

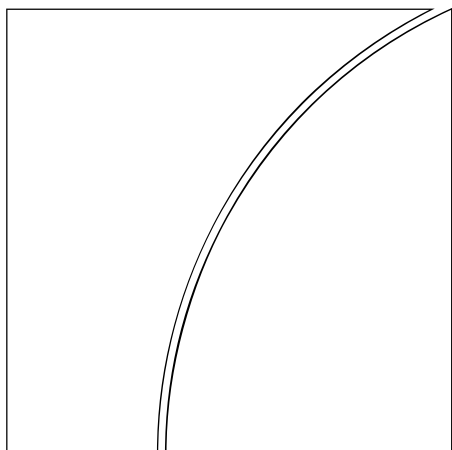


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2001

Evoluzione dell'attività
bancaria internazionale
e del mercato finanziario
internazionale



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Per informazioni di carattere generale sul contenuto della presente Rassegna rivolgersi a Eli Remolona (tel. (+41 61) 280 8414, e-mail: eli.remolona@bis.org). Per quesiti relativi a specifiche sezioni del documento rivolgersi agli autori, i cui nominativi figurano in apertura di ogni sezione. Quesiti concernenti i dati statistici vanno sottoposti a Rainer Widera (tel. (+41 61) 280 8425, e-mail: rainer.widera@bis.org).

Le richieste di copie delle pubblicazioni o di integrazioni/modifiche della mailing list vanno inviate a:

Banca dei Regolamenti Internazionali
Servizi Informazione, Stampa e Biblioteca
CH-4002 Basilea, Svizzera

E-mail: publications@bis.org

Fax: (+41 61) 280 9100 e (+41 61) 280 8100

Questa pubblicazione è disponibile sul sito Internet della BRI (www.bis.org).

© Banca dei Regolamenti Internazionali 2001. Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione e la traduzione di brevi parti del testo purché sia citata la fonte.

ISSN 1021-254X

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Giugno 2001

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

1. Quadro generale degli sviluppi: i mercati guardano oltre il rallentamento? ...	1
<i>Le oscillazioni nel clima di mercato scuotono i mercati azionari</i>	2
<i>Le curve dei rendimenti denotano un crescente ottimismo</i>	5
<i>Gli investitori in obbligazioni societarie guardano oltre il rallentamento, ma le banche restano caute</i>	7
<i>Riprende quota il finanziamento alle economie emergenti in un mercato frammentato</i>	11
2. Il mercato bancario internazionale	13
<i>Forte crescita dell'attività interbancaria</i>	14
<i>Ampi flussi di depositi dalle economie emergenti</i>	15
<i>Nuova contrazione delle attività verso le economie emergenti</i>	17
<i>Fondi incanalati verso gli Stati Uniti</i>	19
<i>Continua la flessione dei crediti al settore non bancario giapponese</i>	20
<i>Perdono attrattiva le emissioni di soggetti non bancari dell'area dell'euro</i>	21
Riquadro: Prestiti consorziali: in scadenza nel 2001 ingenti linee di credito accordate a società telecom	23
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	25
<i>Condizioni di mercato più favorevoli stimolano l'indebitamento a lungo termine</i>	25
<i>Il ritorno dei mutuatari di mercati emergenti</i>	29
<i>Le emissioni in euro guadagnano terreno</i>	29
4. I mercati degli strumenti derivati	31
<i>Il taglio a sorpresa dei tassi ufficiali USA alimenta l'attività sul mercato monetario</i>	31
<i>Le borse introducono prodotti basati su tassi swap, titoli di enti federali e azioni singole</i>	34
<i>Rallentamento del mercato globale OTC nella seconda metà del 2000</i>	34
Riquadro: Anatomia di uno "squeeze"	35
<i>Netto aumento del valore lordo di mercato</i>	40
Riquadro: Fonti dei dati sul mercato degli strumenti derivati OTC: un raffronto	41

Sezioni monografiche

Vi è un effetto "Nasdaq" nei mercati azionari emergenti?.....	43
<i>Contesto fattuale</i>	44
<i>Metodologia per il calcolo dell'effetto Nasdaq</i>	46
<i>Evidenza di un effetto Nasdaq</i>	47
<i>Conclusioni</i>	50

Gli annunci macroeconomici condizionano ancora il mercato obbligazionario USA?	53
<i>La Treasury note quinquennale nel 1999</i>	54
<i>Le maggiori variazioni di prezzo nel corso dell'anno</i>	54
<i>Annunci e volatilità dei prezzi</i>	56
<i>Valenza informativa degli annunci</i>	57
<i>Sorprese contenute negli annunci e variazioni di prezzo</i>	57
<i>Impatto dei flussi di investimento azionario sul mercato delle obbligazioni</i>	60
<i>Conclusioni</i>	60
Prove di stress nella pratica: un'indagine su 43 grandi istituzioni finanziarie	63
<i>Censimento degli scenari di stress</i>	63
<i>Scenari di stress e loro utilizzo nella gestione del rischio</i>	64
<i>Conclusioni tratte dall'indagine</i>	67
Sviluppi strutturali e normativi	68
<i>Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie</i>	68
<i>Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture</i>	70
Riquadro: Rapporto finale del Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei	75
Allegato statistico	
Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI	

Convenzioni adottate in questa Rassegna

s	dato stimato
s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
miliardo	mille milioni
..	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: i mercati guardano oltre il rallentamento?

Nei primi mesi del 2001 le oscillazioni nel clima di mercato sono state particolarmente pronunciate. Benché fosse chiaro che l'economia statunitense aveva cominciato a rallentare decisamente, le aspettative degli operatori erano caratterizzate da incertezza circa la possibile durata e intensità del rallentamento, la misura in cui esso si sarebbe propagato all'Europa e altrove, nonché le sue ripercussioni sugli utili societari e sulla qualità del credito. Le riduzioni del tasso guida decise dalla Riserva federale USA al di fuori delle regolari riunioni ufficiali hanno ridato slancio ai mercati in generale, mentre gli annunci di deludenti profitti societari hanno agito nel senso di deprimere i corsi azionari. Ad aprile gli investitori sembravano aspettarsi che a un breve indebolimento degli utili societari sarebbe seguita una loro robusta ripresa.

Rispetto agli investitori azionari, gli operatori sui mercati del reddito fisso sono parsi meno propensi a modificare le proprie opinioni. Allorché i tassi a breve sono calati in un contesto di fiducia nell'imminenza di una ripresa, le curve dei rendimenti sia in dollari USA che in euro hanno assunto progressivamente un'inclinazione più accentuata, e gli spreads creditizi si sono ridotti. Ciò ha determinato condizioni favorevoli nel mercato del debito a lungo termine, che hanno rilanciato l'attività di collocamento degli emittenti societari con rating medio o basso. Anche taluni mutuatari di paesi emergenti hanno fatto ritorno al mercato. Gran parte dei fondi raccolti è servita a rimborsare passività contratte nel quarto trimestre 2000 sotto forma di prestiti bancari e di commercial paper (CP).

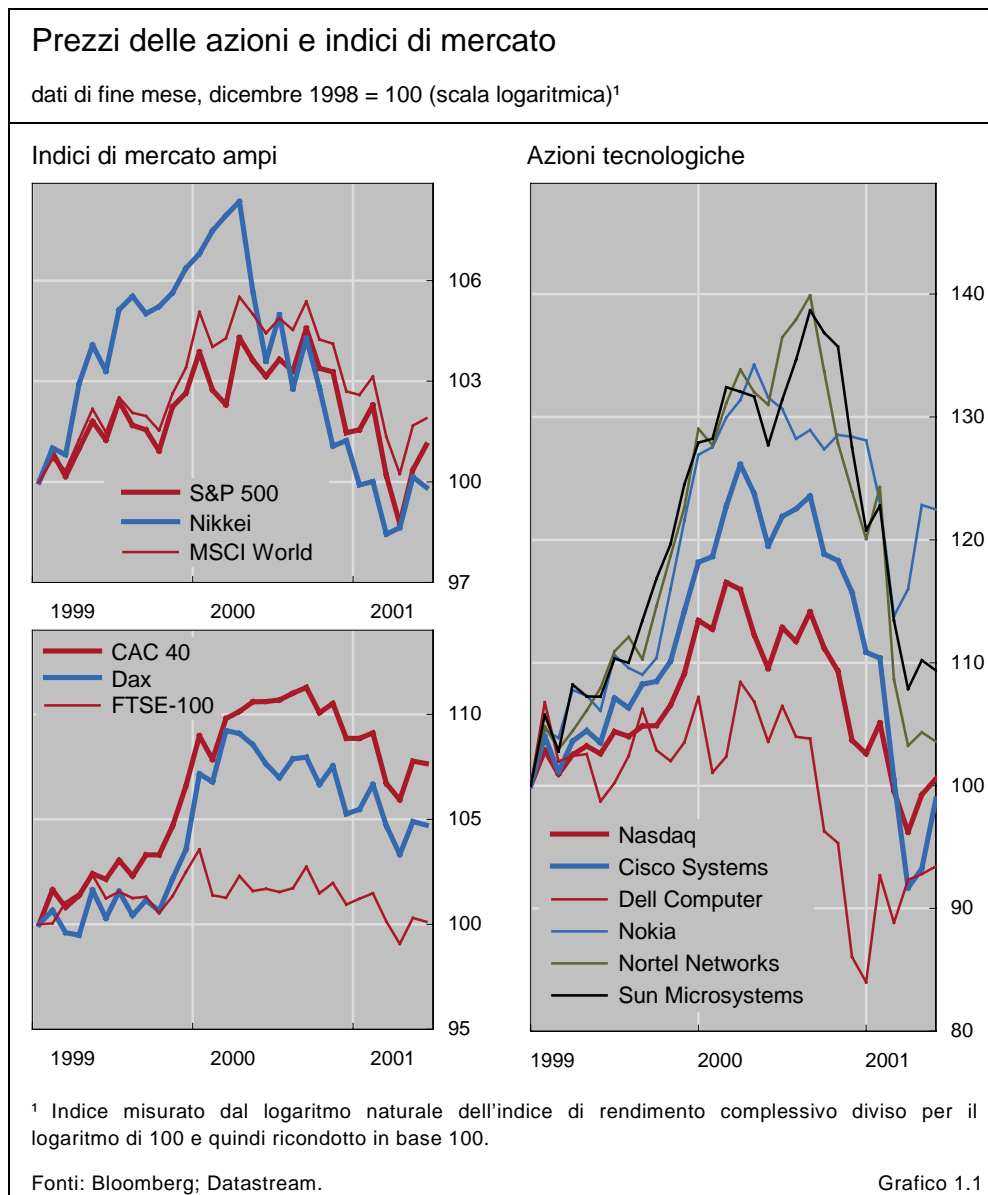
Le banche internazionali hanno avuto la tendenza a non reincanalare tali rimborsi mediante concessione di nuovi crediti. Dopo aver assecondato con riluttanza il fabbisogno di finanziamento a breve di prenditori con basso rating alla fine del 2000, nel trimestre successivo esse hanno ridimensionato la loro attività creditizia. I prestiti consorziali, in particolare, hanno subito una marcata contrazione. Le emissioni nette di CP, che richiedono di solito l'appoggio di una linea di credito bancaria, sono state modeste sul mercato internazionale e negative nel mercato statunitense.

Le oscillazioni nel clima di mercato scuotono i mercati azionari

Nei primi mesi del 2001 è proseguita la correzione dei prezzi azionari a livello mondiale iniziata circa un anno fa. Dopo un calo del 13% fra aprile e dicembre 2000, il MSCI World Index ha perso un ulteriore 5% da gennaio a maggio di quest'anno (grafico 1.1). I più penalizzati sono stati i titoli tecnologici; il Nasdaq è sceso del 15% nei primi cinque mesi del 2001, portando al 45% la flessione complessiva dall'aprile dello scorso anno.

Ulteriore correzione
dei prezzi
azionari ...

Mentre la maggior parte dei principali mercati azionari mondiali si è mossa in sintonia durante i primi mesi del 2001, la borsa di Tokyo si è distinta per una dinamica autonoma. Il ritorno di fatto a tassi d'interesse zero in marzo e l'avvento del nuovo governo in aprile hanno ridato vigore al mercato. L'indice Nikkei è salito in media del 15% fra marzo e aprile, superando gli altri indici nazionali.

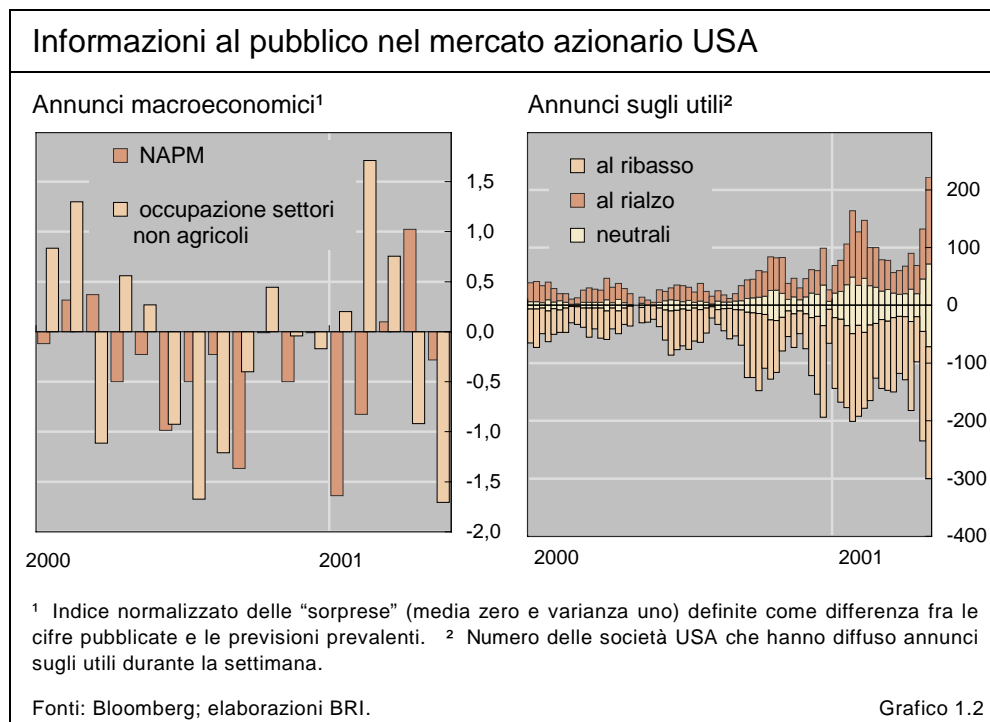


... interrotta da episodi di ottimismo

La caduta mondiale delle quotazioni azionarie non è proceduta senza interruzioni. I movimenti dei prezzi sono stati caratterizzati da brusche e improvvise inversioni di segno, allorché l'umore degli investitori passava dall'ottimismo in gennaio al pessimismo in febbraio e marzo, per ripristinare attese positive in aprile e nuovamente cupe a metà maggio. Gli episodi di ottimismo si sono accompagnati ai tagli a sorpresa dei saggi ufficiali, mentre quelli di pessimismo sono stati innescati da deludenti notizie provenienti dal versante dei profitti societari e degli sviluppi macroeconomici.

L'alto leverage operativo penalizza i profitti

I periodi di depressione dei mercati azionari sono stati caratterizzati dal disagio degli investitori di fronte alla manifesta reattività degli utili delle imprese agli andamenti dell'economia globale. Un'ondata di segnalazioni deludenti in febbraio e marzo preannunciava un calo dei profitti societari più pronunciato di quanto previsto dagli operatori, specie nel comparto tecnologico (grafico 1.2). In maggio la proiezione dei risultati economici di Sun Microsystems ha innescato una tornata di ribassi. Il rallentamento economico ha messo in luce due fragilità delle imprese di questo settore. Primo, esse avevano sovrastimato la domanda per i loro prodotti e, quindi, sovradimensionato gli investimenti in sviluppo, attrezzature e scorte. Secondo, un aspetto saliente dei loro processi produttivi sono stati gli elevati costi fissi e i bassi costi variabili. Questo alto grado di leva operativo ha fatto sì che i tagli alla produzione seguiti al crollo del fatturato non si siano tradotti in analoghe contrazioni dei costi. Per entrambe queste ragioni, le imprese tecnologiche hanno in genere segnalato flessioni degli utili più marcate di altri settori.



Riduzioni dei tassi ufficiali e prezzi azionari nel 2001				
Data	Autorità monetaria	Riduzione dei tassi ufficiali (in punti base)	Indice azionario	Variazione del prezzo nella giornata (in percentuale)
3 gennaio	Riserva federale	50	Nasdaq	14,2
31 gennaio	Riserva federale	50	Nasdaq	- 2,3
8 febbraio	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	- 0,3
1° marzo	Banca del Giappone	10	Nikkei	- 3,3
19 marzo	Banca del Giappone	15	Nikkei	7,5
20 marzo	Riserva federale	50	Nasdaq	- 4,8
5 aprile	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	1,6
18 aprile	Riserva federale	50	Nasdaq	8,1
10 maggio	Banca d'Inghilterra	25	FTSE 100	1,2
10 maggio	Banca centrale europea	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15 maggio	Riserva federale	50	Nasdaq	0,2

Tabella 1.1

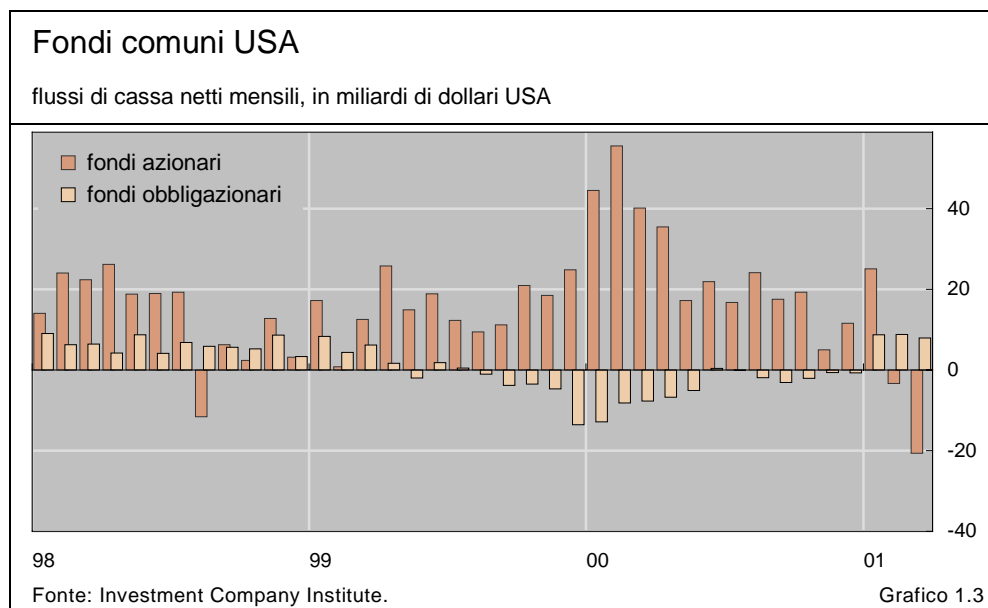
I periodi di esuberanza dei mercati sono indicativi dell'effetto che possono produrre i tagli a sorpresa dei tassi ufficiali. Negli Stati Uniti la Riserva federale ha annunciato due riduzioni di 50 punti base ognuna del tasso obiettivo sui federal funds al di fuori delle riunioni programmate del Federal Open Market Committee (FOMC). Entrambi i provvedimenti – il primo il 3 gennaio e il secondo il 18 aprile – hanno colto di sorpresa gli operatori, dando luogo a forti rialzi nei mercati mondiali (tabella 1.1). Diverso è stato l'effetto dei tre ulteriori ribassi annunciati in concomitanza con le riunioni del FOMC, che non hanno impartito alcuno stimolo ai mercati. Il 19 marzo la Banca del Giappone ha annunciato di voler adottare una strategia di "allentamento quantitativo", riportando di fatto a zero il suo tasso guida. A seguito di questo cambiamento imprevisto, l'indice Nikkei ha guadagnato il 7% nella prima giornata operativa. Gli investitori hanno evidentemente interpretato queste mosse a sorpresa come un segnale della determinazione delle banche centrali a rilanciare le rispettive economie. Altre inattese riduzioni dei tassi ufficiali non sembrano aver trasmesso un analogo messaggio, e il loro impatto sui mercati azionari è stato minore. Il 10 maggio, ad esempio, sia la Banca centrale europea che la Banca d'Inghilterra hanno abbassato i propri tassi ufficiali con scarsi segnali premonitori, ma gli operatori di borsa paiono aver accolto con indifferenza tali provvedimenti. Va tuttavia rilevato che non vi erano indicazioni secondo cui le banche centrali intendessero influenzare i prezzi delle attività.

I periodi di forti rialzi delle borse valori hanno altresì rivelato un persistente ottimismo circa le prospettive del settore societario al di là del rallentamento in atto; gli investitori hanno infatti mostrato di voler "guardare oltre" l'attuale decelerazione, nell'attesa di un recupero dei profitti in futuro. Indicativa di tale ottimismo è stata la tendenza degli investitori azionari ad accogliere favorevolmente l'assenza stessa di cattive notizie. Il 4 aprile, ad esempio, l'annuncio che gli utili di Dell Computer, ancorché fortemente ridotti, corrispondevano alle stime ha fatto salire il Nasdaq Composite e il MSCI World

I mercati azionari reagiscono bene a manovre impreviste di politica monetaria ...

... ma con un certo scetticismo ad altre

Le previsioni di una pronta ripresa fanno salire i rapporti prezzo/utili



Index rispettivamente del 9 e del 3% in una sola giornata. In periodi precedenti, questa notizia avrebbe depresso le quotazioni azionarie, poiché gli investitori si sarebbero aspettati un risultato superiore alle stime. Nell'aprile 2001 gli operatori erano sempre più convinti che il rallentamento globale sarebbe stato di breve durata e che la ripresa avrebbe indotto nuovamente una forte crescita dei profitti delle imprese. La fase rialzista in quel mese ha difatti spinto il rapporto prezzo/utigli delle azioni dell'indice S&P 500 a 27, livello quasi doppio rispetto alla media storica. L'ottimismo è stato persino maggiore per i titoli tecnologici, con un rapporto prezzo/utigli del Nasdaq Composite pari a sei volte quello dello S&P 500.

Uno sviluppo interessante nel periodo in esame è stata la reazione insolitamente rapida degli investitori in fondi comuni USA alla performance del mercato. Per la prima volta dalla moratoria del debito russo nell'agosto 1998, essi hanno disinvestito dai fondi azionari statunitensi. In concomitanza con il calo delle quotazioni azionarie in febbraio e marzo 2001, si sono registrati \$24 miliardi di deflussi netti da tali fondi in questi due mesi (grafico 1.3). Questi disinvestimenti sono confluiti in parte ai fondi comuni obbligazionari e in parte a quelli del mercato monetario.

Le curve dei rendimenti denotano un crescente ottimismo

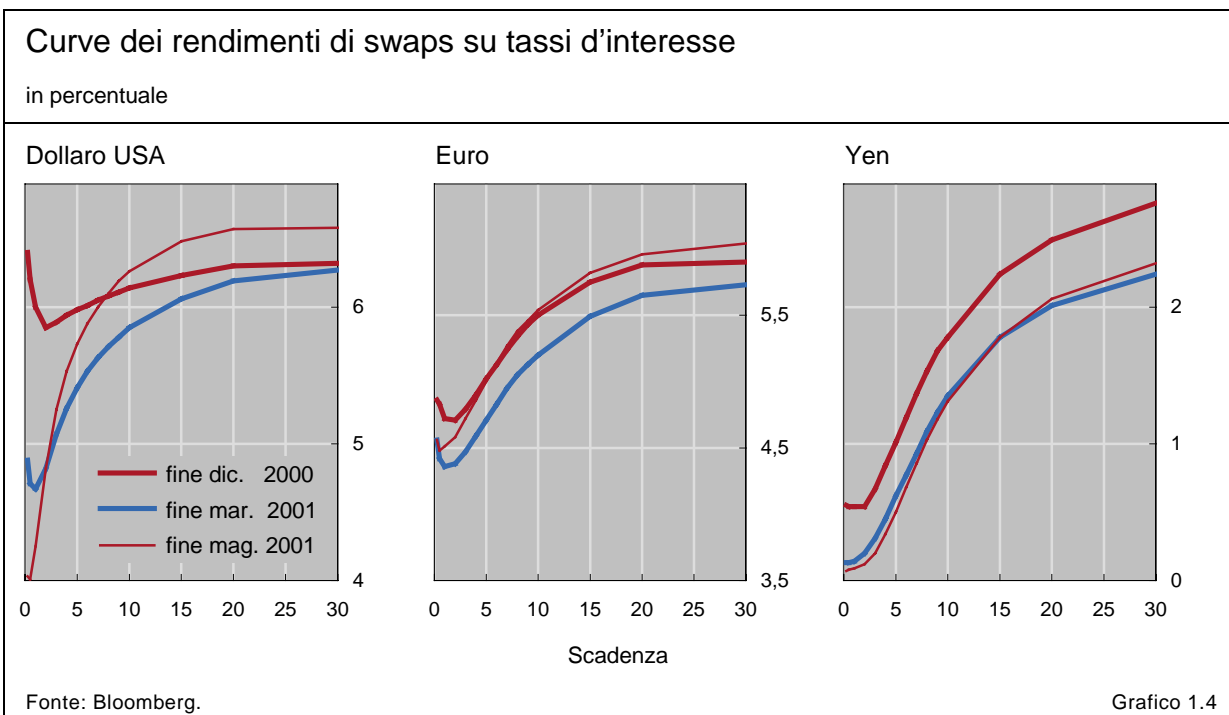
Nei primi mesi del 2001 l'inclinazione delle curve dei rendimenti in dollari ed euro è divenuta via via più accentuata; ciò ha tratto essenzialmente origine dalle flessioni dei tassi a breve piuttosto che da un aumento di quelli a lungo termine (grafico 1.4). In marzo i tassi a lunga in dollari e in euro hanno subito un calo allorché il clima depresso nei mercati azionari ha cominciato a riverberarsi in parte sui corsi delle obbligazioni; questa tendenza si è tuttavia invertita in aprile, dal momento che gli operatori nel comparto obbligazionario sono tornati a confidare che un qualsiasi rallentamento negli Stati Uniti o in

Europa avrebbe avuto vita relativamente breve. La forte inclinazione della curva in dollari USA per le scadenze oltre l'anno starebbe a dimostrare la fiducia del mercato nell'efficacia delle riduzioni dei tassi ufficiali a sostegno di una ripresa della crescita. Peraltro, l'aumento dei tassi a lungo termine potrebbe anche indicare un certo timore per il rischio di inflazione.

Il mutevole profilo della curva dei rendimenti nel segmento a breve ha rispecchiato da vicino l'evolversi delle opinioni degli operatori circa le risposte delle autorità monetarie al rallentamento. La pronunciata inflessione della curva intorno alle scadenze intermedie appare insolita se si considera che in precedenti periodi di allentamento monetario i premi di rischio avevano avuto la tendenza a mantenere la curva relativamente piatta. L'abbassamento sembrerebbe derivare dall'assenza di tali premi, a riprova di un elevato grado di fiducia nelle aspettative degli operatori. In gennaio e febbraio le curve incorporavano le attese di un rilassamento della politica monetaria sia negli Stati Uniti che nell'area dell'euro, scontando una punta minima dei tassi a fine 2001. A metà maggio l'inclinazione verso il basso intorno al segmento a breve era quasi scomparsa. Per i rendimenti in dollari USA, ciò è dovuto alla massiccia riduzione dei tassi da parte della Fed, che ha reso gli operatori più propensi ad attendere gli sviluppi degli indicatori macroeconomici prima di incorporare ulteriori allentamenti nella curva.

I bassi premi di rischio nelle curve dei rendimenti denotano un clima di grande fiducia

Nel caso dell'area dell'euro, dove l'inclinazione è stata comunque meno accentuata, sono osservabili due fasi distinte. Da febbraio agli inizi di maggio, la previsione che l'Eurosistema avrebbe seguito una strategia simile a quella della Fed è stata gradualmente abbandonata, dando luogo a un progressivo innalzamento e appiattimento della curva a termine nel segmento a breve. Dopo il taglio a sorpresa del tasso ufficiale il 10 maggio, il mercato ha rivisto al



I mercati dei cambi sostengono il dollaro indipendentemente dagli scenari di crescita

ribasso le proprie previsioni sui rendimenti a breve in euro, mentre quelli a lunga sono rimasti praticamente invariati.

Nei mercati valutari, gli operatori hanno trovato motivi a sostegno del dollaro USA in base a scenari sia ottimistici sia pessimistici. Una rapida ripresa dal "profilo a V" avrebbe potuto tradursi nel ritorno a una crescita sostenuta del PIL e della produttività negli Stati Uniti, nonché in un recupero dei corsi azionari USA, convalidando così quei fattori che avevano sorretto il dollaro rispetto ad altre valute negli ultimi due anni. Paradossalmente, una prolungata decelerazione dell'economia USA poteva essere parimenti considerata benefica per il dollaro, grazie agli effetti derivanti dal suo status di "approdo sicuro" e alla percezione che essa avrebbe comportato saggi di crescita e di redditività degli investimenti sostanzialmente più bassi in altri paesi. Di conseguenza, il dollaro si è rafforzato sull'euro, passando da 0,94 a meno di 0,88 in marzo, nel momento in cui le borse USA (e altre) scendevano ai minimi storici. E quando i mercati azionari mondiali hanno segnato un recupero in aprile e maggio, il tasso di cambio dollaro/euro si è mantenuto entro un intervallo di 0,88-0,90, per poi rafforzarsi ulteriormente.

Gli investitori in obbligazioni societarie guardano oltre il rallentamento, ma le banche restano caute

Rispetto agli operatori azionari, incerti nel valutare le prospettive per i profitti, gli investitori in obbligazioni societarie sono parsi meno propensi a oscillazioni nelle aspettative e più favorevoli a una visione relativamente ottimistica riguardo alla crescita economica e alle condizioni creditizie. Ciò è derivato in parte dal fatto che i mercati obbligazionari avevano scontato sfavorevoli scenari di crescita già negli ultimi mesi del 2000. In un'ottica di più lungo periodo, essi avevano iniziato a incorporare le attese di un accresciuto rischio di credito nel settore societario a partire dalla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Pertanto, le peggiorate prospettive di profitto tra la fine del 2000 e gli inizi del 2001, seppure aggravate da deludenti annunci di utili societari, hanno avuto un impatto minore sui mercati delle obbligazioni che non su quelli azionari.

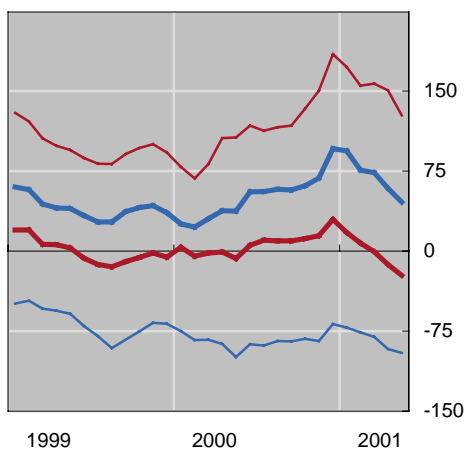
Gli spreads creditizi diminuiscono, contribuendo a un calo dei costi complessivi di finanziamento ...

Gli spreads creditizi per la maggior parte delle categorie di titoli societari sono diminuiti nettamente in gennaio e a ritmo più lento nei mesi seguenti (grafico 1.5). Anche se i differenziali ad alto rendimento non si sono ridotti in misura altrettanto consistente, e quelli su altre tipologie di debito sono semplicemente tornati ai livelli della metà del 2000, il fatto che siano calati anche i sottostanti tassi a rischio nullo ha comportato una netta flessione dei costi complessivi di finanziamento delle imprese nel primo trimestre 2001. Gli indici di rendimento Merrill Lynch A e BBB sono scesi rispettivamente al 6,5 e 7,5%, livelli che non si osservavano dalla prima metà del 1999. Tuttavia, alcuni mutuatari, in particolare società di telecomunicazione, hanno dovuto far fronte a rendimenti sul mercato secondario notevolmente più elevati di altri

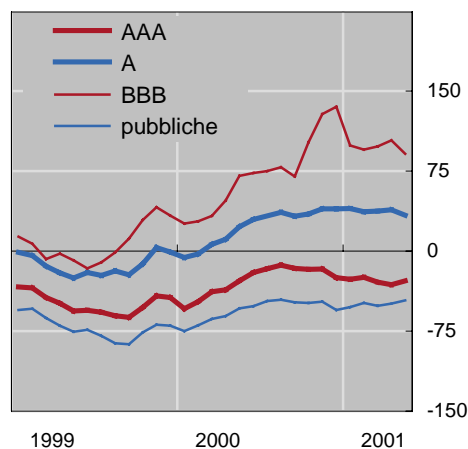
Spreads su obbligazioni private e pubbliche¹

dati di fine mese

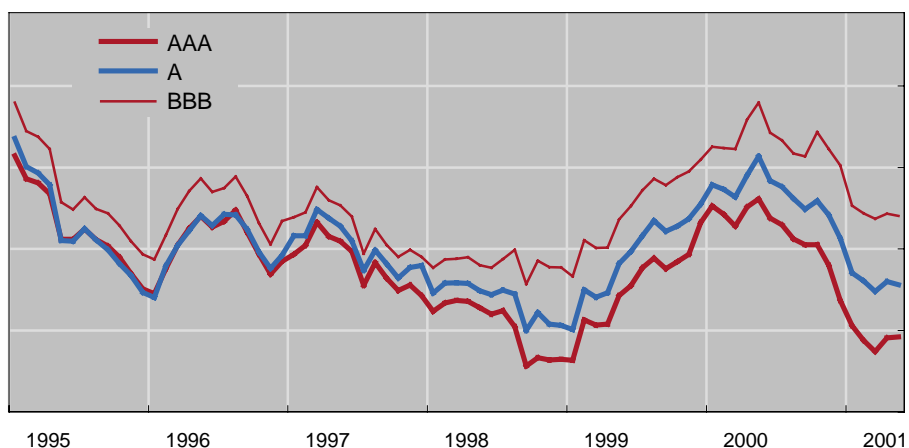
Stati Uniti



Area dell'euro



Rendimenti storici USA



¹ Differenziali tra indici obbligazionari e tassi swap a 10 anni, in punti base, ad eccezione dei rendimenti storici USA (in %).

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali.

Grafico 1.5

prenditori nella stessa classe di rating. Inoltre, i differenziali si sono attestati su valori molto alti rispetto ai parametri storici. Gli spreads dei rendimenti A e BBB sugli swaps in dollari USA sono rimasti a livelli riscontrati solo due volte nell'ultimo decennio: agli inizi del 1991 e, per breve tempo, nell'autunno 1998.

Fatto insolito, il restringimento degli spreads si è accompagnato a continui ribassi delle quotazioni azionarie per buona parte del primo trimestre. Peraltro, ciò non significa necessariamente che il mercato obbligazionario stesse rivedendo al ribasso le probabilità di insolvenza nel momento in cui quello azionario stava ridimensionando le prospettive per gli utili. Invero, secondo i dati di Moody's, il 7,5% circa degli emittenti di titoli "speculativi" è risultato inadempiente fra maggio 2000 e aprile 2001, mentre il numero dei declassamenti ha superato quello degli avanzamenti all'incirca del 2%. Moody's prevede attualmente che nel 2001 il tasso di inadempienza per tale

... nonostante i
decrecenti corsi
azionari e
l'aumento dei tassi
di insolvenza ...

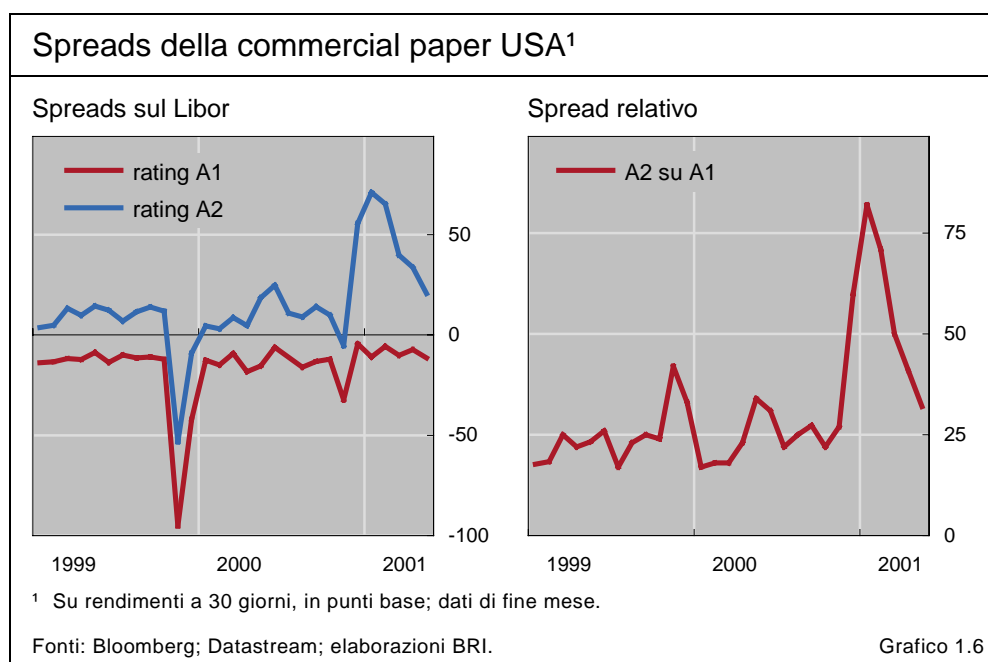
classe di rating raggiungerà il 10% su base annua. Se tale previsione dovesse rivelarsi esatta, sarebbe questa la percentuale più elevata dal 1991, anno in cui venne oltrepassato, seppure di poco, tale livello.

Piuttosto, i minori spreads sui titoli delle imprese hanno rispecchiato in parte la rinnovata disponibilità degli investitori a incrementare la loro esposizione al rischio di credito societario. Negli Stati Uniti un ulteriore fattore che ha contribuito a ridurre i differenziali potrebbe essere stato il calo del premio di "scarsità" applicato ai titoli di Stato, in seguito ai progressi compiuti dalla nuova Amministrazione nell'attuare una politica fiscale che avrebbe determinato una riduzione del debito in essere più lenta di quanto previsto dal mercato. La ritirata dai mercati azionari in febbraio e marzo non si è quindi accompagnata a una "fuga verso la qualità" simile a quella osservata nell'autunno 1998 o, in minor misura, in occasione del passaggio al nuovo millennio. Anziché migrare dai titoli a rischio di tutti i tipi verso le obbligazioni di Stato, come in passato, sembra che in questa occasione molti investitori, fra cui detentori di quote di fondi comuni USA, abbiano trasferito i loro investimenti dalle azioni alle obbligazioni societarie (grafico 1.3).

Il ritorno di interesse degli investitori ha contribuito nel primo trimestre a un forte aumento delle emissioni di titoli di debito a lungo termine da parte di società con rating inferiore ad AAA (Sezione 3). Il collocamento di tali titoli è stato incentivato dalla fredda accoglienza riservata dagli investitori alle nuove emissioni azionarie. Dovendo far fronte a spreads persistentemente alti e volatili sul mercato della CP (grafico 1.6), e data la riluttanza delle banche prestatrici, molte società hanno approfittato del loro rinnovato accesso ai mercati del debito per rimborsare parte delle proprie posizioni bancarie e in CP. Le società di telecomunicazione, gravate da ingenti debiti connessi con l'acquisto delle licenze e l'installazione o l'ammodernamento delle loro reti,

... poiché gli investitori mostrano una maggiore tolleranza al rischio di credito societario

I mutuatari di qualità non primaria rispondono prontamente aumentando le emissioni a lungo termine



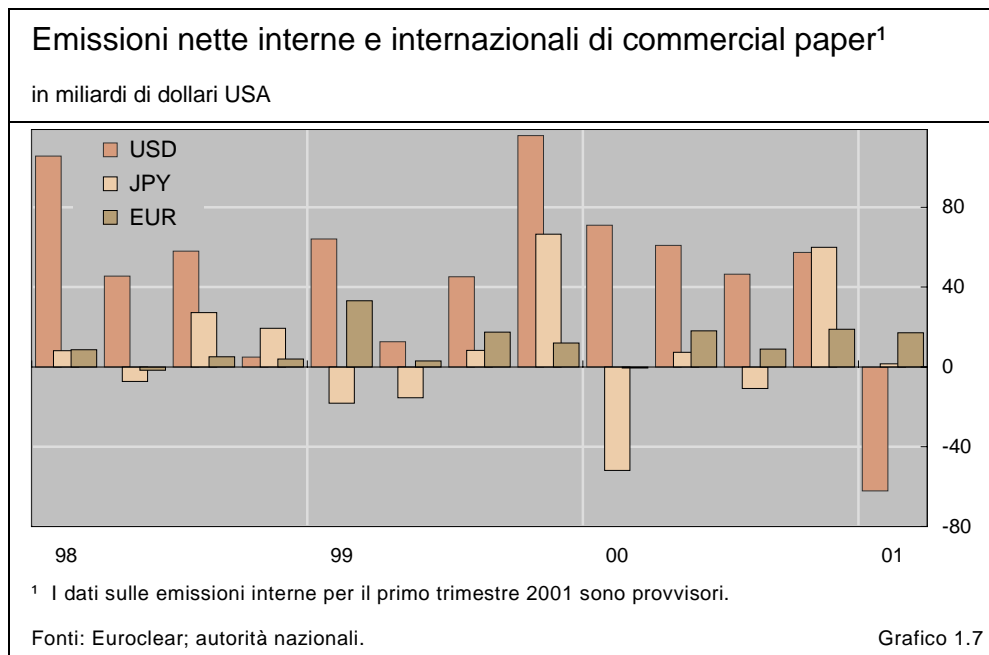
sono state particolarmente sollecitate nel trarre vantaggio dalle più favorevoli condizioni di finanziamento.

A differenza degli investitori obbligazionari, nei primi mesi del 2001 le banche paiono aver adottato un approccio prudente nell'assunzione di nuove posizioni creditorie. Verso la fine dello scorso anno esse erano incorse in esposizioni involontarie allorché molti mutuatari non erano stati in grado di rifinanziare sul mercato obbligazionario le anticipazioni ricevute, mentre altri avevano attinto alle linee bancarie di sostegno. Sebbene la ripresa dei mercati delle obbligazioni societarie abbia consentito il parziale rimborso di questi debiti nel corrente anno, le banche si sono mostrate riluttanti a concedere nuovi prestiti temendo un calo nella qualità del credito delle imprese. Nel primo trimestre i nuovi prestiti consorziali internazionali sono diminuiti del 20% su base destagionalizzata, e particolarmente marcata è stata la flessione delle linee di riserva in appoggio alla CP (si veda il riquadro "Prestiti consorziali: in scadenza nel 2001 ingenti linee di credito accordate a società telecom", a pag. 23). Indagini della Riserva federale condotte in gennaio, marzo e maggio presso i responsabili della gestione fidi hanno rivelato che nel primo semestre di quest'anno circa la metà delle istituzioni aveva inasprito i criteri per la concessione di prestiti commerciali e industriali a grandi società, una quota che rappresenta un aumento considerevole rispetto all'anno precedente. Analogamente agli spreads sul debito societario cui si è accennato dianzi, bisogna risalire ai mesi a cavallo degli anni 1990-91 per osservare livelli comparabili di questo indicatore delle condizioni creditizie dei mercati.

I prestatori bancari sono cauti ...

Forse in conseguenza dell'accresciuta cautela delle banche a riguardo del rischio di credito, le emissioni di CP – che richiedono generalmente una linea bancaria di appoggio – sono rallentate nel primo trimestre. I collocamenti netti di CP sul mercato internazionale ("euro-CP") sono scesi da \$27 miliardi nel quarto trimestre 2000 a \$16 miliardi in quello successivo (grafico 1.7),

... contribuendo al rallentamento delle emissioni di commercial paper



risultando persino negativi in termini aggregati sui principali mercati interni. Gli spreads fra le emissioni di CP ad alto e basso rating, che si erano fortemente ampliati a fine 2000, sono rimasti instabili nel primo trimestre dopo che due aziende elettriche californiane si sono rese insolventi e che altri grandi prenditori hanno accusato difficoltà di rimborso. A fine trimestre, tuttavia, tali spreads erano ritornati ai livelli usuali.

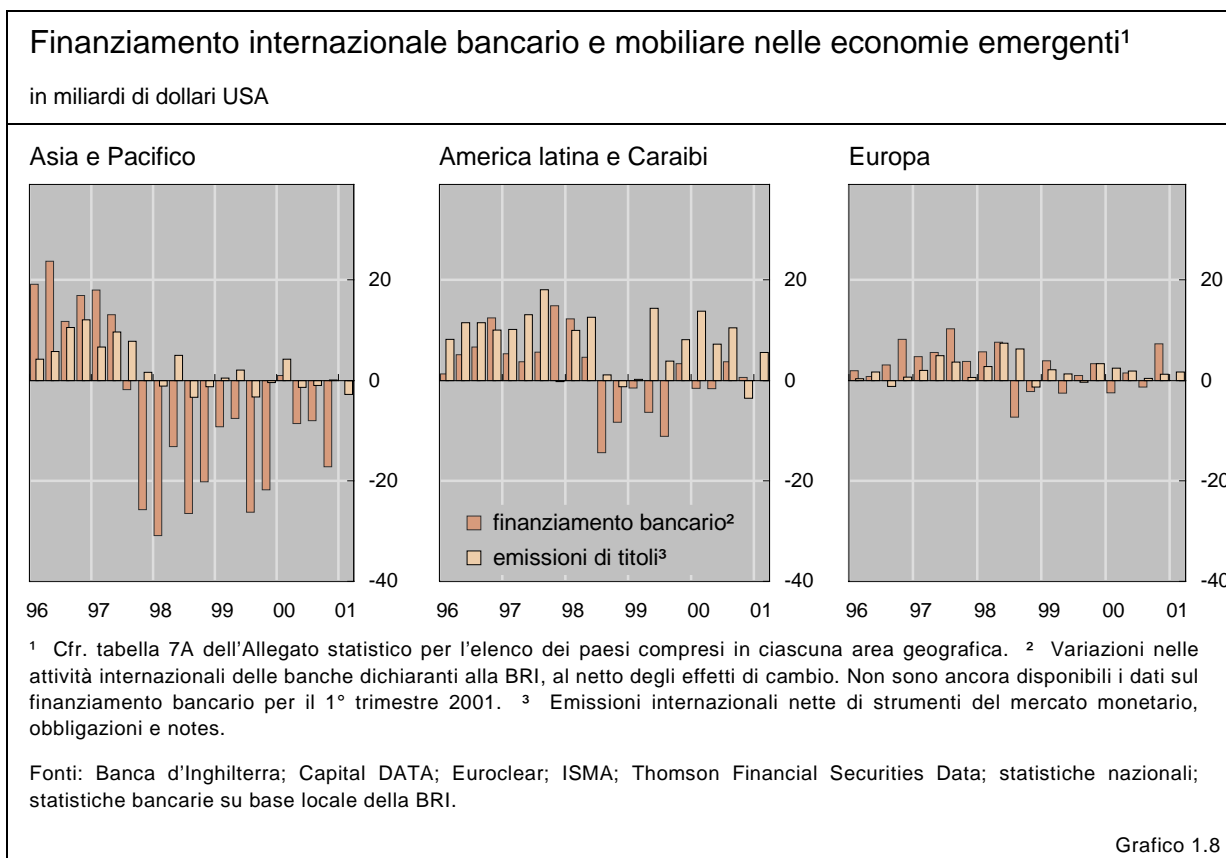
Riprende quota il finanziamento alle economie emergenti in un mercato frammentato

Aumentano i flussi ai mercati emergenti ...

Nel primo trimestre 2001 i flussi di finanziamento alla maggior parte delle economie emergenti ha beneficiato della rinnovata propensione al rischio degli investitori obbligazionari nei paesi industriali. Le emissioni nette di titoli sono tornate positive, dopo i rimborsi netti del quarto trimestre 2000 (grafico 1.8). Peraltro, gli afflussi mobiliari sono rimasti modesti rispetto ai livelli prevalenti nei primi tre trimestri dello scorso anno. Tale andamento prosegue la tendenza osservata nei mesi recenti. Nel 2000 i paesi emergenti hanno effettuato rimborsi netti di crediti bancari sia nell'ultimo trimestre sia su base annua (Sezione 2). In aggiunta, i paesi esportatori di petrolio e le economie dell'Est asiatico hanno collocato ingenti depositi presso le banche dell'area dichiarante.

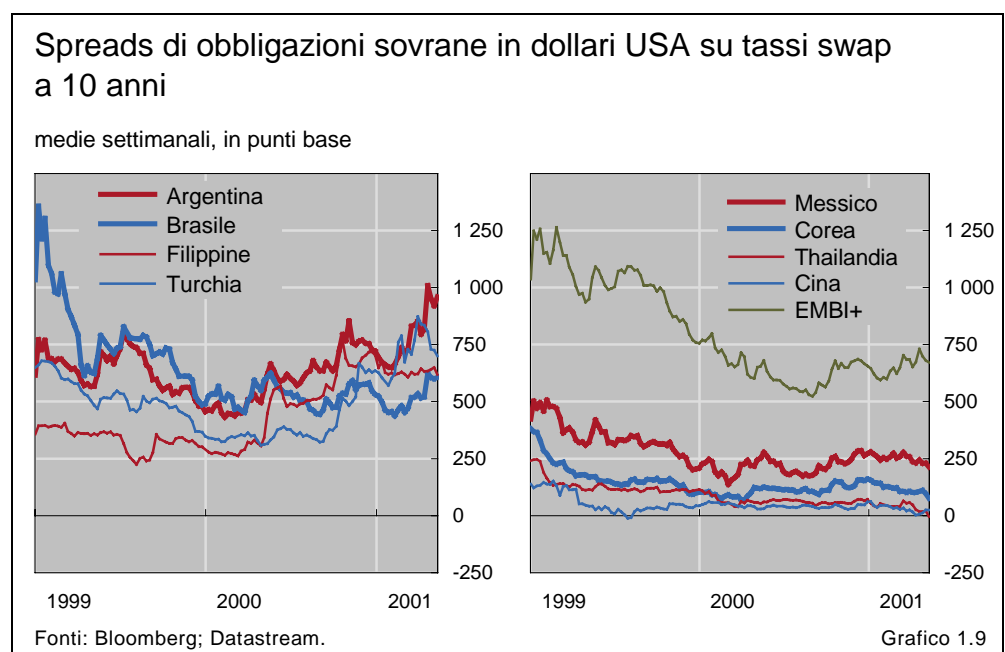
... pur restando su livelli modesti

Vi sono diversi motivi per cui il livello dei flussi ai mercati emergenti è rimasto relativamente modesto. In primo luogo, molti prenditori dell'area hanno continuato a registrare avanzi di parte corrente e, di conseguenza, hanno avuto



scarso bisogno di finanziamento esterno. In secondo luogo, gli investitori erano incerti sull'impatto che il rallentamento dell'economia USA e la protratta debolezza di quella giapponese avrebbero prodotto sulla crescita dei paesi emergenti, specie di quelli dipendenti dalle esportazioni di attrezzature elettroniche. I mercati paiono considerare le economie asiatiche vulnerabili all'evoluzione del settore tecnologico statunitense, mentre i paesi latino-americani sono esposti a più ampie oscillazioni nel clima dei mercati azionari. Anche un ulteriore indebolimento dello yen viene ritenuto un fattore di rischio particolarmente rilevante per l'Asia. In terzo luogo, l'esposizione creditoria delle banche nei paesi industriali verso le economie emergenti è originata spesso da acquisizioni di banche locali piuttosto che dal finanziamento internazionale.

Un ultimo fattore che potrebbe aver frenato il credito ai mercati emergenti è stato il protrarsi delle turbolenze economiche in taluni paesi, segnatamente Argentina e Turchia. Da un raffronto degli spreads sul mercato secondario emerge che gli investitori hanno continuato ad applicare premi di rischio relativamente bassi a prenditori di qualità bancaria come Corea, Messico e Thailandia, mentre hanno mostrato una crescente riluttanza nei confronti del debito di mutuatari a più basso rating, fra cui Brasile e Filippine (grafico 1.9). Come già notato, ciò non ha ancora prodotto effetti apprezzabili sulle possibilità di accesso ai mercati, se non altro perché le esigenze di finanziamento esterno sono rimaste tendenzialmente modeste. Tuttavia, qualora gli investitori e le banche erogatrici continuassero a mostrarsi avversi a tale categoria di rischio, potrebbero derivarne problemi per questi mutuatari nel momento in cui dovessero trovarsi nella necessità di accedere prontamente ai mercati internazionali dei capitali.



2. Il mercato bancario internazionale

Una rilevante espansione delle operazioni interbancarie nel quarto trimestre 2000 ha concluso un anno che segna quasi un record per il mercato bancario internazionale. Secondo le statistiche su base locale, le attività sull'estero si sono accresciute di \$400 miliardi, di cui \$302 miliardi rappresentano crediti interbancari¹. Buona parte di questa attività interbancaria ha tratto origine dalle transazioni volte a reincanalare fondi di ingente ammontare dalle economie emergenti a mutuatari dei paesi industriali. Le economie esportatrici di petrolio e quelle emergenti dell'Est asiatico sono state le maggiori fornitrici di fondi, e i prenditori statunitensi i principali destinatari.

In seguito all'intensa attività nel quarto trimestre, la crescita complessiva delle posizioni creditorie sull'estero si è ragguagliata su base annua a \$1,2 trilioni, importo quadruplicato rispetto a quello del 1999 e solo leggermente inferiore al livello del 1997. Tale importo risulta gonfiato dall'attività interbancaria, tipicamente caratterizzata da duplicazioni. Nel 2000 i nuovi crediti al settore non bancario si sono di fatto ridotti a \$55 miliardi, da \$107 miliardi nel 1999. Gli acquisti transfrontalieri di titoli hanno proseguito la loro tendenza ascendente, per effetto soprattutto degli investimenti in emissioni di residenti USA, aumentati di ben sei volte. A fine 2000 i titoli rappresentavano il 23% delle posizioni creditorie internazionali in essere delle banche, rispetto al 15% nel 1997.

Gli acquisti di valori mobiliari hanno costituito il punto di forza di quello che è stato altrimenti un anno di modesti afflussi bancari internazionali alle economie emergenti. In seguito alle acquisizioni da parte di banche estere di istituzioni finanziarie locali, specie in America latina, i flussi di titoli sono passati da \$6 miliardi nel 1999 a \$26 miliardi nel 2000. Tuttavia, il credito alle economie emergenti, in particolare quelle asiatiche, ha continuato a ridursi (-\$36 miliardi). Sebbene le attività totali siano diminuite a un ritmo molto più

¹ I dati sui flussi bancari internazionali esaminati in questa sezione si basano prevalentemente sulle statistiche BRI compilate secondo la residenza delle banche dichiaranti (statistiche su base locale) e depurate degli effetti di cambio. Questi dati differiscono in parte dalle statistiche BRI su base consolidata; le più recenti sono state pubblicate il 7 maggio 2001 in un comunicato stampa della BRI. Per un'illustrazione delle differenze tra le due serie statistiche, cfr. "Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics", nell'Allegato statistico di questa pubblicazione.

lento che negli anni precedenti, i deflussi netti dall'area emergente alle banche internazionali hanno superato nel 2000 la media annua registrata durante le crisi finanziarie del 1997-99 a causa degli ingenti depositi all'estero effettuati da tali economie.

Aspetti principali del credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
	1999	2000	1999	2000				Stock a fine dic. 2000
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale attività	276,1	1 171,8	125,7	445,1	116,9	210,1	399,7	10 764,4
Crediti interbancari ¹	-214,3	658,7	- 1,1	285,2	-23,4	94,7	302,2	6 262,8
Crediti a operatori non bancari	106,7	55,0	34,4	26,5	- 1,4	17,7	12,2	2 069,9
Titoli ²	383,7	458,0	92,4	133,3	141,8	97,7	85,2	2 431,7
Verso paesi sviluppati	467,6	1 114,1	112,9	486,1	116,8	177,7	333,5	8 394,2
di cui: intra-euro ³	258,7	140,7	- 1,7	108,1	-13,5	26,2	19,8	1 573,4
Crediti interbancari ¹	33,4	674,9	- 0,5	337,6	8,4	86,1	242,8	4 990,5
Crediti a operatori non bancari	117,0	69,1	39,6	41,5	-13,2	23,5	17,4	1 395,1
Titoli ²	317,2	370,1	73,9	107,0	121,7	68,2	73,2	2 008,6
Verso centri offshore	-102,6	50,4	32,0	-50,1	5,5	27,5	67,5	1 257,6
Crediti interbancari ¹	-139,7	- 18,8	35,9	-63,5	-17,6	13,6	48,6	843,3
Crediti a operatori non bancari	9,3	18,4	-11,0	- 0,9	12,6	- 2,0	8,7	247,0
Titoli ²	27,7	50,8	7,1	14,3	10,4	15,8	10,3	167,3
Verso economie emergenti	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Crediti interbancari ¹	- 58,6	- 8,9	- 6,7	6,1	- 9,9	- 6,9	1,9	354,1
Crediti a operatori non bancari	- 16,6	- 27,5	- 2,9	-16,2	- 0,1	- 0,5	-10,7	399,2
Titoli ²	6,1	26,3	3,3	11,4	6,3	6,2	2,5	152,1
Attività non classificate	- 19,8	17,3	-12,9	7,7	- 1,6	6,1	5,0	207,2
<i>Per memoria:</i>								
<i>prestiti consorziali⁴</i>	1 025,9	1 465,7	286,2	261,8	373,9	424,3	405,7	

¹ Comprese le transazioni intragruppo. ² I dati, parzialmente stimati, comprendono principalmente titoli di debito, ma anche altre attività che ammontano a meno del 5% del totale in essere. ³ Attività esterne delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa. ⁴ Nuove operazioni sottoscritte.

Fonti: Capital DATA; statistiche bancarie su base locale della BRI. Tabella 2.1

Forte crescita dell'attività interbancaria

Il quarto trimestre 2000 ha coinciso con una marcata espansione delle posizioni interbancarie. I crediti internazionali alle banche nei paesi sviluppati e nei centri offshore sono aumentati di \$291 miliardi, e altrettanto ampio è stato l'incremento delle passività interbancarie (tabella 2.1). La forte crescita dell'attività interbancaria nel quarto trimestre è di ampiezza simile a quelle osservate nell'ultimo trimestre 1997 e nel primo del 2000.

Marcata espansione delle posizioni interbancarie ...

In termini di flussi netti, nel quarto trimestre le banche di Regno Unito, Giappone e Francia sono state le maggiori destinatarie e quelle nei centri offshore e negli Stati Uniti le fonti immediate. Questi flussi netti contribuiscono in genere solo a una piccola parte delle variazioni nelle attività interbancarie, dato che il processo di redistribuzione dei fondi all'ingrosso ad altre istituzioni alimenta i bilanci dal lato sia dell'attivo che del passivo. Le banche a Hong Kong, Isole Cayman e Stati Uniti hanno convogliato fondi nel Regno Unito, da dove sono stati poi reindirizzati a istituzioni nell'area dell'euro e in Giappone. In quest'ultimo paese le banche sono state anche beneficiarie di ampi trasferimenti dall'area dell'euro e da Singapore, e quelle dell'area dell'euro, in particolare in Francia, hanno ricevuto fondi dagli Stati Uniti. La sequenza dei flussi è stata ulteriormente complicata da ingenti transazioni tra istituzioni svizzere e loro affiliate in Giappone e negli Stati Uniti, nonché tra banche USA e loro dipendenze nelle Isole Cayman.

Ampi flussi di depositi dalle economie emergenti

... trainata dai depositi delle economie emergenti

Mentre l'espansione dell'attività interbancaria nel 1997 era originata dalle operazioni volte a riconvogliare ampi flussi di rimborsi dai mutuatari asiatici e quella del primo trimestre 2000 dalla domanda di finanziamento di operatori non bancari nell'area dell'euro, il più recente aumento sembra rispecchiare, almeno in parte, la redistribuzione di ingenti depositi affluiti dalle economie emergenti. Nel quarto trimestre tali depositi presso le banche internazionali sono ammontati a \$28 miliardi, portando il totale per il 2000 a \$145 miliardi. Questo importo rappresenta un incremento di quasi cinque volte rispetto al 1999. In percentuale sul PIL delle economie emergenti, i flussi dei depositi hanno raggiunto lo scorso anno la quota più alta (2%) dal 1979-80, quando i paesi esportatori di petrolio avevano collocato i loro introiti di natura straordinaria presso banche internazionali.

Accelerano i depositi di Taiwan

I flussi di depositi da Taiwan, Cina (di seguito denominata Taiwan) si sono fortemente accelerati verso la fine del 2000. Mentre nel primo semestre dell'anno le passività delle banche dichiaranti verso questo paese avevano segnato variazioni trascurabili (tabella 2.2), nel secondo i residenti hanno collocato presso banche internazionali oltre \$19 miliardi, di cui \$12,6 miliardi nel quarto trimestre. La maggior parte di questi fondi era denominata in dollari USA ed è stata depositata presso istituzioni nei centri offshore e negli Stati Uniti. In particolare, oltre i tre quarti provenivano da banche piuttosto che da società o da altri soggetti non bancari. Lo scorso anno il settore non bancario di Taiwan ha intensificato gli acquisti di valuta, ma invece di investirli all'estero li ha depositati presso il sistema finanziario interno. Quest'ultimo ha quindi collocato le eccedenze in valuta presso banche internazionali. La preferenza degli operatori non bancari per i depositi sull'interno fa ritenere che né il rischio politico né il rischio di credito delle banche locali abbiano rappresentato un fattore significativo alla base dell'aumento dei depositi internazionali.

I differenziali d'interesse e la debole domanda di crediti in valuta sono all'origine dei perduranti afflussi di depositi dalla Cina continentale². I residenti di quest'area, ancora una volta prevalentemente bancari, hanno collocato \$8,1 miliardi presso banche internazionali nel quarto trimestre, e \$35,8 miliardi in tutto il 2000 (il 25% del totale dei depositi delle economie emergenti). Poco più della metà della raccolta del quarto trimestre era denominata in dollari di

Continui afflussi di depositi dalla Cina continentale ...

Posizioni esterne delle banche verso le economie emergenti								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
	1999	2000	1999	2000				Stock a fine dic. 2000
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale attività	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Africa e Medio Oriente	0,2	- 7,7	5,2	- 6,3	- 1,0	- 1,4	1,0	151,8
Arabia Saudita	2,0	0,0	0,9	- 1,2	- 0,1	0,1	1,3	26,2
America latina	- 16,2	14,0	3,5	5,0	2,0	4,4	2,7	295,2
Argentina	0,6	1,3	1,0	- 1,2	- 0,1	2,4	0,2	49,1
Brasile	- 8,9	10,0	3,2	1,5	0,1	3,8	4,6	96,3
Asia e Pacifico	- 61,9	- 28,6	- 19,9	3,0	- 7,3	- 6,0	- 18,3	284,8
Cina continentale	- 17,1	- 5,3	- 5,7	0,1	- 3,4	- 1,5	- 0,5	59,8
Taiwan, Cina	- 3,3	- 3,9	0,7	1,3	- 0,1	- 0,8	- 4,3	15,4
Europa	8,9	12,2	4,9	- 0,4	2,6	1,8	8,3	173,8
Russia	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	36,0
Turchia	5,8	11,4	1,4	2,7	2,7	2,6	3,4	49,5
Totale passività ¹	31,8	145,1	27,8	42,2	20,7	53,9	28,2	1 051,0
Africa e Medio Oriente	- 6,8	47,8	16,7	7,6	8,4	21,7	10,1	315,4
Arabia Saudita	- 17,9	10,8	1,2	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	60,1
America latina	13,4	10,6	4,4	6,2	- 2,1	10,2	- 3,7	252,1
Argentina	0,1	3,2	3,7	0,4	0,1	3,7	- 1,0	40,9
Brasile	2,2	- 4,1	- 2,6	1,2	- 8,9	2,8	0,7	49,1
Asia e Pacifico	4,9	65,8	- 0,6	26,6	9,5	12,8	16,9	360,0
Cina continentale	- 3,9	35,8	- 0,1	12,0	10,4	5,3	8,1	102,3
Taiwan, Cina	7,5	19,6	2,8	0,0	0,6	6,5	12,6	64,6
Europa	20,3	21,0	7,3	1,8	4,9	9,2	5,1	123,6
Russia	3,8	7,3	0,8	2,4	3,4	3,2	- 1,8	23,4
Turchia	3,3	2,3	2,0	0,0	- 0,6	0,3	2,6	20,7
Flussi netti ²	- 100,9	- 155,1	- 34,1	- 40,9	- 24,5	- 55,2	- 34,5	- 145,5
<i>Per memoria:</i>								
<i>depositi dei paesi OPEC</i>	- 19,8	37,8	13,3	1,9	9,5	18,0	8,5	233,2

¹ Principalmente depositi. Le altre passività ammontano a meno dell'1% del totale in essere. ² Totale attività meno totale passività.

Fonte: statistiche bancarie su base locale della BRI. Tabella 2.2

² Per una trattazione della crescita dei depositi in valuta nel sistema bancario cinese, cfr. la sezione monografica a cura di R.N. McCauley e Y.K. Mo, "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", nell'edizione dell'agosto 2000 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Hong Kong. Tuttavia, per l'anno nel suo insieme la principale moneta di denominazione è stato il dollaro USA. La Cina ha collocato la quasi totalità dei suoi depositi presso banche nei centri offshore e in Europa.

... e dai paesi dell'OPEC

Dopo la Cina e Taiwan, i paesi esportatori di petrolio hanno rappresentato la principale fonte di flussi di depositi nel 2000. I paesi dell'OPEC hanno collocato \$9 miliardi presso banche dell'area dichiarante nel quarto trimestre e \$38 miliardi nell'intero 2000 (il 26% dei depositi complessivi). La maggior parte di questi fondi era denominata in dollari USA, ed è stata depositata presso banche nel Regno Unito. Fra i paesi OPEC, i più forti incrementi dei depositi nel 2000 sono stati registrati da Arabia Saudita (\$10,8 miliardi) e Iran (\$8,1 miliardi). Al di fuori di questo gruppo, Messico e Russia sono stati i principali depositanti, con \$7,1 e 7,3 miliardi rispettivamente. Entrambi questi paesi hanno attinto fondi nel quarto trimestre.

L'aumento delle riserve delle banche centrali non spiega gli ingenti afflussi di depositi

Le banche centrali non sembrano aver contribuito in misura rilevante ai depositi affluiti dalle economie emergenti. Le riserve ufficiali in valuta di tali economie sono aumentate di \$76 miliardi nel 2000, e a prima vista potrebbe essere plausibile che tale incremento sia all'origine degli ingenti flussi di depositi alle banche nell'area dichiarante³. Tuttavia, i dati disponibili non confermano questo nesso. I flussi internazionali dalle istituzioni monetarie ufficiali – principalmente banche centrali – a banche nell'area dichiarante sono scesi a \$43 miliardi nel 2000 rispetto a \$60 miliardi nel 1999. Poiché questi flussi comprendono i depositi delle banche centrali in tutto il mondo, i prelievi effettuati da quelle situate nei paesi industriali potrebbero verosimilmente aver compensato i depositi affluiti da banche centrali delle economie emergenti. Tuttavia, è poco probabile che ciò sia avvenuto, in quanto anche le riserve ufficiali dell'area industriale sono aumentate nell'anno in esame (di \$55 miliardi)⁴.

Nuova contrazione delle attività verso le economie emergenti

Deflussi netti da tutta l'area emergente eccetto l'America latina

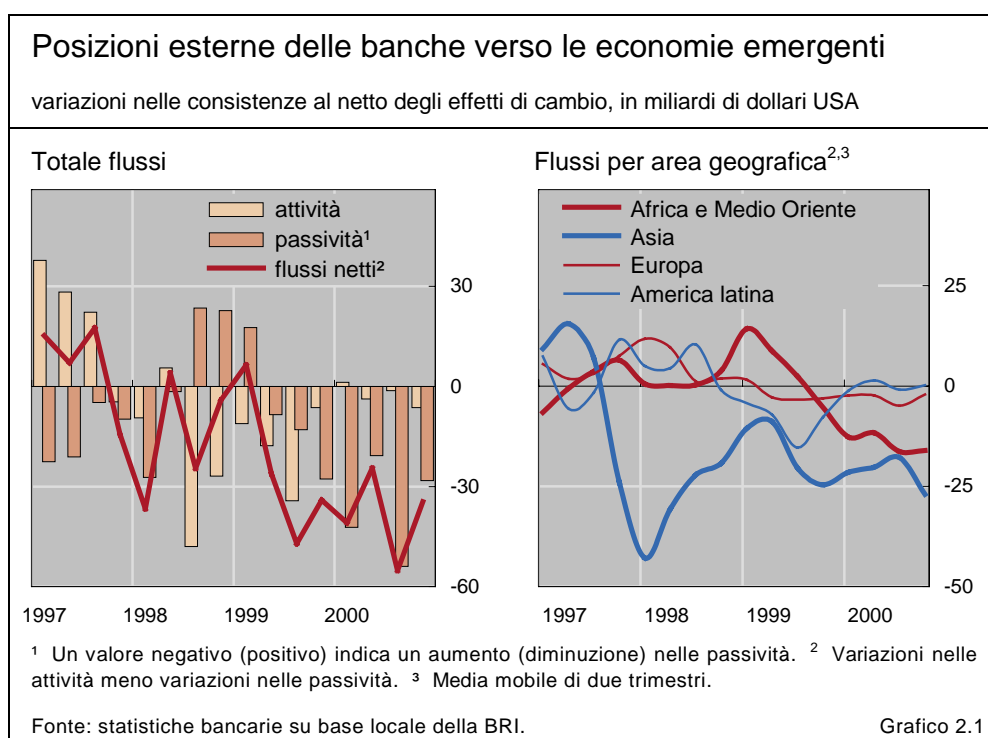
A differenza degli anni settanta, i depositi effettuati recentemente dalle economie emergenti non sono riaffluiti a quest'area. Tenendo conto delle variazioni dal lato sia dell'attivo che del passivo, l'America latina è stata l'unica regione emergente ad aver beneficiato di afflussi bancari netti nel 2000 (grafico 2.1). Purtuttavia, con un ammontare di \$3 miliardi, questi flussi superano il nuovo indebitamento nei confronti delle banche internazionali, poiché gli ingenti avanzi di parte corrente hanno ovviato alla necessità di

³ Le passività verso banche delle economie emergenti sono aumentate di \$123 miliardi nel 2000. Nelle statistiche BRI su base locale, le controparti bancarie comprendono sia banche centrali sia banche commerciali. Le banche dell'area dichiarante segnalano dati globali per le loro passività verso istituzioni monetarie ufficiali, disaggregate per valuta ma non per paese (cfr. tabella 5C dell'Allegato statistico).

⁴ Per un esame della composizione delle riserve in dollari USA delle banche centrali in base allo strumento, cfr. B. Fung e R.N. McCauley, "Composizione delle riserve valutarie in dollari USA per strumento", nell'edizione del novembre 2000 della *Rassegna trimestrale BRI*, pagg. 66-67.

finanziamento esterno. Nel quarto trimestre gli investimenti bancari in America latina hanno continuato a concentrarsi in Brasile, con un aumento di \$4,6 miliardi delle attività verso questo paese (tabella 2.2), dovuto principalmente all'acquisto di Banespa, banca statale privatizzata in novembre, da parte dell'istituto spagnolo Banco Santander Central Hispano. Oltre la metà dell'aumento di \$10 miliardi nelle posizioni creditorie verso il Brasile registrato nel 2000 è collegata ad acquisizioni estere di banche brasiliane. Nel quarto trimestre le istituzioni estere hanno erogato \$1,1 miliardi all'Argentina, ma questo importo è stato ampiamente compensato dalla vendita di titoli argentini per un valore di \$0,9 miliardi. Le banche hanno ridotto anche le loro disponibilità di titoli messicani, contribuendo a un calo di \$3,9 miliardi delle attività verso questo paese nel trimestre in esame.

Brasile e Turchia ricevono la maggior parte dei nuovi crediti



Nei paesi europei emergenti, la Turchia è stato di gran lunga il maggior destinatario di flussi bancari. In effetti, nel 2000 le attività internazionali verso il paese sono aumentate più di quelle verso ogni altra economia emergente (di \$11,4 miliardi). Nel solo quarto trimestre la Turchia ha ottenuto \$3,4 miliardi dalle banche. I due terzi di tale ammontare sono affluiti a soggetti non bancari, principalmente sotto forma di finanziamenti di progetti e di prestiti all'amministrazione centrale. La parte restante è stata erogata a banche, nonostante l'emergere di tensioni nel sistema bancario turco. I dati più recenti sui prestiti consorziali indicano che le banche hanno ridotto drasticamente i loro finanziamenti alla Turchia nella prima parte del 2001 (pag. 24).

I rimborsi dei mutuatari asiatici, che parevano aver toccato un minimo nella prima metà del 2000, hanno ripreso ad aumentare nel quarto trimestre. Le attività bancarie verso le economie emergenti in Asia sono diminuite di

\$18 miliardi, portando il loro calo complessivo per l'intero anno a \$29 miliardi. Ciò sembrerebbe corrispondere a un significativo rallentamento dei deflussi rispetto al 1999, quando le attività erano diminuite di \$62 miliardi; tuttavia, se si considerano le variazioni nei depositi, i deflussi netti dalle economie emergenti dell'Asia verso banche nell'area dichiarante sono in realtà aumentati lo scorso anno, da \$67 miliardi nel 1999 a \$94 miliardi.

Ampia flessione dei crediti a Corea e Taiwan

Una flessione di \$9,2 miliardi dei crediti a mutuatari coreani ha concorso alla metà del calo complessivo delle attività verso prenditori asiatici nel quarto trimestre. Nei mesi precedenti le banche negli Stati Uniti avevano effettuato operazioni pct in acquisto con mutuatari della Corea, e la contrazione delle attività nel quarto trimestre deriva in parte dalla liquidazione di tali transazioni. Le attività sull'estero verso residenti di Taiwan sono diminuite di \$4,3 miliardi nel periodo sotto rassegna, la flessione più ingente mai registrata. La rapida crescita dei depositi in valuta nel sistema finanziario interno ha ridotto la domanda di prestiti in valuta dall'estero da parte delle banche locali. Inoltre, a livello internazionale è stato dato maggiore rilievo lo scorso anno alla solidità del sistema finanziario di Taiwan, e ciò ha indotto molte banche estere a ridurre la loro esposizione.

Fondi incanalati verso gli Stati Uniti

Anziché affluire alle economie emergenti, i fondi intermediati dal mercato interbancario hanno alimentato un'espansione del credito al settore non bancario nei paesi industriali, e in particolare negli Stati Uniti. Le banche nell'area dichiarante hanno continuato anche a investire ingenti somme in titoli emessi da mutuatari USA ed europei.

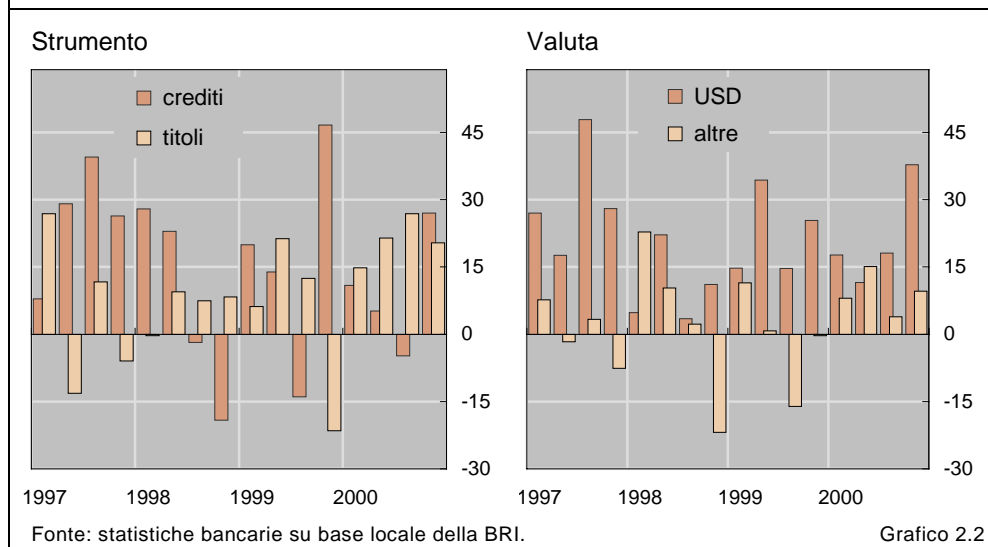
Gli emittenti di CP e le società telecom negli Stati Uniti si rivolgono alle banche

Dopo alcuni trimestri di debole attività, i crediti al settore non bancario statunitense sono aumentati di \$27 miliardi nel quarto trimestre 2000 (grafico 2.2). Fattori stagionali spiegano in parte questa crescita; le emissioni societarie di CP negli Stati Uniti generalmente diminuiscono verso la fine dell'anno, e gli emittenti fanno ricorso in sostituzione alle loro linee di riserva presso le banche. L'attività creditizia è stata altresì sorretta dalla domanda delle società telecom USA, che nel periodo in esame hanno raccolto \$38 miliardi sul mercato internazionale dei prestiti consorziali.

In concomitanza con l'espansione del credito diretto, le banche internazionali hanno continuato ad acquistare ingenti quantitativi di titoli emessi da residenti USA. Di conseguenza, tra il 1999 e il 2000 i flussi internazionali – acquisti di titoli più crediti – a mutuatari non bancari negli Stati Uniti sono aumentati del 43%, a \$121,8 miliardi. Sorprendentemente, il 30% di tali flussi era denominato in valute diverse dal dollaro USA. Lo scorso anno gli operatori statunitensi, comprese le agenzie federali, hanno intensificato le emissioni in euro, e ciò ha contribuito a un aumento, da zero nel 1999 a \$16,2 miliardi, dei finanziamenti in tale moneta delle banche internazionali al settore non bancario USA. I flussi netti in yen sono passati da -\$0,5 a 9,8 miliardi, traendo forse impulso dal desiderio degli operatori non bancari USA di approfittare dei bassi tassi d'interesse in yen.

Attività internazionali delle banche verso residenti non bancari USA

variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA



Le statistiche su base locale indicano che, nel corso dell'anno, oltre la metà dei finanziamenti internazionali al settore non bancario USA è stata fornita da banche nel Regno Unito. Tuttavia, una parte significativa di tali fondi è provenuta da banche dell'area dell'euro e giapponesi residenti nel Regno Unito anziché da banche con sede centrale in questo paese. Secondo le statistiche consolidate, compilate in base alla nazionalità, le attività delle banche tedesche verso i settori pubblico e privato non bancario degli Stati Uniti sono cresciute di \$49 miliardi nel 2000. I crediti delle banche nipponiche sono aumentati di \$41 miliardi. Queste ultime sono state particolarmente attive nell'acquisto di titoli delle agenzie federali USA. Le attività delle istituzioni britanniche verso mutuatari non bancari statunitensi hanno registrato una crescita di \$15 miliardi nello stesso periodo.

Le banche tedesche e giapponesi maggiori prestatrici di fondi al settore non bancario USA

Continua la flessione dei crediti al settore non bancario giapponese

Contrariamente all'incremento delle posizioni creditorie verso residenti non bancari USA, le attività internazionali verso questo settore in Giappone si sono ridotte di \$32,7 miliardi nel quarto trimestre. La maggior parte della flessione è dovuta alle banche europee.

Il credito a operatori non bancari in Giappone ha registrato una flessione nel 2000 (di \$66,9 miliardi), per il quinto anno consecutivo. Il fattore principale alla base del calo è la perdurante liquidazione di prestiti a residenti giapponesi contabilizzati attraverso le dipendenze estere di banche nipponiche. Le tensioni finanziarie in Giappone nel 1997-98 avevano indotto numerose banche di quel paese a chiudere o ridimensionare la loro operatività all'estero. Negli anni più recenti, la debolezza dell'economia nipponica ha ridotto le esigenze di

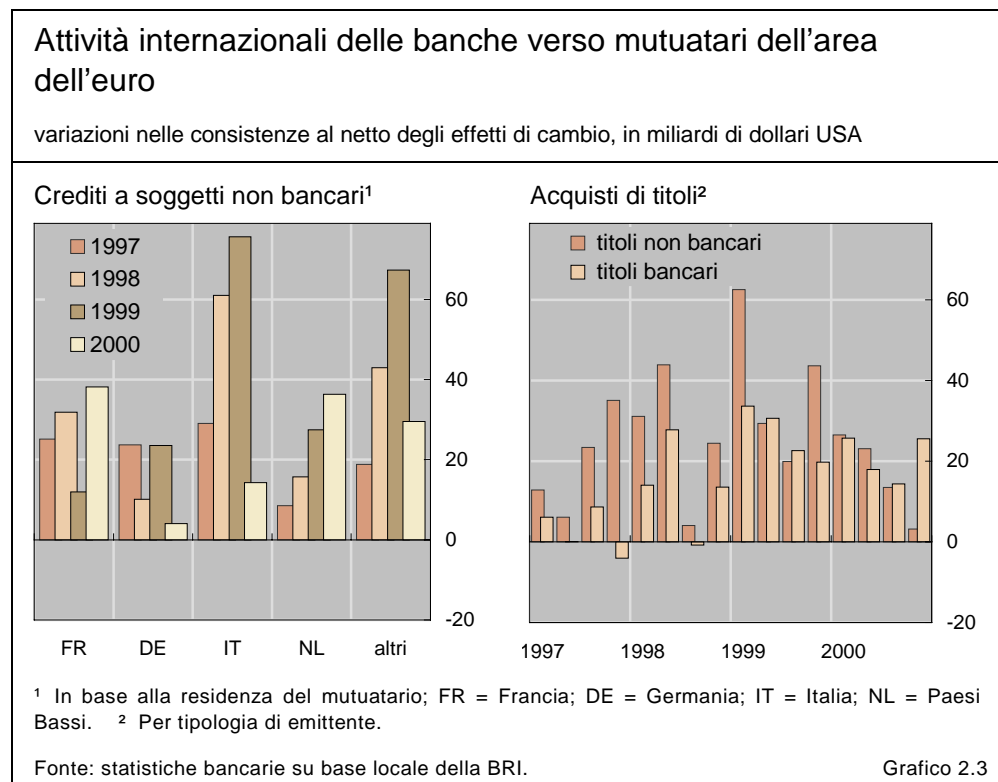
Le banche giapponesi liquidano posizioni contabilizzate all'estero

finanziamento delle imprese. Questi cambiamenti hanno avuto un impatto particolarmente sfavorevole sull'attività bancaria internazionale di Hong Kong. Tra la fine del 1997 e la fine del 2000 le posizioni creditorie delle banche di Hong Kong verso mutuatari non bancari in Giappone si sono contratte dell'80%, scendendo a \$39 miliardi. Parallelamente, sono diminuite le attività interbancarie delle istituzioni giapponesi verso tale piazza, attraverso cui venivano finanziati molti di questi impieghi⁵.

Perdono attrattiva le emissioni di soggetti non bancari dell'area dell'euro

Le banche preferiscono acquistare titoli bancari a più basso rischio

Nell'area dell'euro i flussi internazionali a mutuatari non bancari sono scesi a \$9,8 miliardi nel quarto trimestre, il livello più basso dall'avvio dell'unione monetaria. Questo rallentamento può essere spiegato almeno in parte da una minore propensione degli investitori al rischio. Come osservato nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, nel quarto trimestre 2000 i prenditori a più basso rating avevano dovuto far fronte a spreads creditizi molto più ampi, e hanno quindi ridotto le loro emissioni obbligazionarie. Al tempo stesso, quelli di migliore qualità sono riusciti a mantenere un accesso



⁵ Per un approfondimento sull'attività bancaria internazionale di Hong Kong, cfr. il riquadro di R.N. McCauley e Y.K. Mo, "Recenti sviluppi nell'attività bancaria internazionale di Hong Kong", nell'edizione del giugno 1999 della *Rassegna trimestrale BRI*.

favorevole ai mercati dei titoli di debito. Le statistiche su base locale illustrano chiaramente lo spostamento nella domanda che è all'origine del deteriorarsi delle condizioni di finanziamento. Le banche nell'area dichiarante hanno ridotto gli acquisti di titoli emessi da imprese e altri soggetti non bancari, che tendono ad avere rating inferiori ad AAA, mentre hanno intensificato i loro investimenti internazionali in titoli bancari (grafico 2.3). Nell'area dell'euro, molti titoli di questa specie, come i Pfandbriefe, godono del rating più elevato e vengono pertanto considerati come attività esenti da rischio.

Nonostante l'ammontare record raccolto dalle società telecom nell'area dell'euro sul mercato internazionale dei prestiti consorziali, i flussi al settore non bancario di tale area si sono quasi dimezzati nel 2000, passando da \$206 miliardi nel 1999 a \$122 miliardi. In alcuni paesi dell'area, in particolare Francia e Paesi Bassi, il credito transfrontaliero a mutuatari non bancari è aumentato lo scorso anno (grafico 2.3). Nondimeno, nella maggior parte dei paesi gli afflussi si sono ridotti. Ciò vale in particolare per l'Italia, dove le attività internazionali verso residenti non bancari sono aumentate solo di \$14,3 miliardi nel 2000, rispetto a \$75,6 miliardi nel 1999.

Il rallentamento dei flussi internazionali al settore non bancario dell'area dell'euro è interamente riconducibile alle banche di tale regione. L'introduzione della moneta unica aveva in effetti allentato i controlli prudenziali e regolamentari sugli sbilanci in valuta, incoraggiando in tal modo le istituzioni finanziarie a diversificare i loro portafogli mediante investimenti all'interno dell'area dell'euro. Di conseguenza, immediatamente a ridosso del lancio dell'unione monetaria, le banche avevano accelerato i loro acquisti mobiliari internazionali, incrementando i flussi al settore non bancario dell'area. Tale processo di ricomposizione del portafoglio sembra essersi ormai esaurito.

Dimezzati nel 2000 i flussi transfrontalieri al settore non bancario dell'area dell'euro

Prestiti consorziali: in scadenza nel 2001 ingenti linee di credito accordate a società telecom

Blaise Gadanecz

Dopo l'eccezionale vigore del secondo semestre 2000, l'attività sul mercato internazionale dei prestiti consorziali è rallentata nettamente nel primo trimestre 2001, con un calo delle operazioni sottoscritte da \$406 miliardi nel quarto trimestre 2000 a \$253 miliardi. Sebbene il primo trimestre coincida tradizionalmente con un periodo di debole attività, le sottoscrizioni risultano diminuite anche su base destagionalizzata (del 20%).

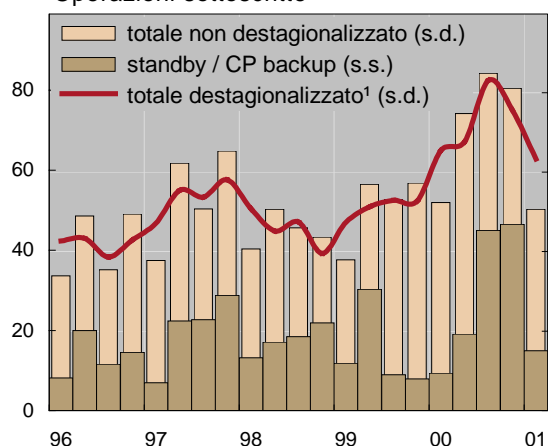
L'impulso all'attività è provenuto principalmente dalle grandi imprese statunitensi. Kellogg e American Home Products hanno mutuato fondi per \$6 miliardi ciascuna. Linee creditizie per un totale di \$6 miliardi sono state allestite in favore di Lucent Technologies, per consentirle di rispettare i propri impegni dopo aver perduto l'accesso al mercato della CP. Il generale deteriorarsi delle condizioni di finanziamento sul mercato della CP al volgere dell'anno, e quindi la maggiore probabilità che gli emittenti facessero ricorso alle proprie linee creditizie di appoggio presso le banche commerciali, hanno indotto queste ultime a inasprire le condizioni applicate alle nuove aperture di credito standby o di appoggio all'emissione di CP. Di conseguenza, i volumi trattati in questo segmento del mercato sono scesi a \$15 miliardi nel primo trimestre contro \$45 miliardi in ciascuno dei due trimestri precedenti.

Un importante fattore alla base del rallentamento complessivo nel primo trimestre è stato il minor volume di crediti a società telecom. Nella seconda metà del 2000 erano state apprestate somme ingenti in loro favore, ma l'attività è calata nel primo trimestre 2001. In sostituzione, tali società si sono rivolte ai mercati obbligazionari (pagg. 26-27). Molte delle operazioni poste in essere nel 2000 erano a breve termine e dovranno pertanto essere rifinanziate nel 2001. L'attività del primo trimestre ha già rispecchiato il rinnovo di prestiti in scadenza. Pacific Century Cyberworks ha concordato un credito a termine di \$4,7 miliardi per rifinanziare parte di un prestito contratto agli inizi del 2000 e destinato all'acquisto di Hong Kong Telecom. Posto che le facilitazioni precedentemente concordate siano utilizzate integralmente e non vengano effettuati

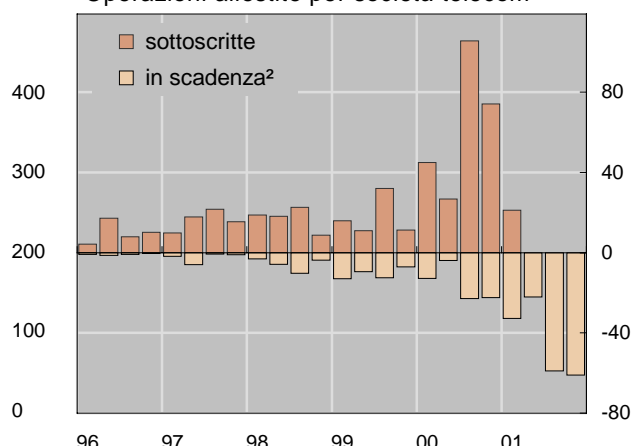
Prestiti consorziali internazionali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Operazioni allestite per società telecom



¹ Procedimento di destagionalizzazione X11 Arima dell'US Census Board. ² Stime. I dati sui prestiti in scadenza sono basati su operazioni sottoscritte a partire dal gennaio 1993, ipotizzando che sia stato attinto l'intero importo e non siano stati effettuati rimborsi anticipati.

Fonti: Capital DATA; BRI.

riscatti anticipati, nel terzo e quarto trimestre 2001 i rimborsi raggiungeranno un massimo di \$60 miliardi.

Le economie di mercato emergenti hanno raccolto \$13 miliardi sul mercato dei prestiti consorziali nel primo trimestre. La Turchia, il principale mutuatario nel 2000, è stata pressoché assente dal mercato. Le banche del paese hanno ottenuto \$0,3 miliardi, rispetto a una media trimestrale di \$1,4 miliardi nel 2000, e le imprese hanno raccolto ulteriori \$0,2 miliardi. Il Messico è stato il maggiore beneficiario di fondi, con \$2,3 miliardi, raccolti in gran parte da CEMEX, società produttrice di cemento, per finanziare un'acquisizione negli Stati Uniti.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel primo trimestre 2001 in un contesto di decrescenti spreads creditizi e di condizioni generalmente favorevoli sui mercati dei titoli di debito, le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso hanno segnato un forte aumento (tabella 3.1). Nondimeno, nello stesso periodo i collocamenti netti sono complessivamente diminuiti, da \$323 a 298 miliardi, a causa di una netta contrazione della raccolta sul mercato monetario. Le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes sono salite a \$578 miliardi nel primo trimestre 2001 da \$438 miliardi nel trimestre precedente, e i rimborsi sono parimenti cresciuti, da \$197 a 269 miliardi (tabella 3.2).

Lo spostamento dal breve al lungo termine rappresenta un ritorno a profili più normali. Le emissioni nette di strumenti del mercato monetario sono diminuite rispetto al volume insolitamente elevato del trimestre precedente, poiché i mutuatari hanno tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni di mercato per allungare la scadenza del loro debito. Le economie di mercato emergenti hanno fatto ritorno al mercato obbligazionario, e sono aumentati i collocamenti di enti del settore pubblico. Anche le emissioni societarie si sono accresciute durante il primo trimestre, e ciò potrebbe indicare un minor ricorso ai collocamenti azionari in seguito alla ridotta domanda di OPI. In alcuni casi, i mutuatari societari a più basso rating si sono avvalsi del mercato obbligazionario internazionale quale alternativa alle emissioni di commercial paper, precluse a causa dei declassamenti del merito di credito e di una ridotta disponibilità delle banche a fornire linee creditizie di appoggio.

Condizioni di mercato più favorevoli stimolano l'indebitamento a lungo termine

Il miglioramento delle condizioni di mercato è alla base del rilancio della raccolta a lungo termine nel primo trimestre 2001. Come esaminato nel "Quadro generale degli sviluppi" (Sezione 1), il restringimento degli spreads creditizi nel comparto a lungo termine si è accompagnato a un calo del livello generale dei tassi d'interesse, che ha indotto gli emittenti a fare ritorno al mercato. Le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso sono salite da \$165 miliardi nell'ultimo trimestre 2000 a \$204 miliardi in quello

Record delle
emissioni nette di
obbligazioni e notes
ordinarie a tasso
fisso ...

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati dei titoli di debito internazionali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2000				2001	Stock a fine marzo 2001
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale emissioni nette	1 230,3	1 234,6	286,7	319,8	304,8	323,4	298,4	6 514,7
Strumenti del mercato monetario ¹	66,4	86,5	1,3	24,4	14,9	45,9	14,6	346,1
<i>Commercial paper</i>	44,3	49,3	- 0,6	10,6	12,1	27,1	16,1	238,5
Obbligazioni e notes ¹	1 163,9	1 148,2	285,4	295,4	289,9	277,4	283,8	6 168,7
<i>A tasso variabile</i>	334,1	386,6	84,0	110,1	90,0	102,6	73,8	1 607,9
<i>A tasso fisso</i>	798,7	743,9	198,6	181,5	199,0	164,9	204,4	4 317,5
<i>Collegate ad azioni</i>	31,1	17,6	2,8	3,8	1,0	10,0	5,6	243,3
Paesi sviluppati	1 152,9	1 151,7	257,1	303,2	282,2	309,1	283,9	5 602,7
<i>Area dell'euro</i>	507,9	555,0	131,1	149,2	129,7	144,9	133,4	2 288,6
<i>Giappone</i>	2,7	- 29,9	- 13,2	- 1,3	- 9,1	- 6,3	- 6,5	268,0
<i>Stati Uniti</i>	482,2	465,7	91,4	111,8	138,5	124,0	145,7	1 894,2
Centri offshore	12,0	19,1	1,4	3,7	6,8	7,2	7,3	83,0
Economie emergenti	40,8	42,1	23,3	6,3	13,4	- 0,9	6,0	458,5
Istituzioni internazionali	24,6	21,7	4,9	6,7	2,2	7,9	1,3	370,6
Settore privato	1 010,4	970,3	203,2	276,6	228,7	261,8	237,8	4 849,3
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	656,7	670,7	164,7	185,3	136,1	184,6	146,5	3 189,6
<i>Imprese private</i>	353,7	299,6	38,5	91,3	92,6	77,2	91,3	1 659,7
Settore pubblico ³	195,3	242,6	78,6	36,6	73,8	53,6	59,3	1 294,8
<i>Amministrazioni centrali</i>	37,2	50,5	33,1	12,7	8,3	- 3,5	6,4	483,3
<i>Altri enti pubblici</i>	158,1	192,0	45,5	23,9	65,5	57,2	52,9	811,5
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	341,2	254,3	29,8	72,1	40,2	112,2	- 56,5	1 983,0
<i>di cui: USA</i>	232,8	208,3	75,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	1 539,0

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ³ Escluse le istituzioni internazionali. ⁴ I dati per il primo trimestre 2001 sono provvisori.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

successivo, raggiungendo un massimo storico. Su base lorda, l'incremento è stato del 60%, per un totale di \$422 miliardi (tabella 3.2).

L'aumento delle emissioni a lungo termine è riconducibile integralmente all'attività dei mutuatari a basso e medio rating. Fra i collocamenti quotati, le emissioni lorde inferiori a tripla A sono cresciute notevolmente, da \$64 miliardi nell'ultimo trimestre 2000 a \$126 miliardi nel primo trimestre 2001 (grafico 3.1, riquadro di destra), più che compensando il precedente calo trimestrale delle operazioni annunciate in queste categorie di rating. Un'ampia parte dell'aumento è dovuta alle società di telecomunicazione, le cui emissioni lorde sono balzate da \$19 a 49 miliardi. Tale importo comprende un'emissione per

... con il ritorno sul mercato di mutuatari a basso e medio rating ...

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	1999	2000	2000				2001
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Totale emissioni annunciate	1 766,8	1 933,5	508,3	484,6	502,4	438,3	578,2
A tasso variabile	483,8	624,3	138,0	157,0	168,3	161,0	142,6
Ordinarie a tasso fisso	1 230,9	1 252,7	356,0	315,7	317,6	263,5	421,7
Collegate ad azioni ¹	52,1	56,5	14,3	11,9	16,5	13,8	13,8
Dollaro USA	775,4	859,3	216,9	206,6	240,8	194,9	264,8
Euro	677,9	647,8	186,8	153,1	150,7	157,2	221,2
Yen	118,9	204,6	49,2	76,1	51,2	28,1	34,8
Altre valute	194,6	221,8	55,3	48,7	59,8	58,1	57,4
Settore privato	1 374,3	1 499,9	374,4	397,5	380,3	347,8	429,2
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	<i>897,7</i>	<i>1 021,4</i>	<i>276,0</i>	<i>251,5</i>	<i>249,8</i>	<i>244,1</i>	<i>278,1</i>
<i>Imprese private</i>	<i>476,6</i>	<i>478,5</i>	<i>98,3</i>	<i>146,0</i>	<i>130,5</i>	<i>103,7</i>	<i>151,2</i>
<i>di cui: società telecom</i>	<i>84,3</i>	<i>115,7</i>	<i>24,7</i>	<i>46,7</i>	<i>25,0</i>	<i>19,3</i>	<i>48,7</i>
Settore pubblico	314,7	363,0	113,4	66,7	107,7	75,2	127,6
<i>Amministrazioni centrali</i>	<i>94,2</i>	<i>93,0</i>	<i>46,0</i>	<i>18,7</i>	<i>23,7</i>	<i>4,7</i>	<i>29,1</i>
<i>Altri enti pubblici</i>	<i>220,5</i>	<i>269,9</i>	<i>67,5</i>	<i>48,0</i>	<i>84,0</i>	<i>70,5</i>	<i>98,5</i>
Istituzioni internazionali	77,8	70,7	20,5	20,4	14,5	15,3	21,3
Emissioni perfezionate	1 771,2	1 935,3	474,9	485,2	501,0	474,2	552,9
Rimborsi	607,3	787,2	189,5	189,8	211,1	196,7	269,1

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.2

\$16 miliardi in sei tranches da parte di France Telecom, il più grande collocamento singolo mai effettuato da un'impresa privata. Inoltre, alcune imprese che avevano avuto difficoltà ad accedere al mercato della CP (si veda oltre) hanno potuto fare ricorso ai mercati dei titoli di debito a lungo termine. Ad esempio, DaimlerChrysler (rating A) ha lanciato un prestito a più lunga scadenza per \$7,5 miliardi durante il primo trimestre. Anche nella categoria di titoli "speculativi" l'attività di raccolta è stata più intensa, con un aumento delle emissioni annunciate a \$7 miliardi nel primo trimestre 2001, dai \$3 miliardi del trimestre precedente. Per contro, i collocamenti lordi nella categoria tripla A sono leggermente calati, da \$100 a 94 miliardi. Ciò si è verificato malgrado un incremento del 70% delle emissioni lorde del settore pubblico, salite a \$128 miliardi, dovuto in ampia misura al volume record di \$98,5 miliardi di titoli emessi dalle agenzie federali.

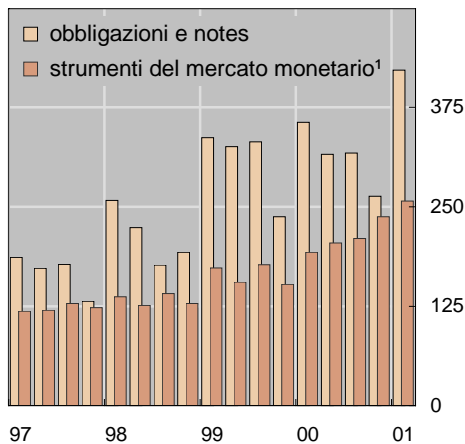
... mentre calano i collocamenti netti di strumenti del mercato monetario

Nel contempo, sul mercato internazionale dei titoli di debito la raccolta netta mediante strumenti del mercato monetario è calata da un volume insolitamente elevato di \$46 miliardi, a \$15 miliardi, con una contrazione delle emissioni di CP, la componente più importante di strumenti del mercato monetario, da \$27 a 16 miliardi. Questi andamenti si sono verificati parallelamente a una diminuzione ancor maggiore sui mercati nazionali della

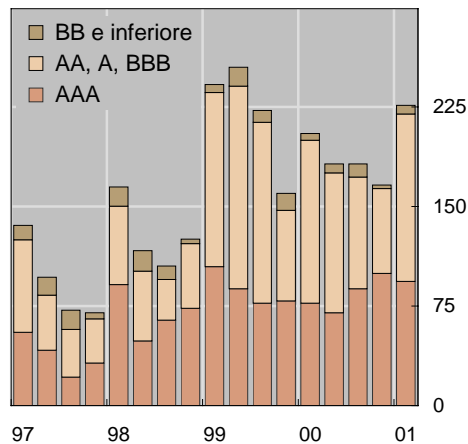
Emissioni internazionali annunciate, per scadenza e classe di rating

in miliardi di dollari USA

Emissioni ordinarie a tasso fisso



Obbligazioni con rating²



¹ Escluse le emissioni rimborsate nello stesso trimestre. ² Comprese le obbligazioni con documentazione EMTN.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Grafico 3.1

CP. Dopo diversi anni di rapida espansione, i collocamenti netti nei tre principali mercati (Stati Uniti, Giappone e Canada) sono risultati fortemente negativi nel primo trimestre 2001. I fattori che hanno contribuito al rallentamento delle emissioni nette di CP sono stati una serie di declassamenti del merito di credito e una ridotta volontà delle banche di sottoscrivere nuove emissioni. I fondi di investimento del mercato monetario sono i principali acquirenti di CP, e l'ammontare detenibile di tali strumenti a più basso rating è limitato dalla regolamentazione della Securities and Exchange Commission (SEC). Pertanto, i declassamenti al di sotto di una data soglia possono pregiudicare gravemente la domanda di CP di un particolare emittente, e paiono aver limitato la capacità di alcune imprese di accedere a tale mercato. Ad esempio, il rating del debito a breve di DaimlerChrysler è sceso ad A2/P2 alla fine di febbraio. Nello stesso tempo, le banche erogatrici hanno preferito disimpegnarsi (si veda il riquadro sui prestiti consorziali a pag. 23), revocando il sostegno di linee creditizie di appoggio.

Nel primo trimestre 2001 si è altresì assistito a una contrazione della raccolta netta delle istituzioni finanziarie. Una possibile causa di tale diminuzione è l'elevato volume di emissioni di titoli garantiti da attività nel quarto trimestre 2000, come ad esempio quella di ABN AMRO per €7,8 miliardi.

Il ritorno dei mutuatari di mercati emergenti

Le condizioni generalmente più favorevoli sui mercati del reddito fisso hanno accresciuto la domanda di titoli emessi dalle economie emergenti, sebbene gli investitori abbiano operato una chiara distinzione fra i rischi di credito. Come osservato nella Sezione 1, sul mercato secondario gli spreads applicati alle emissioni di mutuatari di qualità bancaria, quali Messico, Corea e Cina, si sono ridotti nel primo trimestre 2001, mentre si sono ampliati quelli sulle emissioni a più basso rating di Turchia, Brasile e Argentina. In tale contesto, il totale della raccolta netta delle economie emergenti sul mercato internazionale dei titoli di debito è salito a \$6 miliardi nel primo trimestre 2001, dal basso livello di -\$1 miliardo del trimestre precedente. La crescita ha avuto luogo nonostante un incremento dei rimborsi da \$15,1 a 17 miliardi, il volume più elevato degli ultimi due anni.

La ripresa delle emissioni nette non è stata uniforme tra le varie regioni. In America latina esse sono cresciute da -\$2,5 a 6,3 miliardi e quelle dei paesi europei non industrializzati da \$1,1 a 2,3 miliardi tra l'ultimo trimestre 2000 e il primo del 2001. Quest'ultimo importo include €750 milioni di nuove operazioni annunciate dalla Repubblica di Turchia. Per contro, le emissioni nette dei paesi emergenti dell'Asia sono scese da \$0,3 a -3,4 miliardi, di riflesso al brusco calo delle emissioni lorde da \$4,9 a 1,9 miliardi, dovuto in parte al minor volume di nuove operazioni annunciate dalle società di telecomunicazione, che nel quarto trimestre 2000 era stato particolarmente elevato per Cina e Malaysia.

Come osservato nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, per i paesi confrontati a spreads relativamente ampi un modo di ridurre i costi di finanziamento è quello di raccogliere fondi in una valuta a basso tasso d'interesse come lo yen. Nel primo trimestre 2001 si è assistito a continui collocamenti sul mercato samurai da parte delle economie emergenti. Il Brasile ha emesso titoli in yen per \$669 milioni, Tunisia e Uruguay rispettivamente per \$294 e 260 milioni.

Le emissioni in euro guadagnano terreno

Nel primo trimestre 2001 è aumentato l'impiego dell'euro come moneta di denominazione sul mercato internazionale dei titoli di debito, con una crescita da \$128 a 141 miliardi delle emissioni nette (tabella 3.3). L'incremento dei collocamenti in euro è osservabile in tutte le regioni. Con un volume record di \$19 miliardi, la raccolta netta di titoli denominati in euro è stata particolarmente forte in Nord America. Nel contempo, le emissioni nette in dollari USA si sono ridotte e quelle in yen sono calate da -\$6 a -11 miliardi, una contrazione insolitamente forte. I collocamenti sia in dollari che in yen sono stati particolarmente deboli in Europa.

In una prospettiva di più lungo periodo, la forte crescita dell'attività di emissione nel primo trimestre rappresenta il proseguimento della ripresa

Le emissioni nette recuperano rispetto al livello depresso del quarto trimestre 2000

Interesse a livello mondiale per le emissioni in euro

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica¹

in miliardi di dollari USA

		1999	2000	2000				2001
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Europa	Dollaro USA	58,2	174,5	37,9	39,3	42,9	54,4	22,7
	Euro	503,0	406,7	113,3	106,8	74,2	112,5	117,6
	Yen	6,4	39,0	4,0	31,0	7,5	- 3,5	- 9,2
	Altre valute	75,2	87,3	20,8	16,0	24,5	25,9	15,6
Nord America	Dollaro USA	434,5	380,7	73,1	91,1	116,4	100,1	118,1
	Euro	46,3	45,3	7,9	8,7	16,0	12,7	19,2
	Yen	- 1,3	16,7	5,4	4,9	3,4	3,0	2,8
	Altre valute	16,5	15,4	2,5	1,0	3,5	8,4	4,1
Altre	Dollaro USA	53,3	63,7	23,7	17,5	14,2	8,3	7,1
	Euro	38,1	14,0	5,5	4,6	1,6	2,3	4,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 10,3	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,6
	Altre valute	12,3	13,7	2,9	2,7	3,4	4,6	0,2
Totale	Dollaro USA	546,0	618,9	134,7	147,9	173,5	162,7	148,0
	Euro	587,4	466,1	126,6	120,1	91,8	127,5	141,4
	Yen	- 7,0	33,3	- 0,9	32,1	8,0	- 5,9	- 11,0
	Altre valute	104,0	116,4	26,3	19,8	31,4	39,0	19,9

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

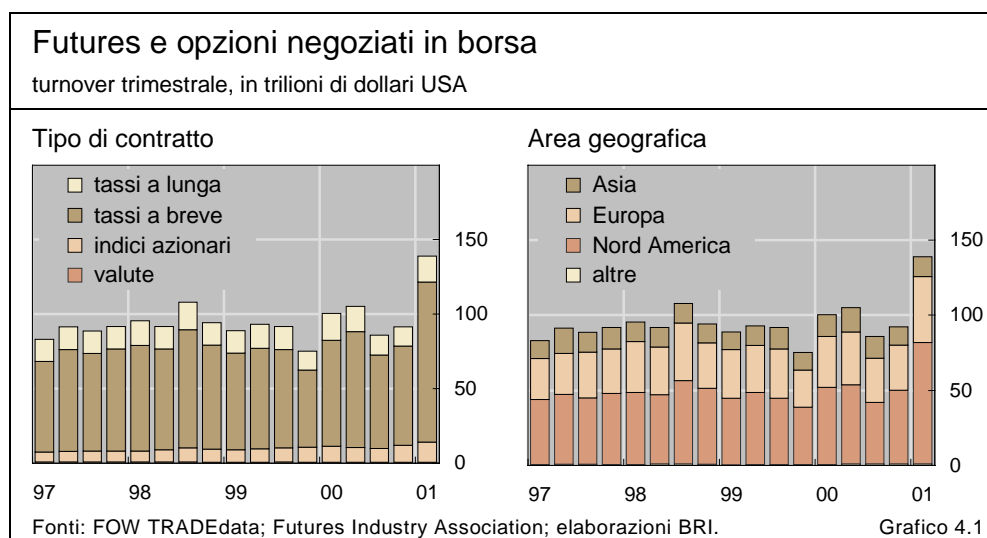
iniziata nel quarto trimestre 2000, che a sua volta aveva invertito un rallentamento osservato nei primi tre trimestri, dopo un periodo di eccezionale vigore registrato per tutto il 1999. Come in quell'anno e contrariamente al trimestre precedente, l'espansione è intervenuta in un momento in cui la moneta unica si stava deprezzando rispetto al dollaro. Ciò contrasta con un riscontro empirico di lunga data, secondo cui gli emittenti tendono a preferire la moneta più forte.

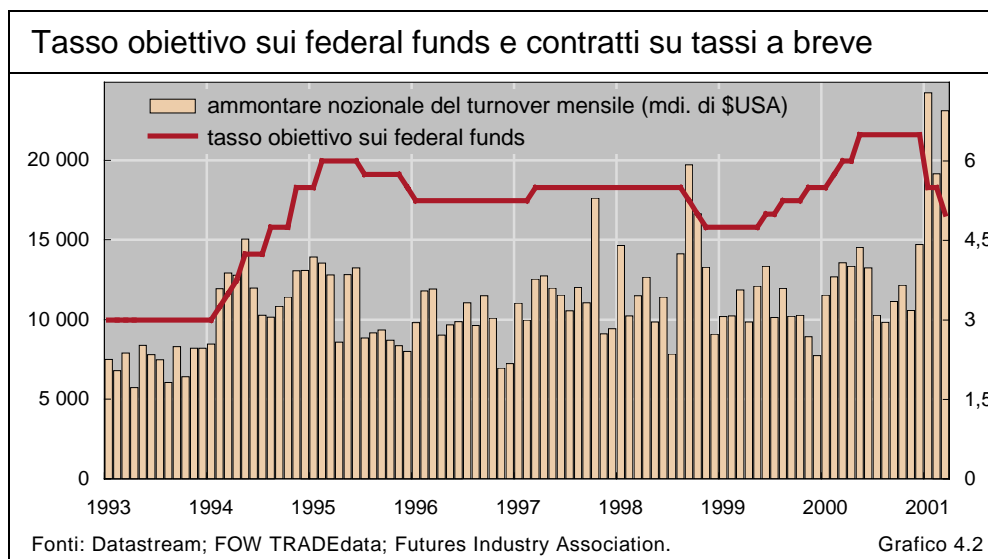
4. I mercati degli strumenti derivati

Le statistiche recenti sull'attività dei mercati organizzati e over-the-counter (OTC) indicano una possibile inversione dei ruoli fra i due segmenti. L'espansione dell'ammontare nozionale dei contratti OTC in essere è rallentata considerevolmente nel secondo semestre 2000, mentre il valore delle operazioni realizzate in borsa è aumentato di un importo record nel primo trimestre 2001. Se confermata, questa tendenza rappresenterebbe un significativo scostamento dal profilo precedente, dato che negli ultimi anni la crescita dell'attività OTC ha costantemente superato quella sui mercati organizzati. L'aspetto di maggiore spicco della decelerazione dell'attività fuori borsa è stato il calo delle operazioni fra dealers, specie in swaps di tassi d'interesse in euro. Il forte aumento delle negoziazioni di borsa è riconducibile soprattutto ai contratti su tassi d'interesse a breve, che hanno chiaramente tratto impulso dal taglio a sorpresa dei tassi ufficiali USA in gennaio.

Il taglio a sorpresa dei tassi ufficiali USA alimenta l'attività sul mercato monetario

L'attività sui mercati organizzati è aumentata nettamente nel primo trimestre 2001; il valore in dollari dei contratti censiti dalla BRI è salito del 50%, a \$138,9 trilioni. Gli strumenti di tasso d'interesse sono cresciuti del 55%, portandosi a \$124,8 trilioni, e quelli azionari del 16%, a \$13,4 trilioni.





Gli sviluppi nel segmento a breve del mercato a reddito fisso hanno dominato la scena, con un incremento del 61% (a \$107,3 trilioni) del turnover in strumenti del mercato monetario. L'attività è stata particolarmente vivace nei comparti del dollaro USA (cresciuto del 76%) e dell'Euribor (+50%). Il forte aumento dei contratti USA a breve sembra collegato principalmente all'effetto sorpresa derivante dal taglio di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds, deciso agli inizi di gennaio al di fuori delle riunioni ufficiali, e alla possibilità di un ulteriore allentamento monetario. Nel caso dell'Europa l'Eurosistema non ha mutato l'orientamento restrittivo del primo semestre 2000, ma le attese del mercato di un abbassamento dei tassi a breve paiono aver contribuito a espandere il turnover in contratti Euribor. L'attività in strumenti a breve potrebbe aver ricevuto uno stimolo aggiuntivo da effetti di secondo impatto provenienti da altri segmenti di mercato. Per esempio, alla riduzione di tasso della Fed è seguita una netta ripresa delle emissioni di obbligazioni societarie denominate in dollari (Sezione 3). Tali emissioni hanno probabilmente sorretto il mercato degli swaps di tasso d'interesse, essendo state abbinate a contratti fisso contro variabile. L'aumento di questi swaps potrebbe a sua volta essersi accompagnato a una più intensa attività sul mercato monetario, specie in futures sull'eurodollaro, poiché tali strumenti sono di impiego corrente per la copertura di swaps.

L'aggiustamento globale al taglio del saggio ufficiale USA ha favorito anche l'attività complessiva in strumenti a più lungo termine, cresciuta del 29% a \$17,5 trilioni. Tuttavia, sotto il profilo geografico essa ha mostrato un andamento diverso da quello osservato nel segmento a breve, dato che il turnover in strumenti su obbligazioni di Stato europee è aumentato molto più di quello sugli omologhi titoli statunitensi (49% contro 21%).

Uno degli sviluppi di maggior rilievo in Europa è stato il forte aumento dei contratti su titoli di Stato negoziati all'Eurex. Il future sul Bund è cresciuto rapidamente (del 51% in termini di scambi, saliti a \$4,3 trilioni), confermandosi il contratto obbligazionario di gran lunga più trattato al mondo, anche se il turnover in strumenti con scadenze intermedie (Schatz e Bobl) è aumentato in

Forte aumento dei contratti a breve in seguito all'improvviso allentamento monetario

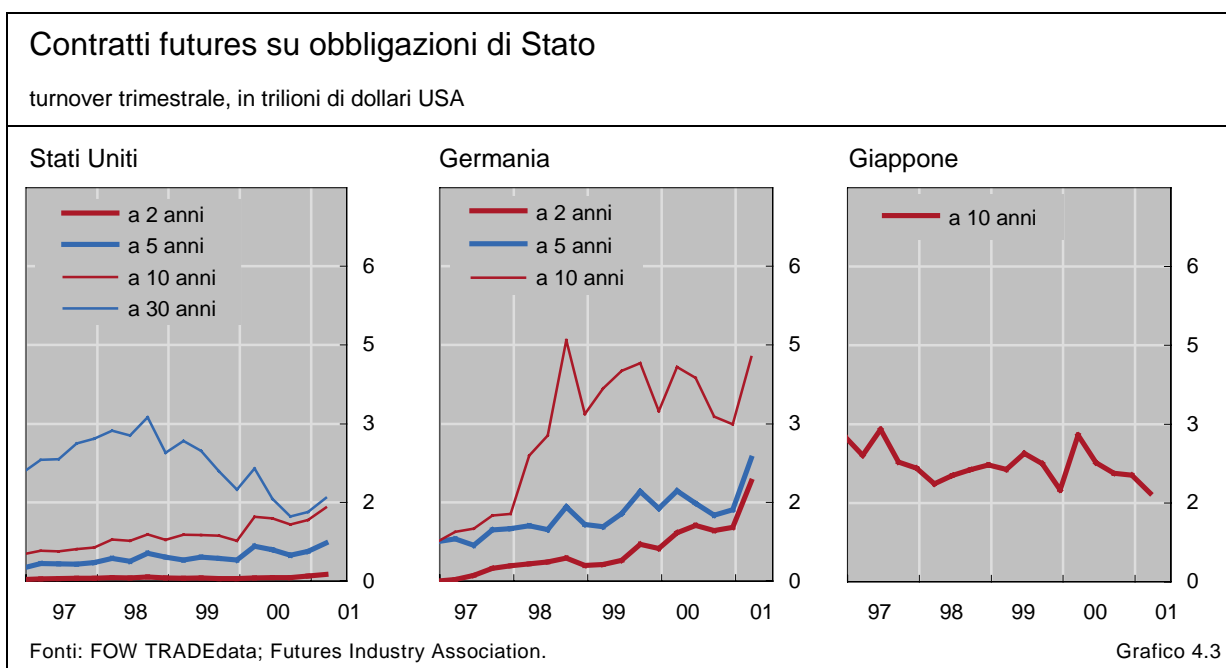
Le mutate condizioni di mercato influiscono anche sugli strumenti a più lungo termine

Netto aumento del turnover in contratti su obbligazioni all'Eurex

misura persino maggiore. Se l'aumento complessivo delle contrattazioni in titoli di Stato tedeschi ha probabilmente rispecchiato le attese di un allentamento della politica monetaria, la più rapida espansione dell'attività nel comparto delle scadenze intermedie può essere dovuta alla crescente accettazione di tali strumenti come benchmark europei. Anche i contratti sul Notionnel del Matif/Euronext, che costituiscono al momento l'unica alternativa al Bund dell'Eurex, sono cresciuti a ritmo alquanto sostenuto (25%), sebbene in termini di turnover essi rimangano molto inferiori al future sul Bund.

Ulteriore recupero dell'attività in contratti su obbligazioni del Tesoro USA

L'allentamento dei tassi ufficiali da parte della Fed agli inizi di gennaio, unitamente alle contrastanti indicazioni circa la durata del rallentamento dell'economia statunitense, ha favorito un diffuso recupero del turnover in strumenti su obbligazioni del Tesoro USA (grafico 4.3). Va rilevato che i futures sulla Treasury note decennale – i cui scambi, secondo alcuni operatori, avrebbero dovuto superare quelli dei contratti sul Treasury bond – hanno finito per seguire l'andamento di questi ultimi, con volumi peraltro leggermente inferiori. Negli ultimi tempi i rimborsi netti di titoli del Tesoro USA, insieme a uno spostamento delle emissioni verso le scadenze intermedie, hanno influito sulla liquidità dei contratti sul Treasury bond, inducendo taluni osservatori a prevederne l'abbandono nel prossimo futuro.



La volatilità delle borse mondiali favorisce il rilancio dei contratti su indici azionari

La mutevole percezione circa l'intensità e la durata del rallentamento economico mondiale ha accentuato la volatilità nella maggior parte delle borse principali, determinando un'ulteriore ripresa delle negoziazioni in contratti su indici azionari. Il valore del turnover è salito del 16%, a \$13,4 trilioni. Come nel trimestre precedente, le opzioni sono aumentate più velocemente dei futures (del 21% contro il 12%). L'incremento è in buona parte da ascrivere alle borse del Nord America, la cui attività è cresciuta del 23%, a \$8,2 trilioni. Particolarmente sostenuto è stato l'aumento delle transazioni al CBOE (38%, a \$3,7 trilioni), dove il volume dei contratti su indici azionari ha quasi uguagliato

quello del CME (\$4,3 trilioni). Anche i mercati europei hanno registrato una crescita alquanto sostenuta (12%, a \$3,1 trilioni), mentre l'attività nella regione Asia-Pacifico è rimasta su livelli modesti.

Le borse introducono prodotti basati su tassi swap, titoli di enti federali e azioni singole

Nel corso del trimestre le borse hanno introdotto una serie di nuovi contratti, in risposta a prevedibili nuove richieste o a mutamenti nel profilo dell'attività sui mercati sottostanti. Ad esempio, il recente episodio di "squeeze" che ha interessato i contratti sull'obbligazione di Stato a medio termine dell'Eurex (riquadro alle pagg. 35-36) ha incoraggiato il LIFFE a reintrodurre in marzo futures su tassi swap in euro. Le SwapNotes sono ritenute meno esposte a simili rischi, poiché il mercato degli swaps denominati in euro è notevolmente più ampio delle consistenze di titoli di Stato sottostanti i futures. La crescente importanza della curva dei tassi swap come benchmark omogeneo per l'area dell'euro dovrebbe altresì favorire l'accoglimento di questi nuovi contratti da parte del mercato.

L'episodio di "squeeze" all'Eurex incoraggia il ricorso a strumenti alternativi

Nel contempo, alcune borse USA si sono avvalse della tendenza ascendente delle emissioni di enti statali e di quelle garantite da attività per introdurre contratti basati su titoli benchmark di agenzie USA e su obbligazioni assistite da garanzia ipotecaria. Ad esempio, il CBOT ha lanciato futures e options su una note quinquennale di tali agenzie agli inizi di gennaio, e su titoli garantiti da ipoteca a fine marzo.

Nel comparto dei contratti azionari, LIFFE e Montreal Exchange hanno attirato l'attenzione degli operatori con l'introduzione di futures su azioni singole. Gli Universal Stock Futures del LIFFE, basati su 25 grandi società europee e statunitensi, hanno incontrato una favorevole accoglienza, con un turnover pari a quasi il 10% dell'attività complessiva in opzioni su singole azioni della borsa londinese. Anche i principali mercati USA hanno mostrato un forte interesse per tali prodotti e prevedono di avviarne la negoziazione al ricevimento della relativa autorizzazione entro la fine di quest'anno. Già nel marzo scorso LIFFE e Nasdaq avevano annunciato l'introduzione della contrattazione elettronica di futures su azioni USA per il tramite di una joint venture regolamentata dalla legislazione statunitense.

Rallentamento del mercato globale OTC nella seconda metà del 2000

Le statistiche più recenti dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei contratti derivati OTC per il secondo semestre 2000 indicano un rallentamento della crescita. L'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere era stimato a fine dicembre in \$95,2 trilioni, con un aumento dell'1% rispetto a fine giugno 2000 e dell'8% rispetto a fine dicembre 1999. Nello stesso periodo, tuttavia, il valore lordo di mercato è salito del 24%, a \$3,2 trilioni.

Anatomia di uno “squeeze”

Serge Jeanneau e Robert Scott

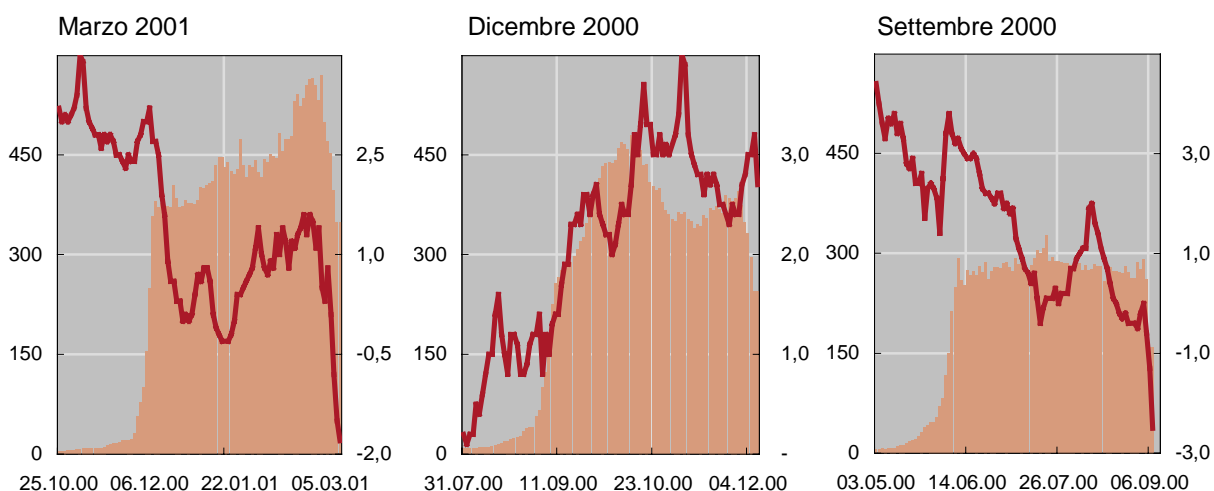
Il notevole successo dei contratti su titoli di Stato tedeschi ha creato qualche difficoltà negli ultimi anni. Più di recente, è stato segnalato uno “squeeze” sul contratto Bobl nel primo trimestre 2001¹. Il Bobl è l'obbligazione di Stato tedesca a cinque anni impiegata come attività sottostante per i connessi futures e opzioni negoziati all'Eurex. Un ristretto numero di banche europee ha apparentemente fatto incetta del titolo con i più bassi costi di consegna (“cheapest-to-deliver” – CTD) a fronte del contratto in scadenza nel marzo 2001, provocando importanti perdite agli operatori con posizioni corte. Non è la prima volta che si verificano inconvenienti di questo tipo all'Eurex. Episodi analoghi hanno interessato anche il contratto Bund a lunga, segnatamente nel settembre 1998 e nel giugno 1999². Questo riquadro esamina lo “squeeze” intervenuto sul Bobl lo scorso marzo.

L'impiego di futures e opzioni su titoli di Stato tedeschi è cresciuto rapidamente nella seconda metà degli anni novanta, allorché i titoli sottostanti si sono affermati come benchmark per finalità di copertura o per l'assunzione di posizioni su tassi d'interesse dell'area dell'euro. Di conseguenza, l'esposizione a fronte di tali contratti ha superato notevolmente quella sui titoli collegati. L'accumulo di ingenti posizioni aperte in futures rispetto allo stock disponibile di titoli consegnabili ha talvolta permesso ad alcuni intermediari di mettere alle strette altri operatori.

Nei mercati futures una situazione di “squeeze” si determina quando i detentori di posizioni corte non possono acquisire o mutuare i titoli richiesti per la consegna ai termini del contratto. Di norma, la consegna non pone problemi agli operatori poiché essi chiudono per lo più le loro posizioni mediante transazioni di segno contrario prima della data di scadenza del contratto. Tuttavia, un operatore che sia ancora in posizione corta a quella data è obbligato a consegnare i titoli specificati, così come quello in posizione lunga è obbligato a ritirarli. A causa della difficoltà di ottenere prezzi trasparenti sui mercati obbligazionari, la maggior parte dei contratti su titoli di Stato prevede la consegna fisica, diversamente dai contratti su tassi interbancari e indici azionari, che vengono regolati in contante sulla base di parametri di prezzo trasparenti. La

Bobl a cinque anni e spread tra CTD e titolo successivo in ordine di convenienza

posizioni aperte in migliaia di contratti (barre, s.s.) e in punti base (linee, s.d.)



Fonti: Datastream; Reuters; elaborazioni BRI.

¹ Cfr. “Le marché est confronté au ‘squeeze’ des titres allemands admis sur Eurex”, *L’Agefi*, 9 marzo 2001, e “Bobl squeeze may help Eurex rivals”, *Wall Street Journal Europe*, 9 aprile 2001. ² Wolfgang Schulte esamina il fenomeno in “Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area”, “The changing shape of fixed income markets”, *BIS Papers No. 8*, di prossima pubblicazione.

consegna materiale implica la specificazione della gamma di titoli stanziabili e un meccanismo di determinazione del prezzo per trasformare titoli diversi in attività equivalenti. Nel caso del future sul Bobl, i titoli consegnabili sono obbligazioni di Stato tedesche con scadenze comprese fra 4,5 e 5,5 anni. Per tener conto delle differenze di rendimento e di scadenza, i prezzi di queste obbligazioni sono moltiplicati per un fattore di conversione basato su una valutazione degli interessi e del capitale a un tasso annuo del 6% per tutte le date di regolamento. Tuttavia, poiché questo aggiustamento è imperfetto, uno dei titoli presenterà necessariamente i costi di consegna più bassi, a seconda del livello dei tassi di mercato e dell'inclinazione della curva dei rendimenti. Bassi tassi d'interesse rispetto al tasso nozionale tendono a favorire la consegna di titoli con cedola elevata e scadenza breve.

La probabilità che si determini una strozzatura di mercato aumenta se l'offerta di CTD è bassa, se la scelta di questi ultimi è ampiamente prevedibile e se la sostituibilità con altri titoli consegnabili è ostacolata dalla mancanza di emissioni con sensibilità di prezzo analoga. In effetti, nei precedenti episodi di "squeeze" sul Bund il paniere di valori consegnabili era costituito da un ristretto numero di titoli con durata finanziaria molto diversa, il che aveva ridotto le possibilità di trasformarli in CTD. Le distorsioni prodotte dal fattore di conversione hanno inoltre consentito agli operatori di prevedere facilmente quali titoli avrebbero minimizzato i costi di consegna, e farne quindi il bersaglio di uno "squeeze", incentivati anche dalla ridotta disponibilità di CTD.

Nel febbraio 2001 le condizioni di mercato paiono aver offerto una buona opportunità. Il CTD era l'obbligazione 6,5% con scadenza ottobre 2005. Al 22 febbraio le posizioni aperte in futures sul Bobl erano salite a oltre 565 000 contratti, pari a un ammontare nozionale di €57 miliardi. Ciò corrispondeva a oltre cinque volte la consistenza di CTD e a circa una volta e mezza il volume complessivo del paniere di titoli consegnabili. Per contro, i contratti del dicembre e del settembre 2000 avevano come contropartita rispettivamente solo 384 000 e 281 000 futures in essere due settimane prima della scadenza. Il grafico illustra la situazione del mercato prima della scadenza del contratto del marzo 2001, raffrontandola con quella prevalente a date di scadenza anteriori. Esso mostra come l'incremento delle posizioni aperte su quest'ultimo contratto sia stato insolitamente ampio e abbia per giunta coinciso con un ammontare relativamente modesto di CTD. Inoltre, il CTD successivo in ordine di convenienza – l'obbligazione 6% gennaio 2006 – presentava costi di consegna alquanto più elevati.

Un ristretto numero di banche europee ha evidentemente approfittato di questa opportunità per effettuare ingenti acquisti di CTD. Di conseguenza, nel momento in cui i venditori in posizione corta hanno cercato di chiudere le loro posizioni, il prezzo del contratto era considerevolmente salito. Nelle due settimane precedenti la scadenza il rendimento implicito a termine aveva perduto quasi 30 punti base. L'8 marzo, ultimo giorno di negoziazione, un operatore che avesse avuto una posizione corta in corrispondenza della punta massima dei contratti aperti avrebbe accusato una perdita di 17 punti nel rendimento implicito del contratto future.

L'esperienza del marzo 2001 ha manifestamente indotto gli operatori a un atteggiamento difensivo. È stato infatti segnalato un accaparramento di titoli consegnabili sui contratti Bobl delle scadenze successive (giugno e settembre), con possibili conseguenze negative sulla liquidità di mercato. La riluttanza degli operatori ad assumere posizioni corte su titoli pubblici tedeschi potrebbe inoltre deprimere i rendimenti dei titoli consegnabili rispetto ad altre obbligazioni.

Questi problemi potrebbero accentuarsi se i minori disavanzi di bilancio della Germania dovessero tradursi in un ridotto paniere di titoli consegnabili, con notevoli differenze di cedola e di scadenza. Tuttavia, il Governo tedesco ha iniziato a concentrare le emissioni su una gamma più ristretta di benchmark. Un maggior volume di obbligazioni a due, cinque e dieci anni dovrebbe contribuire ad accrescere l'ammontare di titoli sottostanti i contratti dell'Eurex.

Da parte sua, agli inizi di giugno la borsa tedesca ha annunciato l'introduzione di limiti alle posizioni aperte di singoli operatori e di penalizzazioni più basse per la mancata consegna. Gli intermediari hanno suggerito alcune altre misure, fra cui l'estensione del paniere di titoli consegnabili ad altre obbligazioni di Stato europee, il regolamento in contante e l'allungamento del periodo di consegna materiale. Sono stati altresì proposti interventi per migliorare il funzionamento del mercato dei pct. Una maggiore efficienza di questo segmento permetterebbe un più efficace arbitraggio tra mercati a contante e futures, rendendo più difficile porre in atto uno "squeeze".

Mercato globale dei contratti derivati OTC ¹								
ammontare in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.	Fine giugno	Fine dic.
	1999		2000		1999		2000	
Totale generale	81 458	88 201	94 008	95 199	2 628	2 813	2 572	3 180
A. Contratti su valute	14 899	14 344	15 494	15 666	582	662	578	849
A termine secco e riporti in cambi	9 541	9 593	10 504	10 134	329	352	283	469
Swaps di valute	2 350	2 444	2 605	3 194	192	250	239	313
Opzioni	3 009	2 307	2 385	2 338	61	60	55	67
B. Contratti su tassi d'interesse ²	54 072	60 091	64 125	64 668	1 357	1 304	1 230	1 426
FRA	7 137	6 775	6 771	6 423	12	12	13	12
Swaps	38 372	43 936	47 993	48 768	1 222	1 150	1 072	1 260
Opzioni	8 562	9 380	9 361	9 476	123	141	145	154
C. Contratti collegati ad azioni	1 511	1 809	1 645	1 891	244	359	293	289
A termine e swaps	198	283	340	335	52	71	62	61
Opzioni	1 313	1 527	1 306	1 555	193	288	231	229
D. Contratti su merci ³	441	548	584	662	44	59	80	133
Oro	189	243	261	218	23	23	19	17
Altri	252	305	323	445	22	37	61	116
A termine e swaps	127	163	168	248	..	..	..	..
Opzioni	125	143	155	196	..	..	..	..
E. Altri ⁴	10 536	11 408	12 159	12 313	400	429	392	483
Esposizione creditoria lorda ⁵					1 119	1 023	937	1 080
Per memoria: contratti negoziati in borsa ⁶	15 501	13 522	13 918	14 302	.	.	.	.

¹ Tutte le cifre sono calcolate al netto delle duplicazioni. L'ammontare nozionale in essere è stato corretto dimezzando le posizioni verso altri intermediari dichiaranti. Il valore lordo di mercato è stato calcolato come somma del valore lordo totale positivo dei contratti e del valore lordo negativo in termini assoluti dei contratti con controparti non dichiaranti. ² Solo contratti su un'unica moneta. ³ Le duplicazioni sono state stimate. ⁴ Posizioni stimate di istituzioni che non segnalano su base regolare. ⁵ Valore lordo di mercato tenendo conto degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti. ⁶ Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni. Tabella 4.1

Per categorie ampie di rischio di mercato, i due segmenti principali – contratti su tassi d'interesse e su valute – sono cresciuti al ritmo più lento (1%), mentre gli strumenti collegati ad azioni e a merci hanno registrato una rapida espansione (15 e 13% rispettivamente)⁶. Altri tre sviluppi significativi sono degni di nota. Primo, la contrazione in termini assoluti dello stock di contratti tendenzialmente a breve termine (in specie, transazioni a termine secco e riporti in cambi, ma anche forward rate agreements – FRA). Secondo, il rallentamento particolarmente marcato degli swaps di tasso d'interesse, la più

⁶ I derivati creditizi, che secondo fonti di mercato sarebbero aumentati rapidamente negli ultimi tempi, non sono rilevati in questa indagine.

ampia componente del mercato OTC. Terzo, il calo nel volume delle transazioni fra dealers, in strumenti sia di tasso d'interesse sia valutari.

Il consolidamento nel settore finanziario potrebbe essere in parte all'origine del rallentamento dell'attività in termini aggregati; le fusioni e acquisizioni fra soggetti dichiaranti determinano infatti il consolidamento delle transazioni bilaterali e, di conseguenza, una riduzione dei contratti in essere. Le cifre, tuttavia, non rispecchiano gli effetti della fusione fra J.P. Morgan e Chase annunciata nel settembre 2000, poiché le due società hanno continuato a pubblicare bilanci separati fino al termine del periodo di segnalazione.

Nel secondo semestre 2000 il *segmento dei tassi d'interesse* è cresciuto solo dell'1%, a \$64,7 trilioni. In termini di stock, i FRA sono diminuiti del 5% e le options sono aumentate dell'1%, mentre il mercato degli swaps ha registrato un'espansione del 2%, salendo a \$48,8 trilioni. Il segmento in esame è stato caratterizzato da altri due aspetti salienti. In primo luogo, i contratti con scadenza fino a un anno sono calati del 7%, a differenza di quelli a più lungo termine, che hanno continuato a crescere a ritmo soddisfacente (5% circa). In secondo luogo, gli strumenti in euro si sono contratti del 7%, mentre quelli denominati in dollari USA hanno mantenuto un rapido ritmo di crescita.

Nel caso specifico del mercato degli swaps di tasso d'interesse, la decelerazione della crescita contrasta nettamente con il ritmo molto rapido dell'attività osservato dalla fine del 1998. Essa è dovuta essenzialmente a una flessione del 5% nel segmento dell'euro che ha interessato tutti e tre i tipi di controparti, ma soprattutto le operazioni tra dealers. Diversi fattori potrebbero essere all'origine di tale sviluppo, fra cui il consolidamento nel settore finanziario, le ridotte emissioni di talune tipologie di titoli "interni" (come i Pfandbriefe, per la cui copertura vengono spesso utilizzati swaps) e i tardivi sforzi delle banche di pareggiare le loro posizioni in strumenti denominati nelle valute partecipanti all'euro⁷. Per converso, le consistenze di swaps in dollari hanno continuato a crescere a ritmo sostenuto (10%). I rimborsi netti di titoli del Tesoro USA hanno influito sulla liquidità del mercato sottostante e sull'efficacia di tradizionali veicoli di copertura, come i titoli del mercato a pronti o i futures su obbligazioni di Stato. Ciò ha incoraggiato gli operatori a impiegare più efficaci strumenti di copertura, quali gli swaps di tasso d'interesse⁸.

Nell'area degli *strumenti valutari*, i contratti in essere sono aumentati dell'1% in termini di valore, a \$15,7 trilioni, dopo l'incremento alquanto elevato nel precedente periodo di segnalazione. A fronte di una flessione dello stock di

La decelerazione potrebbe essere in parte riconducibile a fusioni

Calano gli swaps di tasso d'interesse in euro

Continuano a crescere gli swaps in dollari USA

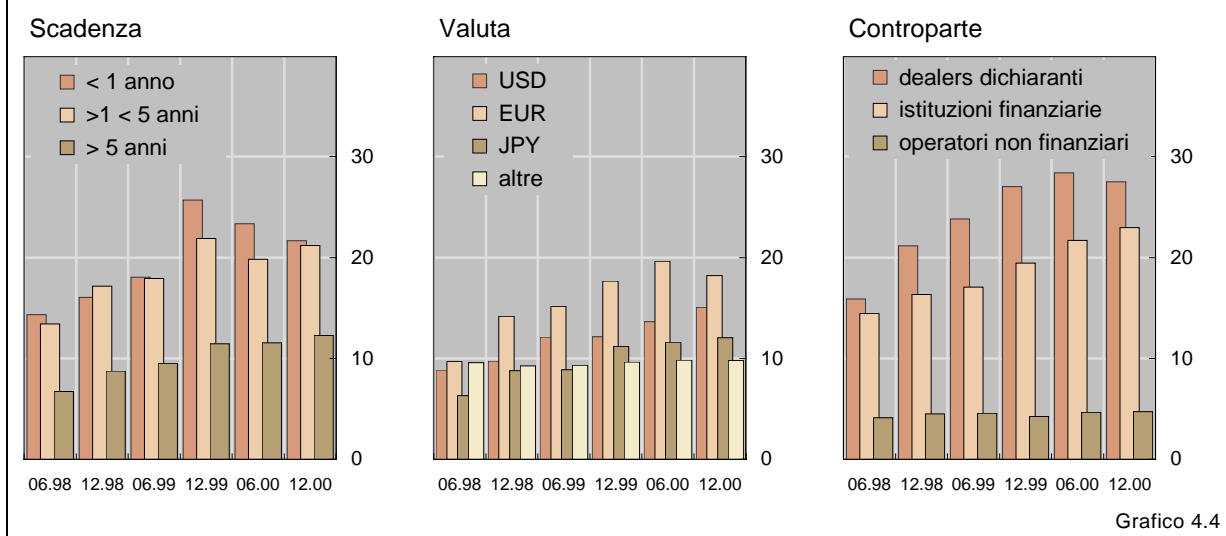
Rallenta la maggior parte delle transazioni in strumenti valutari ...

⁷ La transizione all'euro ha consentito agli operatori di applicare le regole di netting fra contratti originariamente denominati nelle valute preesistenti.

⁸ Cfr. la sezione monografica a cura di R.N. McCauley, "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", nell'edizione del marzo 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, pagg. 42-49.

Swaps di tasso d'interesse e forward rate agreements

ammontare nozionale in essere, in trilioni di dollari USA



transazioni a termine secco e riporti in cambi (-4%), nonché di quello delle opzioni valutarie (-2%), gli swaps di valute sono cresciuti del 23%. Gli strumenti con contropartita in dollari USA e in euro hanno registrato un leggero incremento, peraltro controbilanciato in parte dal calo dei contratti in yen. Ciò sembra essere in linea con il profilo della volatilità implicita osservato nel secondo semestre 2000, diminuita drasticamente per la coppia dollaro/yen, mentre è rimasta elevata per la coppia dollaro/euro.

Il calo nello stock di operazioni a termine secco, riporti in cambi e opzioni potrebbe aver rispecchiato influssi di più lungo periodo nel sottostante mercato a pronti. Anche se i nuovi dati sul volume delle negoziazioni e le consistenze in essere sui mercati dei cambi e dei derivati non saranno pubblicati dalla BRI prima della fine del quarto trimestre 2001, indicazioni empiriche segnalano un declino delle transazioni interbancarie in strumenti valutari negli ultimi anni. Diversi fattori potrebbero avervi contribuito, fra cui il consolidamento nel settore finanziario, il passaggio alla contrattazione elettronica e la liquidazione di posizioni ad alto grado di leva all'indomani delle crisi finanziarie asiatica e russa.

Il segmento degli swaps ha costituito la principale eccezione alla tendenza decrescente osservata nell'area degli strumenti valutari. Esso è cresciuto costantemente da quando la BRI ha iniziato a raccogliere dati sul mercato OTC. È probabile che l'attività sia stata alimentata dall'ingente volume di prestiti consorziali e di collocamenti mobiliari, in particolare quelli allestiti per le società di telecomunicazione. Per contro, non sembra aver avuto effetti contrattivi l'introduzione, da parte del Financial Accounting Standards Board (FASB) statunitense, di nuove regole contabili sugli strumenti derivati e di copertura applicabili a tutte le società USA quotate in borsa il cui esercizio

... con l'importante eccezione degli swaps di valute

finanziario si sia chiuso il 15 giugno 2000⁹. Di fatto, la liquidazione di posizioni da parte di alcune società in previsione delle nuove regole potrebbe senz'altro essere stata compensata da nuove transazioni connesse con la sostituzione di strumenti di copertura complessi con strutture più semplici.

L'attività in *strumenti collegati ad azioni* ha segnato un rilevante aumento (a \$1,9 trilioni) dovuto unicamente al segmento delle opzioni. Il secondo semestre 2000 è stato un periodo di rinnovata incertezza sui mercati azionari globali, con forti pressioni al ribasso sui corsi – specie dei titoli tecnologici – che hanno determinato un'impennata della volatilità. L'attività è stata particolarmente vivace nel comparto delle opzioni su titoli azionari europei, che rappresentano ora quasi il 60% degli strumenti collegati ad azioni. Benché sia forse prematuro trarre conclusioni univoche circa le tendenze di più lungo periodo, l'espansione dell'attività in questo comparto nella seconda metà del 2000 potrebbe anche originare da più radicati fattori di fondo. Una possibile spiegazione potrebbe essere il maggiore successo in Europa degli strumenti d'investimento collegati ad azioni, come fondi d'investimento azionari, prodotti su indici di borsa destinati alla clientela al dettaglio, obbligazioni convertibili e warrants azionari.

Forte crescita dei contratti collegati ad azioni

Netto aumento del valore lordo di mercato

Il valore lordo stimato di mercato è cresciuto del 24%, a \$3,2 trilioni, l'aumento più pronunciato dall'inizio delle rilevazioni statistiche della BRI sul mercato OTC. Tale incremento risulta piuttosto anomalo, se si considera che l'ammontare nozionale dei contratti in essere si è accresciuto solo in misura marginale nel periodo sotto rassegna. Pertanto, il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale in essere è salito a fine dicembre 2000 al 3,3%, dal 2,7% nel giugno precedente, invertendo così la tendenza decrescente osservata dal secondo semestre 1998. In percentuale dell'ammontare nozionale, il valore lordo di mercato dei contratti valutari ha registrato un balzo dal 3,7 al 5,4%, e quello dei contratti su tassi d'interesse è passato dall'1,9 al 2,2%. Un possibile motivo potrebbe essere il costante allungamento della scadenza media di queste due tipologie di contratti.

L'aumento del valore lordo di mercato potrebbe originare dall'allungamento delle scadenze

⁹ Il FASB Statement n. 133 richiede alle società di registrare in bilancio gli strumenti derivati come attività o passività che saranno computate al valore di mercato. Le società devono registrare nel conto economico ovvero alla voce "Other comprehensive income" ogni variazione nel valore degli strumenti di copertura che non sia strettamente controbilanciata da variazioni nel valore delle attività sottostanti.

Fonti dei dati sul mercato degli strumenti derivati OTC: un raffronto

Robert Scott

L'interesse per le statistiche sul mercato globale degli strumenti derivati OTC è andato crescendo di pari passo con lo sviluppo di tale mercato. Diversi organismi pubblicano regolarmente statistiche sulla sua composizione e dimensione totale. È importante che gli utilizzatori siano a conoscenza delle caratteristiche salienti di ogni serie di dati. Le indagini semestrali e triennali sull'attività dei mercati derivati OTC, condotte dalle banche centrali del G10 e coordinate dalla BRI, le indagini ISDA e Swaps Monitor forniscono tutte aggregati alquanto esaurienti sul mercato OTC, ma presentano differenze nella metodologia e nella popolazione censita. Si riporta, di seguito, una breve analisi di tali indagini.

Statistiche sul mercato OTC

Caratteristiche	BRI	ISDA	Swaps Monitor
Copertura degli strumenti: tassi d'interesse valute	FRA, swaps e opzioni riporti in cambi, swaps di valute, opzioni	swaps e opzioni swaps di valute	FRA, swaps e opzioni riporti in cambi, swaps di valute, opzioni
azioni altri	swaps, opzioni merci	.. ..	swaps, opzioni merci
Frequenza	semestrale	semestrale	semestrale
Tempi di segnalazione	4-5 mesi	5 mesi	5-6 mesi
Eliminazione delle duplicazioni	sì	no	solo stime
Inizio raccolta dati	1998	1987	1992
Fonti dei dati	banche dichiaranti, tramite le banche centrali del G10	membri ISDA	bilanci bancari pubblicati
Totale contratti in essere (giugno 2000)	\$94 trilioni	\$60 trilioni	\$103 trilioni
di cui: su tassi d'interesse (giugno 2000)	\$64 trilioni	\$60 trilioni	\$79 trilioni

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

L'ISDA è stato il primo organismo che ha pubblicato dati sul mercato degli strumenti derivati OTC con un'indagine dettagliata introdotta nel 1987. Tuttavia, nel 1988 quest'ultima è stata sospesa e sostituita con un'indagine "flash" semestrale che rileva solo l'ammontare nozionale totale di swaps e opzioni di tasso d'interesse, nonché di swaps di valute in essere. L'indagine è basata sulla segnalazione di posizioni in strumenti derivati da parte dei membri dell'ISDA. L'ordine di grandezza degli importi rilevati in questa indagine non si discosta molto da quello segnalato dalla BRI sugli stessi strumenti. Non vengono tuttavia rilevati i riporti in cambi, i FRA e una serie di altri prodotti derivati, come quelli su azioni e merci.

Swaps Monitor

Utilizzando una metodologia alquanto diversa da quella della BRI e dell'ISDA, la Swaps Monitor pubblica dati aggregati basati sulle posizioni risultanti nei bilanci ufficiali di importanti operatori. Questi dati sono di entità simile a quella delle rilevazioni BRI e ISDA. A causa della mancanza di informazioni dettagliate nei bilanci, le scomposizioni per strumento e controparte sono stimate.

I dati sulle controparti sono molto importanti per questo tipo di analisi, poiché le posizioni tra dealers devono essere dimezzate per evitare duplicazioni. La Swaps Monitor dispone delle più lunghe serie temporali omogenee sul mercato OTC. La copertura comprende contratti su tassi d'interesse, valute, azioni e merci.

Banche centrali del G10/BRI

L'indagine semestrale sui mercati derivati OTC fornisce dati consolidati a livello mondiale sull'ammontare nozionale e sul valore di mercato relativamente ai 60 maggiori dealers dei paesi del G10. I dati sono disaggregati per categoria di rischio di mercato, tipologia di contratto, scadenza, valuta e tipo di controparte. Le statistiche includono stime sull'attività di dealers non dichiaranti basate sull'indagine triennale della BRI, simile nella struttura, ma molto più ampia nella copertura in quanto comprende quasi 50 paesi. I dati sono depurati dalle duplicazioni dimezzando le posizioni tra dealers dichiaranti, riportate separatamente nelle statistiche. Le banche centrali del G10 e la BRI sono le sole a fornire dati sul turnover del mercato degli strumenti derivati OTC. Attualmente, tali statistiche sono raccolte nell'ambito dell'indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, che fornisce inoltre dati globali sui derivati creditizi. Data la crescente richiesta di informazioni su quest'ultima tipologia di strumenti, le banche centrali stanno ora valutando la possibilità di raccogliere dati con maggiore frequenza nel contesto dell'indagine semestrale.

Vi è un “effetto Nasdaq” nei mercati azionari emergenti?

Il Nasdaq Composite è assurto a simbolo della nuova economia. In quanto indice dei titoli tecnologici, i suoi movimenti rispecchiano la percezione del mercato circa le variazioni nella crescita della produttività indotte dalle nuove tecnologie e da Internet. Sia la straordinaria ascesa dell'indice, sia la sua altrettanto spettacolare caduta hanno richiamato l'attenzione di molti osservatori. Il picco toccato dal Nasdaq nel marzo 2000 ha segnato l'apice dell'euforia nei riguardi della new economy, mentre la successiva perdita del 60% ha evidenziato come le precedenti valutazioni fossero basate su aspettative troppo ottimistiche di una nuova era di crescita. Oltre a questi sviluppi, un aspetto che ha destato l'interesse della stampa finanziaria e delle autorità economiche è stato lo stretto comovimento dell'indice Nasdaq con i mercati azionari delle economie emergenti¹⁰.

Una correlazione positiva altrettanto forte non è osservabile per gli indici generali dei paesi industriali. La differenza potrebbe essere semplicemente dovuta alla diversa composizione degli indici. In particolare, gli indici delle economie con un vasto settore tecnologico dovrebbero presentare un'elevata correlazione con il Nasdaq. In effetti, in altri lavori è stato rilevato che i fattori settoriali hanno oggi un ruolo più importante che in passato nel determinare il comportamento dei corsi azionari nelle varie aree del mondo¹¹. Ma è possibile che il nesso relativamente più forte riscontrato fra il Nasdaq e i mercati azionari emergenti sia dovuto anche ad altre cause, come la percezione che i due settori di mercato abbiano caratteristiche di rischio comuni o attraggano categorie analoghe di investitori.

Il presente saggio intende accertare se vi sia un “effetto Nasdaq”, ossia se questo indice influenzi i movimenti degli indici generali nei mercati azionari emergenti anche prescindendo dalle determinanti comuni di natura globale e settoriale. L'analisi porta a concludere che le variazioni del Nasdaq hanno una scarsa capacità esplicativa addizionale al di là di queste componenti, salvo che

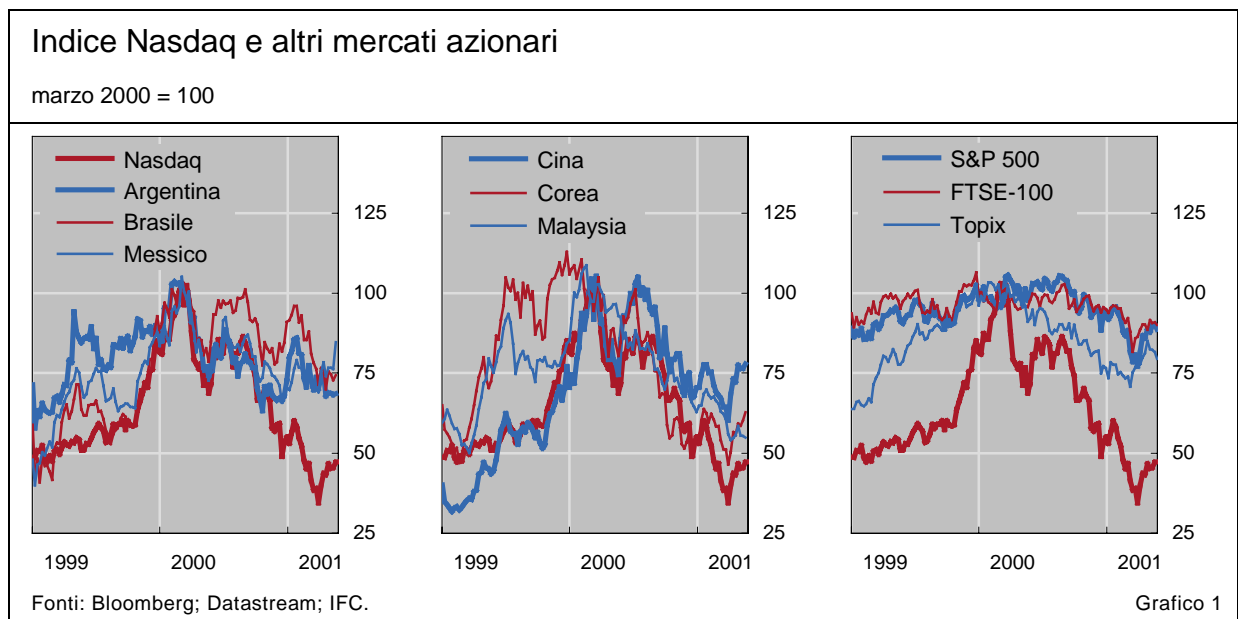
¹⁰ Cfr., ad esempio, The Economist (2000), The Wall Street Journal (2001), Fondo monetario internazionale (2000, 2001) e, per l'area dell'euro, Tsatsaronis (2001).

¹¹ Cfr. Brooks e Catão (2000), Baca et al. (2000) e Sinha et al. (2001).

in pochi casi. Essa rileva peraltro anche una potenziale instabilità delle relazioni esaminate, specie durante il 2000.

Contesto fattuale

Il comovimento del Nasdaq e dei prezzi azionari in diverse economie emergenti appare evidente nel grafico 1¹². Infatti, nella maggior parte di questi mercati le quotazioni sono salite sulla scia del Nasdaq durante il 1999 e nei primi mesi del 2000, per poi ridiscendere in stretta sintonia con l'indice tecnologico durante gran parte dell'anno scorso. Per contro, la correlazione del Nasdaq con gli indici più ampi negli Stati Uniti e in altri paesi industriali appare molto più debole (diagramma di destra).



La tabella 1 fornisce una misura più precisa del comovimento degli indici borsistici dei mercati emergenti con il Nasdaq e del suo accentuarsi durante gli ultimi anni. La prima colonna mostra la correlazione delle variazioni settimanali nel periodo dal gennaio 1996 al marzo 2001, mentre le altre colonne riportano le correlazioni per sottoperiodi di 12 mesi corrispondenti agli anni civili¹³. Le correlazioni sono per lo più positive e assumono in genere i valori massimi per l'America latina. È inoltre ravvisabile una certa tendenza ascendente sull'arco

Elevate correlazioni positive dei dati lordi

¹² Si noti che gli indici sono stati riportati in base 100 nel marzo 2000. Gran parte dei mercati azionari presi in esame ha segnato un massimo nel corso di quel mese.

¹³ Tutte le variazioni sono riferite all'indice principale del paese in questione. Le variazioni del Nasdaq e degli indici dell'America latina sono calcolate utilizzando le quotazioni in chiusura del mercoledì; per tutti gli altri indici valgono le quotazioni in chiusura del giovedì. Esse sono espresse in termini di dollari USA. Non sono pertanto considerati gli aspetti inerenti alla relazione fra i movimenti dei mercati azionari e dei tassi di cambio (cfr. Bernard e Galati (2000)).

dei cinque anni. La maggior parte dei 20 indici si è mossa più strettamente in sintonia con il Nasdaq nell'anno 2000 rispetto alla media dell'intero periodo, e anche la correlazione media annua risulta massima nel 2000, che rappresenta l'anno con la più alta correlazione in otto dei venti mercati emergenti considerati.

Correlazione fra azioni dei mercati emergenti e Nasdaq						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
America latina						
Argentina	0,435	0,377	0,470	0,585	0,215	0,507
Brasile	0,484	0,123	0,472	0,527	0,515	0,558
Cile	0,367	0,102	0,409	0,456	0,274	0,360
Messico	0,537	0,417	0,483	0,597	0,532	0,464
Venezuela	0,232	0,202	0,408	0,305	0,127	0,130
Asia						
Cina	0,236	0,094	0,105	0,229	0,318	0,553
Corea	0,227	0,295	0,122	0,155	0,404	0,521
Filippine	0,260	0,246	0,260	0,295	0,309	0,106
Hong Kong	0,406	0,415	0,329	0,414	0,463	0,588
India	0,189	0,043	0,094	0,321	0,192	0,479
Indonesia	0,112	0,272	0,294	0,034	0,116	0,059
Malaysia	0,219	0,200	0,232	0,167	0,397	0,103
Singapore	0,268	0,212	0,342	0,225	0,328	0,531
Taiwan, Cina	0,211	0,130	0,266	0,247	0,191	0,408
Thailandia	0,263	0,411	0,170	0,265	0,285	0,273
Europa orientale						
Polonia	0,414	0,192	0,381	0,509	0,510	0,292
Repubblica ceca	0,176	- 0,075	0,086	0,394	0,080	0,341
Russia	0,247	..	0,427	0,317	0,150	0,309
Turchia	0,263	0,260	0,228	0,424	0,117	- 0,002
Sudafrica	0,246	0,242	0,337	0,238	0,248	0,391
Media	0,290	0,219	0,296	0,335	0,289	0,346
Fonti: Bloomberg; IFC; elaborazioni BRI.						Tabella 1

Differenze nella
composizione

L'elevata correlazione con il Nasdaq è in certa misura sorprendente, viste le differenze fra i vari mercati nella composizione degli indici. Ad esempio, fra gli indici FTSE delle economie emergenti nel giugno 2000 solo pochi presentavano un'incidenza importante del settore tecnologico (in termini di capitalizzazione di borsa), che è invece la componente primaria del Nasdaq¹⁴. Poiché la composizione settoriale di tali mercati mostra inoltre un'elevata

¹⁴ Nella classificazione FTSE sono presenti 10 branche produttive: industria estrattiva, industria di base, industria manifatturiera, prodotti ciclici, prodotti non ciclici, servizi ciclici, servizi non ciclici, servizi di pubblica utilità, servizi finanziari, tecnologia informatica. La quota di quest'ultimo settore varia ad esempio dall'1,4% della Corea al 64,9% di Taiwan, mentre esso non è nemmeno considerato come esistente in diversi altri paesi.

dispersione, la struttura economica non ha probabilmente alcun influsso sull'intensità del comovimento.

Metodologia per il calcolo dell'effetto Nasdaq¹⁵

Al fine di determinare la presenza di un effetto Nasdaq nella seconda metà degli anni novanta è necessario andare oltre le semplici correlazioni fra i rendimenti azionari riportate nella tabella 1. Questa sezione descrive il metodo impiegato per valutare se i movimenti del Nasdaq spieghino l'evoluzione dei mercati azionari emergenti al di là di quanto attribuibile alle tendenze globali e alle similitudini nella composizione settoriale. La base di partenza dell'analisi consiste nell'elaborare misure dei movimenti degli indici a confronto "depurate" dell'influsso dei predetti fattori, dalle quali emerga così l'impatto marginale dell'indice tecnologico USA.

Il modo ideale per calcolare tali misure depurate sarebbe quello di disaggregare, utilizzando una tecnica di regressione elaborata da Heston e Rouwenhorst (1994), i dati settimanali a livello settoriale nei paesi industriali e nelle economie emergenti in quattro serie di fattori: la media globale delle variazioni dei corsi; gli scarti dalla media globale attribuibili al fattore settoriale; gli scarti attribuibili alle economie; un fattore di shock specifico. La sequenza delle stime dei fattori specifici di ciascuna economia emergente fornirebbe una serie storica settimanale delle variazioni depurate. La serie corrispondente per l'indice Nasdaq verrebbe ottenuta dai valori residui di una regressione delle variazioni lorde di questo indice sui fattori stimati di trend globale e di settore. L'effetto Nasdaq sarebbe quindi messo in evidenza ponendo in relazione le sue variazioni depurate con quelle dei mercati emergenti (correlazioni diverse da zero mostrerebbero la presenza di un tale effetto).

Tuttavia, non essendo disponibili dati settoriali dei mercati azionari emergenti per l'intero periodo 1996-2001, nella presente analisi si è fatto ricorso a un procedimento leggermente diverso. In primo luogo, il fattore di trend globale e i fattori settoriali sono stati stimati utilizzando soltanto i dati relativi a un certo numero di paesi industriali¹⁶. Quindi, è stato individuato l'influsso dei fattori settoriali nelle economie emergenti regredendo la serie delle variazioni settimanali dei rispettivi indici generali di borsa al netto del fattore di trend globale sulla serie delle variazioni depurate dei dieci fattori settoriali stimati in precedenza. Inoltre, integrando nella regressione le variazioni del Nasdaq parimenti corrette per il fattore di trend globale si è ottenuta una misura dell'impatto marginale esercitato da questo indice sui

Individuazione dei fattori globali comuni ...

... per ottenere variazioni depurate ...

... che misurino l'effetto Nasdaq

Mancanza di dati settoriali per i paesi emergenti

¹⁵ Il lettore interessato ai risultati dell'analisi, piuttosto che agli aspetti tecnici della metodologia, può passare direttamente alla sezione successiva.

¹⁶ I dieci fattori settoriali sono stimati sulla base della classificazione FTSE indicata nella nota 14. Essi sono interpretabili come il prezzo di un portafoglio con un'esposizione verso il settore specifico, ma pienamente diversificato per quanto riguarda gli altri fattori e i paesi, espresso in termini di rendimento al netto del fattore di trend globale.

mercati azionari emergenti, al di là di quanto può essere spiegato dal trend globale e dalla struttura settoriale¹⁷.

Nel metodo qui adottato si assume che le stime del fattore di trend globale e dei fattori settoriali, basate sui soli dati dei paesi industriali, siano un'approssimazione accettabile dei valori che si otterrebbero, seguendo la metodologia ideale prima descritta, con l'impiego di dati storici anche per le economie emergenti. Con questo metodo alternativo, sottraendo dapprima il fattore di trend globale dalle variazioni dei mercati azionari emergenti e del Nasdaq, e includendo quindi nella regressione le variazioni al netto della componente settoriale, si perviene di fatto alle variazioni depurate. Queste ultime sono l'equivalente dei fattori paese ottenibili dalla regressione su dati a livello settoriale.

Test per verificare
la natura reale dei
cambiamenti

Va infine rilevato che un cambiamento nella correlazione non rispecchia necessariamente una modifica dei nessi di fondo esistenti fra le variabili allorché il contesto economico diviene più volatile. Le più elevate correlazioni possono infatti essere il risultato meramente statistico della maggiore volatilità. Per valutare se l'evoluzione dell'effetto Nasdaq osservato nei vari sottoperiodi sia effettivamente la conseguenza di modifiche strutturali, è stato eseguito un test del tipo proposto da Loretan ed English (2000)¹⁸.

Evidenza di un effetto Nasdaq

Le correlazioni lorde mostrate nella tabella 1 rispecchiano tutti i fattori di rischio che muovono gli indici di borsa. Le misure dell'effetto Nasdaq presentate in questa sezione sono invece ottenute come coefficiente di una regressione delle variazioni dei mercati azionari emergenti su quelle del Nasdaq dopo aver depurato la componente stimata attribuibile al fattore di trend globale e ai fattori settoriali. Le stime dei coefficienti per l'intero periodo dal gennaio 1996 al marzo 2001 e per i cinque sottoperiodi annuali sono riportate nella tabella 2. Le cifre segnate con asterisco sono statisticamente significative.

In generale non appare presente un effetto Nasdaq. Nell'arco dell'intero periodo vi è una correlazione significativa soltanto per Argentina, Messico e Turchia. D'altra parte, nei casi in cui il coefficiente è significativo, esso è di segno positivo. I risultati mostrano altri due aspetti interessanti.

Primo, non emergono differenze geografiche nette. Se in Asia l'effetto Nasdaq risulta del tutto assente sull'arco dell'intero periodo campione, anche

¹⁷ La regressione è simile alla metodologia proposta originariamente da Sharpe (1992), che ha utilizzato una regressione analoga per desumere le strategie allocative seguite per i portafogli gestiti, sulla base dei dati sui loro rendimenti.

¹⁸ Per ciascun anno civile sono determinati intervalli di confidenza bootstrap per le correlazioni non condizionate delle variazioni residuali depurate (ossia al netto degli effetti settoriali) degli indici delle economie emergenti e del Nasdaq. Utilizzando campioni casuali di durata pari a un anno estratti dalla serie storica di 63 mesi delle variazioni depurate, gli intervalli di confidenza sono calcolati ponendo la condizione che la varianza del Nasdaq in ciascun campione non si discosti di oltre 10 punti base dalla volatilità osservata del Nasdaq stesso nel corrispondente anno civile. Per ulteriori dettagli, cfr. Loretan ed English (2000).

nel resto del mondo esso è presente solo in poche economie. I risultati per i singoli anni evidenziano anch'essi un quadro eterogeneo. Si può pertanto concludere che le correlazioni positive riportate nella tabella 1 sono per lo più spiegate da fattori di composizione settoriale o dalle tendenze azionarie globali.

Assenza di chiare differenze geografiche ...

Importanza stimata dell'effetto Nasdaq						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
America latina						
Argentina	0,820*	1,065*	- 0,108	1,079*	0,162	0,546*
Brasile	0,218	0,129	- 0,047	0,742	-0,499	-0,012
Cile	0,270	-0,089	0,202	0,882*	-0,262	0,293
Messico	0,361*	0,536	0,008	0,586	0,012	0,241
Venezuela	0,497	0,646	0,750	0,408	0,103	0,594
Asia						
Cina	0,042	0,296	0,271	0,392	-0,111	-0,154
Corea	-0,136	-0,121	0,763	-0,536	0,936	0,487
Filippine	0,120	-0,090	0,601	0,424	0,273	-0,429
Hong Kong	0,104	0,379*	- 1,023	0,632	0,042	0,023
India	0,270	-0,518	- 0,284	0,099	0,873*	-0,008
Indonesia	-0,098	0,259	0,258	-0,077	0,260	-0,527
Malaysia	0,439	-0,130	1,461	-0,533	1,173*	0,540
Singapore	0,281	-0,063	0,326	0,463	0,733*	-0,104
Taiwan, Cina	0,034	-0,148	- 0,165	0,204	0,314	0,016
Thailandia	0,464	0,020	- 0,208	1,109	0,644	-0,414
Europa orientale						
Polonia	0,273	-0,764	0,757	0,390	0,243	0,428
Repubblica ceca	0,147	-0,521	0,883	0,650	-0,607	0,760*
Russia	0,563	..	0,342	-0,469	2,357*	0,065
Turchia	0,856*	0,420	1,992	0,993	0,249	-0,171
Sudafrica	0,262	0,675*	0,179	0,640	-0,091	0,536*
Media	0,289	0,104	0,348	0,404	0,340	0,136

* Significatività al livello di confidenza del 90%.

Fonti: Bloomberg; IFC; elaborazioni BRI.

Tabella 2

Secondo, non è discernibile alcun profilo temporale determinato. A parte il fatto che l'effetto Nasdaq è stato completamente assente nel 1997, nessuno degli anni considerati mostra caratteristiche speciali. Tutt'al più, si osserva che nel 1999 il nesso appare statisticamente più forte in un maggior numero di economie in confronto al 2000. Una conclusione sorprendente che si può trarre dall'analisi è che il Nasdaq non pare aver avuto un influsso autonomo positivo sui mercati azionari asiatici nel corso del 2000¹⁹.

... e temporali

¹⁹ Al fine di determinare l'esistenza di un effetto Nasdaq nelle economie industriali, la stessa procedura utilizzata per la tabella 2 è stata applicata anche agli indici azionari ampi di una selezione di paesi. Dai risultati per l'intero periodo campione emerge che il Nasdaq ha avuto un influsso marginale solo in pochi paesi. In questi casi la correlazione è di segno negativo, a indicazione che i titoli Nasdaq hanno sottratto fondi ai mercati azionari dei paesi in questione.

La volatilità dell'indice Nasdaq è variata durante il periodo esaminato. Come già detto, allorché la volatilità fluttua, i cambiamenti nelle correlazioni possono semplicemente essere un costrutto statistico, piuttosto che rispecchiare modifiche del comportamento di fondo. Per accertare se la relazione sottostante con il Nasdaq è rimasta stabile durante l'intero periodo analizzato, è stato eseguito un test che utilizza le correlazioni semplici fra le variazioni depurate (anziché i coefficienti di regressione presentati nella tabella 2)²⁰. I risultati del test sono riportati nella tabella 3. Le cifre con asterisco sono quelle che, stante la volatilità osservata del Nasdaq durante l'anno in questione, differiscono dal valore prevedibile nel caso in cui non fosse intervenuto alcun cambiamento del legame sottostante con il Nasdaq.

Correlazione fra corsi azionari dei mercati emergenti e indice Nasdaq esclusi gli effetti settoriali						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
America latina						
Argentina	0,235	0,423*	- 0,056	0,345*	0,097	0,147
Brasile	0,032	-0,007	- 0,019	0,213*	-0,132	-0,169*
Cile	0,010	-0,129	0,121	0,256	-0,039	0,124*
Messico	0,108	0,182	- 0,011	0,226	0,004	0,015
Venezuela	0,092	0,136	0,155	0,036	0,088	0,161
Asia						
Cina	0,004	-0,046	0,046	0,065	0,037	-0,101
Corea	- 0,033	-0,061	- 0,014	-0,113	0,200*	0,093
Filippine	0,031	0,067	0,085	0,055	0,130	-0,275*
Hong Kong	0,029	0,225*	- 0,128	0,125	0,085	-0,071
India	0,087	0,020	- 0,035	0,087	0,241*	-0,031
Indonesia	- 0,016	0,160	0,052	-0,054	0,070	-0,246
Malaysia	0,084	0,027	0,140	-0,031	0,302	0,191
Singapore	0,096	-0,086	0,126	0,093	0,273	-0,116*
Taiwan, Cina	0,012	-0,074	- 0,105	0,037	0,127	0,026
Thailandia	0,079	0,189	- 0,031	0,133	0,186	-0,208*
Europa orientale						
Polonia	0,063	-0,170	0,215	0,116	0,003	0,088
Repubblica ceca	0,047	-0,159	0,189	0,159	-0,160	0,295*
Russia	0,058	..	0,010	-0,066	0,286*	0,028
Turchia	0,114	0,118	0,199	0,138	0,038	-0,057
Sudafrica	0,079	0,203*	0,063	0,106*	-0,044	0,168*
Media	0,065	0,054	0,050	0,096	0,090	0,003

* Significatività al livello di confidenza del 90%.

Fonti: Bloomberg; IFC; elaborazioni BRI. Tabella 3

²⁰ Il test applicato è quello proposto da Loretan ed English (2000), descritto nella sezione precedente. Si noti che le deviazioni standard delle variazioni settimanali depurate del Nasdaq risultavano pari a 1,2% (1996), 0,94% (1997), 1,27% (1998), 1,26% (1999) e 1,77% (2000).

Le correlazioni forniscono un quadro leggermente diverso da quello che appare nella tabella 2. Esse evidenziano un cambiamento nel nesso sottostante in otto degli undici casi che in tale tabella presentavano coefficienti significativi nei sottoperiodi. Inoltre, vi sono indicazioni che il 2000 si sia discostato dagli altri anni, anche se in un modo che contrasta con quanto comunemente ritenuto. Ad esempio, nelle Filippine, a Singapore e in Thailandia la correlazione fra le variazioni depurate è stata negativa ed eccezionalmente elevata (in valore assoluto). D'altra parte, in alcuni altri paesi sono osservabili elevati coefficienti positivi, cosicché nell'anno in discorso la direzione dell'influsso del Nasdaq non è stata univoca.

Conclusioni

La presente analisi ha mostrato che, al netto degli effetti derivanti dalla composizione settoriale, nella seconda metà degli anni novanta la correlazione fra l'indice Nasdaq e gli indici azionari nelle economie emergenti è stata generalmente debole. Infatti, solo in alcuni casi un altro fattore di rischio comune ha influenzato il prezzo dei titoli compresi nel Nasdaq e le quotazioni azionarie in tali economie.

Nei paesi in cui si è constatato un effetto Nasdaq (Argentina, Messico e Turchia), i riscontri emersi da questo studio sono sufficienti a individuare l'esistenza di un influsso, ma non di caratterizzarlo. Una possibile spiegazione è che i valori che compongono il Nasdaq e le azioni dei suddetti paesi sono visti dagli investitori internazionali come categorie di attività per taluni versi affini. Tuttavia, questa ipotesi è scarsamente compatibile con l'assenza di un effetto Nasdaq osservata nella maggior parte delle economie emergenti, potendosi presumere che le azioni di molte di queste economie abbiano un profilo di rischio analogo.

È importante tenere presente che la metodologia impiegata in questo lavoro tenta di cogliere ciò che è forse soltanto una parte dell'influsso complessivo del Nasdaq su altri indici azionari. Nella misura in cui i movimenti del Nasdaq sono essi stessi un fattore importante del trend globale, le stime dell'effetto Nasdaq elaborate nel presente studio potrebbero essere distorte per difetto in quanto, secondo la definizione qui adottata, tale effetto rileva i comovimenti al netto del trend globale e dei fattori settoriali, ipotizzati come variabili esogene rispetto al Nasdaq. Qualora questo indice fosse invece assunto come parametro di prezzo per l'insieme dei mercati azionari, esso influenzerebbe anche la stessa variazione media delle quotazioni globali. Analogamente, se gli scostamenti delle variazioni del settore IT globale fossero indotti dalle variazioni del Nasdaq, la metodologia qui applicata non riuscirebbe parimenti a coglierne l'effetto. Purtroppo non esiste un modo semplice per discernere l'influsso autonomo esercitato dal Nasdaq attraverso questi due canali. È inoltre possibile che l'effetto Nasdaq sia più forte per frequenze temporali diverse. Ad esempio, le variazioni giornaliere potrebbero mostrare correlazioni più elevate di quelle settimanali qui esaminate.

L'effetto Nasdaq potrebbe essere sottostimato

Implicazioni per la diversificazione del portafoglio e gli effetti di contagio

L'evidenza che il Nasdaq e i mercati emergenti non appaiono influenzati da un fattore di rischio comune indica che vi è ancora spazio per una diversificazione internazionale su base geografica. Inoltre, l'ipotesi che il Nasdaq sia un nuovo canale attraverso cui potrebbe diffondersi un contagio finanziario internazionale non è suffragata dai risultati dell'analisi. Potrebbero tuttavia esservi implicazioni sul piano della diversificazione del portafoglio e del contagio qualora – come già rilevato – tale indice fosse di fatto impiegato come parametro di prezzo in modi non rilevati dalla presente analisi.

Riferimenti bibliografici

Baca, Sean P., Brian L. Garbe e Richard A. Weiss (2000): "The rise of sector effects in major equity markets", *Financial Analysts Journal*, settembre/ottobre.

Bernard, Henri e Gabriele Galati (2000): "Il comovimento del mercato azionario USA e del dollaro", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, agosto.

Brooks, Robin e Luis Catão (2000): "The new economy and global stock returns", *IMF Working Paper* 00-216, dicembre.

Economist, The (2000): "Close relationships", 16 dicembre.

Fondo monetario internazionale (2000): *International Capital Markets*, settembre.

Fondo monetario internazionale (2001): *World Economic Outlook*, maggio.

Heston, Steven L. e K. Geert Rouwenhorst (1994): "Does industrial structure explain the benefits of international diversification?", *Journal of Financial Economics*, vol. 36, n.1, agosto.

Loretan, Mico e William B. English (2000): "Valutazione dei cambiamenti nelle correlazioni in periodi di elevata volatilità dei mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, giugno.

Sharpe, William F. (1992): "Asset allocation: management style and performance measurement", *Journal of Portfolio Management*, vol. 18, n. 2, inverno 1992.

Sinha, Anand, John Marsland e Gordon Morrison (2001): "Sectors or countries?", *Commerzbank Securities*, 31 gennaio.

Tsatsaronis, Kostas (2001): "Le prassi di mercato precorrono le strutture istituzionali nella valutazione di prezzo delle azioni nell'area dell'euro. Ruolo rispettivo del fattore nazionale e del fattore settoriale", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, marzo.

Wall Street Journal, The (2001): "Nasdaq rattles markets throughout Americas", 2 gennaio.

Gli annunci macroeconomici condizionano ancora il mercato obbligazionario USA?

Durante gli anni novanta le più forti variazioni di prezzo dei titoli del Tesoro USA si sono generalmente prodotte in occasione dell'annuncio di dati macroeconomici. In teoria, il rendimento (e pertanto il prezzo) di un titolo a reddito fisso esente da rischio creditizio rispecchia le aspettative del mercato circa il futuro andamento dei tassi d'interesse a breve a rischio nullo nel periodo di vita residua dello strumento. A loro volta, tali aspettative sono influenzate essenzialmente da sviluppi macroeconomici che inducono a modificare le opinioni circa il livello futuro dei tassi d'interesse reali o dell'inflazione, fra cui eventuali manovre di politica monetaria. A conferma di questo assunto, Fleming e Remolona (1999) osservano che ognuno dei 25 maggiori movimenti di prezzo della note quinquennale del Tesoro USA tra l'agosto 1993 e l'agosto 1994 è ricollegabile a un annuncio macroeconomico.

Secondo una tesi alternativa, i rendimenti dei titoli a rischio nullo fluttuerebbero per effetto di variazioni della domanda relativa di strumenti a reddito fisso dovute a fattori di liquidità. Ad esempio, un aumento della volatilità dei corsi azionari potrebbe generare spostamenti a breve di fondi dal mercato azionario a quello obbligazionario. Tali influssi connessi con la domanda sarebbero più intensi sui mercati relativamente illiquidi. Fleming (2000) ha documentato che, secondo vari parametri, il segmento dei titoli di Stato USA, pur figurando ancora fra i mercati più liquidi al mondo, ha subito un calo di liquidità negli ultimi anni anche a causa delle ridotte emissioni. L'accresciuta volatilità delle quotazioni azionarie, congiunta alla minore liquidità del mercato dei titoli del Tesoro, ha indotto taluni a sostenere che l'andamento dei rendimenti obbligazionari sarebbe influenzato meno che in passato dagli sviluppi macroeconomici.

Questo saggio intende analizzare in che misura gli annunci macroeconomici e forti movimenti di breve periodo dei corsi azionari siano abbinati a forti variazioni di breve periodo del prezzo della Treasury note quinquennale durante il 1999²¹. Dall'analisi emergono cinque conclusioni principali. Primo, sebbene i più ampi movimenti di prezzo a breve sul mercato

Nel 1999 gli annunci hanno ancora influenzato i prezzi delle obbligazioni

²¹ Dati più recenti sul mercato dei titoli del Tesoro USA non erano ancora disponibili.

dei titoli del Tesoro USA siano ancora associati ad annunci macroeconomici, la gamma delle informazioni aventi un impatto rilevante è più ampia che in precedenza. Secondo, agli annunci continua ad accompagnarsi una volatilità di prezzo superiore alla media. Terzo, nel 1999 la componente “sorpresa” risulta più ridotta che in passato. Quarto, la reazione dei prezzi agli annunci “sorpresa” sull’occupazione non agricola – l’informazione singola di maggiore importanza – non mostra più coerenza di segno, mentre la risposta ai dati sorpresa sull’inflazione rimane simile a quelle rilevate precedentemente. Quinto, non è emersa alcuna indicazione che nel corso del 1999 le ampie variazioni dei corsi azionari abbiano influenzato i movimenti dei prezzi delle obbligazioni.

La Treasury note quinquennale nel 1999

I dati dell’analisi provengono da GovPX, Inc., un’associazione di operatori primari e inter-dealer brokers americani. Essi contengono informazioni su ogni quotazione e compravendita sul mercato dei titoli di Stato USA passata attraverso uno dei cinque fra i sei principali intermediari. Oggetto di esame è la Treasury note quinquennale di emissione più recente (“on-the-run”), un titolo intensamente trattato. GovPX ha segnalato per il 1999 una media giornaliera di 535 negoziazioni di questo titolo, cifra che rappresenta un calo del 19% rispetto al 1993-94.

L’analisi segue quanto più possibile la metodologia empirica di Fleming e Remolona (1999), concentrandosi però sui quattro annunci individuati come più importanti nel precedente studio: occupazione (sulla base dei posti di lavoro nei settori non agricoli); indice dei prezzi alla produzione (IPP); indice dei prezzi al consumo (IPC); vendite al dettaglio²². Questi quattro annunci, qui denominati “principali”, sono diramati esattamente alle 8.30 (ora di New York). Per avere la certezza che le variazioni di prezzo della Treasury note siano collegabili all’annuncio, sono stati considerati soltanto i movimenti intervenuti entro un breve intervallo di tempo, prendendo come riferimento la quotazione immediatamente precedente le ore 8.30 e quella immediatamente precedente le ore 8.35.

Le maggiori variazioni di prezzo nel corso dell’anno

Nel 1999 ognuna delle 25 maggiori variazioni di prezzo della Treasury note nei cinque minuti considerati risulta associata a un certo tipo di annuncio. Inoltre, esse sono intervenute tutte in risposta a nuovi dati correlati in modo diretto alla politica monetaria americana oppure ad andamenti economici negli USA che indirettamente fornivano indicazioni sulla politica monetaria. Gli sviluppi

Gli annunci hanno prodotto forti movimenti dei prezzi obbligazionari

²² Fleming e Remolona (1999) ritengono importante anche l’annuncio della Fed sull’esito della riunione del FOMC. Tale variabile non è stata considerata in questo studio poiché il livello previsto del tasso sui federal funds risulta uguale al livello effettivo a ognuna delle otto date di annuncio nel 1999. Ciò significa che, quand’anche abbiano occasionalmente influito sul mercato, tali annunci non contenevano alcun elemento di sorpresa.

economici esterni agli Stati Uniti non hanno causato forti variazioni di prezzo del titolo durante il 1999.

Più in particolare, delle 25 maggiori variazioni quattro erano connesse con l'annuncio del tasso obiettivo sui federal funds e due con commenti espressi dal Presidente della Riserva federale, Alan Greenspan. Le restanti 19 risultavano collegate a nove tipi diversi di annunci concernenti lo stato dell'economia statunitense. Gli annunci più frequentemente associati alle 25 maggiori variazioni di prezzo nel 1999 sono stati il rapporto sull'occupazione (cinque volte) e i rapporti sui prezzi al consumo e sui prezzi alla produzione (tre volte ciascuno).

Il raffronto con il periodo di riferimento 1993-94 fa emergere varie differenze. Primo, è aumentato da sette a undici il numero degli annunci collegati alle 25 maggiori variazioni dei corsi. Secondo, mentre nel 1993-94 i quattro annunci principali spiegavano 19 delle variazioni, nel 1999 essi riescono a spiegarne soltanto 11. Terzo, appare minore l'incidenza del rapporto sull'occupazione: nel periodo anteriore questo annuncio era stato associato

Le 25 maggiori variazioni di prezzo nell'arco di cinque minuti durante il 1999 ¹				
Rango	Data	Ora	Variazione di prezzo ²	Annuncio
1	30 giugno	14.15	74,3	Tasso obiettivo della Fed
2	5 marzo	8.30	52,7	Occupazione
3	3 settembre	8.30	41,8	Occupazione
4	14 maggio	8.30	40,8	Indice prezzi al consumo
5	6 agosto	8.30	39,1	Occupazione
6	22 luglio	11.00	38,8	Dichiarazione di Greenspan
7	29 aprile	8.30	36,5	Indice costo del lavoro
8	18 maggio	14.15	35,2	Tasso obiettivo della Fed
9	22 luglio	11.05	29,8	Dichiarazione di Greenspan
10	8 gennaio	8.30	29,4	Occupazione
11	15 ottobre	8.30	26,7	Indice prezzi alla produzione
12	1° giugno	10.00	26,2	Indice NAPM ³
13	10 novembre	8.30	24,2	Indice prezzi alla produzione
14	5 novembre	8.30	24,1	Occupazione
15	29 luglio	8.30	23,1	Indice costo del lavoro
16	13 gennaio	7.40	22,1	Indice prezzi alla produzione
17	30 aprile	8.30	21,8	PIL e deflatore del PIL
18	30 giugno	15.00	21,5	Tasso obiettivo della Fed
19	1° ottobre	10.00	21,3	Indice NAPM ³
20	28 maggio	10.00	20,6	Indicatore di fiducia University of Michigan
21	14 maggio	9.15	20,5	Produzione industriale
22	16 giugno	8.30	20,4	Indice prezzi al consumo
23	25 febbraio	16.00	19,2	Vendite abitazioni esistenti
24	15 settembre	8.30	19,0	Indice prezzi al consumo
25	16 novembre	14.15	18,8	Tasso obiettivo della Fed

¹ Le variazioni di prezzo sono disposte in ordine decrescente. ² In punti base. ³ National Association of Purchasing Management.

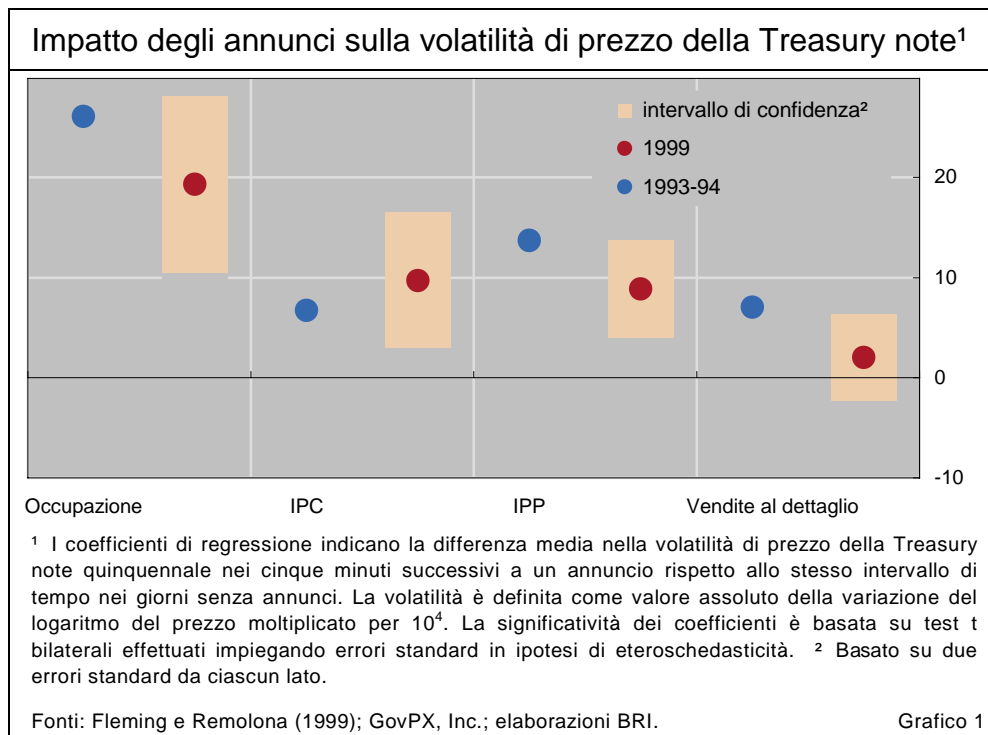
Fonti: Bloomberg; GovPX, Inc.; elaborazioni BRI. Tabella 1

alle prime quattro variazioni di prezzo e a dieci delle 25 maggiori. Nel 1999 esso risulta collegato solo a cinque delle maggiori 25, anche se vi figurano la seconda, la terza e la quinta in ordine assoluto. Infine, nel 1999 sono divenuti importanti annunci che non avevano avuto alcun nesso con le maggiori variazioni di prezzo nel periodo precedente. In particolare, la pubblicazione dell'indice del costo del lavoro e dell'indice della National Association of Purchasing Management (NAPM) sono state ciascuna all'origine di due dei 25 maggiori movimenti dei corsi nel 1999.

Annunci e volatilità dei prezzi

Certi annunci apportano in media maggiori informazioni al mercato rispetto ad altri. Quindi, la risposta dovrebbe normalmente differire a seconda del tipo di annuncio.

Poiché i quattro annunci considerati in questo lavoro sono diramati alle 8.30, è possibile determinare quale di essi abbia avuto l'impatto maggiore raffrontando l'entità delle variazioni di prezzo prodottesi nel giorno dei rispettivi annunci. Questa è misurata come valore assoluto della variazione del logaritmo del prezzo intervenuta fra le 8.30 e le 8.35, assumendo come prezzo il valore mediano fra le quotazioni lettera e denaro. Tale misura della volatilità è stata regredita per ciascuno dei 250 giorni lavorativi del periodo campione su quattro variabili dummy, corrispondenti ai quattro annunci, poste uguali a uno nei giorni in cui è stato diffuso l'annuncio.



La volatilità è aumentata poco dopo gli annunci

I risultati della regressione costruita con i dati del 1999 indicano che gli annunci sull'occupazione causano la più forte volatilità, di poco inferiore a 20 punti base. Gli annunci concernenti l'IPC e l'IPP danno valori di circa la metà. Tali risultati sono alquanto simili a quelli ottenuti per il 1993-94. I coefficienti stimati per gli annunci concernenti l'occupazione, l'IPC e l'IPP non si discostano in misura statisticamente significativa dalle stime puntuali calcolate per il periodo precedente. L'unica differenza è l'impatto dei dati relativi alle vendite al dettaglio, che nel 1993-94 era stato all'origine di una variazione di 7 punti base, allorché nel 1999 non ha causato un aumento significativo della volatilità di prezzo.

Valenza informativa degli annunci

La precedente sezione ha mostrato come agli annunci faccia seguito un aumento della volatilità di prezzo. Si può affermare che, nella misura in cui i mercati sono efficienti, tali rapidi movimenti di prezzo rispecchiano unicamente le nuove informazioni contenute negli annunci.

La "novità" insita in un annuncio è qui denominata "sorpresa", definita come differenza fra il valore effettivo notificato e il valore mediano delle previsioni concernenti la stessa variabile²³. Per ognuno dei quattro annunci considerati è calcolata l'entità media delle sorprese nel 1999. Confrontando questa media con quelle relative al periodo precedente, emerge che gli annunci sono in generale divenuti maggiormente prevedibili. Più precisamente, il valore medio assoluto dell'elemento sorpresa nei dati su prezzi al consumo, prezzi alla produzione e vendite al dettaglio è diminuito rispettivamente del 10, 21 e 50% rispetto al 1993-94. Fa chiaramente eccezione il rapporto sull'occupazione, per il quale l'entità della sorpresa è rimasta pressoché invariata.

Le "sorprese" nel 1999 sono state minori rispetto al 1993-94

Vi sono almeno due spiegazioni per tale diminuzione del fattore sorpresa negli annunci. In primo luogo, è possibile che gli operatori abbiano migliorato la propria capacità previsiva in campo macroeconomico. In secondo luogo, altri dati pubblicati, oltre a quelli macroeconomici, potrebbero essere divenuti più rivelatori. In entrambi i casi, verrebbe a ridursi la valenza delle nuove informazioni effettivamente contenute negli annunci.

Sorprese contenute negli annunci e variazioni di prezzo

L'altra questione che si pone immediatamente è se il mercato obbligazionario incorpori nei prezzi le nuove informazioni contenute negli annunci nello stesso modo che in passato, e in particolare se le nuove informazioni tendano a far

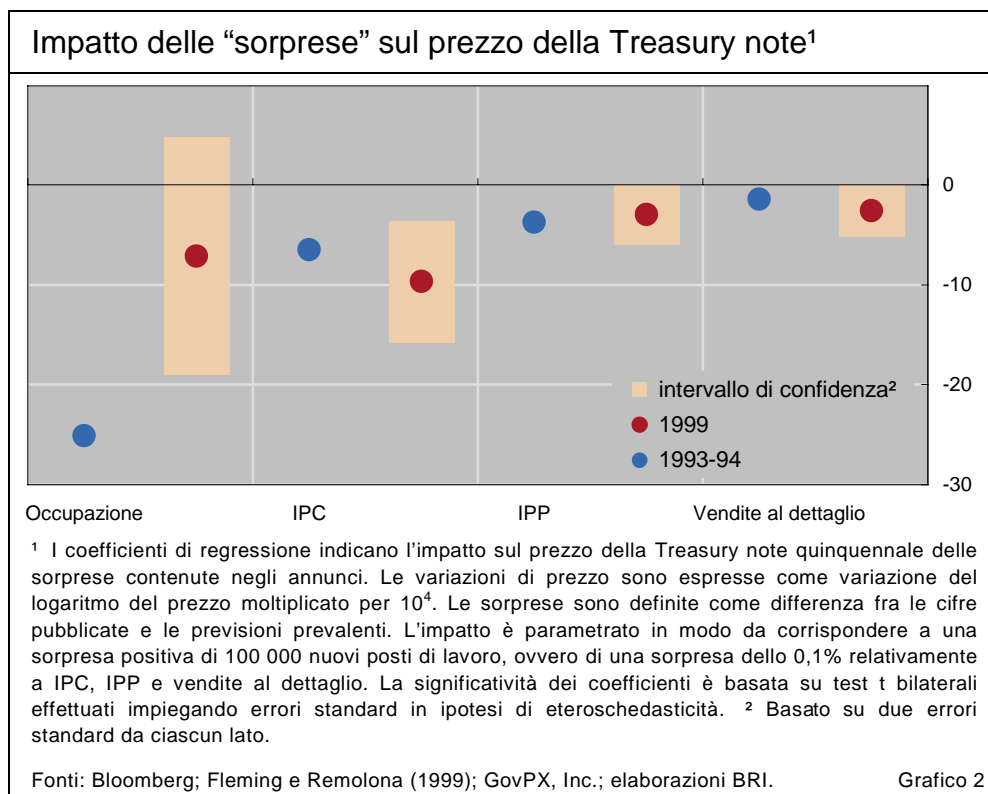
²³ Così definiti, i dati indicano che nel 1999 le previsioni per le quattro variabili macroeconomiche non erano soggette a distorsione. Le sorprese risultavano distribuite alquanto uniformemente fra valori positivi e negativi, e la media della sorpresa di ciascuna variabile era inferiore alla sua deviazione standard. Poiché Fleming e Remolona (1999) non forniscono dati sulla dispersione delle sorprese, non è possibile determinare se le previsioni costituivano stime non distorte dei valori annunciati durante il periodo 1993-94.

muovere i prezzi in una direzione e in una misura prevedibili, così come nel 1993-94.

Per rispondere a questo interrogativo, le variazioni effettive registrate nei cinque minuti di riferimento dal logaritmo del prezzo del titolo sono state regredite sulle quattro variabili sorpresa²⁴. Il campione assunto per questa stima era vincolato a contenere soltanto i 42 giorni in cui era stato diramato almeno uno dei quattro annunci principali, e le variabili sorpresa sono state poste uguali a zero nei giorni privi di annunci. I risultati per il 1993-94 e per il 1999 sono stati parametrati in modo da rispecchiare sorprese di identica dimensione. In particolare, i coefficienti rappresentano le variazioni di prezzo stimate in risposta a una sorpresa positiva di 100 000 nuovi posti di lavoro nel rapporto sull'occupazione, ovvero a una sorpresa positiva dello 0,10% nei dati su prezzi al consumo, prezzi alla produzione e vendite al dettaglio.

Le sorprese sono state definite in modo che i valori positivi indicano un andamento dell'economia reale (occupazione e vendite) migliore, ovvero una progressione dei prezzi (al consumo e alla produzione) più rapida, di quanto previsto. Pertanto, una sorpresa positiva dovrebbe accrescere le aspettative di un futuro inasprimento monetario, causando un immediato calo del prezzo del titolo esaminato. Nello studio precedente tale correlazione inversa era stata

Le sorprese positive aumentano le attese di una stretta monetaria

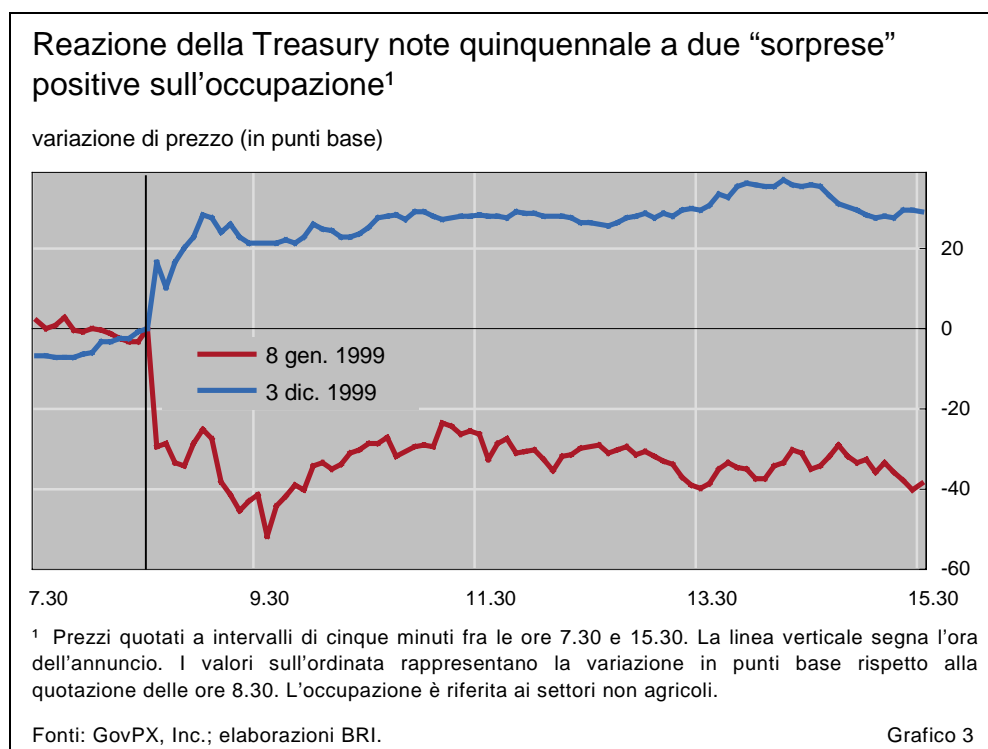


²⁴ Al fine di determinare se i movimenti di prezzo potevano essere attribuiti unicamente alla sorpresa, inizialmente nelle regressioni è stata inclusa anche la componente attesa dell'annuncio. Nessuno dei quattro valori attesi è risultato differente da zero in misura statisticamente significativa.

Le risposte del mercato ai dati sull'occupazione non sono più prevedibili

riscontrata per la maggior parte degli annunci considerati, ma risultava particolarmente forte per i dati sull'occupazione.

Forse la differenza più significativa fra i due periodi è che nel 1999 non vi è coerenza di segno nella risposta alle sorprese dei dati sull'occupazione. Nel 1993-94 una sorpresa positiva di 100 000 nuovi posti di lavoro si era accompagnata a un calo medio di 25,11 punti base del prezzo della note quinquennale. Nel 1999, per contro, in termini statistici la risposta non è stata diversa da zero. Poiché, come si è potuto osservare, gli annunci concernenti l'occupazione durante questo periodo sono stati di fatto collegati ad ampi movimenti di prezzo in termini assoluti, ne consegue che la direzione della variazione di prezzo non è più stata coerente. A titolo di esempio, si può raffrontare la reazione del mercato obbligazionario ai dati sull'occupazione resi noti in due giorni differenti. L'8 gennaio e il 3 dicembre 1999 il rapporto sull'occupazione rivelava che erano stati creati rispettivamente 158 000 e 34 000 nuovi posti di lavoro in più di quanto previsto. Sulla base dei risultati dello studio del 1993-94, vi era da attendersi in entrambi i casi un calo di prezzo della note. Invece, nei cinque minuti successivi all'annuncio il suo prezzo è diminuito di 29,4 punti l'8 gennaio, mentre è aumentato di 16,6 punti il 3 dicembre.



Un'altra differenza, meno evidente, concerne la risposta agli annunci sulle vendite al dettaglio. Nel 1993-94 tale risposta era risultata negativa, ma statisticamente non rilevante. Nel 1999, per contro, a una sorpresa positiva dello 0,10% è corrisposto un calo di 2,58 punti base del prezzo del titolo in questione.

Infine, una data sorpresa positiva negli annunci concernenti i prezzi al consumo o alla produzione in entrambi i periodi ha indotto una diminuzione del prezzo del titolo di entità sostanzialmente uguale. In particolare, una sorpresa positiva dello 0,10% nei prezzi al consumo aveva determinato un calo di 6,48 punti base nel 1993-94; nel 1999 a una sorpresa di entità analoga è corrisposta una flessione di 9,64 punti, ma questa stima non è significativamente maggiore della precedente in senso statistico. I risultati per l'indice dei prezzi alla produzione sono qualitativamente simili, poiché una sorpresa positiva dello 0,10% si confronta con un calo di 3,73 punti nel 1993-94 e di 2,97 punti nel 1999²⁵.

Le sorprese positive in termini di inflazione causano ancora un calo nel prezzo delle obbligazioni

Impatto dei flussi di investimento azionario sul mercato delle obbligazioni

Negli ultimi anni le quotazioni azionarie USA, specie nel comparto tecnologico, sono state particolarmente volatili. Questa volatilità ha dato luogo ad ampie oscillazioni nel flusso di fondi da e verso il mercato azionario. Poiché il mercato dei titoli del Tesoro USA è una naturale area di parcheggio di fondi, tali fluttuazioni dovrebbero trovare riflesso in una corrispondente variazione della domanda di titoli pubblici. In tal caso, il prezzo di questi ultimi tenderebbe, almeno nel breve periodo, a muoversi in direzione opposta rispetto a quello delle azioni.

In uno studio recente, Fair (2001) mostra come questa ipotesi non abbia alcun riscontro nel periodo 1993-94. Al contrario, l'autore documenta che i prezzi delle azioni e delle obbligazioni si sono quasi sempre mossi nella stessa direzione a seguito degli annunci. In particolare, lo studio evidenzia che su 17 grosse variazioni di prezzo delle obbligazioni per le quali sono disponibili dati concomitanti sui corsi azionari, 16 sono avvenute nella medesima direzione.

Azioni e obbligazioni continuano a muoversi nella stessa direzione

Questo risultato si conferma per il 1999. I nove episodi presi in esame da Fair, associati ai quattro annunci macroeconomici oggetto del presente saggio, hanno tutti causato movimenti uniformi dei corsi azionari e obbligazionari. Fair considera anche otto forti variazioni di prezzo delle azioni nel 1999 non associate ad alcun evento. Questi movimenti "inspiegati" non si sono accompagnati a corrispondenti oscillazioni dei prezzi delle obbligazioni. In un solo caso il prezzo della nota quinquennale del Tesoro si è mosso di più di 1 punto base.

Conclusioni

Il raffronto dell'impatto degli annunci sui prezzi dei titoli del Tesoro USA nel 1999 e nel 1993-94 indica che nel breve periodo le maggiori variazioni di prezzo continuano a essere collegate ad annunci macroeconomici. Inoltre,

²⁵ Tali reazioni nell'arco di cinque minuti sono assai ampie se si considera che il valore mediano delle variazioni *giornaliere* durante il 1999 è stato di circa 17 punti base.

pare essersi ampliata la gamma degli annunci che danno luogo a movimenti di prezzo significativi. I dati su occupazione, IPC, IPP e vendite al dettaglio hanno ulteriormente causato un cospicuo aumento della volatilità a breve termine, e le sorprese di segno positivo concernenti l'inflazione hanno indotto sensibili cali del prezzo del titolo. Una differenza notevole fra i due periodi è che nel 1999 le sorprese contenute nei rapporti sull'occupazione, pur continuando a determinare forti variazioni di prezzo, hanno avuto effetti imprevedibili in termini di direzione. Inoltre, l'entità delle sorprese è risultata minore che in passato. Infine, i prezzi delle azioni e delle obbligazioni hanno continuato a muoversi in sintonia a seguito degli annunci.

Riferimenti bibliografici

Fair, Ray C. (2001): "Events that shook the market", *Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS*, BIS Papers No 2, Basilea, maggio, pagg. 9-24.

Fleming, Michael J. (2000), "Treasury market liquidity", mimeo, Federal Reserve Bank di New York.

Fleming, Michael J. e Eli M. Remolona (1999), "What Moves Bond Prices?", *The Journal of Portfolio Management*, estate, pagg. 28-38.

Prove di stress nella pratica: un'indagine su 43 grandi istituzioni finanziarie

Le prove di stress misurano l'esposizione verso eventi eccezionali

Negli ultimi due o tre anni le istituzioni finanziarie attive a livello internazionale si sono impegnate in operazioni sempre più complesse e diversificate. Questa tendenza alla maggiore complessità, insieme alle recenti crisi vissute dal mercato finanziario, ha rafforzato il già forte e crescente interesse per il modo in cui tali istituzioni misurano e controllano le proprie esposizioni al rischio. Un tipo specifico di tecniche di gestione del rischio, noto come "prove di stress", ha attratto in particolare l'attenzione sia degli operatori che degli organi di vigilanza²⁶. Le prove di stress sono uno strumento impiegato dagli intermediari finanziari per misurare la propria potenziale vulnerabilità di fronte a eventi eccezionali, ma possibili. Di regola esse stimano la variazione che subirebbe il valore del portafoglio al verificarsi di un dato evento di mercato. Negli ultimi anni questa tecnica ha assunto crescente rilevanza come complemento degli schemi basati sul "valore a rischio" (VaR) e di altri strumenti di misurazione.

Censimento degli scenari di stress

Il CSFG effettua un'indagine...

Alla luce di tali sviluppi, nel marzo 2000 il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG)²⁷ ha deciso di organizzare, a completamento del precedente lavoro in materia di misurazione e gestione del rischio, un censimento mondiale delle prove di stress in uso presso le maggiori istituzioni finanziarie. A tale scopo, esso ha istituito una Task Force formata da funzionari delle banche centrali del G10, cui è stato affidato il compito di analizzare il ruolo delle prove di stress nella gestione del rischio, individuare gli eventi eccezionali

²⁶ L'interesse delle autorità di vigilanza è testimoniato, ad esempio, dall'*Emendamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato*, pubblicato nel 1996 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, in cui si raccomanda esplicitamente di testare il portafoglio della banca a fronte di vari eventi storici, come le crisi degli AEC del 1992 e 1993 e il crollo borsistico del 1987.

²⁷ Il CSFG è un comitato di banche centrali istituito dai Governatori delle banche centrali del G10. Esso segue e analizza questioni generali attinenti ai mercati e ai sistemi finanziari. Nell'espletamento delle proprie funzioni il Comitato si sforza in particolare di assistere i Governatori nell'individuare, analizzare e affrontare le potenziali minacce alla stabilità dei mercati finanziari e del sistema finanziario globale. Il Comitato è presieduto da Yutaka Yamaguchi, Vice Governatore della Banca del Giappone.

che gli operatori considerano significativi e ricavare informazioni sull'eterogeneità delle esposizioni al rischio a una certa data di riferimento.

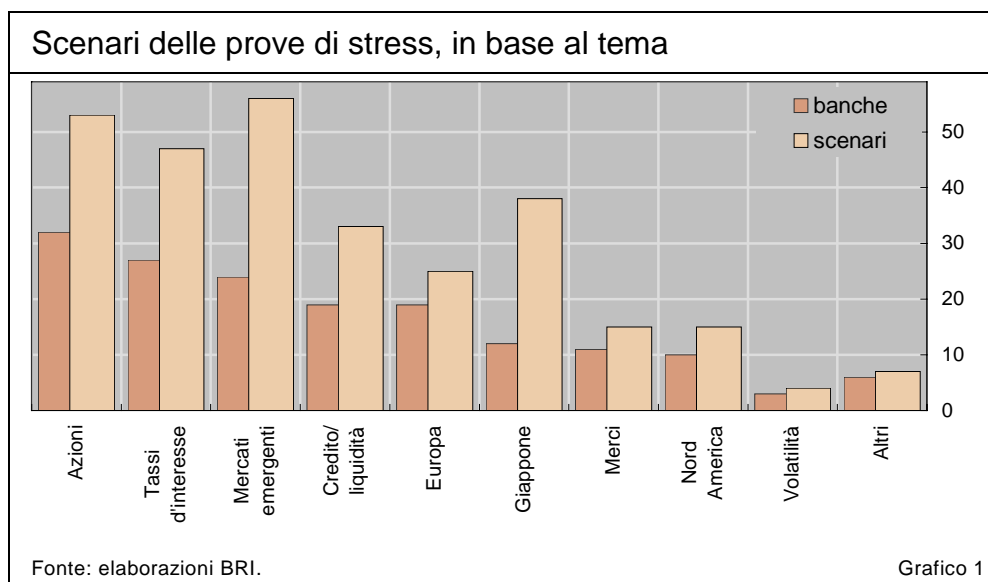
Al censimento hanno partecipato quarantatré grandi banche commerciali e società di intermediazione mobiliare di dieci diversi paesi, cui è stato chiesto di notificare le prove di stress condotte a livello di intera azienda sulle esposizioni rilevanti alla data del 31 marzo 2000. Basandosi su una serie di formulari appositi, le istituzioni partecipanti hanno segnalato in totale 293 *scenari di prove di stress* (basati su un potenziale evento di mercato, come un crollo di borsa) e 131 *test di sensitività* (basati su variazioni standardizzate di fattori di rischio strettamente connessi, come uno spostamento parallelo della curva dei rendimenti).

... alla quale partecipano 43 grandi istituzioni ...

Scenari di stress e loro utilizzo nella gestione del rischio

Il grafico 1 riporta l'elaborazione dei dati forniti sui 293 scenari di stress rilevati dal censimento, che ha costituito il nucleo dell'analisi della Task Force²⁸. Gli scenari sono stati classificati per temi basati sulla categoria di strumenti e regione geografica predominanti. Il diagramma mostra il numero di istituzioni che effettuano una prova di stress in una certa area, a prescindere dalla quantità di test analoghi compiuti dalla singola azienda, e il numero totale degli scenari di stress segnalati per l'area in questione. Le quattro aree più frequentemente oggetto di prove di stress sono: azioni, tassi d'interesse, mercati emergenti e spreads di credito/liquidità; seguono le prove inerenti a particolari regioni (compresi i relativi tassi di cambio). Soltanto un piccolo numero di test riguarda i corsi delle materie prime, con i connessi fattori di rischio, e i mercati delle opzioni.

... segnalando 293 scenari di stress a livello aziendale



²⁸ Il rapporto, intitolato *A survey of stress tests and current practice at major financial institutions*, è stato pubblicato nell'aprile 2001 ed è disponibile sul sito Internet (www.bis.org). La Task Force era presieduta da Alain Duchateau, Banque de France/Commission Bancaire.

Gli scenari si focalizzano sull'asimmetria dei rischi ...

Dall'analisi dettagliata di tali scenari di stress, trattata nel rapporto della Task Force, emergono alcune interessanti osservazioni. In primo luogo, si constata un'asimmetria nella percezione del rischio. Per quanto concerne i corsi azionari e i mercati emergenti, le prove di stress prefigurano molto più spesso l'ipotesi di un crollo dei prezzi che non quella di una forte ascesa. Lo stesso vale per un aumento dei tassi d'interesse e degli spreads di credito/liquidità rispetto a una loro diminuzione. I test relativi ai tassi di cambio si presentano più equilibrati, sebbene gli scenari di "dollaro debole" prevalgano su quelli di "dollaro forte". Nelle successive interviste condotte dai membri della Task Force, i gestori del rischio hanno spiegato tale differenza con l'asimmetria delle esposizioni (ad esempio, le banche sono maggiormente esposte a un aumento dei tassi d'interesse, a un calo delle quotazioni azionarie e a un ampliamento degli spreads creditizi), con l'asimmetria delle probabilità (ad esempio, il maggiore rischio di un crollo borsistico a causa di valutazioni azionarie storicamente elevate) e con l'esperienza personale riguardo agli eventi critici, che appare anch'essa asimmetrica.

... e sui mercati con rischi non rilevabili da altre misure

In secondo luogo, le banche sembrano affidarsi alle prove di stress soprattutto per quei mercati o prodotti i cui rischi non sarebbero colti in modo adeguato da stimatori statistici come il VaR. I gestori del rischio intervistati hanno indicato varie ragioni per cui il VaR potrebbe non misurare adeguatamente il rischio per certi mercati o prodotti, rendendo così opportuno l'utilizzo delle prove di stress. Fra i motivi menzionati figurano: mancanza di serie storiche affidabili sui movimenti di prezzo, discontinuità erratiche dei mercati, illiquidità, difficoltà nello stimare le esposizioni fortemente non lineari connesse con il portafoglio opzioni. Come esempio di area particolarmente adatta per le prove di stress sono stati citati i mercati delle economie emergenti, il che trova conferma nella preminenza numerica degli scenari riguardanti questo tipo di esposizioni.

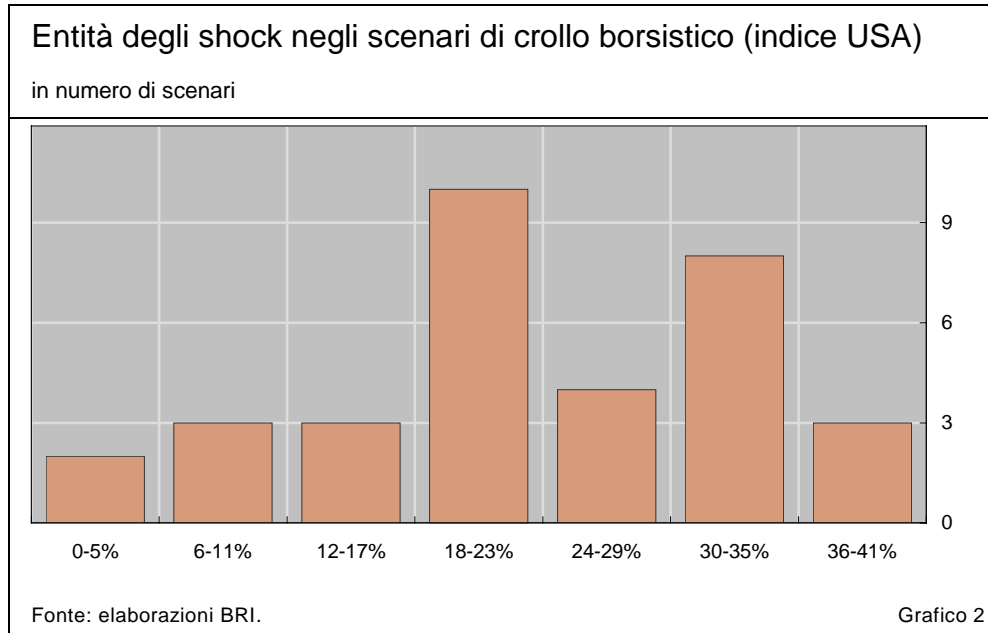
L'entità degli shock varia persino fra gli scenari storici ...

Un altro aspetto rimarchevole emerso dal censimento è la sostanziale eterogeneità di scenari che a prima vista appaiono piuttosto analoghi. Ciò è dovuto, ad esempio, al fatto che l'ampiezza ipotizzata degli shock varia fortemente anche fra scenari che prefigurano eventi essenzialmente identici. Siffatte disparità, che non sorprendono nel caso di situazione future ipotetiche, sono presenti anche negli scenari storici basati su episodi reali, i cui shock sono un dato acquisito. Una possibile spiegazione di queste differenze è che le banche, nel definire le prove di stress, adottano orizzonti temporali diversi per misurare gli shock storici, ad esempio prendendo a riferimento un giorno, due settimane oppure il periodo compreso fra massimo e minimo.

... e gli effetti sugli altri fattori di rischio possono essere molto diversi

Il grafico 2 illustra questo fenomeno riportando la distribuzione di frequenza delle dimensioni degli shock sugli indici azionari negli Stati Uniti considerate nei 20 scenari "lunedì nero 1987" e nei 13 scenari "crisi ipotetica di borsa" segnalati nel quadro del censimento. È evidente che le banche assumono shock di entità alquanto diversa nel simulare un crollo del mercato azionario. Un altro esempio di eterogeneità (non indicato nel grafico) riguarda gli effetti ipotizzati sugli altri mercati. In 16 dei suddetti scenari il crollo dei corsi

azionari comporta uno shock di tasso d'interesse: in nove viene ipotizzato un calo dei tassi, in cinque un aumento e nei restanti due una combinazione di cali e aumenti a seconda dei paesi.



Infine, alle banche sono stati posti vari quesiti addizionali sulle modalità applicative delle prove di stress. Dalle risposte emerge che tali prove sono ormai divenute una tecnica corrente di gestione del rischio nelle istituzioni censite. La totalità di esse fa uso di prove di stress per analizzare il proprio profilo di rischio, comunicandone i risultati all'alta direzione. Poco più della metà le utilizza per fissare limiti di esposizione e un quinto per determinare l'allocatione di capitale. Due terzi delle aziende hanno affermato che almeno una volta i risultati delle prove le avevano direttamente indotte a coprire ovvero liquidare una posizione. Tuttavia, come hanno evidenziato le interviste successive, l'aggiustamento non è affatto automatico, poiché le decisioni sono generalmente prese caso per caso. La maggior parte delle istituzioni effettua almeno una parte delle prove di stress con frequenza elevata (giornaliera/settimanale). D'altro canto, nel corso delle interviste è emerso che, a causa degli alti costi, gli scenari più complessi sono simulati con assai minore frequenza (mensile/trimestrale). Un quarto delle istituzioni effettua prove di stress che contemplano una seppur limitata interazione fra il rischio di mercato e il rischio creditizio di controparte (insolvenza). In nessuna delle istituzioni intervistate risulta peraltro esservi una integrazione completa dei rischi di mercato e di credito, un aspetto questo su cui si è accentrata l'attenzione all'indomani della crisi del 1997-98. Secondo le banche, al momento attuale tale interazione appare ancora limitata a determinate linee di attività o a specifici prodotti che si ritiene abbiano un impatto sostanziale sull'esposizione.

Conclusioni tratte dall'indagine

Le prove di stress
parte integrante
della gestione del
rischio ...

Il censimento ha messo in luce i seguenti aspetti salienti. In primo luogo, le prove di stress paiono ormai far parte integrante – almeno presso le istituzioni censite – della gestione del rischio. Nel definire tali prove, i gestori del rischio sembrano cogliere la natura particolare delle esposizioni dell'istituzione, nonché i vantaggi relativi che presentano le analisi di scenario e altre tecniche, come la stima del VaR e l'analisi di sensitività, nel trattamento di specifiche esposizioni e differenti mercati.

... anche se la
risposta non è
automatica

In secondo luogo, nell'interpretare i risultati le aziende paiono tener conto della propria posizione nel mercato e degli aspetti strategici della gestione del rischio. Pertanto, da parte delle istituzioni censite non viene data una risposta univoca alle informazioni ricavate dalle prove di stress. In particolare, non risultano essere applicate procedure rigorose e automatiche per la liquidazione di posizioni nel caso in cui vengano superati i limiti di stress. Le decisioni sono prese su base ad hoc. A questo riguardo, le interviste con i gestori del rischio fanno ritenere che la reazione appropriata dipenda dal rapporto fra posizioni proprie, posizioni delle concorrenti e dimensione del mercato in questione.

Sviluppi strutturali e normativi

Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie

Gennaio

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) pubblica un secondo pacchetto di proposte per un nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, che nella sua versione definitiva sostituirà l'attuale Accordo del 1988. Le proposte sono state illustrate, nei loro aspetti salienti, nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*²⁹.

Nuove proposte del
CBVB
sull'adeguatezza
patrimoniale

Il Gruppo dei Dieci distribuisce un rapporto sulle implicazioni del processo di consolidamento nel settore finanziario, predisposto da un suo gruppo di lavoro³⁰. Dopo aver esaminato gli sviluppi in 13 paesi, il gruppo conclude che il consolidamento può contribuire a migliorare l'efficienza operativa delle istituzioni oggetto di fusione, ma che finora vi sono scarse indicazioni complessive di guadagni di efficienza. Esso suggerisce che le banche centrali continuino a vigilare attentamente sugli sviluppi in grado di menomare la competitività dei mercati che rivestono maggiore importanza per la politica monetaria. Nel rapporto si osserva inoltre che il consolidamento può rendere più complicata la liquidazione di organizzazioni finanziarie grandi e complesse, in particolare perché anche le istituzioni finanziarie non bancarie sono possibili fonti di rischio sistemico. Viene altresì fatto notare che il consolidamento nei sistemi di pagamento e regolamento potrebbe rendere necessaria una maggiore cooperazione tra le autorità competenti, a livello sia nazionale che internazionale.

Rapporto del G10
sul consolidamento
nel settore
finanziario

²⁹ Cfr. "Il Nuovo Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali", *Rassegna trimestrale BRI*, Basilea, marzo 2001, pagg. 65-67.

³⁰ Cfr. *Report on consolidation in the financial sector*, Gruppo dei Dieci, Basilea, Parigi e Washington, gennaio 2001. Disponibile sui siti Internet (www.bis.org), (www.imf.org) e (www.oecd.org).

Nuovo trattamento contabile degli strumenti finanziari raccomandato dal FASB degli Stati Uniti

Il Financial Accounting Standards Board (FASB) degli Stati Uniti pubblica un rapporto preparato da un gruppo di lavoro congiunto di organi di regolamentazione contabile, in cui si raccomandano estese modifiche al trattamento contabile applicato agli strumenti finanziari³¹. Le proposte di modifica comprendono: a) la misurazione al valore corrente della quasi totalità degli strumenti finanziari; b) la rilevazione nel conto economico di quasi tutte le plusvalenze e minusvalenze risultanti da variazioni nel valore corrente contestualmente al loro verificarsi; c) l'eliminazione della contabilizzazione speciale per gli strumenti finanziari impiegati a fini di copertura; d) l'adozione di metodologie composite in base alle quali alcune attività finanziarie trasferite cessano di figurare in bilancio, mentre altre continuano a figurarvi; e) l'estensione della pubblicità delle informazioni su strumenti finanziari, esposizioni al rischio ed effetti sul conto economico.

Febbraio

La Commissione europea avvia consultazioni su nuovi standard patrimoniali

La Commissione europea avvia una seconda tornata di consultazioni su un nuovo schema di regolamentazione del patrimonio per banche e società di intermediazione finanziaria. Le parti interessate sono state invitate a far pervenire i loro commenti sul documento di consultazione³² entro la fine del maggio 2001. Il rapporto si ricollega ai documenti pubblicati su questa materia dal Comitato di Basilea nel gennaio 2001, ma è incentrato al tempo stesso su questioni di specifica rilevanza per le istituzioni della UE.

Marzo

Il CBVB e lo IOSCO esaminano le problematiche connesse con le HLI

Il CBVB e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) pubblicano una rassegna delle questioni riguardanti i rapporti delle banche e delle società di intermediazione mobiliare con le istituzioni ad alto grado di leva finanziaria ("highly leveraged institutions" – HLI)³³. Il Joint HLI Working Group trae incoraggiamento dai progressi compiuti dalle imprese finanziarie nell'applicazione delle raccomandazioni formulate dal CBVB e dallo IOSCO nel 1999 in materia di prassi corrette. L'alta direzione di varie imprese finanziarie ha intensificato la sorveglianza sull'operatività delle HLI, migliorando le direttive e fornendo una più chiara definizione della propensione complessiva al rischio. Nonostante i passi avanti compiuti, il gruppo di lavoro individua alcuni ambiti in cui sono necessari ulteriori progressi, comprese talune aree problematiche in cui questi ultimi sono destinati a essere solo gradualmente. In particolare, è importante che le imprese finanziarie continuino a perfezionare le loro metodologie di misurazione delle esposizioni. Esse dovrebbero investire risorse per potenziare le loro capacità di condurre prove di stress al fine di

³¹ Il rapporto è disponibile sul sito Internet (www.fasb.org).

³² Disponibile sul sito Internet (www.europa.eu.int).

³³ Cfr. *Review of issues relating to highly leveraged institutions*, CBVB e IOSCO, Basilea e Montreal, marzo 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

valutare l'effetto combinato di ampie oscillazioni di mercato, esposizioni al rischio di controparte e valore delle garanzie collaterali. Sebbene la disponibilità di informazioni da parte delle HLI sia migliorata negli ultimi due anni, i progressi sono stati disomogenei, specie per quanto riguarda la diffusione di informazioni quantitative. Infine, le imprese finanziarie sono generalmente riuscite a rafforzare la loro posizione contrattuale nei confronti del settore delle HLI, ma le pressioni concorrenziali continuano a condizionare la loro capacità di imporre misure ottimali per mitigare i rischi.

Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture

Gennaio

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) pubblica un rapporto sulle implicazioni della contrattazione elettronica per i mercati finanziari³⁴. Il gruppo di lavoro che ha redatto il rapporto era incaricato di studiare il funzionamento dei sistemi di contrattazione elettronica nei mercati all'ingrosso di maggiore rilevanza per le banche centrali, nonché il loro impatto effettivo e potenziale sulla struttura di mercato, la dinamica dei prezzi e l'intermediazione finanziaria complessiva. Esso rileva che la contrattazione elettronica offre grandi opportunità di ridurre i costi, ma che queste non sono state ancora colte appieno da gran parte dei mercati. Viene fatto inoltre notare che la sua diffusione potrebbe avere influito sull'operatività di alcuni intermediari e ridotto la partecipazione all'attività di market-making. Finora non sono tuttavia emerse indicazioni certe che l'e-trading abbia agito negativamente sulla liquidità, né che in momenti di tensione le contrattazioni si siano svolte al di fuori delle piattaforme elettroniche.

Rapporto del CSFG su contrattazione elettronica e mercati finanziari

La Task Force on Payment Systems Principles and Practices del Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (CSPR) pubblica un rapporto che enuncia una serie di principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica³⁵. Tali principi rispondono a obiettivi d'interesse pubblico, quali la riduzione del rischio, il conseguimento della sicurezza e il rafforzamento dell'efficienza dei sistemi di pagamento di importanza sistemica, definendo un insieme comune di standard internazionali. Essi stabiliscono i requisiti principali che tutti i sistemi di pagamento dovrebbero soddisfare. I principi sono destinati a essere impiegati da paesi che desiderano valutare i propri sistemi e sviluppare appropriate strategie per conformarsi ai principi stessi.

Il CSPR enuncia i principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica

³⁴ Cfr. *The implications of electronic trading in financial markets*, CSFG, Basilea, gennaio 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

³⁵ Cfr. *Principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica*, CSPR, Basilea, gennaio 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

Raccomandazioni del CSPR e dello IOSCO sui sistemi di regolamento in titoli

Il CSPR e lo IOSCO pubblicano congiuntamente un rapporto a fini di consultazione in cui è contenuta una serie di raccomandazioni concernenti l'impostazione, il funzionamento e la sorveglianza dei sistemi di regolamento in titoli³⁶. Il rapporto indica i requisiti minimi che tali sistemi dovrebbero soddisfare e le prassi ottimali che dovrebbero prefiggersi. Le raccomandazioni riguardano sistemi che trattano qualsiasi tipo di titoli emessi nelle economie industriali o emergenti e riguardano il regolamento sia interno che transfrontaliero.

Il WGPD raccomanda maggiore trasparenza

Il Working Group on Public Disclosure (WGPD) pubblica un rapporto in cui raccomanda di accrescere la portata e la frequenza delle informazioni finanziarie fornite dalle istituzioni bancarie e mobiliari³⁷. Secondo il gruppo, la diffusione di informazioni riguardanti il rischio di mercato, finora su base annuale, dovrebbe essere effettuata con cadenza trimestrale, migliorando altresì il contenuto informativo. Ulteriori informazioni sul rischio di credito a fronte di esposizioni all'ingrosso dovrebbero essere parimenti diffuse su base trimestrale.

L'IRS introduce nuove regole sulla ritenuta fiscale

L'Internal Revenue Service (IRS) degli Stati Uniti introduce nuove regole sulla ritenuta fiscale con possibili implicazioni per privati e istituzioni finanziarie, residenti e non residenti, che investono sul mercato USA. L'IRS applicherà una ritenuta alla fonte del 31% su dividendi, introiti da interessi e proventi lordi da cessioni di titoli per tutte le transazioni mobiliari in valori USA non effettuate da "intermediari qualificati"³⁸.

Il FOMC proroga l'impiego dell'elenco allargato di titoli idonei

Il Federal Open Market Committee (FOMC) vota a favore di un'estensione temporanea (non oltre la prima riunione in programma nel 2002) dell'elenco allargato di titoli stanziabili a garanzia delle operazioni pronti contro termine effettuate dalla Federal Reserve Bank di New York (FRBNY) nel quadro della gestione delle riserve del sistema bancario³⁹.

³⁶ Cfr. *Recommendations for securities settlement systems*, CPSS e IOSCO, Basilea e Montreal, gennaio 2001. Disponibile sui siti Internet (www.bis.org e www.iosco.org).

³⁷ Il WGPD, istituito nell'aprile 2000 dal Consiglio dei Governatori del Federal Reserve System degli Stati Uniti, riunisce rappresentanti di primarie imprese del settore privato operanti nei mercati finanziari USA. Il suo compito è consistito nell'esaminare l'impiego di una più ampia informativa al pubblico come mezzo per migliorare la capacità dei mercati di valutare le esposizioni e le pratiche di gestione del rischio di organismi finanziari grandi e complessi.

³⁸ Le istituzioni finanziarie e i brokers non ancora classificati come intermediari qualificati possono ottenere questo status qualora soddisfino taluni presupposti, ad esempio dimostrando di avere un'adeguata conoscenza della loro clientela e di saper valutare correttamente gli obblighi tributari. Gli intermediari che non ottengono questo status potranno salvaguardare i loro clienti dalla ritenuta fiscale, a condizione che ne forniscano l'identità all'IRS. In mancanza di identificazione degli investitori, questi sono tenuti a pagare la ritenuta fiscale anche se non sono cittadini statunitensi o non sono soggetti all'imposizione USA. Sebbene le nuove norme mirino anzitutto a evitare che i cittadini USA si sottraggano agli obblighi tributari, la prescrizione che richiede agli investitori non USA operanti sui mercati statunitensi di fornire la loro identità avrà ripercussioni anche su questi operatori.

³⁹ Nella riunione del 24 agosto 1999 il FOMC aveva approvato l'utilizzo di un elenco allargato di garanzie idonee al fine di migliorare la capacità della FRBNY di far fronte a un accresciuto fabbisogno di riserve previsto per il quarto trimestre 1999. Il principale effetto di questo ampliamento è stata l'inclusione dei titoli ipotecari "pass-through" di GNMA, FHLMC e FNMA, degli STRIP del Tesoro USA e dei titoli incorporati di altre agenzie governative.

Febbraio

Secondo quanto riferisce la Financial Action Task Force (FATF), nella maggior parte delle 15 giurisdizioni identificate nel giugno 2000 come “non cooperative” nella lotta mondiale contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita sono stati conseguiti ulteriori significativi progressi. La FATF precisa che un certo numero di questi paesi ha compiuto passi decisivi nel migliorare i propri regimi fiscali, come attestano le leggi introdotte da vari organi parlamentari. Essa fa notare con particolare soddisfazione che sette giurisdizioni (Bahamas, Isole Cayman, Isole Cook, Isole Marshall, Israele, Liechtenstein e Panama) hanno adottato la maggior parte delle norme, se non tutte, che sono necessarie per porre rimedio alle carenze individuate. L'introduzione della legislazione necessaria e l'emanazione delle connesse norme attuative costituiscono, secondo la FATF, un primo fondamentale passo che le giurisdizioni devono compiere per ottenere la cancellazione dalla lista delle giurisdizioni “non cooperative”.

All'esame della FATF i progressi compiuti nella lotta al riciclaggio

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) istituisce una task force incaricata di esaminare l'esatta tipologia di eventi creditizi negativi da includere nella documentazione impiegata per i “credit default swaps”. Dalla metà dello scorso anno è in atto un intenso dibattito tra gli operatori del mercato dei derivati creditizi sulla questione se una ristrutturazione del debito dia luogo a pagamenti a fronte di “default swaps”⁴⁰. Recenti casi di ristrutturazione del debito avevano sollevato dubbi presso i venditori di questa protezione creditizia circa il valore delle attività consegnate nel quadro di “credit default swaps”. In occasione di un tale evento creditizio, le obbligazioni erano state talvolta negoziate a un valore inferiore ai crediti bancari, cosicché gli investitori con un'esposizione ai crediti sottostanti ottenevano dagli acquirenti della protezione la consegna di obbligazioni a valore ridotto anziché dei crediti bancari che prevedevano di ricevere. Alcuni operatori ritengono che il problema possa essere risolto migliorando la definizione di ristrutturazione del debito e specificando più dettagliatamente le attività consegnabili dopo tali eventi. La questione delle ristrutturazioni ha inoltre creato incertezza nella comunità finanziaria e presso gli organi di regolamentazione in merito all'alleggerimento del patrimonio di vigilanza ottenibile attraverso questi derivati⁴¹.

Istituzione di una task force dell'ISDA sulla definizione di evento creditizio nei “default swaps”

Marzo

Il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) ha tenuto la sua quinta riunione il 22-23 marzo 2001 presso la Banca mondiale a Washington, D.C. Fra i temi discussi dai partecipanti figuravano le fragilità nel sistema finanziario internazionale e i progressi compiuti nell'applicazione delle precedenti

Le fragilità nel sistema finanziario internazionale all'esame del FSF

⁴⁰ Cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

⁴¹ Le nuove proposte del CBVB sull'adeguatezza patrimoniale prevedono una corrispondenza tra scadenza contrattuale e inclusione della clausola di ristrutturazione ai fini di un alleggerimento del patrimonio di vigilanza.

raccomandazioni del Forum. Riguardo a quest'ultimo punto, il FSF ha passato in rassegna le iniziative finora intraprese per affrontare i problemi sollevati nel rapporto del suo gruppo di lavoro sulle istituzioni finanziarie ad alto grado di leva. Nel rallegrarsi per il completamento dell'incarico affidato al Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, i partecipanti hanno sollecitato il proseguimento di questa iniziativa. Essi considerano incoraggiante l'elaborazione, da parte di importanti operatori del settore privato, di principi che regolino le operazioni sui mercati dei cambi e sottolineano l'importanza della loro applicazione⁴². Il FSF ha preso atto delle misure adottate per migliorare le procedure di vigilanza e di informazione nei centri finanziari offshore.

Il CSFG pubblica un rapporto sulle garanzie collaterali nei mercati all'ingrosso

Un gruppo di lavoro del CSFG pubblica un rapporto sulla gestione delle garanzie collaterali nei mercati finanziari all'ingrosso⁴³. Il gruppo era stato incaricato di studiare le tendenze recenti nella domanda e offerta di garanzie, con particolare riguardo al loro influsso sulla dinamica dei prezzi e la liquidità di mercato. Il rapporto conclude che il rapido aumento nell'impiego di garanzie rispetto alla loro offerta è destinato a continuare, ma che il meccanismo dei prezzi può garantire la capacità di aggiustamento dei mercati, generando nuova offerta e ampliando la gamma di attività usate come garanzia. Un impiego trasparente delle garanzie collaterali e l'applicazione di appropriate procedure di gestione del rischio sono i presupposti essenziali per sfruttare appieno i vantaggi delle garanzie quali strumento di attenuazione del rischio.

La Commissione europea propone una regolamentazione giuridica uniforme per le garanzie

La Commissione europea propone una direttiva per introdurre nella UE una regolamentazione giuridica uniforme che limiti il rischio di credito nelle transazioni finanziarie attraverso meccanismi di garanzia in titoli e in contante⁴⁴. Le attuali regole che disciplinano l'utilizzo delle garanzie a livello europeo sono complesse e di difficile applicazione, e creano incertezza sull'efficacia delle garanzie stesse quale strumento di protezione nelle transazioni internazionali. Una regolamentazione giuridica chiara e uniforme sull'impiego di garanzie all'interno della UE contribuirebbe a promuovere l'integrazione e l'efficienza di costo dei mercati finanziari europei incoraggiando le operazioni transfrontaliere e creando un mercato più competitivo.

⁴² In febbraio un gruppo di 16 banche attive sul mercato mondiale dei cambi ha pubblicato una serie di direttive volontarie per una prassi ottimale in risposta alle recenti crisi valutarie in Asia e in Russia. Cfr. Tom Buerkle, "A code of conduct for currency traders", *International Herald Tribune*, 23 febbraio 2001.

⁴³ Cfr. *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, CSFG, Basilea, marzo 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

⁴⁴ Informazioni dettagliate sono disponibili sul sito Internet (www.europa.eu.int).

Il Consiglio dei Ministri della UE ha deciso di prorogare la clausola che salvaguarda le obbligazioni internazionali in essere dalle disposizioni sulla ritenuta fiscale contenute nella direttiva sulla tassazione dei redditi da risparmio approvata nel novembre 2000⁴⁵. In base alla direttiva originaria, gli interessi su tutte le obbligazioni internazionali emesse dopo il 1° marzo 2001 sarebbero stati assoggettati alle nuove norme sulla ritenuta fiscale, rendendo impossibile il lancio di tranches addizionali sulle emissioni in essere⁴⁶. L'accordo proroga di un anno la clausola di salvaguardia, esentando dalla ritenuta gli interessi corrisposti su nuove tranches. Esso precisa che se la prima emissione di obbligazioni è stata effettuata anteriormente al 1° marzo 2001 (o il piano di collocamento è stato certificato prima di tale data), le obbligazioni sono esentate – ossia la direttiva non si applica – a condizione che l'ultima tranche sia stata collocata entro il 1° marzo 2002. La mancata proroga della clausola di salvaguardia avrebbe creato problemi per mutuatari sovrani e altri prenditori che spesso si avvalgono di emissioni continuative in essere piuttosto che lanciare nuove obbligazioni.

Il Consiglio dei Ministri della UE proroga la salvaguardia fiscale per le obbligazioni internazionali

Il Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC), organismo di compensazione delle transazioni in derivati negoziati nelle borse USA, e il Government Securities Clearing Corporation (GSCC), principale stanza di compensazione per i mercati dei titoli di Stato e delle operazioni pronti contro termine, raggiungono un accordo sulla gestione incrociata dei margini nei mercati a contante e futures dei titoli del Tesoro USA. L'accordo permetterà agli investitori e alle società di intermediazione mobiliare di aggregare le esposizioni nei due mercati, consentendo a quanti detengono posizioni bilanciate di beneficiare di requisiti minori in termini di margini e di garanzie. L'accordo, sottoposto alle autorità di regolamentazione, dovrebbe entrare in vigore nel terzo trimestre 2001.

Il BOTCC e il GSCC raggiungono un accordo sulla gestione incrociata dei margini

⁴⁵ Cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI* e il sito Internet (www.europa.eu.int).

⁴⁶ Essenzialmente perché il diverso status fiscale avrebbe ostacolato la fungibilità delle emissioni.

Rapporto finale del Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei

Serge Jeanneau

Nel febbraio 2001 il Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei ha pubblicato il suo rapporto finale^①. Il documento conferma a grandi linee l'impostazione adottata nel rapporto iniziale, anche se a seguito del processo di consultazione sono stati introdotti alcuni cambiamenti. In particolare, il rapporto finale tiene conto delle preoccupazioni manifestate dal Parlamento europeo per le conseguenze della struttura regolamentare proposta. Esso perfeziona le concezioni iniziali del Comitato, integrandole con proposte e salvaguardie miranti a garantire un giusto equilibrio interistituzionale. Viene altresì conferito un rilievo molto maggiore alla piena trasparenza, affiancata da un franco processo di consultazione rivolto sia agli operatori che ai consumatori.

Le proposte sono incentrate su un approccio a quattro livelli per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei. Al Livello 1, gli atti legislativi vertono sui principi fondamentali di ogni direttiva o regolamento; in altre parole, il Consiglio e il Parlamento europei, agendo su proposta della Commissione, decidono l'indirizzo strategico e l'impostazione di fondo di ciascuna materia trasmessa al livello successivo. Al Livello 2, la Commissione europea, dopo aver consultato un nuovo Comitato europeo dei valori mobiliari (costituito di rappresentanti della Commissione e degli Stati membri) chiede il parere di un nuovo Comitato degli organi europei di regolamentazione mobiliare (con funzioni consultive) sull'attuazione rapida e dettagliata delle direttive o regolamenti del Livello 1. Al Livello 3, quest'ultimo Comitato elabora un'interpretazione uniforme e standard comuni per assicurare l'introduzione e applicazione coerente della legislazione dei Livelli 1 e 2. Al Livello 4, la Commissione europea verifica la conformità degli Stati membri alla legislazione UE e si adopera per una più sollecita adozione della legge comunitaria.

Il Comitato non ha ritenuto necessario introdurre una disposizione parlamentare abrogativa, nella convinzione che il Parlamento europeo disponga di un significativo grado di controllo sul Livello 2 del processo decisionale. Esso è anche del parere che, se la Commissione europea eccede i propri poteri di attuazione, il Parlamento può sempre varare una risoluzione che richieda un riesame della proposta. Il rapporto indica diverse scadenze per una rapida attuazione delle sue proposte. Anzitutto, gli elementi principali del Piano d'azione per i servizi finanziari dovrebbero essere adottati entro la fine del 2003. Vi sono compresi: la creazione di un prospetto singolo per gli emittenti di titoli, il controllo del paese di origine per tutti i partecipanti al mercato all'ingrosso, regole di investimento aggiornate per gli investitori istituzionali e un passaporto unico europeo per le borse riconosciute. In secondo luogo, il rapporto auspica un riesame integrale e aperto del processo a quattro livelli in vista della Conferenza intergovernativa del 2004 (e un anno prima della scadenza fissata dalla Commissione stessa per il Piano d'azione). Se questo riesame dovesse rivelare che l'approccio proposto non ha prospettive di successo, potrebbe essere opportuno modificare il Trattato, prevedendo tra l'altro la creazione di una singola autorità regolamentare UE per i servizi finanziari.

In marzo, il Consiglio europeo dei Capi di Stato e di Governo ha adottato a Stoccolma una risoluzione basata sulle raccomandazioni del Comitato dei saggi. Esso ha invitato tutte le parti interessate a compiere ogni sforzo per realizzare un mercato mobiliare integrato entro la fine del 2003. Ciò implica che sia data priorità alla legislazione sul mercato mobiliare prevista nel Piano d'azione, comprese le iniziative raccomandate nel rapporto del Comitato dei saggi. Tuttavia, il Consiglio ha dichiarato che se il Parlamento europeo dovesse ritenere che le proposte di legge della Commissione eccedono i poteri di attuazione della legislazione quadro, la Commissione dovrebbe impegnarsi a rivedere tali proposte, tenendo conto della posizione del Parlamento e precisando le ragioni dell'azione che intendeva intraprendere. Il Consiglio ha altresì fatto notare che la Commissione si era impegnata a non agire in contrasto con le opinioni predominanti all'interno del Consiglio su questioni delicate.

^① Il Comitato, presieduto da Alexandre Lamfalussy, è stato istituito in occasione della riunione ECOFIN del luglio 2000 con il mandato di accertare le condizioni esistenti per l'introduzione di una regolamentazione sui mercati mobiliari nell'Unione europea. Il documento *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* è disponibile sul sito Internet (www.europa.eu.int). Nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI* sono stati analizzati gli elementi principali del rapporto iniziale.

Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi		
Mese	Organismo	Iniziativa
Gennaio 2001	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Secondo pacchetto di proposte per un Nuovo Accordo sui requisiti patrimoniali
	Working Party del Gruppo dei Dieci	Rapporto su possibili effetti e implicazioni del processo di consolidamento nel settore finanziario
	Comitato sul Sistema finanziario globale	Rapporto sulle implicazioni della contrattazione elettronica per i mercati finanziari
	Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento	Rapporto sui principi fondamentali per sistemi di pagamento di importanza sistemica
	Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e International Organization of Securities Commissions	Rapporto congiunto contenente raccomandazioni per l'impostazione, il funzionamento e la sorveglianza dei sistemi di regolamento in titoli
	Working Group on Public Disclosure	Rapporto contenente raccomandazioni sul potenziamento dell'informativa al pubblico da parte delle istituzioni bancarie e mobiliari
	US Internal Revenue Service	Nuove regole sulla ritenuta fiscale per gli investitori
	US Federal Open Market Committee	Estensione temporanea dell'elenco allargato di titoli stanziabili a garanzia
Febbraio 2001	US Financial Accounting Standards Board	Rapporto contenente raccomandazioni di modifica del trattamento contabile degli strumenti finanziari
	Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei	Rapporto finale sulla regolamentazione dei mercati mobiliari europei
	Commissione europea	Seconda tornata di consultazioni su un nuovo schema di regolamentazione patrimoniale
	Financial Action Task Force	Esame dei progressi compiuti dai centri finanziari offshore nella lotta mondiale contro il riciclaggio di denaro di provenienza illecita
Marzo 2001	International Swaps and Derivatives Association	Nuova Task Force per definire la tipologia esatta di evento creditizio da includere nella documentazione dei "credit default swaps"
	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e International Organization of Securities Commissions	Rassegna delle problematiche relative ai rapporti delle banche e delle società mobiliari con le istituzioni ad alto grado di leva
	Forum per la stabilità finanziaria	Quinta riunione
	Comitato sul sistema finanziario globale	Rapporto sulla gestione delle garanzie nei mercati all'ingrosso
	Consiglio dei Ministri della UE	Proroga della clausola di salvaguardia delle obbligazioni internazionali in essere dalla ritenuta fiscale
	Commissione europea	Proposta di direttiva per la regolamentazione uniforme delle garanzie collaterali nella UE
	Board of Trade Clearing Corporation e Government Securities Clearing Corporation	Accordo sulla gestione incrociata dei margini nei mercati a contante e futures dei titoli del Tesoro USA