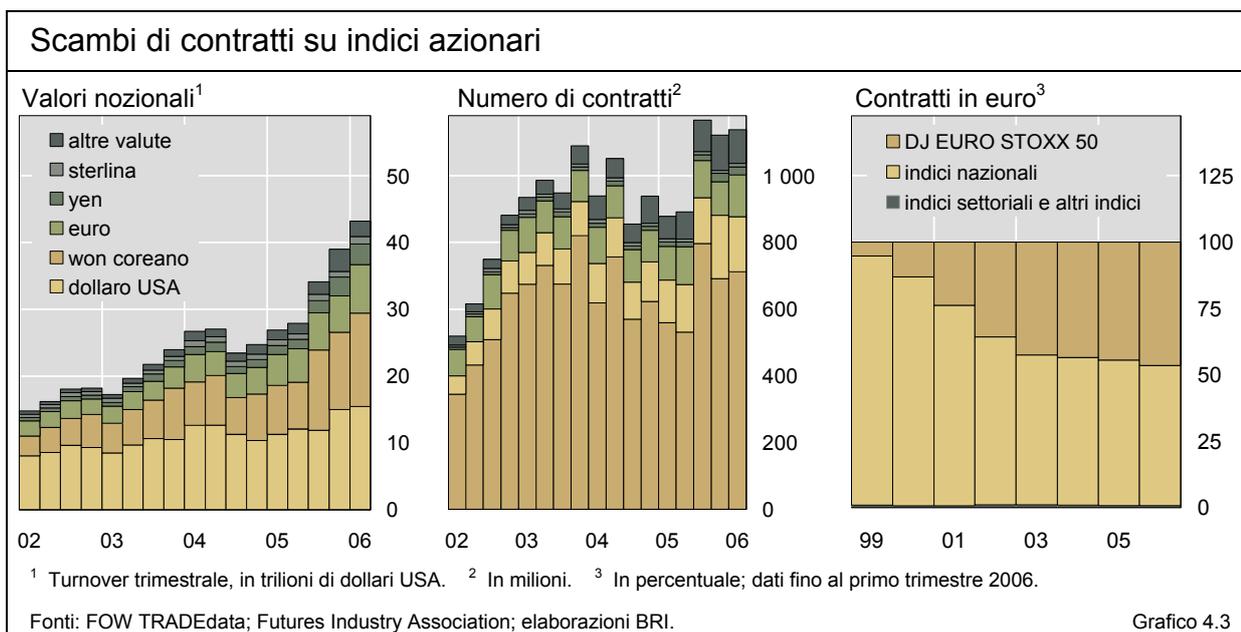
La rapida crescita del turnover di derivati su tassi di interesse a breve in dollari e in yen contrasta con la più modesta evoluzione dei contratti in euro. Nei primi tre mesi del 2006 i volumi di futures e opzioni sull'Euribor a tre mesi sono aumentati del 4%, a \$75 trilioni, grosso modo in linea con il consueto andamento stagionale. Ciò ha fatto seguito all'intensa attività del trimestre precedente, quando la BCE aveva innalzato il tasso ufficiale per la prima volta in due anni.

Attività stabile in derivati su tassi in euro

### Gli effetti di valutazione sospingono i contratti su indici azionari

Il rialzo delle borse accresce gli ammontari nozionali di derivati su indici azionari

Nei primi tre mesi del 2006 il turnover di derivati su indici azionari è salito dell'11% in termini di ammontari nozionali, raggiungendo il picco di \$43 trilioni (grafico 4.3, riquadro di sinistra). Tale risultato è interamente ascrivibile agli effetti di valutazione provocati dall'aumento dei corsi azionari; il numero di contratti scambiati è rimasto sostanzialmente invariato (grafico 4.3, riquadro centrale).



Il ristagno dell'attività a livello mondiale cela sensibili differenze tra le varie regioni. Gli scambi di futures e opzioni su indici di borsa in euro e sterline britanniche sono aumentati di circa un terzo in termini di dollari e di un quarto in base al numero di contratti scambiati. Ciò è indicativo della performance comparativamente migliore ottenuta da tali mercati rispetto ad altre economie sviluppate.

Sulle altre piazze principali l'attività è stata più modesta. Nel comparto del dollaro il turnover ha continuato ad aggirarsi attorno ai \$15 trilioni, mentre il numero di contratti è calato del 12%. In Corea gli scambi sono cresciuti di quasi un quarto in termini di dollari, ma il numero dei contratti è rimasto pressoché invariato. L'attività in derivati su indici giapponesi è salita del 6% in termini di dollari ed è scesa del 2% in base al numero di contratti.

Nell'area dell'euro gli scambi di derivati azionari continuano a caratterizzarsi per la prevalenza di prodotti su indici nazionali. Ciò nonostante, nel primo trimestre 2006 la quota di tali prodotti sul turnover totale è scesa a poco più della metà, grazie alla crescita degli strumenti su indici relativi all'intera area, specie sull'EURO STOXX 50 (grafico 4.3, riquadro di destra). I derivati su indici settoriali continuano invece ad avere un ruolo solo marginale, rappresentando meno dell'1% del turnover complessivo di prodotti collegati a indici azionari nell'area.

Nell'area dell'euro predominano ancora i contratti su indici nazionali

La discrepanza fra indici nazionali e settoriali è ancor più rimarchevole se si considera che negli anni immediatamente successivi all'introduzione dell'euro l'andamento dei corsi azionari all'interno dell'area era stato determinato più dagli effetti settoriali che da quelli nazionali (cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001, pagg. 15-16). Benché la quota dei prodotti settoriali sia in linea con quella osservata negli Stati Uniti, la perdurante rilevanza dei derivati su indici di singoli Stati membri sta a indicare il ruolo significativo tuttora svolto dai fattori nazionali nell'allocazione delle attività all'interno dell'area dell'euro.

## Boom degli scambi di prodotti energetici a causa di timori geopolitici

Le negoziazioni di derivati su prodotti energetici (misurate in termini di numero di contratti scambiati, non essendo disponibili dati sugli ammontari nozionali) sono aumentate di quasi il 40% nel primo trimestre, principalmente a causa dei timori per l'impatto del programma nucleare iraniano sui mercati petroliferi e per possibili strozzature nella offerta futura di petrolio.

Forte aumento degli scambi di derivati su prodotti energetici

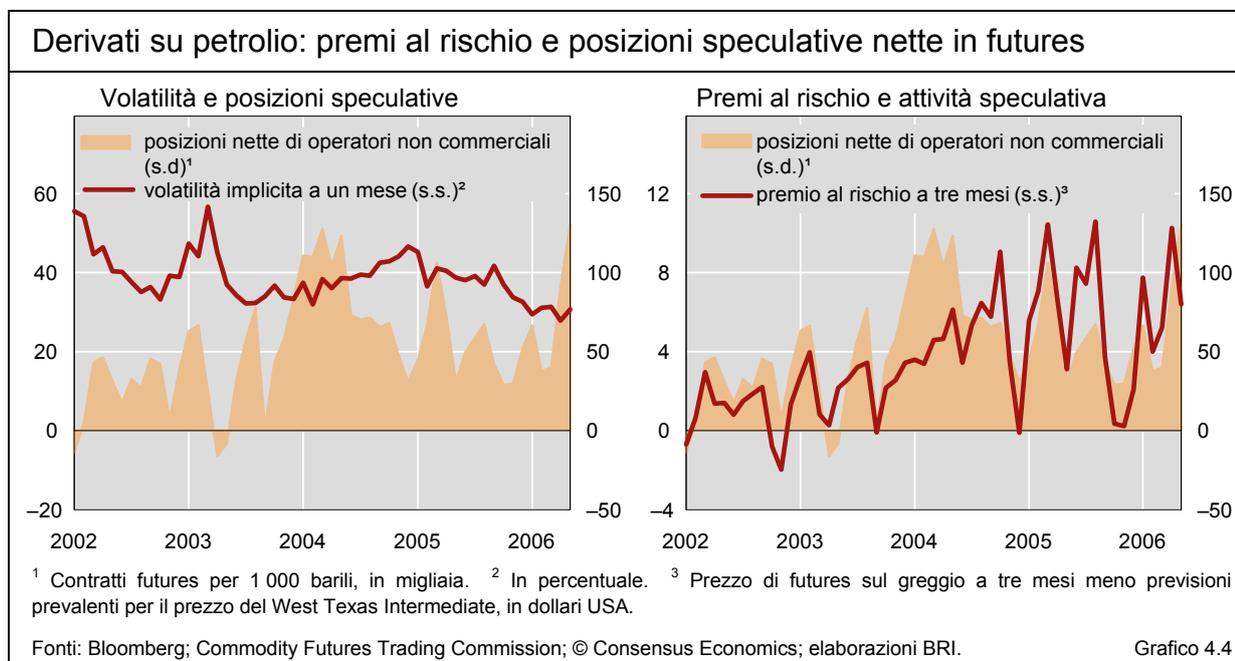
L'aumento del turnover non è stato uniformemente distribuito tra le varie regioni. I tassi di crescita sono stati più elevati in Nord America e in Europa (51 e 44% rispettivamente), mentre altrove si sono mantenuti su livelli modesti. L'espansione dei volumi ha coinciso con un aumento delle posizioni aperte in futures e opzioni su prodotti energetici, salite rispettivamente del 150 e 60%. Secondo i dati della Commodity Futures Trading Commission, le posizioni nette lunghe in futures e opzioni sul West Texas Intermediate detenute da operatori non commerciali negli Stati Uniti erano salite a fine marzo a 54 000 contratti, contro i 24 000 di febbraio. Le pressioni in acquisto di futures sul greggio si sono riflesse in un aumento sostanziale dei premi al rischio in marzo

(grafico 4.4, diagramma di destra)<sup>3</sup>. Tali premi, calcolati come differenza tra prezzi futures e previsioni prevalenti per le quotazioni a pronti alla scadenza dei rispettivi contratti, compensano l'investitore marginale per il rischio di movimenti avversi dei prezzi. Il loro aumento, a circa \$5 e 10 al barile per i contratti rispettivamente a tre e a 12 mesi, potrebbe indicare che gli operatori non commerciali erano disposti a pagare importi crescenti per esporsi al rischio di ulteriori rincari petroliferi. Occorre rilevare che premi al rischio alti non coincidono necessariamente con un'alta volatilità. La volatilità implicita è infatti calata nel primo trimestre (grafico 4.4, riquadro di sinistra), anche se di recente ha segnato un rialzo (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi").

Nel comparto dei derivati su metalli non preziosi è proseguita la tendenza ascendente osservata nel 2005, con scambi assai intensi in Asia, dove i volumi sono aumentati di oltre il 30%. I futures su metalli preziosi sono invece scesi lievemente, dopo la sensibile espansione dei periodi precedenti, mentre le opzioni hanno guadagnato il 30%. Per quanto concerne l'oro, il rallentamento dell'attività potrebbe essere riconducibile alle mutate prospettive per i prezzi del metallo, che nei primi tre mesi dell'anno sarebbero divenute più incerte. Inoltre, il calo dei prezzi dei *risk reversal* sta a indicare come gli operatori considerino ora i rischi di forti movimenti dei prezzi in entrambe le direzioni più equilibrati che in passato, quando ritenevano che fosse maggiore la probabilità di un rincaro. Sia l'incertezza sia il prezzo dei *risk reversal* tendono a esercitare un influsso sugli scambi di futures, ma non di opzioni (cfr. il riquadro seguente).

La vivacità degli scambi di derivati su metalli di base ...

... contrasta con il ristagno di quelli su metalli preziosi



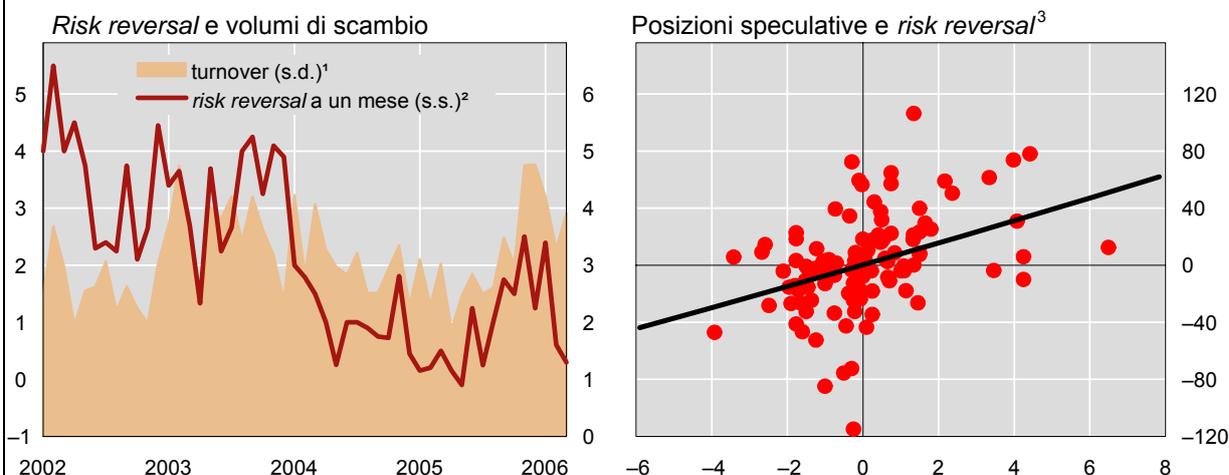
<sup>3</sup> Per una stima dei premi al rischio, cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 57-58.

## Clima di mercato e scambi di derivati sull'oro

Nel primo trimestre 2006 il turnover di futures e opzioni sull'oro presso le borse internazionali è sceso del 9%. Il calo ha coinciso con un aumento della volatilità, contraddicendo l'opinione prevalente secondo la quale al crescere della volatilità gli scambi si intensificano. Nel contempo, vi è stata una riduzione dell'assimetria (*skewness*) della distribuzione dei prezzi futuri dell'oro, a indicare come gli operatori non ritengano più che il potenziale di rialzo dei prezzi del metallo sia superiore ai rischi di un loro ribasso (cfr. il diagramma di sinistra del grafico). In questo riquadro vengono messi a confronto il turnover e le posizioni aperte in derivati sull'oro con la volatilità implicita e il prezzo dei *risk reversal*. Questi due ultimi indicatori sono spesso utilizzati per misurare il clima di mercato benché, a rigore, riflettano non solo l'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio, ma anche le loro aspettative riguardo ai prezzi. I *risk reversal* consistono nell'acquisto di un'opzione *call out of the money* e nella contemporanea vendita di una *put* ugualmente *out of the money*; il loro prezzo indica se gli operatori ritengano prevalenti i rischi di rialzo oppure di ribasso del prezzo del sottostante. I risultati dell'analisi mostrano che tanto la volatilità implicita quanto il prezzo dei *risk reversal* tendono a influire sul turnover di futures sull'oro, ma hanno una debole capacità esplicativa per l'attività in opzioni.

Esiste scarso accordo sul nesso tra le prospettive per i prezzi dell'oro e gli scambi. Livelli elevati di volatilità potrebbero far salire la domanda di protezione, determinando un aumento delle contrattazioni, ma potrebbero altresì determinarne un calo, poiché accrescono i rischi connessi all'assunzione di posizioni. Una forte asimmetria nella distribuzione dei prezzi a pronti futuri potrebbe far crescere la domanda degli operatori sia commerciali ("hedger") sia non commerciali ("speculatori"), in quanto influisce sulla bilancia fra il compenso ricevuto per l'assunzione di rischio e le perdite potenziali derivanti da movimenti avversi dei prezzi (cfr. il diagramma di sinistra del grafico). In alternativa, essa potrebbe indicare che gli operatori sono concentrati da un solo lato del mercato. In tal caso le posizioni in contrasto con l'opinione prevalente potrebbero passare di mano in mano come una "patata bollente" (c.d. "hot potato trading"), accrescendo il volume degli scambi.

### Contrattazioni e clima di mercato



<sup>1</sup> In milioni di contratti. <sup>2</sup> Differenza di prezzo fra opzioni *put* e *call* con delta del 25% e vita residua di un mese. <sup>3</sup> Variazioni delle posizioni nette di operatori non commerciali rispetto alle variazioni dei *risk reversal* a un mese.

Fonti: Commodity Futures Trading Commission; FOW TRADEdata; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

L'impatto del clima di mercato sull'attività in derivati sull'oro viene verificato regredendo le variazioni mensili del turnover aggregato e delle posizioni aperte su una costante, un *lag* della misura dell'attività, l'incertezza ritardata e una misura ritardata dell'asimmetria implicita nei prezzi delle opzioni. Il turnover è misurato dal numero totale di contratti scambiati ogni mese nel New York Mercantile Exchange e nel Tokyo Commodity Exchange, mentre le posizioni aperte sono definite come numero di contratti in essere alla fine di ogni mese. L'incertezza è approssimata dalla volatilità implicita nelle opzioni *at the money* e la *skewness* dal prezzo assoluto dei *risk reversal*. La volatilità implicita e i *risk reversal* sono inseriti nell'equazione con il primo *lag* al fine di tener conto della possibile endogeneità fra gli indicatori dell'attività e del clima di fiducia. Il campione si estende dal gennaio 2002 e il marzo 2006 e le stime sono riportate nella tabella.

## Volatilità, skewness e attività in derivati sull'oro

	Volatilità implicita <sup>1</sup>	Risk reversal <sup>2, 3</sup>	R <sup>2</sup> corretto
Turnover			
Futures	-4,53 (0,9)***	9,47 (2,9)**	0,36
Opzioni	-1,61 (1,5)	2,67 (4,4)	0,04
Posizioni aperte			
Futures	-0,85 (0,4)**	1,49 (1,2)	0,04
Opzioni	1,47 (0,9)	2,72 (3,3)	0,24

Nota: fra parentesi sono indicati gli errori standard corretti per l'eteroschedasticità e la correlazione seriale utilizzando il metodo di Newey-West. I simboli \*, \*\* e \*\*\* denotano un coefficiente statisticamente diverso da zero ai livelli di confidenza rispettivamente del 10, 5 e 1%. Il periodo di stima è gennaio 2002-marzo 2006.

<sup>1</sup> Desunta dai prezzi delle opzioni *at the money* con vita residua di un mese. <sup>2</sup> Differenza di prezzo fra opzioni *put* e *call out of the money* con delta del 25%. <sup>3</sup> Valore assoluto.

Fonti: FOW TRADEdata; JPMorgan Chase; elaborazioni BRI.

Tra l'attività in futures sull'oro e l'incertezza sembra esservi una relazione negativa e statisticamente significativa, in linea con i risultati ottenuti da Jeanneau e Micu (2003) per i contratti azionari<sup>Ⓞ</sup>. Per contro, né la volatilità implicita né i *risk reversal* sembrano influire in misura significativa sul turnover di opzioni. Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che il mercato delle opzioni sull'oro è molto meno liquido di quello dei corrispondenti futures, come attesta altresì la maggiore erraticità del suo turnover. Le posizioni aperte sono negativamente correlate all'incertezza nel caso dei futures, mentre non si riscontra una relazione statisticamente significativa nel caso delle opzioni.

Per quanto riguarda i *risk reversal*, l'asimmetria della distribuzione futura dei prezzi dell'oro si accompagna a un turnover significativamente maggiore di futures ma non di opzioni. Tale andamento è forse riconducibile all'elevata domanda di copertura, ma una spiegazione forse più pertinente è quella di situazioni di "hot potato trading", dato che il prezzo dei *risk reversal* non influisce in misura statisticamente significativa sulle posizioni in essere.

<sup>Ⓞ</sup> S. Jeanneau e M. Micu, "Volatilità e turnover degli strumenti derivati: una relazione labile", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2003, pagg. 59-68.

## Rallenta la crescita nel mercato dei *credit default swap*

Intensa attività sul mercato dei CDS

Nella seconda metà del 2005 il mercato dei *credit default swap* (CDS) ha continuato a crescere a ritmi sostenuti, seppure inferiori rispetto a quelli del semestre precedente: a fine anno gli ammontari nozionali erano saliti di un terzo, a \$14 trilioni, dopo l'aumento del 60% nei primi sei mesi del 2005<sup>4</sup>. Gli spread creditizi hanno registrato variazioni trascurabili, e in termini di valore lordo di mercato i CDS hanno segnato un incremento del 31%, sostanzialmente in linea con quello degli ammontari nozionali.

L'espansione dei CDS su nominativi singoli (40%) ha superato quella dei contratti su nominativi plurimi (21%), contrariamente a quanto osservato nella prima metà del 2005, quando lo stock di questi ultimi era più che raddoppiato. A fine anno gli ammontari nozionali dei contratti su nominativi singoli e plurimi erano pari rispettivamente a \$10,2 e 3,5 trilioni.

<sup>4</sup> Lo stock degli ammontari nozionali totali è dato dalla somma di tutti i contratti in acquisto e in vendita, meno la metà della somma di quelli acquistati e venduti tra intermediari dichiaranti.

Sebbene nel semestre in esame vi siano state diverse insolvenze di alto profilo, queste non hanno esercitato effetti *diretti* di rilievo sui volumi di CDS in essere. I contratti su nominativi singoli giungono a scadenza al verificarsi di un evento creditizio, ma il volume dei CDS sulle imprese dichiaratesi insolventi non era abbastanza alto da ridurre in misura significativa gli ammontari nozionali dei contratti aperti. Nessuna di queste imprese figurava tra le prime 25 entità di riferimento elencate da FitchRatings nell'indagine sui derivati creditizi per il 2004. Ad esempio, benché il fallimento di Delphi sia stato ritenuto l'evento creditizio più significativo del periodo, l'ammontare nozionale di *tutti* i derivati creditizi (non solo CDS) su tale società era stimato in poco meno di \$30 miliardi, pari a neanche un terzo di punto percentuale dell'ammontare nozionale dei CDS complessivi.

Il fallimento di Delphi rivela alcune carenze nei processi di regolamento

Se gli effetti diretti del fallimento di Delphi e di altre società sono stati trascurabili, non è da escludere che i timori di una carenza di titoli consegnabili abbiano in parte frenato gli scambi. In determinate circostanze tale carenza può sospingere il prezzo degli strumenti consegnabili oltre il livello giustificabile dall'entità attesa del rimborso. Nel caso di Delphi, il prezzo di regolamento del 63,5% (e un tasso medio di recupero dei CDS del 53,5%) superava notevolmente sia quello di altre imprese dello stesso settore, sia i tassi finali di recupero sul debito Delphi stimati dalle agenzie di rating.

L'asta di Delphi ha sottolineato l'importanza del rischio di recupero nel *pricing* dei CDS. Diversi prodotti consentono oggi agli investitori di negoziare questo rischio separatamente da quello di insolvenza (cfr. riquadro seguente). Il prezzo di tali strumenti potrebbe costituire il termine di riferimento rispetto al quale stabilire quello dei titoli consegnabili al verificarsi di un evento creditizio, contribuendo forse ad accrescere l'efficienza del processo di regolamento.

Derivati sul rischio di recupero

Il fatto che i CDS vengono di norma regolati consegnando titoli dell'entità di riferimento invece che per contante può essere spiegato con l'evoluzione storica di questo mercato. Nato come una sorta di "assicurazione" contro le insolvenze, esso si è successivamente trasformato in una sede di negoziazioni utilizzata sia per assumere posizioni sia per coprire esposizioni esistenti. Al verificarsi di importanti eventi creditizi è invalsa la consuetudine di passare dalla consegna fisica al regolamento per contanti *ad hoc* dei contratti su nominativi plurimi, determinando il prezzo di regolamento tramite un'asta dei titoli delle entità di riferimento. Mentre è in corso un'iniziativa del settore intesa a promuovere il regolamento per contanti dei contratti *su nominativi plurimi*, non è ancora chiaro in che modo sia possibile rimediare alla potenziale carenza di titoli consegnabili nel caso di CDS *su nominativi singoli*, ai quali di regola non si applicano protocolli *ad hoc*. La soluzione a questo problema potrebbe essere ostacolata dai conflitti di interessi fra i *trader*, che preferiscono forse il regolamento per contanti, e gli investitori con esposizioni per cassa verso l'entità di riferimento, che prediligono invece la consegna fisica.

Crescente preferenza per il regolamento per contante

## Derivati sui tassi di recupero

### *CDS a tasso di recupero fisso*

In un contratto CDS standard, in caso di inadempienza del debitore di riferimento, il venditore della protezione è esposto al rischio di tasso di recupero. I CDS a tasso di recupero fisso (*fixed recovery CDS*) eliminano l'incertezza in merito fissando un valore di recupero specifico per il contratto. In caso di inadempienza, il venditore della protezione effettua un regolamento per contanti pari alla differenza tra 100 e il tasso di recupero prefissato. Laddove questo sia pari a zero, si parla di *zero recovery CDS*.

### *Recovery lock*

I *recovery lock* sono contratti a termine che fissano il tasso di recupero a prescindere dal prezzo dell'obbligazione sul mercato secondario. Essi vengono documentati come un'unica transazione.

### *Recovery swap o digital default swap*

In pratica un *recovery lock* può essere costruito mediante due transazioni separate: un CDS a tasso di recupero fisso e un CDS ordinario (*plain-vanilla*). Ad esempio, l'acquisto di un *recovery lock* al 44% può essere visto come una vendita di protezione su un CDS standard e l'acquisto contestuale di protezione dall'inadempienza dello stesso debitore di riferimento mediante un CDS a tasso di recupero fisso del 44%. Se gli spread dei due CDS sono identici, i pagamenti dei premi si compenseranno e saranno pari a zero. In caso di inadempienza del debitore di riferimento, l'acquirente del *recovery swap* ritirerà il debito insoluto e pagherà alla controparte il 44% del valore nominale dell'obbligazione. Se i premi per le due transazioni differiscono, è possibile aggiustare il nozionale per il quale si acquista il *recovery swap* in modo da evitare flussi di cassa intermedi in assenza di inadempienza del debitore di riferimento. L'operazione qui descritta è nota come *recovery swap* o *digital default swap*. A differenza del *recovery lock*, essa viene documentata come due transazioni distinte.

Minori ritardi nella convalida delle transazioni

Una carenza del mercato dei CDS concerne i notevoli ritardi nella convalida delle transazioni<sup>5</sup>. Benché si stia cercando di porre rimedio a questo problema, esso resta parzialmente irrisolto. Secondo fonti di mercato, tutte le principali istituzioni che trattano CDS hanno ormai aderito al protocollo di novazione (*Novation Protocol*) elaborato dall'ISDA nel 2005, secondo il quale un contratto non può essere ceduto senza il preventivo consenso di tutte le parti. Ciò ha rimosso un'importante causa dei ritardi di convalida, vale a dire la cessione (trasferimento) dei contratti senza notifica. Gli intermediari hanno inoltre dedicato maggiori risorse alle attività di *back office*. In una lettera indirizzata alla Federal Reserve Bank di New York e ad altre autorità di vigilanza, 14 importanti intermediari rilevavano come a fine gennaio 2006 il numero di operazioni non ancora convalidate dopo 30 giorni fosse sceso di oltre la metà, ribadendo il loro impegno a una diminuzione complessiva del 70% entro la fine di settembre. Una riduzione dei tempi di convalida risulta anche dall'indagine *Operations Benchmarking Survey 2006* dell'ISDA. Sarebbero inoltre stati compiuti progressi nel passaggio a sistemi di convalida elettronici. In prospettiva, è importante che tali iniziative proseguano, così da

<sup>5</sup> Cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2005, pagg. 58-60.

ridurre l'incertezza sull'entità del trasferimento del rischio connessa con le operazioni non convalidate.

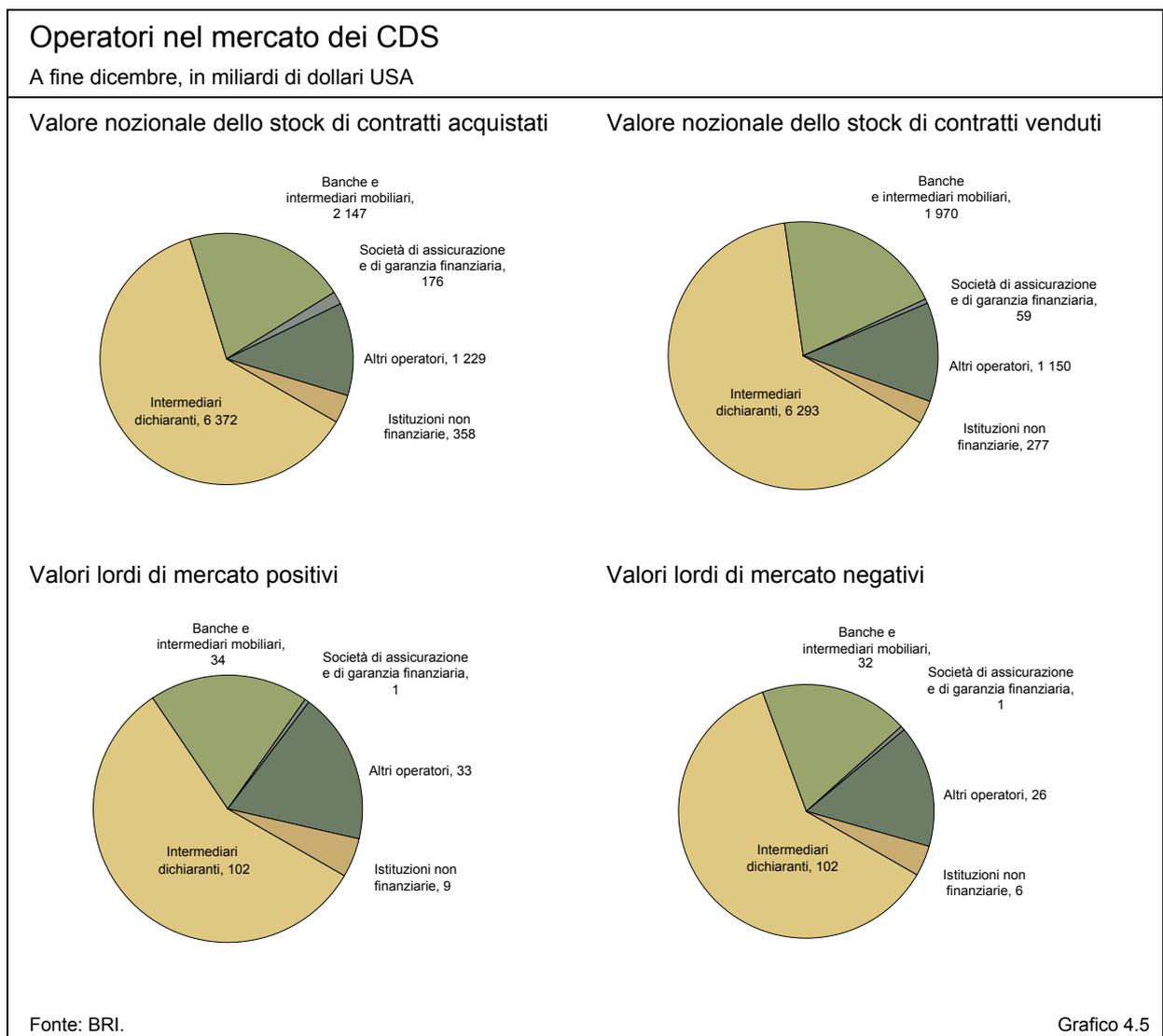
### Trasferimento limitato del rischio al di fuori del sistema bancario

Rispetto al passato, le ultime statistiche BRI forniscono una più dettagliata scomposizione dei CDS in base alla controparte degli operatori dichiaranti. Nelle loro segnalazioni, tutti i paesi tengono ora distinte le esposizioni verso compagnie assicurative da quelle nei confronti di banche e intermediari mobiliari, in precedenza raggruppate alla voce "altre istituzioni finanziarie".

I dati confermano l'impressione secondo cui il mercato dei CDS – come gran parte degli altri mercati non regolamentati – sarebbe essenzialmente interbancario. A fine 2005 due terzi delle posizioni in essere facevano capo a intermediari dichiaranti e un quarto era costituito da contratti fra intermediari dichiaranti e altre banche o intermediari del mercato mobiliare, mentre appena il 3% aveva come controparte istituzioni non finanziarie. Società di assicurazione e di garanzia finanziaria rappresentavano il 2% circa (\$180 miliardi)

Secondo una migliore scomposizione per controparte dei dati ...

... il mercato dei CDS appare tuttora prevalentemente interbancario



delle protezioni acquistate e meno dell'1% (\$60 miliardi) di quelle vendute da intermediari dichiaranti. Infine, l'11% delle contrattazioni ha avuto come controparte "altre istituzioni finanziarie residue", una categoria che ricomprende ad esempio fondi comuni, *hedge fund* e società veicolo. Le cifre non variano sostanzialmente fra contratti su nominativi singoli e su nominativi plurimi, con l'unica eccezione delle compagnie assicurative, che tendono a privilegiare questi ultimi.

Gli ammontari nozionali possono essere usati per rapportare le dimensioni dei mercati degli strumenti derivati a quelle del sottostante, ma non forniscono una buona misura delle esposizioni al rischio effettive. Se si considerano invece i valori lordi di mercato, che rilevano il costo di sostituzione dei contratti in un dato momento, il quadro generale non risulta sostanzialmente diverso, eccetto ancora una volta per le compagnie assicurative, la cui quota di mercato si riduce di quattro volte, allo 0,5%. Una possibile spiegazione va ricercata nel fatto che tali società investono soprattutto nelle tranche con rating più elevato ("senior") dei contratti su indici, i cui spread sono meno volatili nel tempo. Poiché, data la loro costruzione, i CDS hanno un costo iniziale nullo, le tranche meno volatili tenderanno a presentare un costo di sostituzione più prossimo allo zero rispetto a quelle con rating inferiore.

Per quanto sia possibile che i dati aggregati segnalati alla BRI celino alcune esposizioni singole cospicue, non sembra che in generale le compagnie assicurative sottoscrivano su vasta scala CDS per assumere rischio di credito. Ciò nonostante, è possibile che il trasferimento del rischio dal settore bancario a quello assicurativo avvenga per il tramite di altri strumenti. Secondo un'indagine di FitchRatings, nel 2004 in Nord America (ma non in Europa né in Asia) l'impiego di derivati creditizi da parte di società di assicurazione era orientato verso le *collateralised debt obligation*, che offrono uno spread alto se rapportato alla classe di rating. Il trasferimento di rischio di credito dal settore bancario a quello assicurativo potrebbe inoltre avvenire per mezzo di *credit-linked note*, cessioni di prestiti, titoli assistiti da attività o strumenti più tradizionali di assicurazione del credito<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Per una rassegna dei vari strumenti di trasferimento del rischio, cfr. D. Rule, "Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets", *Financial Stability Review*, Bank of England, dicembre 2001.



## I mercati obbligazionari interni in America latina: successi e sfide<sup>1</sup>

*I mercati obbligazionari interni dell'America latina hanno conosciuto una notevole espansione negli ultimi anni. Ciò dovrebbe contribuire a ridurre la dipendenza storica della regione dal finanziamento esterno. Sebbene siano stati compiuti molti progressi, persistono delle vulnerabilità legate al rischio di rifinanziamento e i mercati secondari continuano a risentire della scarsa liquidità.*

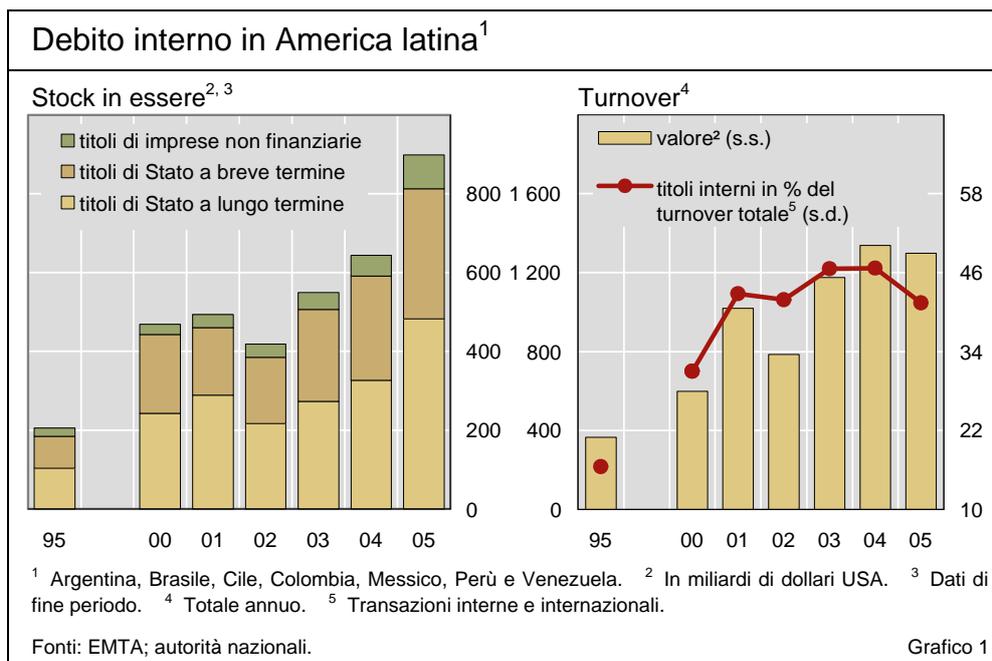
*Classificazione JEL: E440, F340, G150, G180, H630, O160*

Lo sviluppo di mercati obbligazionari in moneta locale è stato piuttosto limitato per gran parte della storia recente dell'America latina, a causa di una serie di ostacoli strutturali e di politica economica, fra cui i mediocri precedenti in materia di gestione macroeconomica, l'assenza di una base di investitori ampia e diversificata, vincoli normativi che hanno ostacolato lo sviluppo dell'attività sui mercati primari e secondari, e la mancanza di un'infrastruttura adeguata per l'emissione di titoli di debito privati. La struttura del debito pubblico e privato interno che ne è risultata, fortemente orientata verso passività a breve termine e/o indicizzate al dollaro, ha contribuito all'aggravarsi delle crisi finanziarie che hanno colpito la regione negli anni novanta e agli inizi di questo decennio.

Negli ultimi anni, tuttavia, sempre più spesso i titoli obbligazionari interni hanno costituito una fonte di finanziamento per le economie latinoamericane e hanno trovato spazio nei portafogli degli investitori internazionali (grafico 1). Ciò ha rimesso in discussione l'opinione secondo la quale i paesi della regione non sarebbero in grado di indebitarsi in moneta locale per scadenze medio-lunghe, talvolta definita ipotesi del "peccato originale". L'espansione di questi mercati è frutto di uno sforzo deliberato da parte delle autorità della maggior parte dei paesi volto a ridurre la vulnerabilità agli shock esterni

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI. Si ringraziano Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer e Agustín Villar per le loro osservazioni, e Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel e Jhuvesh Sobrun per l'assistenza alla ricerca. Infine, un ringraziamento va a José Oriol Bosch di JPMorgan Chase Mexico per aver fornito i dati di mercato.



avversi. In questo contesto, uno degli obiettivi fondamentali è stato il miglioramento delle condizioni di domanda per i titoli interni, conseguito ad esempio grazie all'adozione di politiche macroeconomiche più stabili, alla transizione verso sistemi pensionistici finanziati e gestiti dal settore privato e alla rimozione di restrizioni sugli investimenti esteri. Sono inoltre state intraprese iniziative dal lato dell'offerta, tra cui il graduale trasferimento del debito pubblico al mercato nazionale, il passaggio a un'attività di emissione più prevedibile e trasparente e il tentativo di creare titoli benchmark liquidi. Tali iniziative sono state sostenute da un contesto estero particolarmente favorevole, caratterizzato tra l'altro da prezzi delle materie prime elevati che hanno inciso positivamente sui conti interni e con l'estero, nonché dalla ricerca di rendimento da parte degli investitori internazionali.

In base a dati statistici provenienti in prevalenza da fonti nazionali, nel presente studio si mostra come i paesi della regione abbiano realizzato notevoli progressi nello sviluppo dei mercati obbligazionari interni, sebbene rimangano alcune vulnerabilità. Il passaggio dall'indebitamento esterno a quello interno ha contribuito a ridurre il rischio legato ai disallineamenti valutari ma ha forse al tempo stesso amplificato quello connesso con i disallineamenti di scadenza. Gli investitori sono ancora restii a impegnare fondi a tassi fissi per lunghi periodi, il che potrebbe esporre i mutuatari della regione a un elevato rischio di rifinanziamento qualora le condizioni finanziarie nazionali o internazionali dovessero deteriorarsi. La base di investitori rimane peraltro ristretta, ostacolando lo sviluppo di un mercato secondario liquido.

## Aspetti principali dei mercati interni del reddito fisso

L'emissione di titoli interni ha registrato una rapida crescita in America latina nell'ultimo decennio (grafico 1)<sup>2</sup>. I collocamenti di titoli di questo tipo da parte delle amministrazioni centrali e delle imprese non finanziarie dei sette maggiori paesi della regione sono aumentate del 337% tra fine 1995 e fine 2005, a \$895 miliardi, equivalenti a quasi il 40% del PIL combinato di tali paesi. A titolo di confronto, il volume complessivo di titoli emessi da questi prenditori sul mercato internazionale è cresciuto nello stesso periodo del 65%, a \$264 miliardi. Di conseguenza, i mercati locali del reddito fisso sono divenuti la principale fonte di finanziamento per i settori pubblico e privato (cfr. Mathieson et al., 2004).

L'attuale configurazione dei mercati obbligazionari interni dell'America latina è caratterizzata da sei aspetti principali.

In primo luogo, tali mercati presentano dimensioni molto diverse (tabella 1). Quello del Brasile è di gran lunga il maggiore, con titoli in essere per \$583 miliardi a fine 2005 (equivalenti al 74% del PIL del paese). Segue, in termini assoluti, il mercato del Messico, con \$159 miliardi, che risulta tuttavia notevolmente inferiore a quello del Brasile in rapporto al PIL (21%). I mercati obbligazionari di altri paesi sono molto più modesti in termini assoluti, sebbene alcuni di essi siano piuttosto ampi se raffrontati al PIL.

I mercati obbligazionari interni si caratterizzano per dimensioni diverse ...

Dimensioni dei mercati locali del reddito fisso in America latina					
	Stock di titoli a reddito fisso		Di cui:		
			di Stato a breve termine	di Stato a lungo termine	di imprese non finanziarie a lungo termine
	Miliardi di USD	% del PIL	Miliardi di USD	Miliardi di USD	Miliardi di USD
Argentina	59,7	33	5,1	43,8	10,8
Brasile	583,4	74	226,7	318,2	38,5
Cile	39,8	35	9,2	17,3	13,3
Colombia	38,7	32	0,9	33,2	4,6
Messico	158,5	21	52,0	89,1	17,4
Perù	7,9	10	1,4	4,3	2,2
Venezuela	7,2	5	3,4	3,7	0,1
Totale	895,2	41	298,7	509,6	86,9
<i>Per memoria:</i>					
<i>Stati Uniti</i>	<i>9 043,5</i>	<i>72</i>	<i>1 474,5</i>	<i>4 873,3</i>	<i>2 695,7</i>

Nota: i titoli emessi da istituzioni finanziarie non sono inclusi fra i titoli a reddito fisso di imprese non finanziarie.

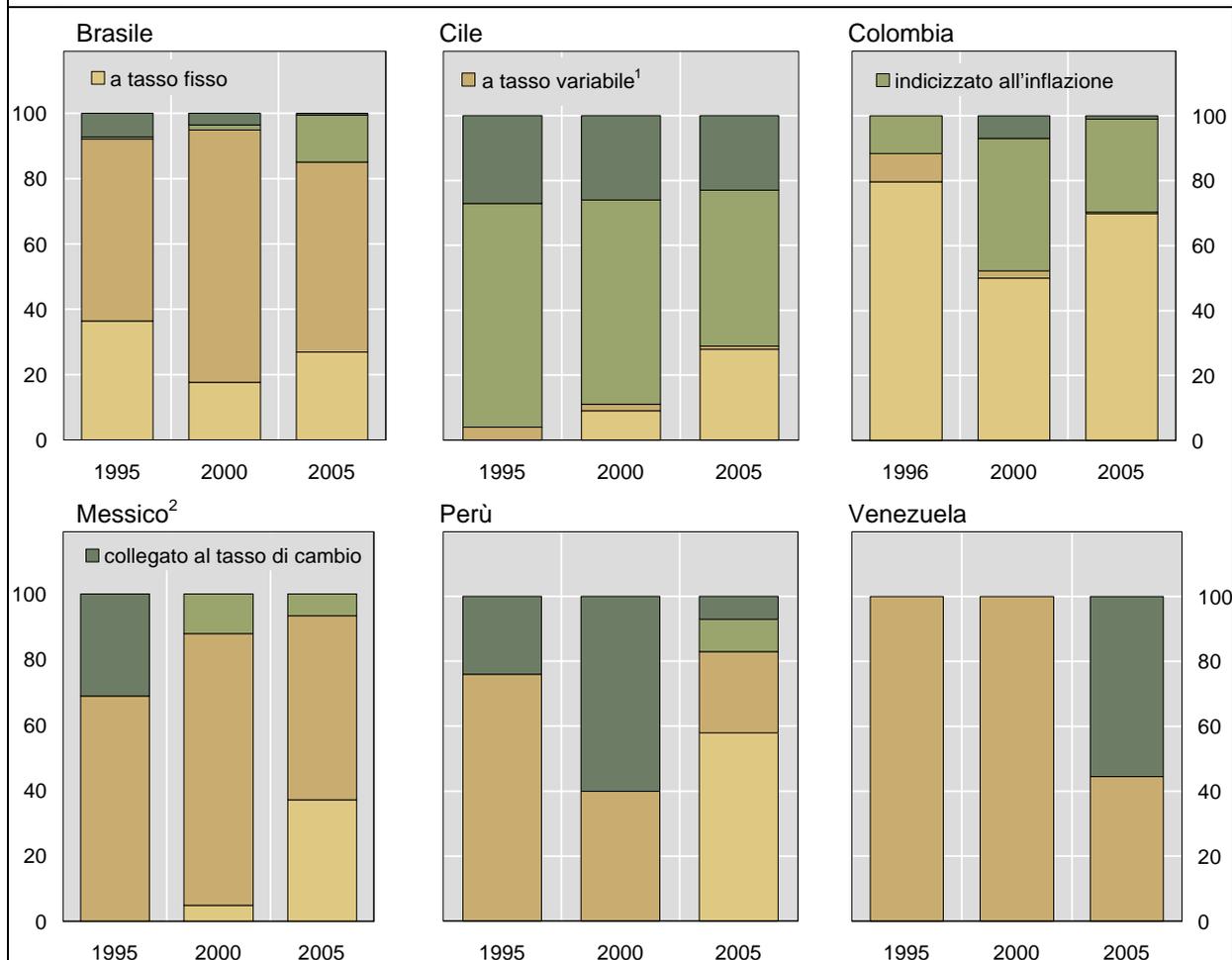
Fonti: Fedesarrollo; autorità nazionali; BRI.

Tabella 1

<sup>2</sup> Non sono disponibili dati del tutto omogenei per i diversi mercati obbligazionari interni dell'America latina. In questa sezione monografica si è tentato di riunire statistiche comparabili per le amministrazioni centrali e il settore privato non finanziario di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. Le emissioni interne comprendono i titoli emessi sui mercati locali in moneta locale o estera. Le emissioni delle società finanziarie sono escluse dall'analisi in ragione della copertura limitata dei dati disponibili.

## Composizione del debito delle amministrazioni centrali in America latina

In percentuale



<sup>1</sup> Comprende gli strumenti misti. <sup>2</sup> *Brems* e *Cetes* sono considerati come strumenti a tasso variabile.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 2

In secondo luogo, sui mercati obbligazionari interni predominano i prenditori del settore pubblico (grafico 1). A fine 2005 le amministrazioni centrali dei sette maggiori paesi latinoamericani avevano emesso passività negoziabili per \$808 miliardi. In confronto, i mercati delle obbligazioni private sono molto meno sviluppati. Sebbene in alcuni paesi (come Cile e Perù) essi possano addirittura raggiungere il 40-50% dei rispettivi mercati dei titoli di Stato, le loro dimensioni totali per l'insieme della regione sono di appena \$87 miliardi. Inoltre, anche nei paesi dove i mercati delle obbligazioni societarie sono più sviluppati, l'attività è limitata alle imprese con merito di credito più elevato. Vi sono stati tuttavia progressi nello sviluppo di tali mercati, come illustra la crescita della cartolarizzazione nella regione (cfr. il riquadro alla pagina seguente).

... e una prevalenza del settore pubblico

In terzo luogo, i titoli a breve termine, a tasso variabile e indicizzati all'inflazione continuano a rappresentare un'ampia quota del debito pubblico interno, sebbene vi siano stati cambiamenti significativi nella sua

Predominano le emissioni a tasso variabile e indicizzate all'inflazione ...

## La cartolarizzazione in America latina

La cartolarizzazione è un fenomeno relativamente recente in America latina, dato il tradizionale predominio delle banche commerciali sul processo di intermediazione. Nondimeno, diversi fattori hanno creato opportunità di espansione per la finanza strutturata, tra cui le pressioni per un miglioramento della redditività degli attivi bancari, l'introduzione di procedure di fallimento e assetti giuridici più adeguati, la ripresa della domanda di immobili residenziali e locali commerciali, e l'esigenza di attività di qualità più elevata da parte degli investitori istituzionali.

Non è facile calcolare il volume esatto delle transazioni strutturate per mancanza di definizioni standardizzate e informazioni centralizzate. La principale fonte di dati per questo segmento del mercato sono le maggiori agenzie di rating internazionali. Secondo Moody's, nel 2005 in America latina le emissioni interne frutto di cartolarizzazione (pari a \$12,2 miliardi) hanno superato per il secondo anno consecutivo quelle internazionali (\$2,3 miliardi). A Messico, Brasile e Argentina facevano capo rispettivamente il 40, 32 e 15% del volume totale delle operazioni interne, che per tipologia si dividevano in titoli *credit-linked* (33%), prestiti personali e al consumo (17%) e titoli assistiti da garanzia ipotecaria (MBS) (14%).

## Emissioni interne di titoli garantiti da attività (ABS) in America latina

In milioni di dollari USA

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	1 590	701	130	226	525	1 790
Brasile	184	88	106	1 031	1 652	3 911
Cile	173	220	430	380	293	873
Colombia	55	63	597	510	799	323
Messico	65	427	414	604	5 444	4 846
Perù	37	94	7	60	163	295
Venezuela	...	...	...	...	...	...
Totale	2 104	1 593	1 684	2 811	8 876	12 038

Fonte: Moody's.

Il mercato interno messicano delle attività cartolarizzate è nato soltanto nel 2000, ma è già il più attivo dell'America latina, con emissioni per \$5,4 e 4,8 miliardi rispettivamente nel 2004 e nel 2005. Gran parte dell'attività degli ultimi due anni è riconducibile a operazioni molto ingenti garantite da prestiti dell'Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), l'agenzia creata nel 1999 per gestire il debito derivante dai salvataggi bancari<sup>®</sup>. Finora, a parte le operazioni dell'IPAB, le transazioni nel mercato messicano hanno avuto perlopiù a oggetto prestiti "ponte" per l'edilizia e ipoteche residenziali. Sociedad Hipotecaria Federal, una banca di sviluppo pubblica operativa dalla fine del 2001, si è adoperata per sviluppare un mercato MBS coeso. In quest'ambito ha incoraggiato i mutuatari a introdurre obbligazioni con caratteristiche omogenee e ha svolto un ruolo attivo di intermediario e fornitore di liquidità nel neonato mercato secondario.

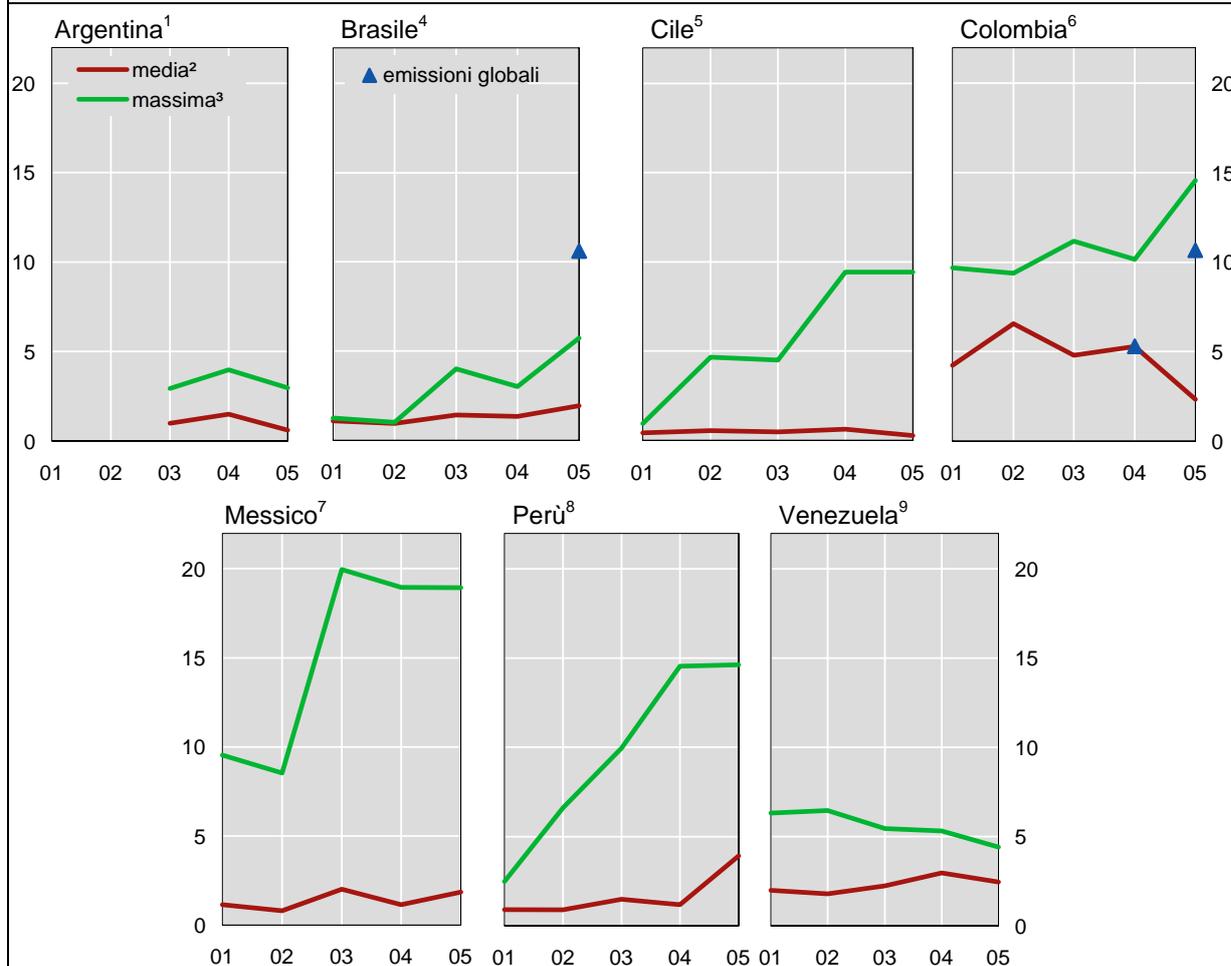
Il Brasile è stato il secondo mercato nazionale più attivo nel 2005, con emissioni per \$3,9 miliardi, a fronte di \$1,7 miliardi nel 2004. La crescita delle emissioni si deve in larga misura al successo dei veicoli di investimento noti come *Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios*, che forniscono alle imprese un'alternativa al tradizionale credito bancario, consentendo loro di cartolarizzare i propri crediti. Prima del 2003 non vi era praticamente nessuna attività nel mercato interno brasiliano. I potenziali emittenti erano dissuasi dagli elevati costi legati alla creazione di società veicolo e dall'iniziale indifferenza degli investitori nei confronti dei questi titoli, data l'ampia disponibilità di titoli di Stato di elevata qualità.

Il mercato argentino delle attività cartolarizzate si è in buona parte prosciugato nel 2001 e nel 2002, ma nel 2003 ha iniziato a riprendersi e lo scorso anno è stato anzi interessato da un incremento rilevante delle emissioni, passate dai \$525 milioni del 2004 a \$1,8 miliardi.

<sup>®</sup> Le transazioni dell'IPAB sono ammontate a \$4,1 miliardi nel 2004 e a \$2,8 miliardi nel 2005.

## Scadenze dei titoli pubblici interni a tasso fisso in moneta locale

In anni



<sup>1</sup> Buoni del Tesoro, *Lebac* e *Nobac*; a esclusione dei buoni del Tesoro emessi il 14 febbraio 2002. <sup>2</sup> Media delle nuove emissioni, ponderata per gli importi emessi (escluse le emissioni globali). <sup>3</sup> Tempo rimanente a fine anno prima della scadenza dell'emissione con vita residua più lunga (escluse le emissioni globali); comprende unicamente obbligazioni emesse nel 2001 o successivamente. <sup>4</sup> LTN, NTN-F ed emissioni globali. <sup>5</sup> Emissioni della banca centrale. <sup>6</sup> TES ed emissioni globali; comprende unicamente le emissioni delle amministrazioni centrali. <sup>7</sup> *Cetes* e obbligazioni di Stato. <sup>8</sup> Certificati di deposito, buoni del Tesoro e obbligazioni di Stato, escluse quelle emesse il 13 ottobre 2004 e il 31 gennaio 2005. <sup>9</sup> Buoni del Tesoro e obbligazioni di Stato.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Grafico 3

composizione. Come mostra il grafico 2, in diversi paesi, tra cui Brasile e Messico, si stanno gradualmente abbandonando i titoli indicizzati a tassi di cambio (*currency-linked*) nell'ambito di programmi di gestione del debito volti a ridurre le vulnerabilità agli shock esterni. Le principali eccezioni a questa tendenza sono costituite da Argentina e Venezuela<sup>3</sup>. Inoltre, la quota relativa di passività a tasso fisso è cresciuta nella maggior parte dei paesi. I progressi sono stati particolarmente evidenti in Messico, dove a fine 2005 tale quota ammontava a quasi il 40%, contro meno del 5% nel 2000. Il Brasile ha parimenti compiuto notevoli passi in avanti: le obbligazioni a tasso fisso sono oggi salite a quasi il 30% del debito negoziabile, contro il 15% nel 2000.

<sup>3</sup> In Argentina, non rappresentata nel grafico 2, i titoli di debito *currency-linked* sono stati utilizzati per riguadagnare accesso al mercato dopo l'insolvenza del paese.

... ma le scadenze  
si stanno  
allungando

In quarto luogo, vi è stata una graduale estensione della struttura per scadenze dei titoli di Stato in moneta locale, in parte conseguita tramite il passaggio dalle obbligazioni a breve termine a quelle a tasso fisso e mediante l'allungamento delle scadenze di queste ultime<sup>4</sup>. I progressi compiuti dai governi nell'estendere la scadenza delle loro emissioni a tasso fisso in moneta locale sono illustrati nel grafico 3, che mostra come la maggior parte dei paesi sia riuscita ad accrescere la scadenza massima di tali titoli. Dal 2003 il Messico è stato in grado di emettere obbligazioni a 20 anni e sta attualmente valutando la possibilità di collocare titoli trentennali. Di recente, anche il Perù ha emesso obbligazioni ventennali in moneta locale, uno sviluppo assai significativo alla luce dell'elevato livello di dollarizzazione del paese. La Colombia, che colloca titoli decennali da diversi anni, ha introdotto obbligazioni a 15 anni. Il Cile ha emesso titoli con scadenza fino a 10 anni nell'ambito del processo di riduzione del grado di indicizzazione del mercato dei titoli di Stato. Il Brasile ha anch'esso realizzato progressi nell'ultimo anno, in parte grazie al lancio di un'obbligazione globale a 10 anni in moneta locale<sup>5</sup>. Nonostante questi miglioramenti, i collocamenti di titoli a tasso fisso con scadenze medio-lunghe restano perlopiù limitati, come testimonia la relativa stabilità della scadenza media ponderata delle nuove emissioni.

Il maggior volume di obbligazioni a più lungo termine inizia a fornire un'utile rappresentazione della struttura per scadenze dei tassi di interesse. Il grafico 4 raffigura i tassi a breve e a lungo termine disponibili per i paesi considerati. La disponibilità di tali tassi contribuisce a rendere i mercati finanziari più completi. Tuttavia, come discusso oltre, l'accuratezza delle informazioni estratte da tali curve è ancora discutibile.

Gli scambi sul  
mercato secondario  
sono modesti ...

In quinto luogo, gli scambi di obbligazioni interne sul mercato secondario, comunemente utilizzati come indicatore della liquidità, hanno registrato un'espansione negli ultimi anni (grafico 1, diagramma di destra), pur rimanendo ridotti rispetto ai mercati maturi (tabella 2). Secondo la Emerging Markets Trade Association (EMTA), nel 2005 le negoziazioni annue di titoli interni dei sette maggiori paesi della regione effettuate dalle banche aderenti sono ammontate a \$1,3 trilioni, ossia 1,6 volte lo stock di titoli in essere. Si tratta di un volume inferiore a quello di mercati più maturi. Sebbene i dati non siano del tutto comparabili, lo stesso anno le negoziazioni di titoli del Tesoro USA sono state pari a circa \$139 trilioni, equivalenti a 22 volte il corrispondente stock. All'interno della stessa America latina, inoltre, l'attività sul mercato secondario varia considerevolmente. Mentre per le obbligazioni messicane il turnover annuo è cinque volte superiore alle consistenze in essere, in Perù e Venezuela esso risulta inferiore allo stock di titoli.

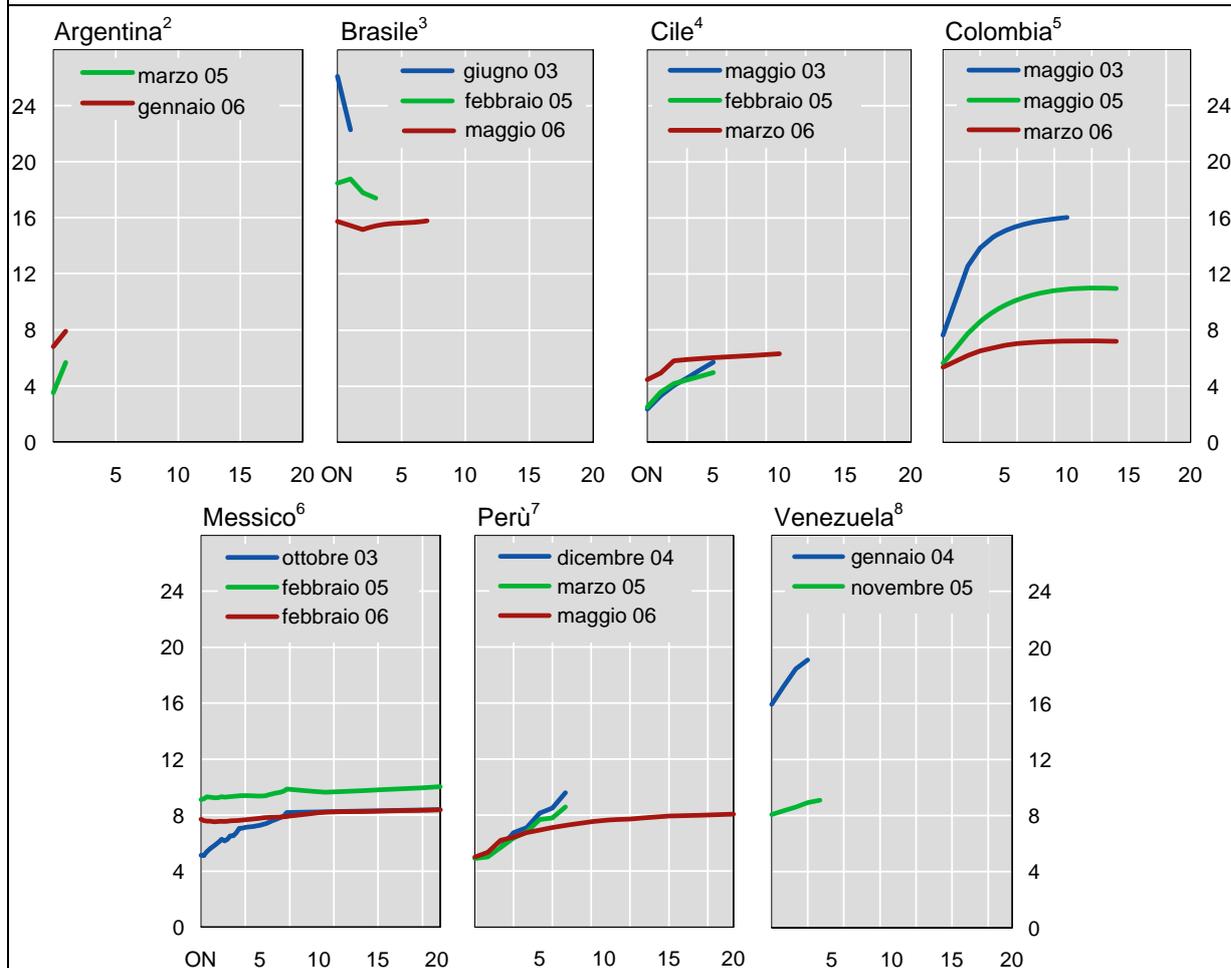
---

<sup>4</sup> In alcuni paesi ha inoltre influito l'estensione della scadenza della quota di debito indicizzata a tassi a breve o all'inflazione.

<sup>5</sup> Cfr. Tovar (2005) per un'analisi delle emissioni recenti di titoli globali in moneta locale dell'America latina.

## Curve dei rendimenti dei titoli pubblici interni a tasso fisso in moneta locale<sup>1</sup>

In percentuale



<sup>1</sup> Vita residua in anni (ON = *overnight*). <sup>2</sup> *Lebac*. <sup>3</sup> Tassi swap; a lungo termine; obbligazioni di Stato (NTN-F). <sup>4</sup> Emissioni della banca centrale. <sup>5</sup> Curva dei rendimenti dei titoli a cedola zero. <sup>6</sup> *Cetes* e obbligazioni di Stato. <sup>7</sup> Obbligazioni di Stato, mercato secondario. <sup>8</sup> Obbligazioni di Stato (*Vebonos*), aste.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 4

La liquidità del mercato presenta altri importanti aspetti, quali la strettezza dei margini, ossia l'efficienza con cui gli operatori possono negoziare. Come illustrato nella tabella 2, i mercati dei titoli di Stato a tasso fisso non sembrano presentare margini molto ristretti rispetto al mercato statunitense. In effetti, i differenziali denaro-lettera, i quali forniscono un'idea dei costi sostenuti dagli operatori nell'esecuzione delle transazioni, sono sensibilmente maggiori in America latina che negli Stati Uniti<sup>6</sup>. Ancora una volta vi sono differenze rilevanti all'interno della regione. I differenziali sono ristretti in Colombia e Messico, mentre rimangono abbastanza ampi in Argentina, Perù e Venezuela.

Infine, per quanto al momento nella regione non si negozino attivamente strumenti derivati sui titoli di Stato benchmark, l'attività in swap e contratti su

<sup>6</sup> Al confronto, i differenziali denaro-lettera nei mercati dei titoli di Stato asiatici vanno da 1-2 punti base in Corea, India, e Singapore a 7 punti base in Indonesia. Cfr. Jiang e McCauley (2004).

Liquidità dei mercati secondari dei titoli pubblici interni nel 2005				
	Turnover annuo		Differenziale denaro-lettera	Volume medio della transazioni in base allo spread denaro-lettera
	In miliardi di dollari USA	In percentuale dei titoli in essere		
Argentina	91,5	187	10-50 p.b. su obbligazioni a tasso fisso e indicizzate all'inflazione	ARS 2-10 milioni
Brasile	433,0	79	5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	BRL 10-50 milioni
Cile	26,0	98	5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	CLP 100 milioni
			5-10 p.b. su obbligazioni indicizzate all'inflazione	UF 100 000
Colombia	45,0	132	3-5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	COP 2 miliardi
Messico	696,7	494	3-5 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	MXN 50-100 milioni
			5-15 p.b. su obbligazioni indicizzate all'inflazione	MXN 5-10 milioni
Perù	2,6	46	10-20 p.b. su obbligazioni a tasso fisso	USD 1 milione
Venezuela	2,8	39	50-100 p.b. su obbligazioni a tasso variabile	VEB 2,4 miliardi
Totale	1 297,6	160	...	...
<i>Per memoria:</i>				
<i>Stati Uniti</i>	<i>138 756,0</i>	<i>2 186</i>	<i>0,8-1,6 p.b. su obbligazioni a tasso fisso</i>	<i>USD 25 milioni</i>

Nota: i dati sul turnover annuo per i paesi latinoamericani corrispondono alle transazioni sul mercato secondario segnalate all'EMTA dai principali intermediari e società di gestione patrimoniale, mentre quelli per gli Stati Uniti si basano sulle transazioni giornaliere tra intermediari in titoli del Tesoro USA, secondo quanto riportato nel supplemento statistico del *Federal Reserve Bulletin*.

Fonti: Sack ed Elsasser (2004); Federal Reserve; Banco Central de Venezuela; FMI; Citigroup; EMTA; JPMorgan Chase; BRI.

Tabella 2

... ma l'attività in derivati è in espansione

tassi a breve è in rapido sviluppo nei principali paesi. In Brasile l'assunzione di posizioni nei mercati del reddito fisso avviene in larga misura tramite futures e swap *overnight* piuttosto che nel mercato a pronti. Ciò spiega la forte espansione negli ultimi anni delle contrattazioni di questi strumenti sui mercati regolamentati, che hanno raggiunto \$6,9 trilioni nel 2005, contro \$2,6 trilioni nel 2000<sup>7</sup>. In Messico, dove le negoziazioni di borsa su attività a reddito fisso si limitano a contratti sui tassi interbancari, gli scambi sono ammontati a \$1 trilione, mentre nel 2000 erano pressoché nulli. Tuttavia, secondo alcune fonti i contratti a termine e gli swap su valute negoziati fuori borsa starebbero riscuotendo un successo crescente in questo paese. Tali strumenti consentono agli investitori e ai mutuatari esteri di coprire le esposizioni ai rischi di cambio e di tasso di interesse connesse con le obbligazioni in moneta locale, facilitando il loro accesso a tale mercato<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> A titolo di confronto, nelle borse statunitensi tali scambi raggiungevano nel 2005 circa \$750 trilioni.

<sup>8</sup> I mercati dei titoli di debito in moneta locale hanno stimolato lo sviluppo degli strumenti derivati in Messico. Sfruttando la domanda di titoli di prim'ordine in peso messicani, alcune società finanziarie estere hanno emesso varie obbligazioni internazionali denominate in questa moneta. Ricorrendo generalmente agli swap per convertire in altre valute i proventi della raccolta, tali emittenti hanno fornito quindi una controparte naturale per gli investitori esteri desiderosi di coprire le proprie posizioni in titoli in peso. Il peso messicano è oggi una

## Diversificazione e sostenibilità dell'espansione dei mercati obbligazionari

L'espansione dei mercati obbligazionari locali dipende in parte dalla sostenibilità del processo globale di diversificazione dei portafogli. Vi sono buone ragioni di credere che i fattori che sostengono lo sviluppo dei mercati obbligazionari in America latina siano in larga misura di natura permanente.

I fattori di sostegno sembrano permanenti

Innanzitutto, si assiste da tempo al processo di integrazione tra le economie mature e quelle dei mercati emergenti. Ciò comprende la crescente disponibilità di informazioni a basso costo e in tempo reale sulle performance dei paesi e delle imprese. Lo sviluppo di tecnologie di contrattazione elettronica ha inoltre ridotto fortemente i costi operativi e i tempi di esecuzione, ampliando ulteriormente la partecipazione al mercato (Wooldridge et al., 2003).

Al tempo stesso, l'appetibilità delle emissioni in moneta locale quali classe di attività per gli investitori internazionali è cresciuta grazie al miglioramento delle politiche e della performance economica in gran parte della regione. La maggior parte dei paesi presenta attualmente un tasso di inflazione basso,

Correlazioni e rendimenti dei mercati obbligazionari interni										
Gennaio 2003-aprile 2006										
Correlazioni		GBI-EM <sup>1</sup>							EMBI <sup>2</sup>	Treasury USA a 10 anni
		Brasile <sup>3</sup>	Cile	Colombia	Messico	America latina	Asia	Europa		
GBI-EM <sup>1</sup>	Brasile <sup>3</sup>	1,00								
	Cile	0,34	1,00							
	Colombia	0,52	0,29	1,00						
	Messico	0,50	0,56	0,48	1,00					
	America latina	0,78	0,53	0,72	0,89	1,00				
	Asia	0,33	0,07	0,31	0,31	0,35	1,00			
	Europa	0,10	0,21	0,21	0,28	0,25	0,42	1,00		
EMBI <sup>2</sup>		0,52	0,24	0,49	0,50	0,56	0,49	0,49	1,00	
Treasury USA a 10 anni		0,23	0,00	0,22	0,25	0,24	0,37	0,37	0,71	1,00
Rendimenti										
2003		23,7	27,7	19,4	7,1	16,7	7,9	14,0	22,3	2,1
2004		24,1	16,3	33,6	5,6	13,8	3,0	28,9	11,7	5,7
2005		36,9	16,2	26,1	21,2	22,8	5,2	3,9	10,3	2,4
2006 (a oggi)		14,7	-1,6	3,2	-0,7	6,1	3,5	1,5	1,5	-3,1
Cumulato		142,2	65,8	117,5	34,9	73,2	21,1	55,4	53,1	7,2
<sup>1</sup> Indice GBI-EM Broad Diversified. <sup>2</sup> Indice EMBI Global Diversified. <sup>3</sup> Campione: maggio 2003-aprile 2006. Fonte: elaborazioni degli autori in base a dati di JPMorgan Chase.										

Tabella 3

delle poche valute dei mercati emergenti per cui si registra una considerevole attività in derivati *over the counter* (BRI, 2005).

notevoli avanzi primari e posizioni favorevoli di conto corrente. In parte grazie a ciò, i tassi di interesse interni sono determinati in misura crescente dall'andamento delle economie nazionali piuttosto che da fattori esterni. Di fatto, in alcuni paesi, come il Messico, recentemente l'andamento della curva dei rendimenti interni si è in buona parte dissociato da quello della curva statunitense.

I mercati locali offrono vantaggi in termini di diversificazione

La tabella 3 presenta evidenze più generali relativamente ai vantaggi in termini di diversificazione offerti dai mercati obbligazionari interni latinoamericani rispetto ad altre classi di attività inserite nei portafogli internazionali, almeno dal punto di vista degli investitori che operano in dollari USA. Tali vantaggi sono evidenti, date le correlazioni relativamente basse riscontrabili dal gennaio 2003 tra i rendimenti delle obbligazioni latinoamericane in moneta locale e quelli di: a) le obbligazioni in moneta locale dei mercati emergenti asiatici ed europei (0,35 e 0,25 rispettivamente); b) l'indice EMBI in valuta estera (0,56); e c) le *Treasury note* USA decennali (0,24). Quest'ultima serie di correlazioni è inferiore alle serie corrispondenti calcolate per gli strumenti in moneta locale asiatici ed europei (0,37 in entrambi i casi) o per l'indice EMBI Global Diversified (0,71)<sup>9</sup>. La riga finale della tabella 3 indica che i vantaggi in termini di diversificazione non hanno avuto come contropartita rendimenti inferiori nel periodo campione: dal 2003 i rendimenti cumulati latinoamericani superano quelli di altri mercati emergenti, di fronte al calo dei rendimenti nominali locali e all'apprezzamento delle valute.

Tali vantaggi sono tuttavia in parte subordinati al fatto che le correlazioni di rendimento con altri strumenti a reddito fisso rimangano basse nei periodi di tensione. Alcuni riscontri empirici corroborano tale ipotesi (Bayliss, 2004), ma non vi sono dati sufficienti per verificare la stabilità delle correlazioni su un periodo abbastanza lungo. Per arrivare a conclusioni più robuste sarebbe necessario comprovare i risultati su una fase prolungata di condizioni di mercato molto meno favorevoli.

## Disallineamenti valutari e rischi di rifinanziamento

Una questione fondamentale relativa allo sviluppo dei mercati obbligazionari in valuta locale in America latina è fino a che punto esso abbia contribuito ad attenuare la vulnerabilità associata ai disallineamenti (*mismatch*) di valuta e di scadenza.

I mercati obbligazionari interni hanno contribuito a ridurre i disallineamenti valutari ...

I dati disponibili sembrano indicare che i progressi compiuti finora nello sviluppo di questi mercati abbiano concorso a ridurre i disallineamenti valutari nella regione. Ciò è senz'altro vero se si considera il summenzionato abbandono delle passività indicizzate al dollaro da parte del settore pubblico. Inoltre, a livello aggregato di regione sono diminuite le posizioni in cambi non bilanciate. Un indicatore comunemente usato per misurare tali disallineamenti è dato dalla quota di debito in valuta estera sul debito totale divisa per il

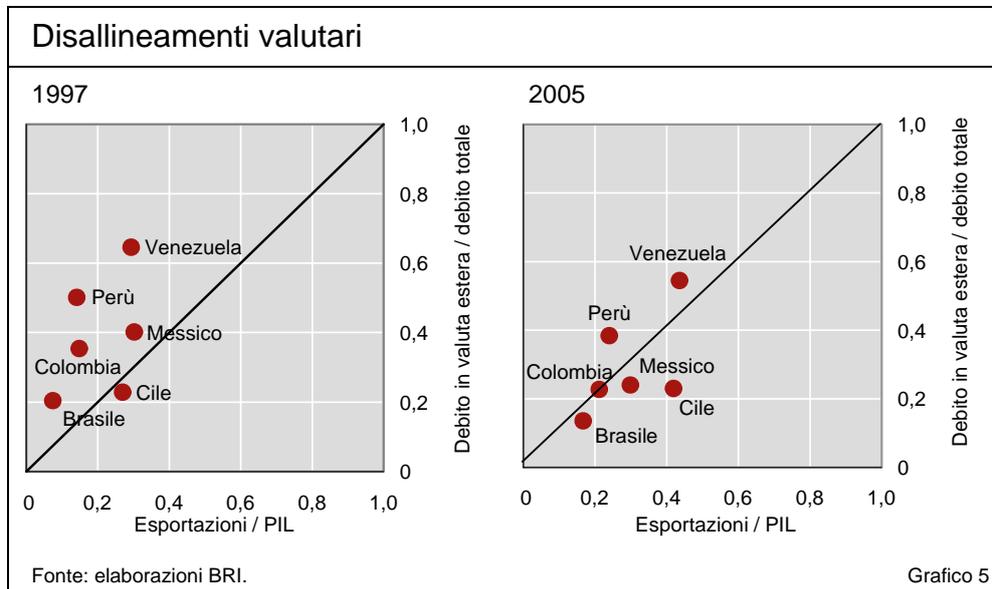
---

<sup>9</sup> Giacomelli e Pianetti (2005) pervengono a risultati simili.

rapporto tra esportazioni e PIL<sup>10</sup>. Come illustrato nel grafico 5, nel 1997 tale rapporto era ben superiore a 1 (situandosi sopra la bisettrice) in tutti i principali paesi eccetto il Cile, mentre nel 2005 si era sensibilmente ridotto in tutta la regione. I tassi di dollarizzazione, misurati dalla quota percentuale di depositi in dollari sui depositi totali nel sistema bancario, sono parimenti calati, in particolare in Perù, dove sono scesi dal 77% nel 1999 al 62% nel 2005. Gli studi a livello di impresa indicano inoltre che i disallineamenti valutari si sono ridotti anche nel settore societario della regione. Ad esempio, Bleakey e Cowan (2005) rilevano che le società tendono attualmente a bilanciare la composizione valutaria delle passività con quella dei flussi di reddito.

Nonostante questi sviluppi positivi, il passaggio dall'indebitamento esterno a quello interno sembra aver sostituito il rischio legato ai disallineamenti valutari con quello connesso con i disallineamenti di scadenza. Il contesto economico è migliorato ma gli investitori in alcuni paesi sono ancora restii a impegnare fondi per lunghi periodi in obbligazioni in moneta locale a tasso fisso. La conseguente prevalenza di titoli a breve termine, a tasso variabile e indicizzati all'inflazione, come illustrano i grafici 1 e 2, potrebbe esporre i governi della regione a un elevato rischio di rifinanziamento qualora le condizioni finanziarie nazionali o globali dovessero deteriorarsi. Ciò vale anche per il settore societario, in cui i progressi compiuti per ridurre i disallineamenti di scadenza sono stati modesti. Ad esempio, i dati a livello di impresa raccolti da Kamil (2004) evidenziano come la quota di passività a lungo termine sul debito complessivo sia diminuita nella regione dalla metà degli anni novanta.

... ma sembrano aver amplificato i disallineamenti di scadenza



<sup>10</sup> Questo indicatore prende in considerazione non solo l'impatto dei tassi di cambio sul valore di attività e passività, ma anche la denominazione valutaria dei flussi di reddito; cfr. Goldstein e Turner (2004).

## Liquidità del mercato secondario

Il basso livello di contrattazioni sul mercato secondario è fonte di preoccupazione poiché la presenza di mercati attivi costituisce un prerequisito essenziale per assumere o liquidare posizioni a costi contenuti. Una scarsa liquidità o il prosciugarsi della liquidità in situazioni di stress possono determinare oscillazioni rilevanti nei prezzi e nella volatilità del mercato<sup>11</sup>. Inoltre, l'esistenza di mercati finanziari liquidi è necessaria per il funzionamento dei moderni sistemi di gestione del rischio, che fanno affidamento sul calcolo di tassi di riferimento accurati per determinare il prezzo dei portafogli e sul funzionamento ordinato dei mercati per ribilanciare frequentemente le posizioni. Uno spessore e una liquidità limitati sul segmento a lunga delle curve dei rendimenti locali possono inoltre ridurre l'accuratezza delle informazioni di prezzo desunte da tali curve. Ad esempio, i movimenti della curva dei rendimenti possono risultare difficili da interpretare in quanto, oltre che da fattori macroeconomici, il prezzo delle obbligazioni a più lungo termine può essere influenzato dai premi per la liquidità o di altro tipo<sup>12</sup>.

Le dimensioni dei mercati incidono sulla liquidità ...

La liquidità del mercato può essere legata a diversi fattori. Le dimensioni di un mercato obbligazionario e delle sue singole emissioni sono in genere considerate fra le determinanti del suo spessore e della sua liquidità. McCauley e Remolona (2000) stimano che la soglia necessaria a garantire che un mercato obbligazionario abbia queste due caratteristiche sia pari a circa \$100 miliardi. In America latina, solo il Brasile e il Messico superano tale soglia. Tuttavia, come illustra la tabella 2, la Colombia è riuscita a sviluppare un mercato relativamente liquido, pur se di dimensioni ridotte.

... come pure la gamma di strumenti esistenti ...

Inoltre, sulla liquidità di un mercato può incidere la tipologia dei titoli che vi sono negoziati. In generale, i titoli indicizzati tendono a essere detenuti fino alla scadenza e sono pertanto meno scambiati e meno liquidi degli strumenti del mercato monetario o delle obbligazioni ordinarie a tasso fisso, come dimostra il loro differenziale denaro-lettera, più elevato. La disponibilità di un'ampia gamma di strumenti può altresì impedire la costituzione di uno stock di titoli omogenei sufficiente per una negoziazione attiva. In Brasile, ad esempio, vi sono vari tipi di titoli indicizzati all'inflazione e in Messico sono diversi gli emittenti pubblici di titoli a tasso fisso. Un consolidamento dell'offerta di titoli pubblici, sia al livello degli strumenti stessi che dei loro emittenti, contribuirebbe probabilmente ad accrescere notevolmente la liquidità.

---

<sup>11</sup> Di fatto, diversi paesi nella regione hanno già evidenziato alcune vulnerabilità in periodi di stress. Ne sono un esempio il Brasile nel 2001 e nel 2002 e la Colombia nel 2002, dove le turbolenze finanziarie hanno condotto al prosciugamento della liquidità nel mercato dei titoli di Stato. In quella che è stata definita dai colombiani come la "mini-crisi TES", durante la seconda metà del 2002 il Governo della Colombia non è stato in grado di emettere obbligazioni.

<sup>12</sup> Nelle economie con un passato di elevata inflazione e/o squilibri di bilancio persistenti, la variazione del premio al rischio può essere così ampia e difficile da discernere da rendere poco trasparenti i segnali di prezzo relativi all'attività economica reale e alla politica macroeconomica. La possibilità di eventi avversi gravi, ma poco probabili, può anch'essa accrescere il premio al rischio.

Altrettanto importante è l'ampiezza della base di investitori. Il passaggio a sistemi pensionistici finanziati con fondi privati nella regione ha stimolato la domanda istituzionale di titoli interni, ma la base di investitori rimane ristretta<sup>13</sup>. Ad esempio, il settore dei fondi comuni è sottosviluppato (con la principale eccezione del Brasile), le compagnie assicurative sono tendenzialmente di dimensioni ridotte, e il settore degli *hedge fund* è praticamente inesistente. In alcuni paesi, come il Cile, i fondi pensione hanno praticamente creato un monopsonio nei mercati mobiliari. Inoltre, la presenza degli investitori esteri è ancora limitata nella maggior parte dei mercati interni, a causa dell'ampia diffusione di controlli sui movimenti di capitale, ancora vigenti in Argentina, Brasile, Colombia e Venezuela. Le negoziazioni sono altresì limitate da diverse restrizioni normative o da imposte sui pagamenti in conto interesse, sulle plusvalenze patrimoniali o sulle transazioni<sup>14</sup>. La forte domanda internazionale delle emissioni globali in moneta locale lanciate da Brasile e Colombia testimonia chiaramente della preferenza degli investitori per titoli non gravati da tali impedimenti (Tovar, 2005). In Messico la recente esuberanza dei mercati nazionali è stata in parte legata all'agevole accesso al mercato obbligazionario interno di cui hanno beneficiato gli investitori esteri.

## Osservazioni conclusive

Le economie latinoamericane hanno compiuto notevoli progressi nello sviluppo dei mercati obbligazionari interni. Ciò nonostante, devono ancora essere affrontate diverse sfide. Le più urgenti sono la necessità di ridurre la vulnerabilità delle strutture debitorie al rischio di rifinanziamento e di accrescere la liquidità del mercato secondario. Inoltre, resta ancora da verificare fino a che punto tali mercati costituiscano una fonte affidabile di finanziamento per queste economie. Sebbene la regione sembri attualmente meno vulnerabile agli shock finanziari, un deteriorarsi delle condizioni potrebbe esporre i nascenti mercati obbligazionari interni a ulteriori e inaspettate pressioni. A questo riguardo, le autorità politiche dovrebbero incoraggiare l'ulteriore sviluppo di tali mercati.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): "I mercati degli strumenti derivati", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 43-53.

---

<sup>13</sup> Nella maggior parte dei paesi gli investimenti istituzionali hanno avuto un ruolo limitato. In Cile le attività detenute da fondi pensione sono aumentate gradualmente dagli anni settanta, raggiungendo circa il 70% del PIL nel 2004. In altri paesi, tuttavia, esse sono molto più modeste e vanno dal 6% del PIL per il Messico al 14% del PIL per l'Argentina (Crabbe, 2005).

<sup>14</sup> In Brasile gli investitori esteri devono registrare gli acquisti di titoli presso l'autorità di regolamentazione del mercato mobiliare e la banca centrale del paese, nonché nominare un rappresentante legale tenuto a controllare la situazione fiscale delle loro transazioni. Sono inoltre assoggettati ad almeno due imposte sulle transazioni (dopo che nel febbraio 2006 è stata abolita un'ulteriore ritenuta fiscale del 15% sui guadagni in conto capitale). In Colombia gli investitori esteri possono acquistare titoli nazionali solo tramite un fondo di investimento e viene applicata una ritenuta che varia in funzione della scadenza dei titoli.

- Bayliss, J. (2004): *Emerging markets' external debt as an asset class*, JPMorgan Emerging Markets Research.
- Bleakey, H. e K. Cowan (2005): *Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?*, mimeo.
- Crabbe, C. (2005): *A quarter century of pension reform in Latin America; lessons learned and next steps*, Banca interamericana di sviluppo.
- Giacomelli, D. e F. Pianetti (2005): *Expanding the efficient frontier*, JPMorgan Emerging Markets Research.
- Goldstein, M. e P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeanneau, S. e C. Pérez Verdia (2005): "Riduzione della vulnerabilità finanziaria: lo sviluppo del mercato interno dei titoli di Stato in Messico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 95-107.
- Jiang, G. e R. McCauley (2004): "I mercati obbligazionari asiatici in moneta locale", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 67-79.
- Kamil, H. (2004): *A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990-2002*, Banca interamericana di sviluppo, mimeo.
- Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy e A. Ilyina (2004): "Emerging local securities and derivatives markets", *World Economic and Financial Surveys*, Fondo monetario internazionale, Washington D.C.
- McCauley, R. ed E. Remolona (2000): "Dimensione e liquidità dei mercati delle obbligazioni di Stato", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 52-60.
- Sack, B. e R. Elsassser (2004): "Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience", *FRBNY Economic Policy Review*, maggio, pagg. 37-63.
- Tovar, C. (2005): "Debito pubblico internazionale denominato in moneta locale: sviluppi recenti in America latina", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 109-118.
- Wooldridge, P., D. Domanski e A. Cobau (2003): "Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 45-54.



## La cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico: implicazioni per i rischi di liquidità e di credito<sup>1</sup>

*Il forte sviluppo della finanza strutturata nei paesi dell'Asia-Pacifico è attribuibile alla cartolarizzazione dei prestiti al consumo e dei mutui ipotecari, mirata perlopiù alla creazione di liquidità. Relativamente poche sono state invece finora le cartolarizzazioni di debito societario, che hanno tuttavia un grande potenziale inutilizzato per migliorare l'allocazione dei rischi di credito.*

*Classificazione JEL: G150, G180, G210 e O160*

Negli ultimi anni i mercati finanziari dell'Asia-Pacifico sono stati interessati da una crescita significativa della cartolarizzazione di attività interne<sup>2</sup>, basata in larga misura sulla trasformazione di mutui ipotecari e prestiti al consumo, piuttosto che di debito societario. Nei paesi colpiti dalla crisi asiatica del 1997 le normative adottate per consentire la cartolarizzazione sono state talvolta motivate dall'esigenza di affrontare la marea di crediti in sofferenza venutasi a creare dopo la crisi. Sebbene a questo scopo siano state effettivamente realizzate alcune operazioni sul debito delle imprese, la ripresa dalla crisi si è accompagnata all'emergere delle famiglie quale principale categoria di mutuatari, per cui gran parte delle cartolarizzazioni ha avuto per oggetto il debito di questo settore.

In generale, la cartolarizzazione presenta due vantaggi principali. In primo luogo, permette di trasformare attività normalmente illiquide in strumenti caratterizzati da una buona liquidità. In secondo luogo, consente di creare strumenti di elevata qualità creditizia a partire da attività di qualità ridotta. Essendo basata in larga misura su mutui ipotecari e prestiti al consumo, in termini relativi la cartolarizzazione nella regione Asia-Pacifico ha in genere permesso di accrescere la liquidità piuttosto che di riallocare il rischio di credito.

---

<sup>1</sup> Gli autori sono grati ad Amit Agarawal, Claudio Borio, Kalpesh Gada, Mark Gaw, Rachel Hardee, Frank Lu, Frank Packer, Wit Solberg e Philip Wooldridge per gli utili scambi di vedute e le osservazioni, e a Emir Emiray per l'eccellente assistenza statistica. Le opinioni espresse in questo articolo sono degli autori e non riflettono necessariamente quelle della BRI.

<sup>2</sup> Ai fini della presente discussione, si definisce "cartolarizzazione interna" la creazione di titoli denominati nella moneta locale e garantiti da portafogli di attività originate localmente. Nella maggior parte dei casi queste emissioni sono destinate principalmente a investitori residenti nello stesso paese in cui avviene l'operazione.

Nella trattazione che segue vengono dapprima illustrate le tecniche fondamentali di cartolarizzazione e descritte brevemente la crescita e la composizione di questo tipo di operazioni nell'Asia-Pacifico. Sono quindi considerate le implicazioni della cartolarizzazione per la liquidità e i rischi di credito dei mutui ipotecari e dei prestiti al consumo da un lato, e dei prestiti alle imprese dall'altro. Lo studio termina con alcune osservazioni conclusive.

## Le tecniche di cartolarizzazione

La cartolarizzazione consiste nel raggruppare attività simili in un portafoglio ceduto a un soggetto giuridico indipendente appositamente costituito (società veicolo o *special purpose vehicle*, SPV) e nel trasferire i connessi flussi finanziari ai titoli di nuova creazione emessi dalla SPV. La presenza della società veicolo garantisce che le attività da cartolarizzare siano schermate dal rischio di insolvenza del soggetto cedente (*originator*). Infatti, la struttura è sottratta alle azioni concorsuali a carico di quest'ultimo (*bankruptcy remote*) e il trasferimento delle attività si configura come una vendita a tutti gli effetti<sup>3</sup>. Ad esempio, per i titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed security*, MBS) questa struttura garantisce che anche nel caso in cui il prestatore originario dei mutui sottostanti si renda insolvente sul proprio debito i creditori non possano rivalersi sulle attività dell'SPV. In genere i titoli emessi dalla SPV differiscono dalle attività del portafoglio sottostante per vari aspetti, in particolare in termini di liquidità e di rischio di credito. Rispetto alle attività originarie, essi presentano infatti una liquidità maggiore o un rischio di credito inferiore, o entrambi.

La cartolarizzazione trasforma le attività ...

Una prima categoria di cartolarizzazioni è finalizzata soprattutto alla trasformazione di attività solitamente illiquide in strumenti più facilmente negoziabili (titoli garantiti da attività o *asset-backed security*, ABS). In genere le attività cartolarizzate a questo scopo sono principalmente finanziamenti alle famiglie – quali mutui ipotecari, prestiti connessi con carte di credito o finanziamenti per l'acquisto di auto – che, per loro natura, sono generalmente di piccolo ammontare e assai eterogenei. Ciò nonostante, la diversificazione conseguita a livello di portafoglio aumenta la prevedibilità delle perdite. Chi investe in ABS non è pertanto tenuto a comprendere i rischi connessi con i singoli prestiti in portafoglio, ma solo i parametri secondo cui questi sono stati selezionati e la loro performance media basata sull'esperienza storica. Le economie così realizzate in termini di informazioni richieste e il taglio maggiore dei titoli creati contribuiscono a rendere gli ABS più liquidi. Nel caso dei titoli garantiti da ipoteca su immobili residenziali (*residential mortgage-backed security*, RMBS) è possibile che un soggetto terzo fornisca forme di rafforzamento del credito (*credit enhancement*) per accrescerne la qualità, ma in generale la cartolarizzazione del debito delle famiglie è finalizzata a migliorare la liquidità piuttosto che a trasformare il rischio di credito.

... in termini di liquidità ...

---

<sup>3</sup> Cfr. Gorton e Souleles (2005) per una trattazione del ricorso a SPV per ridurre i costi di un fallimento.

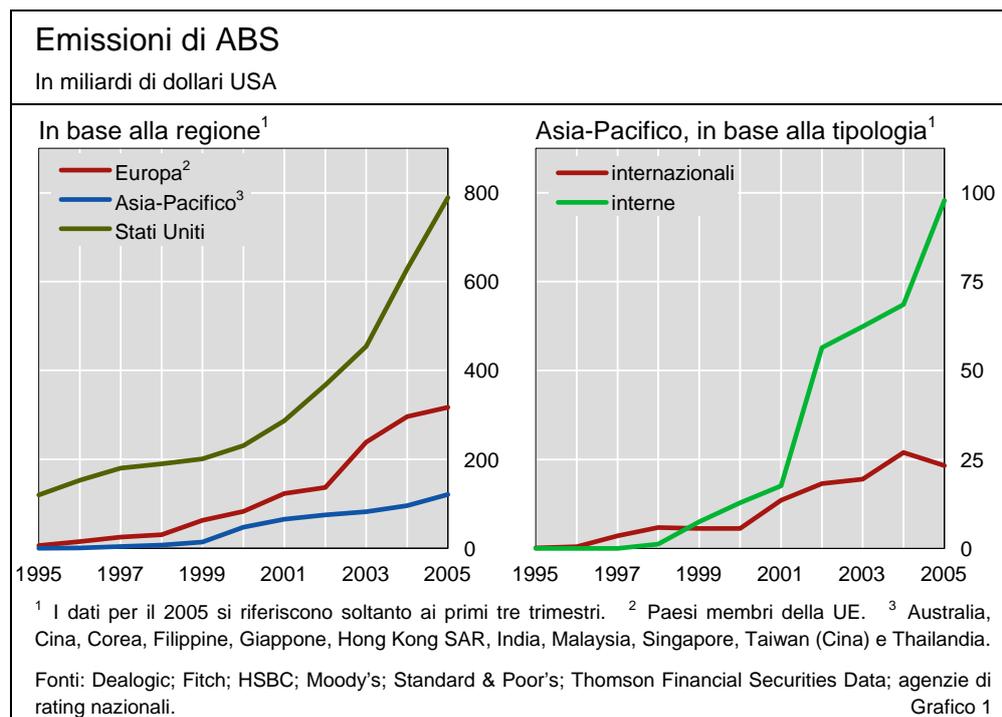
... o di rischio di credito

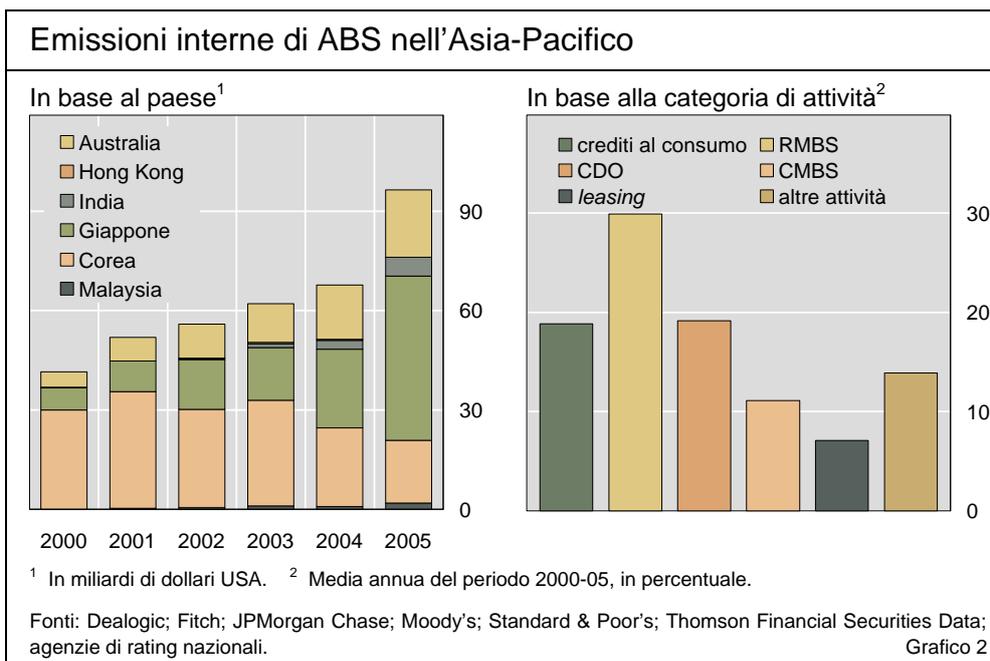
Una seconda categoria di cartolarizzazioni è invece mirata soprattutto a trasformare attività di qualità bassa o media in strumenti finanziari di qualità elevata. Questa trasformazione del rischio è realizzata per mezzo di una struttura di subordinazione in cui vengono create apposite tranche di titoli per assorbire le perdite da insolvenza. Tale struttura può essere specificamente concepita in modo da soddisfare la domanda di livelli diversi di rischio di credito da parte degli investitori. I titoli così creati vengono generalmente denominati *collateralised debt obligation* (CDO). In questo modo sono ad esempio cartolarizzate le obbligazioni societarie già scambiate sul mercato secondario, dando luogo a *collateralised bond obligation* (CBO) la cui liquidità potrebbe pertanto essere anche inferiore a quella delle attività sottostanti. Un altro tipo di attività oggetto di operazioni del genere sono i prestiti bancari alle imprese, che di norma si caratterizzano per un'elevata illiquidità. Nella fattispecie, è probabile che gli strumenti ottenuti dalla cartolarizzazione (*collateralised loan obligation*, CLO) siano più liquidi. Tuttavia, in entrambi i casi delle CLO e delle CBO, le tranche cosiddette "senior" hanno una qualità creditizia superiore a quella del portafoglio sottostante. Ne consegue che le CDO sono finalizzate più alla trasformazione del rischio di credito che al miglioramento della liquidità.

### Crescita della cartolarizzazione nell'Asia-Pacifico

Forte crescita dei mercati asiatici

Negli ultimi anni si è assistito a un notevole sviluppo della cartolarizzazione in tutto il mondo. Benché non siano state tanto ingenti quanto quelle di Europa o Stati Uniti, le emissioni di ABS della regione Asia-Pacifico hanno comunque contribuito significativamente alla crescita a livello globale (grafico 1, diagramma di sinistra). In un primo tempo le attività asiatiche erano





cartolarizzate soprattutto per essere cedute all'estero. Dal 1999, tuttavia, tale tendenza si è invertita e la cartolarizzazione nella regione è stata mirata prevalentemente al mercato interno, più che a quello internazionale (grafico 1, diagramma di destra).

All'interno della regione hanno avuto un ruolo predominante le emissioni di ABS di Giappone, Australia e Corea, che rappresentano circa due terzi dei collocamenti complessivi<sup>4</sup> (grafico 2 e grafico 3, diagramma di sinistra), ma anche Filippine, Hong Kong, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina)<sup>5</sup> e Thailandia sono all'origine di un flusso costante di attività cartolarizzate. Per contro, i mercati ABS di Cina e Indonesia si trovano ancora in una fase iniziale di sviluppo.

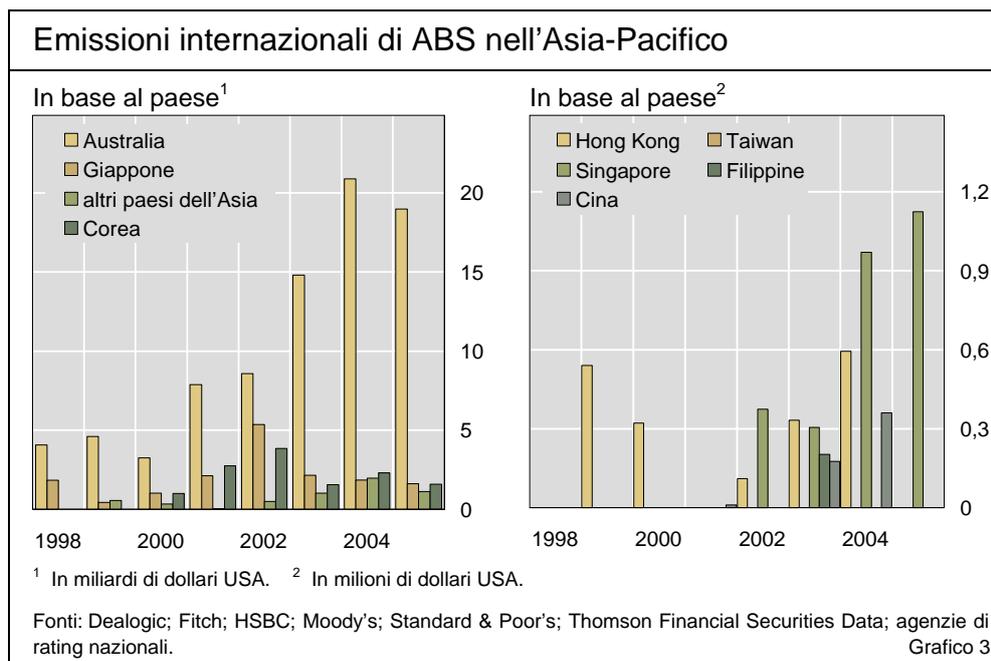
La crisi asiatica del 1997 ha costituito un fattore importante alla base della crescita dell'attività di cartolarizzazione interna, per la quale è stato spesso necessario emanare nuove norme che consentissero la creazione di apposite società veicolo<sup>6</sup>. La crisi aveva infatti dato luogo a volumi ingenti di prestiti in sofferenza, e le autorità hanno ravvisato nella cartolarizzazione una possibile via di uscita da questo problema. All'epoca Australia, Giappone, Hong Kong e Nuova Zelanda disponevano già del quadro di riferimento regolamentare e giuridico necessario, mentre i paesi colpiti dalla crisi ne erano sprovvisti. Pertanto, all'indomani della crisi Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia si sono dotate di nuove disposizioni in materia (Deacon, 2004), seguite più tardi da altri

All'origine, il problema delle sofferenze dopo la crisi asiatica

<sup>4</sup> I collocamenti complessivi comprendono le emissioni sia interne che internazionali. Queste ultime sono definite come cartolarizzazioni di attività interne finalizzate alla creazione di titoli denominati in valuta estera, destinati nella maggior parte dei casi a investitori stranieri.

<sup>5</sup> Di seguito, Taiwan.

<sup>6</sup> Sebbene nei paesi di *common law* non occorrono forzatamente nuove leggi per consentire la creazione di SPV, spesso sono necessari nuovi regolamenti.



paesi, come Taiwan (2001) e India (2002). Analogamente a quanto accaduto in altre economie asiatiche, verso la fine del 2005 anche in Cina le autorità hanno emanato regolamenti che consentono alle società di cartolarizzazione di accollarsi i crediti in sofferenza delle banche e delle istituzioni finanziarie pubbliche (Zhang, 2005; cfr. il riquadro).

Considerata la loro diversa origine, non sorprende che lo sviluppo dei mercati asiatici sia stato per certi aspetti diverso da quello dei mercati statunitense ed europeo. Mentre in questi ultimi le prime cartolarizzazioni hanno avuto a oggetto i mutui per l'acquisto di abitazioni e i prestiti connessi con carte di credito, in alcuni mercati asiatici tali attività sono state cartolarizzate solo in un secondo momento. È pur vero che la crescita dei mercati sottostanti dei mutui ipotecari e del credito alle famiglie hanno col tempo comportato una prevalenza di ABS basati su tali attività (grafico 2, diagramma di destra). Tuttavia, all'origine fu la cartolarizzazione dei prestiti in sofferenza a impartire slancio allo sviluppo di mercati significativi di CDO, titoli assistiti da ipoteche su immobili commerciali (*commercial mortgage-backed security*, CMBS) e *leasing* cartolarizzati.

### Cartolarizzazione di mutui e prestiti al consumo

Nell'Asia-Pacifico l'importanza relativa delle cartolarizzazioni dei mutui ipotecari e dei crediti al consumo è variata a seconda dei mercati e dei periodi. Le operazioni su attività del primo tipo hanno avuto un ruolo preminente in Australia, nonché a Hong Kong, in Giappone, Corea e Malaysia, dove il loro sviluppo è stato promosso dalla creazione di nuove leggi e agenzie

Espansione soprattutto degli MBS ...

## La cartolarizzazione in Cina: primi passi promettenti<sup>Ⓞ</sup>

Guonan Ma

Dopo un decennio di discussioni, esperimenti e mezze misure, lo scorso anno hanno infine fatto il loro debutto in Cina autentiche operazioni di cartolarizzazione, che hanno spianato la strada a un'espansione potenzialmente ingente negli anni a venire. Nel 2005 il governo cinese ha intensificato le iniziative volte a creare il quadro regolamentare necessario alla cartolarizzazione, e le emissioni interne di ABS sono passate da quasi zero a oltre \$2 miliardi (CNY 17 miliardi). In prospettiva, il ritmo di sviluppo del comparto degli ABS dipenderà dall'interazione tra vari importanti fattori che influiscono sui mercati finanziari cinesi.

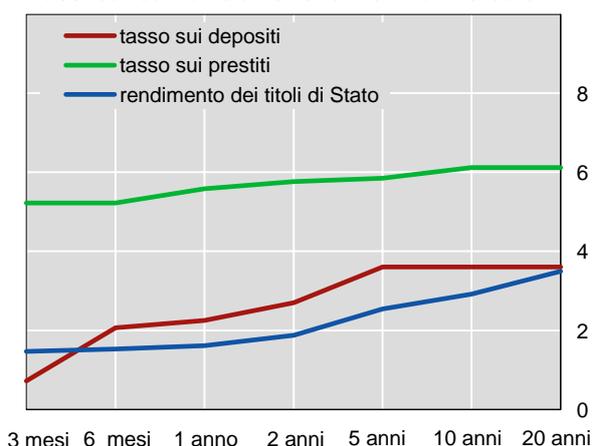
Dalla metà degli anni novanta agli inizi di questo secolo vi erano state soltanto alcune emissioni di ABS facenti capo alla Cina, e in gran parte si trattava di transazioni internazionali od offshore. Si è dovuto attendere il 2003-04 perché due importanti operazioni su prestiti interni in mora creassero i precedenti di una società veicolo nazionale posta al riparo dalle procedure fallimentari e della prima cartolarizzazione interna con autentica cessione dei crediti, senza garanzia del prestatore originario.

Dagli inizi del 2005 le politiche pubbliche e le forze di mercato hanno agito congiuntamente per impartire un'accelerazione allo sviluppo del mercato ABS interno. In primo luogo, le autorità cinesi sono intervenute per coordinare le iniziative di dieci agenzie governative e organi di regolamentazione, dando impulso alla razionalizzazione del frammentato quadro normativo che disciplinava i mercati creditizi. Fra tali iniziative, si segnala in particolare il decreto amministrativo congiunto emesso nell'aprile 2005 dalla banca centrale e dalla commissione di vigilanza bancaria relativamente a schemi pilota per la cartolarizzazione di attivi delle istituzioni finanziarie. In assenza di altre leggi in materia, il decreto istituisce un quadro normativo piuttosto esauriente per il processo di cartolarizzazione. In secondo luogo, per gran parte dello scorso anno i rendimenti obbligazionari sul mercato secondario cinese si sono collocati a livelli inferiori rispetto ai tassi bancari ufficiali attivi e passivi (cfr. grafico), inducendo un maggior numero di mutuatari non finanziari ad attingere direttamente al mercato dei titoli, in alcuni casi tramite cartolarizzazioni.

Di conseguenza, le emissioni di ABS dei primi mesi del 2005 hanno addirittura superato per entità quelle dei precedenti 10 anni. Due emissioni bancarie pilota, una di MBS e l'altra di CLO, ammontavano insieme a quasi \$1 miliardo. I corrispondenti titoli sono attualmente negoziati nel

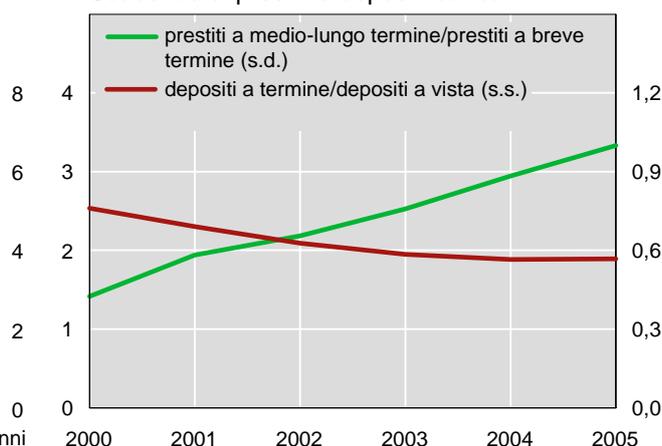
## Tassi di interesse e scadenze degli attivi/passivi in Cina

Tassi bancari ufficiali e rendimenti di mercato



Fonti: People's Bank of China; Bloomberg.

Scadenze di prestiti e depositi bancari



<sup>Ⓞ</sup> Il presente riquadro si rifà a Zhang (2005).

mercato obbligazionario interbancario cinese. Due altre emissioni di prestatori originari privati non bancari, assistite però da garanzia bancaria, hanno superato \$1 miliardo. Esse sono state interamente effettuate al di fuori dello schema definito dal decreto summenzionato, e i titoli sono attualmente negoziati nelle due borse valori cinesi.

Sebbene rimangano talune questioni aperte riguardo alle loro strutture, le operazioni cui si è accennato appaiono effettivamente rientrare nella categoria delle cartolarizzazioni e potrebbero anzi essere prese a modello in futuro per altre transazioni interne, agevolando la crescita del nascente mercato ABS cinese. Vi è inoltre la possibilità che esse contribuiscano all'elaborazione di un assetto giuridico maggiormente coerente, necessario per lo sviluppo di tale mercato.

Guardando al futuro, le prospettive del mercato ABS cinese dipendono in parte dall'interazione tra vari importanti fattori. Il primo consiste nella deregolamentazione competitiva fra le autorità, che può essere salutare, ma rischia altresì di pregiudicare la creazione di un quadro regolamentare unificato per i mercati creditizi del paese. Un altro fattore è la capacità dei mutuatari non finanziari di raccogliere fondi tramite i vari strumenti creditizi. Al momento, il credito alle imprese continua a essere fornito principalmente attraverso il canale bancario. Tuttavia, con l'aumentare del numero di imprese non finanziarie con elevato merito di credito in grado di rivolgersi direttamente ai mercati dei titoli creditizi, le banche commerciali vorranno accrescere la propria esposizione in titoli strutturati. Un terzo fattore è rappresentato dai differenti incentivi delle banche cinesi nei riguardi della cartolarizzazione. Mentre i quattro grandi istituti primari beneficiano di liquidità abbondante e di iniezioni di capitale "fresco", e sono pertanto più disposti a investire in ABS, le banche pubbliche e alcuni istituti secondari devono probabilmente far fronte a vincoli patrimoniali più stringenti e a maggiori asimmetrie di scadenza (cfr. grafico), per cui è più facile che siano interessati alla cartolarizzazione dei propri attivi. Il quarto fattore è dato dai cambiamenti regolamentari potenzialmente in grado di accrescere le dimensioni della base di investitori. Fino a epoca assai recente, ai fondi comuni e alle società assicurative cinesi non era consentito investire in prodotti ABS, che sono pertanto stati acquistati quasi esclusivamente da banche commerciali e operatori privati non finanziari. Infine, sebbene in Cina il credito ipotecario sia destinato a espandersi nei prossimi anni, le incertezze di natura giuridica in materia di spossessamento ed esecuzione forzata potrebbero ostacolare lo sviluppo degli MBS quale categoria di attività.

... e dei titoli basati  
su crediti al  
consumo

governative<sup>7</sup>. In Australia è assai rilevante il comparto degli RMBS, che rappresenta attualmente il 70% di tutte le cartolarizzazioni<sup>8</sup>. Quanto alle operazioni su crediti al consumo, la cartolarizzazione di prestiti collegati a carte di credito ha avuto grande importanza in Corea fino all'ultima parte del 2003 e più di recente in Thailandia, mentre in India il nascente mercato ABS si caratterizza per portafogli più ampi di prestiti al consumo. In quest'ultimo paese la rapida crescita della cartolarizzazione si è basata sui prestiti al consumo a causa della familiarità che gli investitori hanno con questi crediti e delle scadenze brevi delle emissioni frutto della cartolarizzazione<sup>9</sup>. Finora gli MBS in India sono stati ostacolati dalle scadenze relativamente lunghe e dalla modesta liquidità dei mercati secondari, nonché dal fatto che gli investitori hanno una

<sup>7</sup> Più in generale, vi è stata in tutta la regione una crescita dei titoli collegati a immobili e a mutui ipotecari. Fra gli esempi si possono citare i grandi fondi di investimento immobiliare e le operazioni CMBS di Hong Kong e Singapore.

<sup>8</sup> Cfr. RBA (2004), nonché Battelino e Chambers (2006) per una trattazione dei fattori che hanno contribuito alla crescita del comparto degli RMBS in Australia.

<sup>9</sup> Cfr. ICRA (2005), nonché Sharma e Sinha (2006). Fra i prestiti al consumo cartolarizzati figurano quelli per l'acquisto di autoveicoli, i crediti agli studenti, i finanziamenti connessi con carte di credito e i prestiti personali non garantiti.

Struttura di alcune emissioni asiatiche di MBS			
	Corea <sup>1</sup>	Malaysia <sup>2</sup>	Hong Kong <sup>3</sup>
Totale	KRW 500 miliardi	MYR 1,55 miliardi	HKD 2 miliardi
Numero di prestiti	103 819	61 743 <sup>4</sup>	2 316
Dimensioni medie dei prestiti	KRW 4,8 milioni	MYR 25 361	HKD 480 072
Tranche senior (%)	95,8	100	100
Emittente	Korean Housing Finance Corporation	Cagamas MBS Berhad	The Hong Kong Mortgage Corporation Limited
Garanzie pubbliche	Sì	Sì	Sì
Attività sottostanti	Ipotecche residenziali	Prestiti abitativi a dipendenti pubblici	Ipotecche residenziali
Agenzie di rating	Nazionali	Nazionali	Internazionali

<sup>1</sup> MBS 2000-2 Trust. <sup>2</sup> Cagamas MBS 2004-1. <sup>3</sup> Bauhinia MBS Limited Series 2004-2. <sup>4</sup> Al 31 maggio 2005.  
Fonte: emittenti indicati. Tabella 1

bassa propensione per il rischio di rimborso anticipato e una scarsa cognizione del medesimo.

Vari fatti stilizzati fanno ritenere che la cartolarizzazione di crediti ipotecari e al consumo nella regione Asia-Pacifico sia stata tendenzialmente finalizzata al miglioramento della liquidità piuttosto che alla trasformazione del rischio di credito. In primo luogo, l'aspetto di maggiore spicco delle operazioni su mutui ipotecari è stata la diversificazione su vasta scala: alcune cartolarizzazioni coreane e malesi, ad esempio, si basavano rispettivamente su portafogli di oltre 100 000 e 60 000 prestiti (tabella 1). In secondo luogo, in gran parte dei casi nelle emissioni create tramite cartolarizzazione di crediti al consumo non erano presenti strutture di subordinazione, ossia tranches con profili di rischio diversi. In terzo luogo, sebbene i governi della regione stiano cercando di promuovere i mercati MBS fornendo rafforzamenti del credito, in molti paesi le agenzie adibite a questo scopo sono soggette a requisiti patrimoniali di appena il 2-3% a fronte delle garanzie fornite. Ciò implica che tali rafforzamenti abbiano un ruolo limitato nell'innalzare la qualità creditizia dei titoli strutturati.

### Cartolarizzazione di passività societarie

La cartolarizzazione fornisce un'alternativa per sopperire a una lacuna di fondo del mercato delle obbligazioni societarie in Asia, ossia il divario fra la qualità creditizia ricercata dagli investitori regionali e quella effettiva dei potenziali mutuatari. Nel passato recente le autorità asiatiche hanno cercato di colmare tale divario promuovendo schemi di rafforzamento del credito, che non sempre hanno avuto il successo sperato.

Divario di qualità

#### *I problemi degli schemi di rafforzamento del credito in Asia*

In Asia diversi schemi di garanzia locali e regionali hanno fornito varie forme di rafforzamento del credito. La loro creazione è stata motivata dal desiderio di competere con gli assicuratori "monoline" esteri nell'offerta di garanzie per le emissioni asiatiche. Nel 1995 la Banca asiatica di sviluppo, unitamente a varie

Le forme di rafforzamento del credito in Asia

altre istituzioni, creò la prima agenzia multilaterale di garanzia della regione, la Asian Securitisation and Infrastructure Assurance. Tuttavia, la crisi asiatica del 1997 causò gravi perdite sulle esposizioni indonesiane e coreane dell'agenzia, la quale nel gennaio 1998 subì un declassamento di rating al disotto della qualità bancaria, che di fatto condusse alla sua chiusura (Oh e Park, 2003).

Un altro esempio di schemi di rafforzamento del credito con esito critico proviene dalla Corea. Prima del 1997 gli emittenti coreani erano tenuti a ottenere garanzie sui loro prestiti obbligazionari. Ma la crisi del 1997 portò al fallimento di due dei principali fornitori di garanzie, Korea Guarantee Insurance Company e Hankook Fidelity and Surety Company. Da allora, il mercato coreano si è lentamente mosso verso una struttura in cui le emissioni garantite non hanno più un ruolo predominante, il governo è maggiormente orientato alla sorveglianza prudenziale e gli investitori del settore privato negoziano attivamente il rischio di credito.

#### *La finanza strutturata come mezzo per colmare il divario di qualità*

I governi della regione stanno cominciando a considerare la cartolarizzazione del debito societario come un mezzo alternativo per colmare il divario fra la domanda di titoli di elevata qualità e il merito di credito relativamente basso di gran parte dei mutuatari regionali. La cartolarizzazione di titoli societari di qualità inferiore può essere strutturata in modo tale da offrire agli investitori tranche di titoli con rating AAA. Ovviamente, strutture di questo tipo sono realizzabili soltanto se vi sono anche investitori disposti ad acquistare le tranche subordinate, compresa la cosiddetta *equity tranche*, che assorbe le prime perdite. In Asia, le tranche di prima perdita sono generalmente assistite da garanzie governative, oppure sono detenute dalla banca sponsor o da una società estera di assicurazione delle obbligazioni<sup>10</sup>.

Cartolarizzazione  
per le PMI

Un interessante esempio proviene da una recente cartolarizzazione pilota di Singapore, denominata SME CreditAssist, promossa da un'agenzia governativa del paese con l'obiettivo esplicito di fornire alle piccole e medie imprese (PMI) un migliore accesso al finanziamento. I mercati obbligazionari sono infatti rimasti pressoché inaccessibili alle PMI più giovani o di dimensioni ridotte, e i prestiti a queste società sono spesso considerati dalle banche come troppo rischiosi. L'innovazione concettuale del programma di Singapore consiste nell'originare nuovi prestiti conformi a una serie di requisiti prestabiliti, con lo scopo di destinarli alla cartolarizzazione. Sono stati messi in *pool* oltre 400 prestiti alle PMI, per un totale di SGD 102 milioni, e nell'aprile 2006 le varie *note* strutturate a tasso variabile emesse a fronte del portafoglio così creato hanno ricevuto un rating da agenzie internazionali e sono state vendute pubblicamente. La struttura si componeva per più dell'80% di titoli di qualità

---

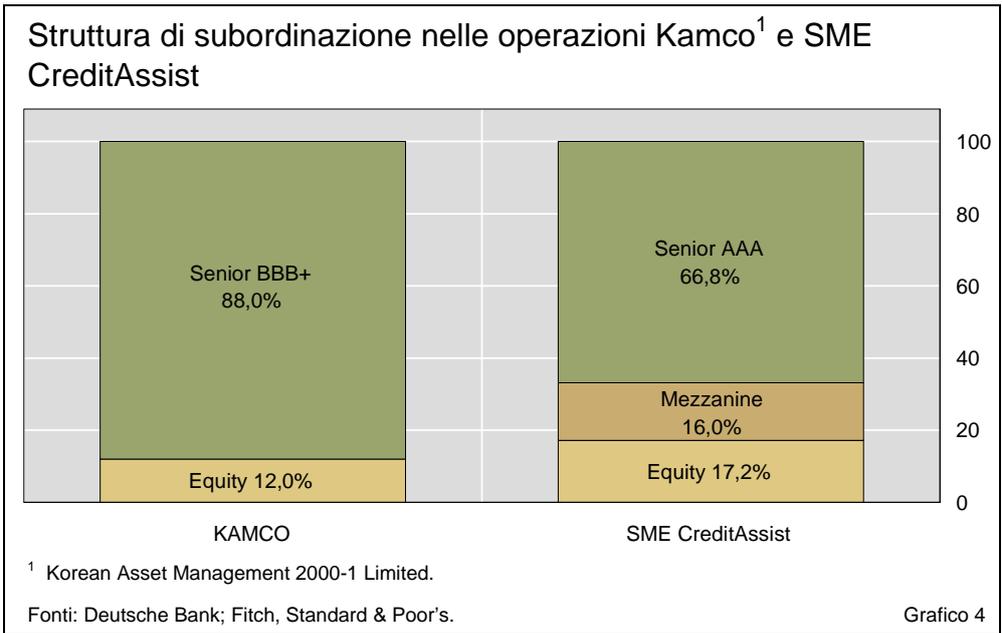
<sup>10</sup> Tale struttura è coerente con l'assunto che tutti gli emittenti sono confrontati a un problema di *moral hazard*. Essi tenderanno a detenere parte o la totalità della tranche di prima perdita o a pagare un rafforzamento del credito per superare una barriera di *moral hazard*. Cfr. DeMarzo e Duffie (1999).

bancaria e per la parte restante di *note* subordinate<sup>11</sup>. La *equity tranche* è stata in parte acquistata dal governo di Singapore, sicché l'operazione ha di fatto beneficiato di un certo patrocinio pubblico. Resta pertanto ancora da verificare in che misura la cartolarizzazione di prestiti alle PMI avrebbe successo in assenza di un coinvolgimento del governo.

*Grado di trasformazione del rischio di credito*

Dalle informazioni raccolte presso le agenzie di rating e gli operatori di mercato si evince che in molti casi in Asia potrebbe essere necessario un grado maggiore di trasformazione del rischio di credito, conseguibile attraverso la sovracollateralizzazione, la subordinazione delle tranche e rafforzamenti del credito. A causa della limitata disponibilità di debito societario utilizzabile come garanzia collaterale, le CDO asiatiche sono spesso basate su portafogli di attività di qualità inferiore e meno diversificati rispetto a quelle dei mercati statunitense ed europeo<sup>12</sup>. Inoltre, in alcuni paesi asiatici, specie nelle cartolarizzazioni di crediti di dubbio esito, vi è minore certezza su quel che accade al verificarsi di un'inadempienza. Pertanto, per tali cartolarizzazioni è spesso necessario un grado di trasformazione del rischio ancora maggiore, data la mediocre qualità delle attività sottostanti.

La cartolarizzazione trasferisce il rischio di credito



<sup>11</sup> La struttura comprendeva 67% di *note* con rating AAA, 7% di AA, 6% di A e 3% di BBB, nonché una *equity tranche* del 17% composta da *note* subordinate. Gli spread applicati si sono collocati fra i 50 (AAA) e i 190 (BBB) punti base rispetto al tasso swap di Singapore. In base a discussioni con DBS Bank of Singapore, nonché a Lu e Redimerio (2006) e Chang e Hardee (2006).

<sup>12</sup> Come evidenziato da Amato e Remolona (2003), la difficoltà di diversificazione del rischio di credito potrebbe costituire un fattore importante per la determinazione del prezzo e la strutturazione del rischio di credito anche in mercati più maturi.

Cartolarizzazioni relative a PMI e a prestiti in sofferenza

L'entità della trasformazione del rischio di credito nelle cartolarizzazioni del debito societario in Asia può essere in parte valutata in base alla struttura di subordinazione delle singole operazioni. Per l'operazione SME CreditAssist, la *equity tranche* era pari al 17%, a indicazione di un grado piuttosto basso di diversificazione delle attività sottostanti rispetto a titoli RMBS (grafico 4). Nella cartolarizzazione delle sofferenze detenute da Kamco, società coreana leader nella gestione patrimoniale, le *equity tranche* si collocavano fra il 10% circa e quasi il 30% (Fun et al., 2004). Malgrado il coinvolgimento significativo della banca di emanazione governativa Korea Development Bank, Kamco detiene integralmente o quasi le *equity tranche* di gran parte delle cartolarizzazioni di prestiti in sofferenza, il che è indicativo dell'elevato rischio residuale presente in queste tranche di prima perdita (Schmidt, 2004).

### Osservazioni conclusive

Mercati più completi

Il maggiore ricorso alla cartolarizzazione contribuisce a rendere più completi i mercati finanziari dell'Asia attraverso la creazione di titoli interamente nuovi accolti con favore dagli investitori. In particolare, la cartolarizzazione consente ai mercati di migliorare gli impieghi in due modi. In primo luogo, permette di trasformare impieghi immobilizzati, come i mutui ipotecari e i prestiti al consumo, in strumenti maggiormente liquidi. In secondo luogo, consente ai mercati di colmare il divario esistente fra le attività disponibili, caratterizzate da un elevato rischio di credito, e le preferenze degli investitori per attività a basso rischio. In prospettiva, mercati ABS più maturi, e quindi più attivi e trasparenti, favoriranno probabilmente la coerenza di prezzo nei mercati creditizi, creando un legame fra il *pricing* di portafogli diversificati e quello dei crediti sottostanti. L'impiego della cartolarizzazione potrebbe inoltre fornire opportunità per la condivisione e il trasferimento dei rischi fra i prestatori originari, come le banche.

Questioni sul piano delle politiche

Al tempo stesso, il crescente impiego di tecniche di cartolarizzazione nella regione solleva alcune questioni sul piano delle politiche. La prima attiene alle implicazioni di più lungo periodo del ricorso a garanzie pubbliche dirette o indirette per promuovere i mercati MBS interni. Siffatte garanzie potrebbero avere effetti distorsivi sulla concorrenza e dare luogo a concentrazioni indesiderate del rischio in capo alle agenzie governative per il credito abitativo.

Assegnamento eccessivo sui rating

Una questione analoga concerne le implicazioni potenziali dell'assegnamento fatto sulle valutazioni delle agenzie di rating nazionali nei mercati della finanza strutturata, che fa sentire come meno pressante la necessità di elaborare standard e norme migliori in ambito contabile e informativo. Un'ulteriore sfida in alcuni mercati è la scarsa disponibilità di dati storici di qualità per i prodotti del credito alle famiglie. Sebbene vari paesi siano riusciti a istituire sistemi di informazione sul credito o a potenziare quelli esistenti, nel caso dei mutui ipotecari le statistiche sulle insolvenze e sui rimborsi anticipati rimangono limitate. Infine, man mano che nella regione vengono introdotti strumenti finanziari più complessi, l'onere per le istituzioni responsabili della sorveglianza sui mercati e della vigilanza prudenziale è destinato ad aumentare.

Problemi connessi alla disponibilità di dati

## Riferimenti bibliografici

- Amato, J.D. ed E. Remolona (2003): "L'enigma degli spread creditizi", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.
- Battelino, R. e M. Chambers (2006): "An overview of the Australian corporate bond market", in *BIS Papers*, n. 26, "Developing corporate bond markets in Asia", pagg. 45-55, febbraio.
- Chang, C. e R. Hardee (2006): "SME CreditAssist (Singapore) Ltd – Series 1", Fitch Ratings, Structured Finance.
- Deacon, J. (2004): *Global securitisation and CDOs*, Wiley.
- DeMarzo, P. e D. Duffie (1999): "A liquidity-based model of security design", *Econometrica*, 67, pagg. 65-99.
- Fung, B., J. George, S. Hohl e G. Ma (2004): "Public asset management companies in East Asia – a comparative study", *FSI Occasional Paper*, n. 3.
- Gorton, G. e N. Souleles (2005): "Special purpose vehicles and securitization", *NBER Working Papers*, n. 11190.
- ICRA (2005): "Update on Indian structured finance market – robust volume growth during FY 2005", *ICRA Rating Feature*.
- Lu, F. e A. Redimerio (2006): "Presale: SME CreditAssist (Singapore) Ltd.", Standard & Poor's.
- Oh, G. e J. Park (2003): "Developing the Asian bond markets using securitization and credit guarantees", *Korean Institute of Finance Working Paper* n. 2003-04.
- Reserve Bank of Australia (2004): "Asset securitisation in Australia", in *Financial Stability Review*, pagg. 48-56, settembre.
- Schmidt, F. (2004): "Asia's credit markets – from high-yield to high-grade", Wiley.
- Sharma, V.K. e C. Sinha (2006): "The corporate debt market in India", in *BIS Papers*, n. 26, "Developing corporate bond markets in Asia", pagg. 80-87, febbraio.
- Zhang, Z. (2005): "From banks to capital markets: sowing the seeds of securitisation in China", *HSBC Global Research*, novembre.

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

Nel primo trimestre 2006 i vari Comitati con sede in Basilea e il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) hanno preso una serie di iniziative. L'FSF ha organizzato una tavola rotonda su audit e *reporting* finanziario, e altri due incontri. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) ha pubblicato linee guida per il rafforzamento del governo societario destinate alle organizzazioni bancarie e ha diffuso documenti a fini di consultazione sui *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e la relativa *Metodologia*. Tra le iniziative del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) figurano la preparazione di un rapporto sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi, l'istituzione di un gruppo di lavoro sugli schemi di compensazione e di regolamento per gli strumenti derivati *over the counter* (OTC) e la pubblicazione di un rapporto a fini di consultazione sui principi generali in materia di rimesse estere. La tabella 1 presenta una sintesi di queste e altre iniziative recenti.

### Forum per la stabilità finanziaria<sup>1</sup>

Nel trimestre in esame l'FSF ha organizzato, in collaborazione con due organismi contabili, una tavola rotonda su audit e *reporting* finanziario e ha inoltre tenuto in Australia, a Sydney, due riunioni, una regionale e una plenaria.

I partecipanti alla tavola rotonda, organizzata in collaborazione con l'International Accounting Standards Board (IASB) e l'International Federation of Accountants (IFAC), hanno esaminato i seguenti temi: l'esperienza maturata nel primo anno di applicazione dei principi contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*, IFRS); il processo di convergenza tra IASB e altri organismi nazionali di normazione contabile; le questioni concernenti la contabilità al valore equo (*fair value*); i rischi insiti nei procedimenti di rendicontazione finanziaria. Hanno partecipato alla tavola rotonda 78 alti esponenti di organismi nazionali competenti in materia di *reporting* finanziario, associazioni di contabili e revisori, organismi di regolamentazione in materia di

L'FSF organizza una tavola rotonda su audit e *reporting* finanziario

---

<sup>1</sup> Il 21 aprile 2006 è stato annunciato che Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, sarebbe succeduto nella carica di Presidente dell'FSF a Roger Ferguson, il quale ha lasciato l'incarico a fine aprile.

contabilità e revisione, operatori economici (inclusi i rappresentanti di società attive sul mercato dei capitali, imprese e investitori), organi di vigilanza internazionali e istituzioni finanziarie internazionali. Benché la fiducia degli investitori nei confronti del processo di rendicontazione finanziaria sia aumentata negli ultimi anni, gli intervenuti hanno convenuto sulla necessità di rafforzarla ulteriormente. La complessità che caratterizza le strutture operative, la natura delle transazioni e i criteri contabili resta una fonte di rischio per i mercati di capitali. Sono state inoltre espresse preoccupazioni riguardo al rischio di concentrazione delle società di audit e alla qualità e coerenza delle revisioni all'interno delle reti mondiali di società del settore. I partecipanti alla tavola rotonda hanno riconosciuto i potenziali benefici che molti intravedono nel passaggio a lungo termine alla contabilità basata sul valore equo da parte dello IASB, ma hanno anche preso atto delle perduranti riserve espresse da più parti circa l'affidabilità, verificabilità e rilevanza delle stime al valore equo per le poste non soggette a contrattazione.

Il 16 marzo l'FSF ha tenuto il suo 4° incontro regionale per l'Asia-Pacifico in Australia, a Sydney. I partecipanti hanno discusso le prospettive dell'economia mondiale e di quelle regionali, il ruolo delle istituzioni finanziarie a capitale estero nel consolidamento della stabilità finanziaria, il potenziale impatto di una pandemia di influenza aviaria sulle economie e sui sistemi finanziari, e i progressi nella convergenza e nell'armonizzazione delle norme contabili internazionali. Essi hanno inoltre scambiato opinioni sulle rispettive esperienze nella promozione dei mercati obbligazionari interni ed esaminato il ruolo che le valutazioni di conformità con gli standard internazionali potrebbero svolgere nel definire l'ordine di priorità delle riforme nel settore finanziario.

Le prospettive per le economie globali e regionali sono state giudicate favorevoli, grazie al sostegno che la domanda estera e le condizioni finanziarie accomodanti degli ultimi anni hanno fornito alla crescita e ai mercati finanziari nella regione Asia-Pacifico. Tali condizioni, insieme all'accumulo di riserve valutarie, all'adozione di regimi di cambio più flessibili e alla maggiore solidità dei sistemi finanziari, hanno consentito ai paesi della regione di ridurre le vulnerabilità esterne. Esse hanno inoltre favorito le iniziative volte a rafforzare i bilanci dei settori finanziario e societario locali, sebbene i progressi compiuti siano stati assai diversi da paese a paese. È stato parimenti potenziato il quadro regolamentare e di vigilanza. Nondimeno, i partecipanti hanno evidenziato anche una serie di potenziali fonti di problemi, come gli elevati prezzi del greggio e di altre materie prime e la propensione al rischio degli investitori. Sebbene i bassi spread creditizi attuali riflettano in gran parte i miglioramenti intervenuti nelle grandezze fondamentali, un repentino cambiamento nella propensione al rischio degli investitori, specie se accompagnato da un rialzo inatteso dei rendimenti obbligazionari globali o da un brusco incremento della volatilità di prezzo delle attività, potrebbe pregiudicare le prospettive per la stabilità finanziaria.

Nel 4° incontro per l'Asia-Pacifico l'FSF rileva minori vulnerabilità esterne ...

... ma sottolinea le sfide che permangono

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

Comunicati stampa e pubblicazioni nel periodo in rassegna

Organismo	Iniziativa	Tematica	Data di pubblicazione
FSF	Tavola rotonda su <i>reporting</i> finanziario e audit	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primo anno di applicazione degli IFRM: esperienze, successi, sfide e implicazioni per il sistema finanziario mondiale. Maggiore uso del <i>fair value</i> per le segnalazioni finanziarie; convergenza, armonizzazione e riconciliazioni; rischi e vulnerabilità potenziali.</li> </ul>	Febbraio 2006
	4° incontro regionale per l'Asia-Pacifico	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prospettive per l'economia mondiale e quelle regionali.</li> <li>Iniziative per aumentare l'assorbimento interno in Asia.</li> <li>Ruolo delle istituzioni di proprietà estera nel rafforzare la stabilità finanziaria.</li> <li>Impatto potenziale di una pandemia di influenza aviaria.</li> <li>Progressi nella convergenza e nell'armonizzazione contabili internazionali.</li> <li>Esperienze nel rafforzamento dei sistemi finanziari.</li> </ul>	Marzo 2006
	15ª riunione dell'FSF, Sydney	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rischi e vulnerabilità globali.</li> <li>Gestione del rischio di controparte, prassi di regolamento e valutazione degli strumenti finanziari complessi.</li> <li>Influenza aviaria.</li> <li>Processi regolamentari internazionali.</li> <li>Timori riguardo a un sovraccarico regolamentare.</li> <li>Iniziative in corso per mitigare le fonti di vulnerabilità.</li> </ul>	
CBVB <sup>1</sup>	Rafforzamento del governo societario delle organizzazioni internazionali	<ul style="list-style-type: none"> <li>Revisione delle linee guida del 1999, con commenti in risposta alla consultazione del luglio 2005.</li> </ul>	Febbraio 2006
	Uso di prodotti forniti da terzi nello schema IRB del Basilea 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aspettative prudenziali su come le banche possano soddisfare i requisiti di validazione IRB impiegando prodotti di fornitori esterni, con particolare riguardo a identificazione, documentazione, comprensione, idoneità e revisione.</li> </ul>	Marzo 2006
	Documento a fini di consultazione sui Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria	<ul style="list-style-type: none"> <li>Versione aggiornata dei Principi fondamentali del 1997.</li> </ul>	Aprile 2006
	Documento a fini di consultazione sulla Metodologia relativa ai Principi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Versione aggiornata della Metodologia pubblicata nel 1999.</li> </ul>	
CSPR	Indagine sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Parte di una strategia globale per ridurre i rischi sistemici insiti nei sistemi di regolamento delle operazioni in valuta.</li> <li>Aggiornamento delle indagini del 1996 e 1997.</li> </ul>	Febbraio 2006
	Gruppo di lavoro del CSPR sugli Schemi di compensazione e di regolamento dei derivati OTC	<ul style="list-style-type: none"> <li>Schemi e prassi di gestione del rischio attuali nel mercato dei derivati OTC in generale, ruolo delle infrastrutture di mercato ai fini della riduzione dei rischi.</li> </ul>	
	Rapporto a fini di consultazione sui Principi generali per i servizi connessi al pagamento delle rimesse internazionali	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aspetti relativi al pagamento delle rimesse internazionali e principi generali per migliorare il mercato dei connessi servizi.</li> </ul>	Marzo 2006

<sup>1</sup> Nout Wellink, Presidente di De Nederlandsche Bank, è stato nominato nuovo Presidente del CBVB con decorrenza dal 1° luglio 2006.

Riguardo ai timori per i persistenti squilibri a livello mondiale, i partecipanti hanno sottolineato gli sforzi compiuti dalle autorità nella regione per accrescere l'assorbimento interno attraverso un'accelerazione dei consumi e degli investimenti nazionali, nonché l'intenzione di promuovere il risparmio nazionale manifestata da altre autorità. Dato che in diverse economie della regione i consumi delle famiglie hanno tratto sostegno dal credito bancario, è stata sottolineata altresì l'importanza di una scrupolosa valutazione da parte delle istituzioni dei rischi insiti in tale attività creditizia per far sì che non venga messa in pericolo la stabilità. Quanto agli investimenti, compresi quelli per le necessarie infrastrutture, è stato fatto notare che, malgrado il varo di diverse iniziative nazionali e regionali per promuovere lo sviluppo dei mercati interni delle obbligazioni societarie, sono possibili, nonché auspicabili, ulteriori progressi che consentirebbero di diversificare le fonti di finanziamento e di integrare il credito bancario.

Misure per aumentare l'assorbimento interno in Asia

I partecipanti hanno discusso anche del ruolo svolto dalle istituzioni di proprietà estera nel rafforzamento dei sistemi finanziari nazionali e della connessa esigenza di un efficace coordinamento e scambio di informazioni tra le autorità del paese di origine e quelle del paese ospitante.

Ruolo delle istituzioni finanziarie di proprietà estera

Relativamente all'impatto di una pandemia di influenza aviaria sulle rispettive economie e sui sistemi finanziari, gli intervenuti hanno esposto le loro valutazioni, trovandosi d'accordo sulla necessità di pianificare la continuità operativa, in particolare per quanto riguarda il funzionamento dei sistemi di pagamento, e sottolineando l'importanza di un'efficace comunicazione in situazioni di emergenza. Essi hanno inoltre esaminato le possibili aree in cui le autorità finanziarie potrebbero intervenire per contenere i rischi.

Continuità operativa in caso di pandemia di influenza aviaria

La tavola rotonda ha rilevato i progressi compiuti nella convergenza e nell'armonizzazione contabili internazionali e la partecipazione di un sempre maggior numero di paesi della regione. Sono state accolte con favore le iniziative dello IASB per elaborare una serie di standard destinati a piccole e medie imprese e quelle degli organi di regolamentazione e di vigilanza sull'attività di revisione tese a promuovere una cooperazione più efficace e a migliorare la qualità delle revisioni.

Progressi nella normazione contabile internazionale

I partecipanti hanno riferito sulle proprie esperienze in materia di rafforzamento dei sistemi finanziari nazionali, rifacendosi alle valutazioni condotte nel quadro del programma congiunto dell'FMI e della Banca mondiale (*Financial Sector Stability Assessments*). Le valutazioni di conformità agli standard internazionali hanno fornito utili punti di riferimento per i programmi di riforma. L'assegnazione delle priorità si è rivelata particolarmente difficile laddove i paesi si sono trovati a dover affrontare svariati obiettivi di riforma pur disponendo di risorse limitate.

Il Forum ha tenuto la sua 15<sup>a</sup> sessione plenaria il 17 marzo a Sydney. I membri hanno trattato temi quali i rischi e le vulnerabilità globali, gli schemi di regolamentazione internazionali, le preoccupazioni per l'onere degli adempimenti e le iniziative in corso per contenere le fonti di vulnerabilità.

Alla 15<sup>a</sup> sessione plenaria l'FSF rileva le favorevoli condizioni economiche globali ...

... ma anche le possibili fonti di tensione nei sistemi finanziari

Rifacendosi a quanto dibattuto nell'incontro regionale del giorno precedente, i partecipanti hanno osservato come le condizioni economiche globali continuino a essere favorevoli e i sistemi finanziari siano stati in grado di assorbire diversi shock. I bilanci e i livelli patrimoniali delle istituzioni finanziarie sono risultati solidi, mentre i continui miglioramenti strutturali nei mercati paiono aver rafforzato la resilienza sistemica. Tuttavia, i membri del Forum hanno segnalato anche vari sviluppi che potrebbero causare tensioni nei sistemi finanziari, tra cui un ulteriore aumento degli squilibri esterni, gli alti livelli di indebitamento delle famiglie in alcuni paesi e i bassi premi al rischio che riflettono un'abbondante liquidità e la continua corsa al rendimento nei mercati. Sono state esaminate alcune questioni che destano tuttora preoccupazione, connesse ad esempio con la gestione del rischio di controparte, gli *hedge fund*, i rischi operativi e le prassi valutative applicate a strumenti finanziari complessi. Sebbene siano stati compiuti progressi nell'affrontare i ritardi nelle procedure di conferma delle transazioni e i problemi relativi all'assegnazione dei contratti derivati creditizi, l'FSF ha osservato che vanno compiuti ulteriori passi avanti nell'applicazione delle raccomandazioni del Counterparty Risk Management Policy Group II, in particolare per quanto concerne i rischi operativi e le questioni di trasparenza legate ai derivati creditizi. L'FSF invita le imprese a rafforzare ulteriormente le prassi di gestione del rischio, anche dal punto di vista della completezza delle simulazioni di stress e delle analisi di scenario.

Il Forum ha passato in rassegna le prassi dei principali organismi internazionali di regolamentazione sotto il profilo della trasparenza, della *governance* e della sensibilità al rischio. Esso ha inoltre esaminato le sfide poste dalle varie misure regolamentari adottate di recente a livello internazionale, regionale e nazionale, nonché le potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria. I membri hanno auspicato che prosegua il dialogo con il settore privato sull'azione svolta in tale ambito. Il dibattito sulle iniziative in corso per attenuare le fonti di vulnerabilità ha riguardato principalmente lo scambio di informazioni a livello internazionale in caso di turbative finanziarie e interruzioni della continuità operativa, i centri finanziari offshore, gli IFRS e le questioni di revisione, le riassicurazioni e le prassi di gestione del rischio di liquidità.

## Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria

Nel febbraio 2006 il CBVB ha pubblicato linee guida per il rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie. In marzo ha fornito delucidazioni sull'impiego di prodotti acquisiti da fornitori terzi all'interno dello schema IRB del Basilea 2 e in aprile ha pubblicato due documenti a fini di consultazione sui *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e sulla relativa *Metodologia*.

Il CBVB pubblica linee guida per il rafforzamento della *governance* bancaria ...

Il governo societario è rimasto al centro dell'attenzione sia nazionale che internazionale in seguito ad alcuni clamorosi casi di cattiva *governance*. Il rapporto intitolato *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie* (presto disponibile anche in italiano) incorpora i commenti pervenuti

sul documento a fini di consultazione pubblicato nel luglio 2005<sup>2</sup>. Dopo la diffusione da parte dell'OCSE della versione riveduta dei suoi principi di governo societario nel 2004, il CBVB ha riconosciuto che un aggiornamento delle linee guida avrebbe potuto essere di ausilio alle organizzazioni bancarie e alle relative autorità di vigilanza per porre in essere un sano assetto di governo. Il Comitato ha pertanto pubblicato una revisione del testo del 1999 allo scopo di fornire orientamenti pratici che tengano conto delle caratteristiche peculiari delle organizzazioni bancarie. Particolare attenzione è stata dedicata alle attività condotte tramite strutture poco trasparenti o in giurisdizioni che ostacolano i flussi di informazione.

In una comunicazione del marzo 2006 il Comitato ha fornito chiarimenti sull'*impiego di prodotti acquisiti presso fornitori esterni*<sup>3</sup> *all'interno dei sistemi basati su rating interni (IRB) del Basilea 2*. Tale comunicazione riflette il parere espresso a riguardo dal sottogruppo dedicato alle questioni di validazione dell'Accord Implementation Group del Comitato. Il sottogruppo ha voluto così rispondere alle domande del settore bancario sulle aspettative delle autorità di vigilanza quanto all'incorporazione di questo tipo di prodotti da parte delle banche che adottano i sistemi IRB. L'obiettivo era di chiarire ulteriormente le aspettative prudenziali su come le banche potrebbero soddisfare i requisiti di validazione previsti dai sistemi IRB allorché impiegano prodotti esterni che pongono spesso problemi di trasparenza informativa. Il sottogruppo ha tratto beneficio dai recenti incontri avuti con vari fornitori esterni nell'elaborare il documento, il quale è incentrato su quattro punti principali: a) l'esigenza di documentare e spiegare il ruolo dei prodotti forniti da terzi all'interno delle banche; b) l'opportunità che le banche conoscano a fondo tali prodotti; c) la necessità di garantire l'idoneità dei prodotti alle esposizioni e alle metodologie di valutazione del rischio della banca, nonché all'impiego nello schema IRB; d) l'importanza delle strategie di verifica periodica del funzionamento dei prodotti.

Nell'aprile 2006 il CBVB ha avviato una procedura di consultazione, che si concluderà il 23 giugno 2006, su due documenti, i *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* e la relativa *Metodologia*. I Principi sono stati pubblicati per la prima volta nel settembre 1997. Insieme alla relativa Metodologia, diffusa nel 1999, essi sono stati presi a riferimento dalle autorità nazionali nel valutare la qualità dei sistemi di vigilanza e nell'individuare le aree dove intervenire ulteriormente al fine di conseguire un livello basilare di prassi corrette in materia di vigilanza. Dal 1997 sono tuttavia intervenuti significativi cambiamenti nella regolamentazione bancaria ed è stata acquisita grande esperienza nell'applicazione dei Principi fondamentali a livello nazionale. Sono inoltre emersi problemi prudenziali ed elementi conoscitivi nuovi, nonché lacune regolamentari, che spesso hanno dato spunto a nuove pubblicazioni del

... e chiarisce l'uso di prodotti forniti da terzi nello schema IRB del Basilea 2

Documenti consultativi sui Principi fondamentali e sulla relativa Metodologia

<sup>2</sup> Cfr. "Recenti iniziative dei Comitati con sede in Basilea e del Forum per la stabilità finanziaria, *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005.

<sup>3</sup> Modelli e dati elaborati da terzi e utilizzati dalle banche all'interno delle procedure finalizzate ad assegnare le esposizioni a determinate classi di rating, o segmenti, o a stimare i parametri di rischio IRB.

Comitato. Questi sviluppi hanno reso necessario un aggiornamento dei Principi fondamentali e della connessa Metodologia, quest'ultima concepita come strumento per migliorare l'oggettività e la comparabilità della valutazione del grado di conformità ai Principi da parte dei diversi paesi. L'aggiornamento è stato effettuato in stretta collaborazione con gli organi di supervisione di numerosi paesi non membri del Comitato e in consultazione con numerosi gruppi regionali di autorità di vigilanza bancaria.

## Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento

Nel periodo in rassegna il CSPR è stato impegnato su tre fronti principali<sup>4</sup>: ha annunciato la predisposizione di un rapporto sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi, ha deciso di istituire un gruppo di lavoro sugli schemi di compensazione e di regolamento per i derivati OTC e ha pubblicato un documento consultivo sui principi generali per i servizi di pagamento delle rimesse internazionali.

Il 1° febbraio 2006 il Comitato ha annunciato che avrebbe condotto *un'indagine sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi* per esaminare il modo in cui le banche e altre istituzioni gestiscono tale rischio. L'indagine, condotta nel secondo trimestre dell'anno, ha coinvolto più di 100 istituzioni attive nei mercati dei cambi. Iscrivendosi nella strategia globale<sup>5</sup> approvata nel 1996 dalle banche centrali del G10 per ridurre i rischi sistemici insiti negli schemi di regolamento delle transazioni valutarie, l'indagine si è basata su quelle già effettuate nel 1996 e nel 1997 ed è stata aggiornata al fine di riflettere gli importanti sviluppi intervenuti da allora nelle procedure di regolamento.

Il 13 febbraio 2006 il CSPR ha annunciato l'istituzione di un *gruppo di lavoro sugli schemi di compensazione e di regolamento per i contratti derivati OTC*. Il gruppo di lavoro, comprendente rappresentanti degli organismi di vigilanza sui principali intermediari in strumenti derivati e delle banche centrali membri del CSPR<sup>6</sup>, intende dare seguito a un rapporto sulle procedure di regolamento e sulla gestione del rischio di controparte per i contratti OTC pubblicato dalla BRI nel 1998. Da quell'anno i mercati OTC hanno continuato a crescere rapidamente, pressoché triplicandosi fra il 1998 e il 2004 in termini di valore nozionale dei contratti in essere. Contemporaneamente, le prassi di

Il CSPR annuncia un'indagine sul rischio di regolamento nelle operazioni in cambi ...

... e istituisce un gruppo di lavoro sugli schemi di compensazione e di regolamento dei derivati OTC

<sup>4</sup> Inoltre, nel marzo 2006 è stato pubblicato un aggiornamento del rapporto *Statistics on payment and settlement systems in selected countries – Figures for 2004*. La prima versione diffusa nel gennaio 2006 non includeva alcuni dati provvisori per il 2004, all'epoca non ancora disponibili.

<sup>5</sup> La strategia è articolata su una triplice azione: a) delle singole banche, per controllare le proprie esposizioni al rischio di regolamento; b) dei gruppi del settore, per fornire servizi multivalutari di riduzione dei rischi; c) delle banche centrali, per promuovere i progressi nel settore privato. Le banche centrali del G10 hanno confermato tale strategia nel 2000, ponendo in rilievo la responsabilità primaria del settore privato nella riduzione dei rischi. Dal 1996 il CSPR verifica i progressi compiuti nell'attuazione della strategia, come la creazione nel 2002 di CLS Bank.

<sup>6</sup> Durante i lavori saranno consultati sia il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria che il Comitato sul sistema finanziario globale.

mercato si sono evolute e le infrastrutture sono state migliorate sotto vari aspetti. In tale contesto, il gruppo di lavoro valuterà l'efficacia delle attuali prassi di gestione del rischio con riferimento all'infrastruttura per il trattamento postnegoziato nei mercati OTC, integrando le recenti iniziative prudenziali intraprese da alcuni paesi relativamente alle procedure di assegnazione e di convalida delle transazioni in derivati creditizi. L'analisi si estenderà all'insieme dei sistemi e delle prassi di gestione del rischio esistenti nei mercati non regolamentati dei derivati in generale, e valuterà le possibilità di ridurre i rischi mediante un maggiore utilizzo, e un ulteriore miglioramento, delle infrastrutture di mercato. Il gruppo di lavoro intende produrre un rapporto definitivo nella prima metà del 2007.

Nel marzo 2006 il CSPR ha pubblicato un rapporto a fini di consultazione dal titolo *General principles for international remittance services*, con l'obiettivo di colmare le lacune esistenti sull'argomento dei servizi di pagamento per le rimesse internazionali in altri documenti. Il rapporto è stato preparato per il CSPR e la Banca mondiale da una *task force* di rappresentanti di istituzioni finanziarie internazionali che si occupano di tali servizi e di banche centrali dei paesi di invio e di ricezione delle rimesse. Il rapporto esamina gli aspetti relativi al pagamento delle rimesse e, sulla base di questa analisi, elabora una serie di principi generali volti ad assistere i paesi che desiderano migliorare il mercato dei connessi servizi. La procedura di consultazione rimarrà aperta fino al 18 agosto 2006.

Rapporto consultivo  
sui principi generali  
per i servizi con-  
nessi alle rimesse  
internazionali