

# Rassegna trimestrale BRI

Settembre 2001

## Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

1. Quadro generale degli sviluppi: gli investitori restano in attesa di un recupero dell'economia .....	1
<i>Di fronte alle ingenti cancellazioni di attività del settore tecnologico i mercati azionari guardano ai profitti</i> .....	2
<i>Temporanei fenomeni di contagio nei mercati emergenti</i> .....	5
<i>Il dollaro USA comincia a vacillare</i> .....	8
<i>Nei mercati a reddito fisso prevale un clima di maggiore fiducia</i> .....	9
<i>Buona tenuta del mercato delle obbligazioni societarie</i> .....	10
2. Il mercato bancario internazionale .....	14
<i>L'attività interbancaria raggiunge un massimo storico</i> .....	14
<i>Forte aumento dei flussi al settore non bancario statunitense</i> .....	17
<i>Le banche in Europa si concentrano sugli acquisti di titoli</i> .....	18
<i>L'attività degli hedge funds incrementa i flussi al settore non bancario nei centri offshore</i> .....	19
<i>Atteggiamento differenziato delle banche nei confronti delle economie emergenti</i> .....	20
Riquadro: Prestiti consorziali: ritorno dei mutuatari USA nel secondo trimestre .....	24
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito .....	25
<i>Il rallentamento economico frena le emissioni nette</i> .....	25
<i>Brusco calo dell'indebitamento delle istituzioni finanziarie</i> .....	27
<i> Mercati emergenti in controtendenza</i> .....	29
<i>Gli emittenti europei evitano il dollaro</i> .....	29
4. I mercati degli strumenti derivati .....	31
<i>I tagli dei tassi ufficiali USA continuano ad alimentare l'attività sul mercato monetario</i> .....	31
<i>Crescente favore del mercato per i nuovi contratti futures su tassi swap e azioni singole</i> .....	34
Riquadro: Recenti sviluppi nel comparto dei derivati azionari negoziati in borsa .....	36

## Sezioni monografiche

La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti .....	38
<i>Accantonamenti: punti critici e iniziative ufficiali</i> .....	39
<i>Uno schema semplificato</i> .....	44
Riquadro: Valutazione di crediti e accantonamenti: alcuni esempi .....	47
<i>Principali considerazioni e opzioni sul piano regolamentare</i> .....	48

Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan .....	52
<i>La crescita dei depositi taiwanesi in valuta estera</i> .....	52
<i>La risposta delle autorità</i> .....	54
<i>Spiegazioni</i> .....	55
<i>Conclusioni</i> .....	58
Riquadro: Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera di Taiwan: alcune evidenze empiriche .....	59
L'impiego del collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso .....	60
<i>Tendenze nell'uso del collaterale</i> .....	60
<i>Sfruttamento dei vantaggi del collaterale: il ruolo della gestione             del rischio</i> .....	62
<i>Effetti sistemici dell'uso del collaterale</i> .....	63
Riquadro: L'impiego di collaterale in periodi di stress .....	65
<i>Prospettive future</i> .....	67
 Sviluppi strutturali e normativi .....	 69
<i>Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie</i> .....	69
<i>Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari             e le loro infrastrutture</i> .....	72

## Allegato statistico

Elenco delle pubblicazioni recenti della BRI

## Convenzioni adottate in questa Rassegna

s	dato stimato
s.s., s.d.	scala sinistra, scala destra
trilione	mille miliardi
..	dato non disponibile
.	dato non applicabile
–	valore nullo o trascurabile
\$	dollaro USA se non diversamente specificato

Le discrepanze nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

## 1. Quadro generale degli sviluppi: gli investitori restano in attesa di un recupero dell'economia

L'inizio dell'estate 2001 ha visto svanire le speranze di una rapida ripresa economica globale. Come descritto nell'edizione di giugno 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, in primavera sui mercati finanziari si era fatto strada un cauto ottimismo, nella convinzione che l'allentamento monetario attuato dalle principali banche centrali dei paesi sviluppati avrebbe presto invertito il corso dell'economia mondiale. Tuttavia, in giugno e agli inizi di luglio i deludenti dati macroeconomici pubblicati in Giappone, in Europa e negli Stati Uniti, unitamente ad annunci di utili in regresso da parte di imprese europee e nordamericane, segnalavano che il rallentamento non soltanto proseguiva, ma si stava anche diffondendo. Gli indici azionari sono calati fortemente, annullando i precedenti guadagni e ampliando la correzione iniziata un anno prima.

Il generale deterioramento dei mercati azionari è stato aggravato in luglio da turbolenze sui mercati emergenti. Le notizie circa le difficoltà finanziarie di Argentina, Turchia e Polonia si sono ripercosse sui corsi azionari e valutari di numerose economie emergenti, sebbene molti siano stati anche i paesi che hanno potuto sottrarsi al contagio. Quest'ultimo ha cominciato a dissiparsi nell'arco di due settimane, non appena gli operatori sono tornati a differenziare il proprio giudizio sui vari paesi.

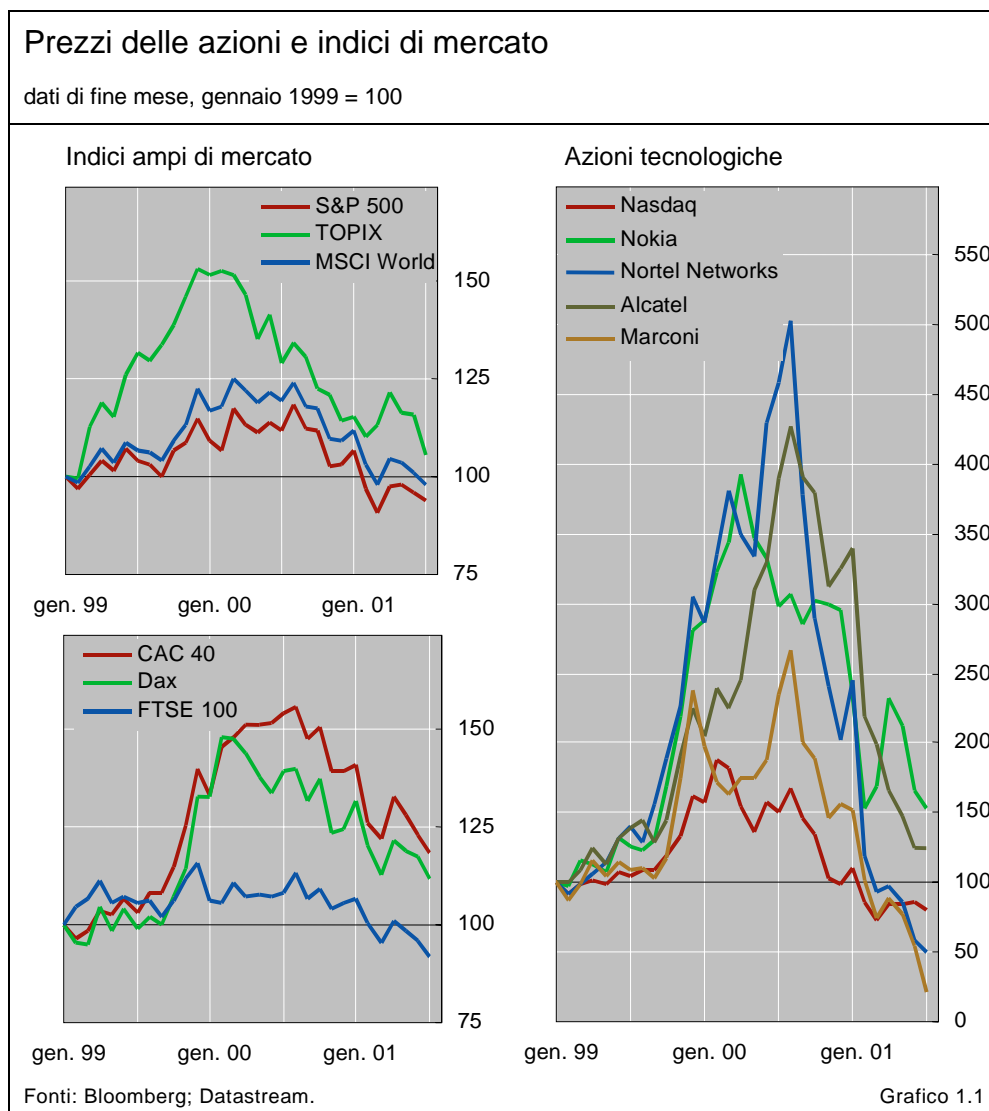
Nonostante le condizioni depresse dei mercati azionari globali, non vi sono praticamente stati segni di rarefazione del credito sui mercati internazionali del reddito fisso. Le curve dei rendimenti nelle principali economie hanno mantenuto la loro forte inclinazione positiva, segnalando una certa fiducia in una ripresa economica a breve termine. Malgrado le crescenti perdite per insolvenze, gli spreads creditizi si sono costantemente ristretti nella prima metà dell'anno, in quanto gli investitori hanno cercato di integrare i propri portafogli con obbligazioni private. Gli spreads si sono ridotti persino nel perturbato comparto delle telecomunicazioni. Nel mercato internazionale le società hanno continuato ad approfittare delle condizioni favorevoli emettendo prestiti a lungo termine nel secondo trimestre, anche se a un ritmo meno intenso che in precedenza. Al tempo stesso, grazie alla pronta offerta di crediti bancari, si è registrato un forte aumento degli annunci di nuovi prestiti

consorziali internazionali, che ha annullato il calo degli ultimi due trimestri. Molti mutuatari hanno però utilizzato i fondi raccolti per estinguere debiti in essere, specie obbligazioni a lunga e carta commerciale in scadenza, piuttosto che per investire in nuovi impianti e acquisizioni societarie.

### Di fronte alle ingenti cancellazioni di attività del settore tecnologico i mercati azionari guardano ai profitti

In aprile gli operatori di borsa hanno avuto motivo di rasserenarsi. Dopo i forti cali delle quotazioni tecnologiche in febbraio e marzo, nel mese successivo gli investitori hanno accolto con soddisfazione una serie di annunci relativamente incoraggianti sugli utili, in particolare la notizia che i profitti di Dell Computer sarebbero stati conformi alle ultime proiezioni. L'effetto positivo di tali annunci è stato rafforzato due settimane dopo da una riduzione del tasso ufficiale da parte della Federal Reserve decisa fra due riunioni ufficiali, il secondo taglio a sorpresa dopo quello di gennaio. Di conseguenza, l'indice Nasdaq Composite ha guadagnato il 15% in aprile (grafico 1.1). In Giappone l'elezione del nuovo

I dati sugli utili e i più bassi tassi d'interesse sostengono le quotazioni azionarie in aprile ...



Primo Ministro il 24 aprile ha ridato fiducia alla borsa di Tokyo, facendo salire il TOPIX del 6% nei giorni successivi (tabella 1.1).

In giugno, tuttavia, il clima di mercato è tornato a deteriorarsi allorché gli annunci di utili inferiori alle aspettative hanno vanificato le speranze di una rapida ripresa dell'economia. In questo caso, molte delle segnalazioni di rilievo riguardavano società non statunitensi. Lo shock iniziale è provenuto dal Canada agli inizi del mese con la notizia di perdite della Nortel Networks per \$17 miliardi; la borsa di Toronto è scesa dell'1,2% (tabella 1.1). È seguita una

Impatto di nuovi eventi sui mercati azionari				
marzo–agosto 2001				
Data	Evento	Indice più reattivo	Variazione cumulativa dei corsi (in %)	Numero giorni di variazione dei corsi
9 marzo	Occupazione non agricola maggiore del previsto	Nasdaq	- 11,6	2
21 marzo	Risultati indagine Ifo inferiori alle aspettative	Dax	- 7,0	2
5 aprile	Utili Dell conformi alle previsioni	Nasdaq	8,9	1
18 aprile	Taglio tasso ufficiale USA	Nasdaq	13,0	2
24 aprile	Koizumi eletto in Giappone	TOPIX	6,2	5
8 giugno	Nortel annuncia utili in regresso	TSE 300	- 1,2	2
2 luglio	Risultati indagine <i>Tankan</i> inferiori alle aspettative	TOPIX	- 1,1	1
2 luglio	FMI differisce prestito alla Turchia	National 100	- 23,8	4
5 luglio	Marconi annuncia utili in regresso	FTSE	- 3,8	5
6 luglio	Occupazione non agricola minore del previsto	Nasdaq	- 3,7	1
10 luglio	Asta titoli di Stato in Argentina	Merval	- 13,6	3
12 luglio	Annunci favorevoli su utili di Yahoo! e Microsoft	Nasdaq	5,7	2
14 agosto	Espansione dell'offerta di moneta decisa dalla Banca del Giappone	TOPIX	2,7	1

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Tabella 1.1

serie di segnalazioni negative, fra cui i deludenti risultati economici di primarie imprese tecnologiche europee, resi noti verso la fine di giugno. In qualche caso, questi annunci hanno avuto la tendenza a ripercuotersi in maniera abnorme sui mercati. Nel 2001 il maggior numero di proiezioni sugli utili delle società USA si è finora concentrato nelle ultime settimane di gennaio, aprile e

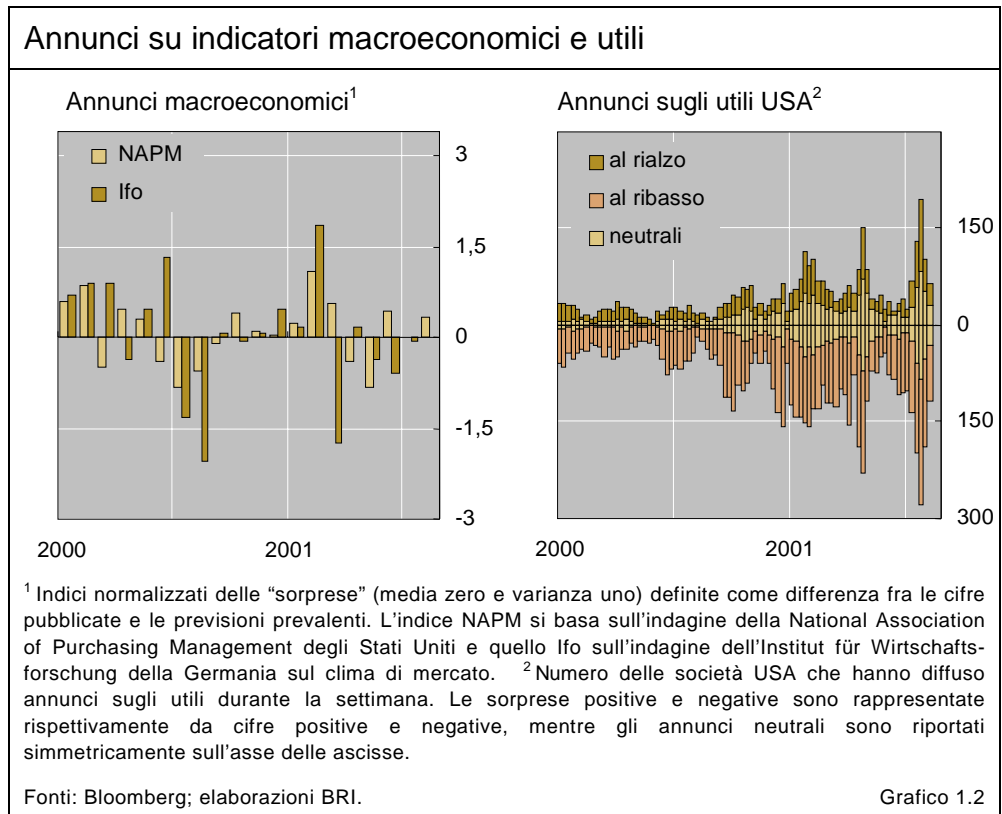
luglio (grafico 1.2). Purtroppo, l'indice S&P 500 è mediamente cresciuto in quelle settimane, mentre è calato in altre. Le società più importanti segnalano in genere le previsioni reddituali agli inizi del mese, e questi sono i periodi che hanno determinato la tendenza generale al cedimento dei corsi azionari.

Un aspetto di rilievo delle informazioni sugli utili societari è stato il ruolo preminente svolto dalle svalutazioni di cespiti patrimoniali nel settore tecnologico. Le cancellazioni più importanti hanno in genere riguardato le poste di avviamento iscritte a bilancio a fronte di società acquisite, ma non sono mancate rettifiche rilevanti anche in voci quali i crediti di fornitura e le rimanenze. Ad esempio, le perdite annunciate da Nortel Networks hanno tratto essenzialmente origine da svalutazioni dell'avviamento di aziende rilevate dall'impresa canadese, e quelle segnalate in luglio da JDS Uniphase – produttore nordamericano di componenti in fibra ottica – derivano da rettifiche per quasi \$45 miliardi nel valore delle sue acquisizioni.

Sui mercati europei e statunitensi hanno influito pesantemente anche gli annunci macroeconomici. Tuttavia, pure in questo caso i mercati sono parsi reagire principalmente in termini di implicazioni per i profitti societari piuttosto che per la politica monetaria, come già osservato nei mesi precedenti. Tale attenzione per l'andamento degli utili indica che, secondo gli investitori azionari, il ciclo di allentamenti monetari negli Stati Uniti era ampiamente concluso e che la congiuntura economica dell'Europa continentale presentava uno sfasamento rispetto a quella USA. Gli operatori si sono basati in particolare sul raffronto fra l'indice NAPM dell'industria manifatturiera USA e

... mentre in giugno le ingenti cancellazioni di attività spingono i mercati al ribasso

I mercati guardano alle implicazioni per gli utili degli annunci macroeconomici ...



l'indagine dell'istituto tedesco Ifo sul clima di mercato, da cui emergeva un ritardo di sei-sette mesi tra la posizione ciclica dell'area dell'euro e quella statunitense (grafico 1.2). Il rapporto USA sull'occupazione diffuso il 6 luglio rilevava un calo insolitamente ampio nei settori non agricoli. Sei o nove mesi prima, ciò avrebbe potuto determinare un rialzo dei corsi nell'aspettativa di un allentamento della politica monetaria. In questa occasione il Nasdaq Composite ha perso il 3,7%, dopo le indicazioni della Fed secondo cui il taglio di 25 punti base del tasso ufficiale deciso il 27 giugno non sarebbe stato probabilmente seguito da ulteriori riduzioni nel breve periodo.

... e, in Giappone, ai provvedimenti di politica economica

In misura maggiore rispetto all'Europa e agli Stati Uniti, il mercato giapponese ha continuato a reagire alle notizie macroeconomiche in termini di implicazioni per l'efficacia della politica fiscale e monetaria. Il 2 luglio l'indagine *Tankan* ha evidenziato un ulteriore indebolimento dell'economia, provocando in quella sola giornata un calo del TOPIX dell'1,1%. Il 14 agosto l'indice ha guadagnato il 2,7%, dopo che la Banca del Giappone aveva dichiarato di voler espandere l'offerta di moneta consentendo alle banche di aumentare le proprie riserve e acquistando maggiori quantitativi di titoli di Stato. Facendo seguito all'annuncio del nuovo governo di un contenimento dei disavanzi fiscali, con la sua manovra la banca centrale ha palesato l'intendimento di rafforzare ulteriormente l'azione monetaria a sostegno dell'economia. In breve tempo, tuttavia, le quotazioni azionarie nipponiche hanno ripreso ampiamente a flettere, poiché il mercato si è reso conto che il peggioramento delle prospettive globali avrebbe potuto ridurre i profitti anche delle imprese di esportazione relativamente solide.

## Temporanei fenomeni di contagio nei mercati emergenti

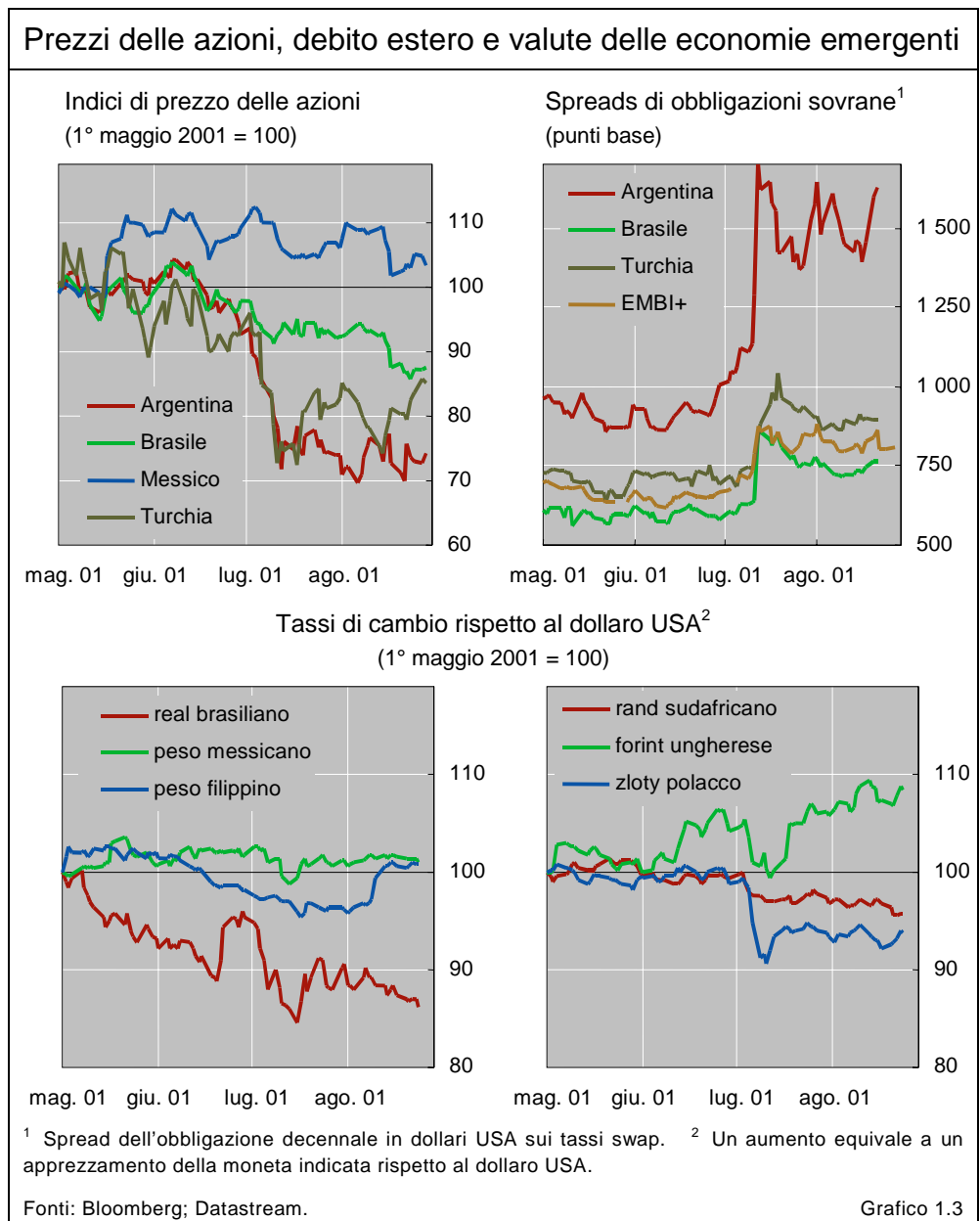
Le crisi in Turchia e Argentina agli inizi del 2001 ...

Gli sviluppi sfavorevoli in Argentina e Turchia avevano richiamato l'attenzione degli operatori fin dagli ultimi mesi del 2000. Nel febbraio scorso le autorità turche erano state costrette a svalutare la lira dopo le difficoltà di provvista incontrate da una banca locale e i segni di tensioni politiche che avevano suscitato timori circa la stabilità del sistema bancario, accelerando a loro volta la fuga di capitali. Poche settimane dopo, gli spreads sul debito sovrano dell'Argentina si erano raddoppiati rispetto ai livelli di febbraio, allorché il calo del gettito tributario e le dimissioni di due ministri finanziari succedutesi nello stesso arco di tempo avevano sollevato dubbi sulla capacità del governo di attuare le riforme fiscali. In entrambi i casi gli investitori non hanno reagito riducendo automaticamente la loro esposizione verso l'area emergente nel suo insieme, ma paiono aver operato un'attenta differenziazione fra paesi in termini di rischio sovrano. La crisi in Turchia era sembrata risolversi dopo che un programma di sostegno del FMI aveva consentito un margine di manovra per una ristrutturazione di più lungo periodo. In giugno anche le prospettive per l'Argentina apparivano incoraggianti, a seguito della riuscita operazione di conversione di quasi \$30 miliardi di debito in scadenza con titoli a più lungo termine.

... non si propagano ad altre economie emergenti

In luglio, tuttavia, questi due paesi sono stati oggetto di nuove pressioni, accentuate dall'insorgere di problemi in Polonia. Il 2 luglio un disaccordo sulla composizione di un nuovo consiglio esecutivo dell'azienda pubblica turca Telekom ha indotto il FMI a procrastinare l'erogazione dei fondi. Quattro giorni dopo gli operatori sono stati colti di sorpresa da una crisi del governo polacco, che ha rischiato di provocarne la caduta, originata da un disavanzo di bilancio inaspettatamente elevato. Il 10 del mese hanno aggravato la situazione le notizie provenienti dall'Argentina, dove l'asta dei titoli di Stato ha avuto un'accoglienza talmente fredda da costringere l'esecutivo ad accorciare la scadenza del nuovo debito e a innalzarne la remunerazione ai livelli della crisi russa del 1998.

In luglio emergono nuove pressioni ...





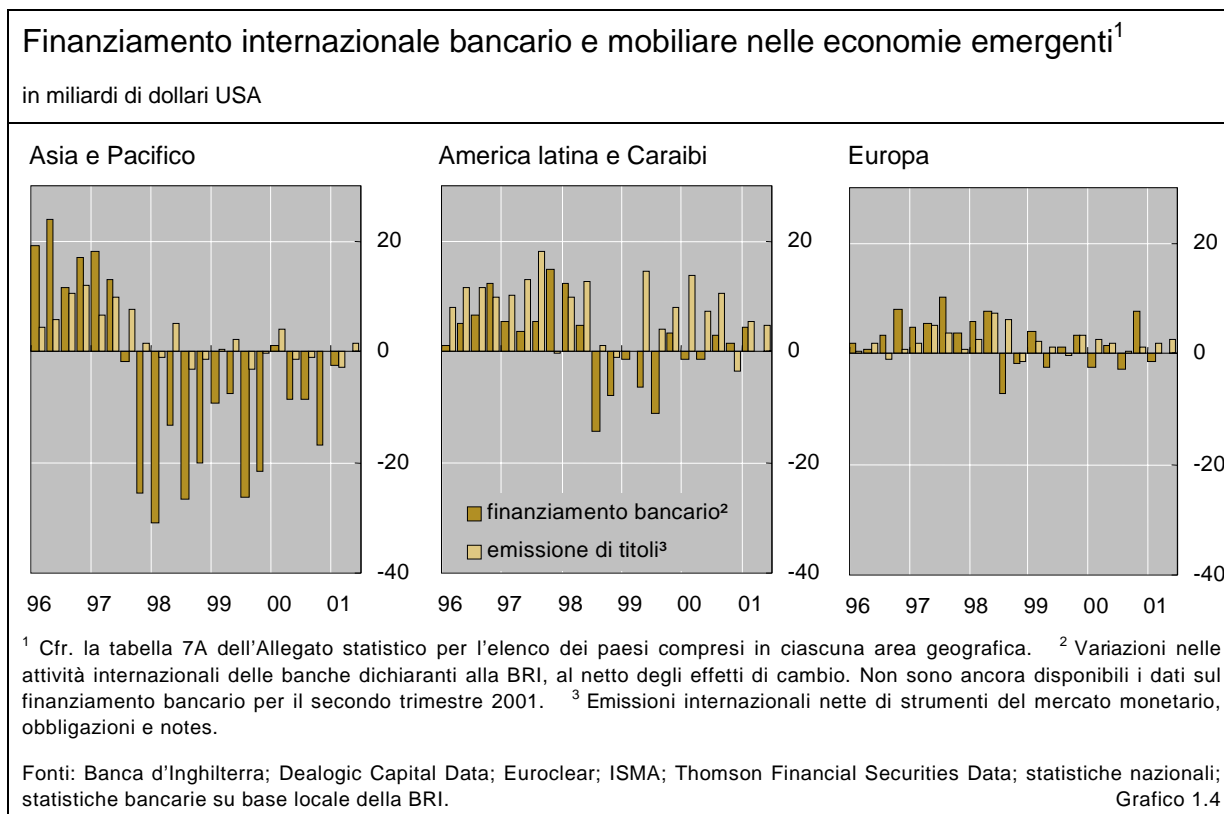
... e sono più evidenti gli effetti di contagio ...

Le spinte alla vendita hanno interessato un numero notevole di mercati emergenti, con effetti di contagio più pronunciati in luglio che agli inizi dell'anno. Le valute già sotto pressione, come la lira turca e il real brasiliano, si sono deprezzate bruscamente. Lo zloty polacco, che aveva mostrato in corso d'anno una delle performance migliori, ha perso il 4% contro il dollaro, verosimilmente perché gli speculatori hanno cominciato a liquidare operazioni di "carry trade" finanziate con prestiti in euro e in franchi svizzeri. Tuttavia, hanno iniziato a indebolirsi anche valute in precedenza risparmiate dalla crisi, come il peso messicano, il forint ungherese e il rand sudafricano (grafico 1.3). Una ragione all'origine del diffondersi delle turbolenze sembra essere stata la più accentuata avversione al rischio nei confronti dei mercati emergenti, specie dei paesi con problemi di debito interno. Nel caso del Sudafrica, l'impatto di questi timori è stato aggravato dall'impiego del rand come sostituto di altre divise africane. Nondimeno, le economie emergenti asiatiche di maggiore spicco sono rimaste generalmente immuni da questi effetti di propagazione.

... ancorché in misura limitata

Tuttavia, il contagio è stato contenuto in termini sia di entità sia di durata. Nel giro di pochi giorni gli investitori internazionali sono tornati a operare una cauta differenziazione fra i vari rischi sovrani. La composizione della controversia fra Turchia e FMI e l'approvazione di una più rigorosa legge finanziaria in Polonia hanno indotto un certo recupero dei prezzi delle attività nei mercati emergenti.

L'episodio di contagio è intervenuto dopo un periodo in cui i mutuatari dei paesi emergenti si erano nuovamente rivolti in misura significativa ai mercati



dei capitali. Molte importanti economie dell'area si erano astenute dal mutuare ingenti fondi sin dalla moratoria russa del 1998 (grafico 1.4). Nel secondo trimestre 2001 i paesi in via di sviluppo hanno emesso titoli di debito per \$10 miliardi. In un primo momento le turbolenze di luglio avevano fatto sembrare meno probabile la prosecuzione di questo ritorno ai mercati dei capitali. Tuttavia, in agosto sia il Messico che il Brasile hanno collocato con successo prestiti di elevato ammontare. L'accoglienza mostrata dagli investitori internazionali all'obbligazione trentennale messicana (\$1 miliardo) e all'emissione biennale brasiliana sul mercato samurai (¥200 miliardi), a così poca distanza dalle turbolenze di Argentina e Turchia, sono dunque indicative di una certa resilienza del mercato.

Ritorno al mercato di Messico e Brasile

## Il dollaro USA comincia a vacillare

Il dollaro USA è parso vacillare per la prima volta durante le crisi argentina e turca, perdendo il 2,7% contro l'euro al culmine delle crisi fra il 6 e l'11 luglio. Taluni operatori hanno attribuito questo calo alla liquidazione di "carry trades" comportanti esposizioni verso la Polonia. Benché i tassi a breve in euro fossero più alti di quelli in dollari, gli speculatori potrebbero aver scelto di indebitarsi in euro in virtù dell'elevata correlazione fra questa moneta e lo zloty polacco. La liquidazione di queste operazioni ha comportato la cessione di attività in zloty e l'acquisto di euro, determinando un rafforzamento della valuta europea e un iniziale cedimento del dollaro.

Un possibile fattore potrebbe essere la liquidazione di "carry trades" ...

Subito dopo, il dollaro ha cominciato a indebolirsi più diffusamente nei confronti di altre principali valute. Fra i massimi toccati nei primi giorni di luglio e il 20 agosto, esso ha ceduto il 9,1% all'euro e il 4,6% allo yen. Ciò rappresenta tuttavia solo una parziale inversione del precedente apprezzamento della moneta USA, i cui guadagni sull'euro e sullo yen dagli inizi del 1999 ammontano al 22,7 e al 7,1% rispettivamente. Nondimeno, sono emerse indicazioni secondo cui molti dei fattori che avevano contribuito alla forza del dollaro nel biennio precedente hanno cominciato a pesare in misura minore sulle valutazioni del mercato. La continua debolezza degli indicatori macroeconomici ha quindi spinto gli operatori a rivedere le proprie attese di un rapido ritorno a una fase espansiva negli Stati Uniti. Una revisione al ribasso delle precedenti stime di crescita della produttività li ha inoltre indotti a mettere in discussione l'opinione, in precedenza prevalente, secondo cui una volta superato l'attuale rallentamento la crescita del PIL sarebbe di nuovo stata significativamente più rapida negli Stati Uniti che non in altre economie sviluppate. Al protrarsi del ribasso degli indici di borsa, gli investitori al dettaglio e i dirigenti orientati alle acquisizioni societarie hanno cominciato a perdere interesse per i titoli azionari USA. L'attenzione si è quindi concentrata sulla sostenibilità dei flussi internazionali verso il settore delle obbligazioni private USA, ritenuti un fattore determinante della forza del dollaro nel primo semestre 2001. Anche le incertezze circa l'orientamento della politica valutaria potrebbero aver concorso al calo del dollaro in luglio.

... ma il successivo deprezzamento sembra causato soprattutto dalle prospettive economiche

## Nei mercati a reddito fisso prevale un clima di maggiore fiducia

La politica monetaria dà fiducia ai mercati a reddito fisso ...

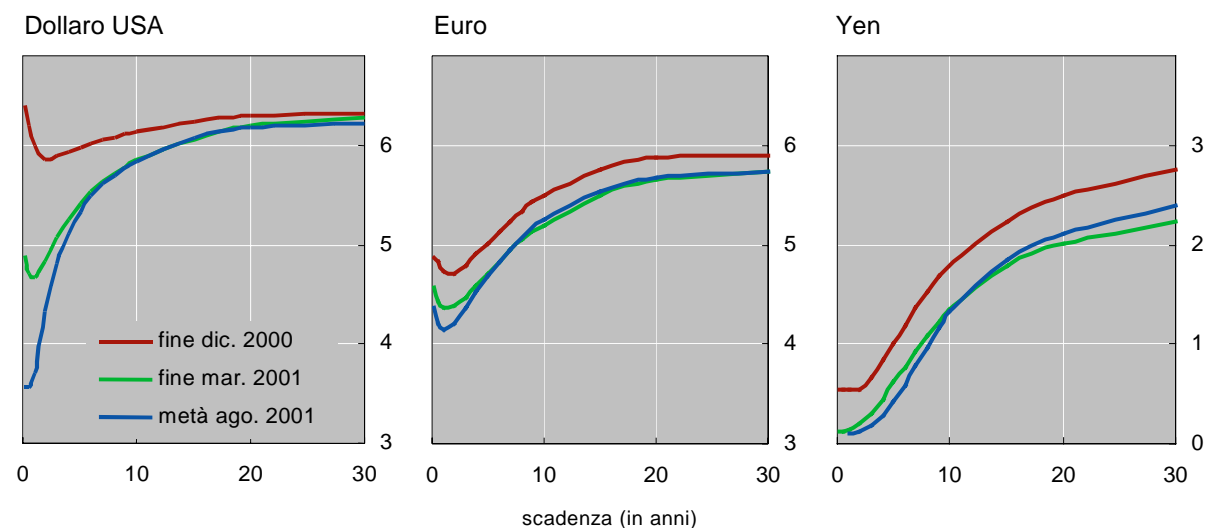
Il clima depresso nei mercati azionari e nelle economie emergenti contrasta con il cauto ottimismo sui mercati a reddito fisso. Nei primi sei mesi dell'anno la Riserva federale USA ha ridotto il suo tasso obiettivo di 275 punti base a più riprese, culminate con il taglio di 25 punti il 27 giugno. Anche la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno abbassato i loro tassi ufficiali. La Banca del Giappone, dopo aver annunciato in marzo una più aggressiva politica di "allentamento quantitativo", si è spinta oltre in agosto, dichiarando di voler intensificare gli acquisti di titoli di Stato e consentire un ulteriore aumento delle riserve bancarie. A estate inoltrata gli operatori dei mercati a reddito fisso tendevano a ritenere che le manovre di distensione monetaria sarebbero state sufficienti a impedire un ulteriore rallentamento nelle principali economie. Nondimeno, le previsioni circa il momento in cui la crescita economica avrebbe ripreso slancio continuavano a essere caratterizzate da grande incertezza.

... e la forte inclinazione delle curve dei rendimenti segnala un cauto ottimismo

Di riflesso a questo relativo ottimismo, le curve dei rendimenti degli swaps in dollari USA, euro e yen hanno in genere assunto una forte inclinazione positiva (grafico 1.5). Negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ciò ha rispecchiato le attese di un recupero relativamente rapido dell'economia, anche se i riferimenti a una possibile inversione a V si erano diradati. Nel primo semestre 2001 i segmenti a breve delle curve dei rendimenti in dollari e in euro hanno registrato una significativa inflessione, mentre in quelli a più lungo termine tale inflessione è stata lieve o nulla. La persistenza di elevati rendimenti a lunga è dovuta in parte a specifici fattori transitori, segnatamente una decelerazione

### Curve dei rendimenti di swaps su tassi d'interesse<sup>1</sup>

in percentuale



<sup>1</sup> Tassi Libor per scadenze a tre mesi, sei mesi e un anno.

Fonte: Bloomberg.

Grafico 1.5

del ritmo atteso di riduzione del debito USA. Anche i timori di un acuirsi dei rischi inflazionistici potrebbero aver contribuito a mantenere i tassi a lungo termine su livelli elevati. È nondimeno sorprendente il fatto che sia il taglio a sorpresa dei tassi ufficiali annunciato dalla Fed il 18 aprile sia la riduzione decisa dalla BCE il 10 maggio abbiano avuto il solo effetto di comprimere i rendimenti a breve in dollari e in euro senza ridurre quelli a lunga, accentuando in tal modo l'inclinazione delle curve. In Giappone, per converso, la più forte pendenza della curva è da ascrivere ai più alti rendimenti a lungo termine, dovuti forse alla previsione di un fabbisogno pubblico persistentemente elevato.

Tali dinamiche mettono in luce l'importante influsso della politica monetaria, insieme alla risposta attesa dell'economia nel medio periodo, sull'evoluzione recente delle curve dei rendimenti benchmark nelle principali economie. Questa accentuazione delle curve è rimasta più o meno invariata durante i mesi estivi persino in presenza di un peggioramento delle condizioni macroeconomiche correnti, a riprova di un perdurante atteggiamento di fiducia degli operatori nelle prospettive economiche sottostanti.

## Buona tenuta del mercato delle obbligazioni societarie

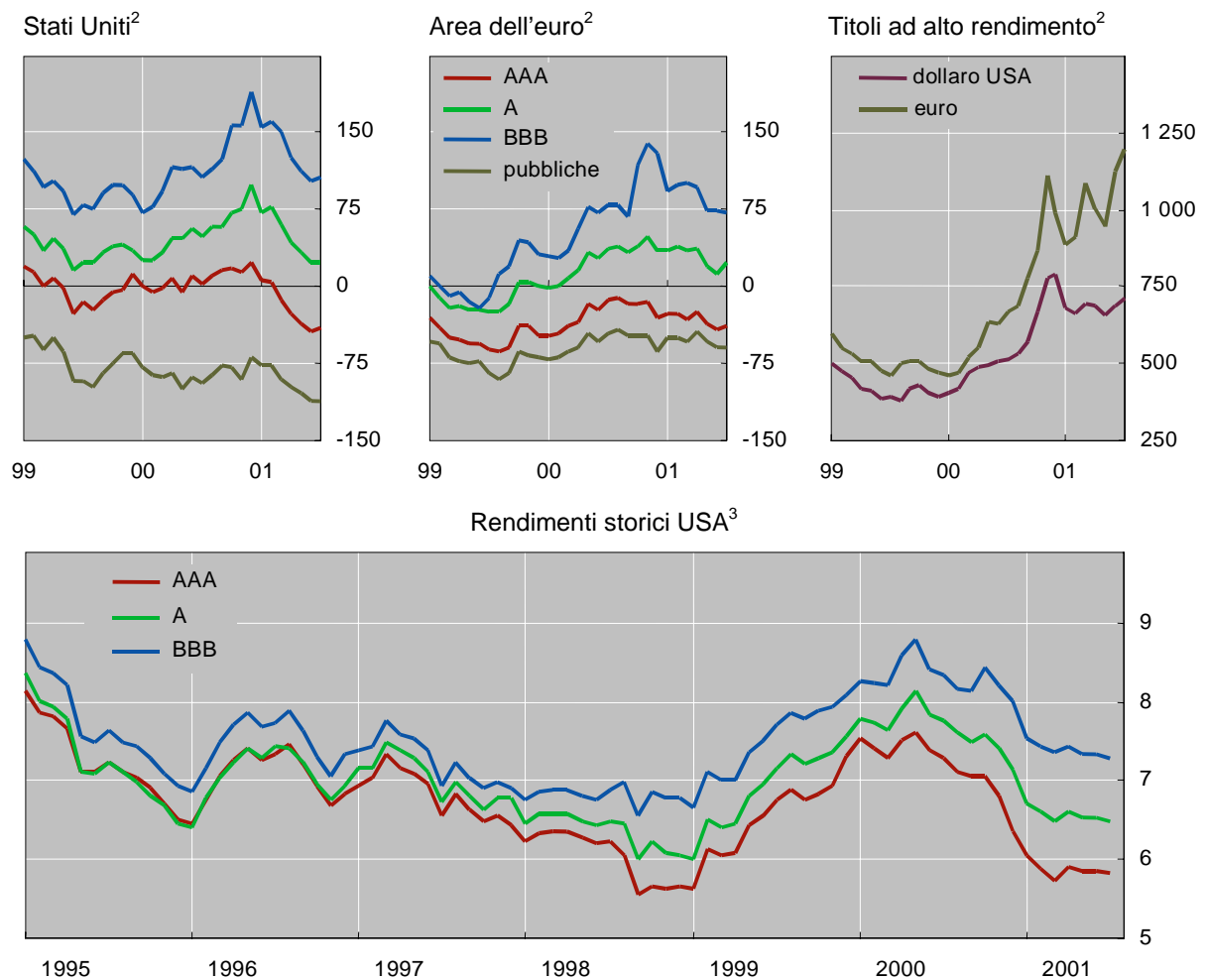
L'allentamento monetario attuato da Stati Uniti, Regno Unito, area dell'euro e Giappone sembra aver influito notevolmente sui corsi delle obbligazioni private. Nel primo semestre di quest'anno, mentre i forti rialzi del mercato azionario si sono rivelati transitori, gli spreads creditizi sulle obbligazioni di qualità bancaria si sono ristretti costantemente (grafico 1.6). Dagli inizi del 2001 a fine luglio gli spreads di rendimento fra obbligazioni di società con rating A e swaps sono scesi da 71 a 24 punti base per le denominazioni in dollari e da 35 a 23 punti per quelle in euro. Contrariamente al 2000, i differenziali delle obbligazioni del settore telecom sono calati in linea con quelli di altri emittenti per quasi tutto il primo semestre del corrente anno, sebbene gli investitori abbiano continuato a evitare talune emissioni del settore, in particolare quelle con quotazione pari o inferiore a BBB. I bassi livelli di rendimento degli strumenti a breve e la persistenza di mediocri guadagni di borsa sembrano aver indotto gli investitori a riconsiderare favorevolmente il rischio di credito societario, nonostante il loro scetticismo circa le prospettive degli utili delle imprese.

Gli spreads nel mercato della commercial paper (CP), aumentati notevolmente verso la fine del 2000 e nel primo trimestre 2001, sono anch'essi diminuiti gradualmente nel secondo trimestre e risultavano in pratica azzerati agli inizi di giugno. Le tensioni registrate al volgere dell'anno – che avevano rispecchiato i declassamenti e le insolvenze di imprese tecnologiche, enti di erogazione elettrica e società citate in giudizio per problemi causati dall'amianto – si sono in seguito riassorbite.

Costante  
restringimento degli  
spreads societari ...

## Spreads di obbligazioni private e pubbliche<sup>1</sup>

dati di fine mese



<sup>1</sup> Differenziali tra indici obbligazionari e tassi swap a 10 anni. <sup>2</sup> In punti base. <sup>3</sup> In percentuale.

Fonti: Bloomberg; Merrill Lynch; statistiche nazionali.

Grafico 1.6

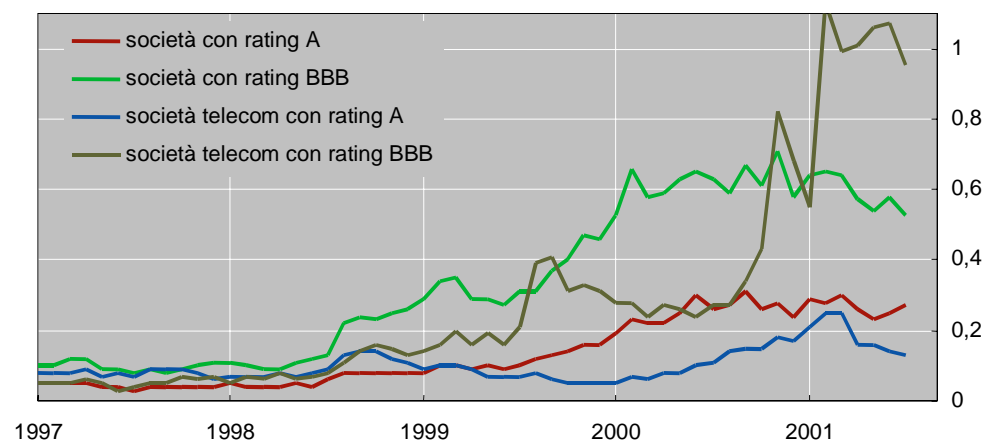
... malgrado l'alto rischio di insolvenza implicito nei prezzi azionari

Il diverso clima prevalente nei mercati obbligazionari e in quelli azionari è riscontrabile nelle misure del rischio di insolvenza basate sui dati di prezzo delle azioni delle singole società. Tali misure evidenziano cali trascurabili del rischio di insolvenza negli ultimi mesi (grafico 1.7), anche in presenza di un restringimento degli spreads creditizi. Questa diversità potrebbe rispecchiare le spiacevoli esperienze degli investitori azionari nell'ultimo anno, oltre che una profonda incertezza circa le prospettive reddituali di molte grandi società tecnologiche. Alcuni operatori telecom sembrano incontrare difficoltà nell'attuare i loro programmi di riduzione del debito mediante cessioni di attività.

Accettando minori spreads creditizi a lungo e a breve termine, gli investitori paiono aver anche integrato nelle loro aspettative un trend crescente dei tassi di insolvenza misurati. Moody's rileva che il 7,7% degli emittenti della

## Probabilità di insolvenza implicita<sup>1</sup>

in percentuale



<sup>1</sup> Probabilità mediana su un orizzonte temporale di un anno basata sulle frequenze attese di insolvenza calcolate da KMV. Le probabilità sono stimate in base alle equazioni di Robert Merton, che comprendono il corso dell'azione, la volatilità di quest'ultima e la leva finanziaria.

Fonte: KMV.

Grafico 1.7

categoria speculativa – che rappresentano il 9,4% in termini di volume in dollari – si è reso insolvente nei dodici mesi terminanti a fine giugno 2001. Entrambe le percentuali risultano raddoppiate rispetto alle medie annue del periodo 1995-2000, e per l'intero 2001 Moody's prevede un incremento a quasi il 10% del tasso riferito agli emittenti. Al tempo stesso, il numero di declassamenti all'interno di questa categoria è andato aumentando lentamente ma costantemente: fra luglio 2000 e giugno 2001 esso ha superato quello degli avanzamenti di oltre il 2%.

Le banche, analogamente agli investitori obbligazionari, hanno continuato a mostrarsi disponibili a sottoscrivere titoli societari. Dopo il calo del primo trimestre, i prestiti consorziali sono cresciuti nel secondo (cfr. il riquadro "Prestiti consorziali: ritorno dei mutuatari USA nel secondo trimestre" a pag. 24). Ciò fa seguito al forte incremento dei crediti internazionali a prenditori non bancari negli Stati Uniti e, in misura minore, in Europa nel primo trimestre, tanto più sorprendente se si considera il modesto numero di nuove operazioni annunciate sul mercato dei prestiti sindacati. Sembra che nel primo trimestre alcune società abbiano attinto a linee bancarie di credito accordate in precedenza, rifinanziando poi queste passività con obbligazioni a lungo termine e con nuovi prestiti consorziali nel secondo. Si è inoltre registrato un aumento dei crediti interbancari, presumibilmente connesso con il finanziamento delle disponibilità in obbligazioni societarie nei portafogli degli intermediari, in considerazione della maggiore domanda di titoli a lungo termine da parte degli investitori (Sezione 2).

I prenditori del settore privato hanno approfittato delle favorevoli condizioni nei mercati delle obbligazioni societarie e dei prestiti consorziali. Data la corsa degli investitori all'acquisto di obbligazioni private, le imprese hanno collocato un ammontare senza precedenti di titoli a lungo termine sui

Perdurante  
disponibilità delle  
banche a erogare  
credito ...

mercati internazionali nel primo semestre dell'anno. Le emissioni lorde di obbligazioni e notes internazionali da parte di società non finanziarie sono salite alla cifra record di \$156 miliardi nel secondo trimestre 2001, con un leggero incremento rispetto al trimestre precedente. Nel periodo sotto rassegna, e fino a luglio inoltrato, sono aumentate in misura particolarmente marcata le emissioni in yen, grazie ai perduranti bassi costi di finanziamento in tale valuta. Alcuni mutuatari, che al volgere dell'anno avevano visto ridotto il loro accesso ai mercati della CP priva di garanzia, sono stati in grado di reperire fondi attraverso strutture garantite da attività. Persino nel mercato delle obbligazioni ad alto rendimento ("junk bonds"), dove gli spreads creditizi erano alti e volatili, le emissioni societarie sono state sostenute. Nella prima metà dell'anno sono stati emessi sul mercato interno USA circa \$50 miliardi di titoli di questo tipo, contro i \$48 miliardi dell'intero 2000.

Se il vigore delle emissioni *lorde* ha rispecchiato la ricettività del mercato, la contrazione in termini *netti* indica che il rallentamento economico mondiale ha cominciato a frenare la domanda di finanziamento. I collocamenti netti del settore non finanziario sono calati lievemente per effetto di un aumento dei rimborsi; i mutuatari societari, infatti, hanno spesso impiegato il ricavato delle loro emissioni per rimborsare passività a lungo termine e carta commerciale in scadenza (Sezione 3). Malgrado l'incremento dei prestiti consorziali nel secondo trimestre, le emissioni nette delle istituzioni finanziarie hanno segnato una forte contrazione; ciò indica che le banche, pur non rinunciando a erogare credito al settore societario, non hanno intravisto opportunità di impiego sufficientemente ampie da giustificare una significativa espansione dei loro bilanci.

... ma carenti  
opportunità di  
impiego

## 2. Il mercato bancario internazionale

Durante il primo trimestre 2001 l'attività sul mercato bancario internazionale ha registrato livelli record. Le statistiche su base locale indicano che le posizioni creditorie sull'estero delle banche nell'area dichiarante sono aumentate di \$704,3 miliardi, superando di gran lunga il precedente massimo del primo trimestre 2000<sup>1</sup>. Questi flussi sono stati amplificati dall'attività interbancaria, che ha riconvolgiato un volume senza precedenti (\$183,3 miliardi) di fondi internazionali al settore non bancario. La maggior parte dei crediti è affluita a soggetti non bancari negli Stati Uniti. In Europa<sup>2</sup> i flussi internazionali verso tale settore sono stati alimentati da acquisti di titoli di Stato e nei centri offshore dall'attività degli hedge funds.

Le economie emergenti nel loro insieme non hanno tratto beneficio da questa espansione dell'attività bancaria internazionale. I nuovi crediti a Messico, Corea, Brasile ed Europa orientale nel primo trimestre sono stati più che compensati da riduzioni delle attività verso Argentina, Turchia e le economie dell'Asia orientale e del Medio Oriente. Questa flessione, in aggiunta a continui afflussi di depositi dall'Asia e dai paesi esportatori di petrolio, ha determinato per l'ottavo trimestre consecutivo deflussi netti dalle economie emergenti alle banche nell'area dichiarante.

### L'attività interbancaria raggiunge un massimo storico

Il primo trimestre 2001 è stato il più attivo mai registrato finora sul mercato interbancario internazionale. I crediti a banche nei paesi sviluppati hanno totalizzato \$387,6 miliardi, con un aumento del 70% rispetto al quarto trimestre 2000, che aveva già segnato un periodo eccezionalmente intenso per il

I finanziamenti in dollari ed euro alimentano i flussi interbancari

---

<sup>1</sup> 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 trimestrali. Questi dati differiscono per alcuni importanti aspetti dalle statistiche BRI su base consolidata. Per un'illustrazione delle differenze, cfr. "Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics" nell'Allegato statistico. Le statistiche consolidate per il primo trimestre 2001 sono state pubblicate in un comunicato stampa della BRI del 30 luglio 2001 e sono riportate nella tabella 9 dell'Allegato statistico.

<sup>2</sup> Le serie storiche per l'area dell'euro sono state rettifiche al fine di includere la Grecia, entrata nell'Unione monetaria europea il 1° gennaio 2001. La Grecia non è un paese dichiarante.



mercato interbancario (tabella 2.1). Il segmento del dollaro USA è rimasto molto attivo, ma flussi ancor maggiori si sono osservati in quello dell'euro. Grazie soprattutto a questa intensa attività interbancaria, all'euro va ascritto il 51% dell'aumento totale delle posizioni creditorie in valuta delle banche nell'area dichiarante, rispetto al 20% del quarto trimestre dello scorso anno (tabella 2.2).

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				2001	Stock a fine marzo 2001	
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Totale attività	276,1	1 175,6	445,0	118,5	217,0	395,0	704,3	11 177,4
Crediti interbancari <sup>1</sup>	-222,6	648,8	285,2	- 23,0	96,8	289,8	405,5	6 379,2
Crediti a operatori non bancari	103,3	66,0	26,5	- 0,3	21,3	18,4	183,3	2 228,5
Titoli <sup>2</sup>	395,5	460,8	133,3	141,8	98,9	86,8	115,5	2 569,7
Verso paesi sviluppati	467,4	1 117,7	486,0	117,6	184,9	329,1	640,1	8 743,3
di cui: intra-euro <sup>3</sup>	266,6	152,9	110,8	- 11,8	27,5	26,5	130,5	1 668,9
Crediti interbancari <sup>1</sup>	24,8	662,0	337,6	8,7	88,7	227,1	387,6	5 086,2
Crediti a operatori non bancari	113,5	78,7	41,5	- 12,8	26,9	23,1	159,5	1 520,1
Titoli <sup>2</sup>	329,0	376,9	107,0	121,7	69,3	78,9	93,0	2 137,0
Verso centri offshore	-102,3	49,6	- 49,9	6,1	26,9	66,6	48,8	1 272,6
Crediti interbancari <sup>1</sup>	-139,2	- 18,9	- 63,3	- 17,3	13,1	48,7	21,9	843,7
Crediti a operatori non bancari	9,4	18,8	- 0,9	13,0	- 2,0	8,7	17,4	259,4
Titoli <sup>2</sup>	27,5	49,7	14,3	10,4	15,8	9,2	9,4	169,5
Verso economie emergenti	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4
Crediti interbancari <sup>1</sup>	- 58,5	- 10,0	5,6	- 10,1	- 8,9	3,5	- 8,5	324,5
Crediti a operatori non bancari	- 16,6	- 27,8	- 16,2	0,2	- 1,3	- 10,6	4,5	398,9
Titoli <sup>2</sup>	6,1	24,9	11,4	6,3	6,1	1,2	2,1	154,1
Attività non classificate	- 20,1	21,2	8,1	- 1,5	9,4	5,3	17,3	284,1
<i>Per memoria:</i>								
<i>prestiti consorziali<sup>4</sup></i>	1 025,9	1 464,9	261,8	373,9	424,3	404,9	271,8	

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

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

L'attività interbancaria convoglia fondi dalle banche USA a quelle europee

Le banche negli Stati Uniti sono state la principale fonte di finanziamento internazionale in dollari durante il primo trimestre. La domanda estera di tale moneta per acquisti di titoli statunitensi ha contribuito a un incremento insolitamente elevato (\$70,3 miliardi) dei crediti in dollari delle istituzioni USA a banche all'estero. Due terzi di tali prestiti sono stati accordati a banche in

## Scomposizione per valute del credito internazionale delle banche dichiaranti alla BRI<sup>1</sup>

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

	1999	2000				2001	Stock a fine marzo 2001	
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Totale attività	333,4	1 372,1	573,5	148,0	230,6	420,0	834,8	12 698,8
<i>di cui: sull'interno</i> <sup>2</sup>	57,3	196,5	128,4	29,5	13,6	25,0	130,5	1 521,4
Dollaro USA	32,6	522,1	151,7	74,3	105,7	190,4	298,1	5 360,8
Euro	464,6	516,7	301,4	55,1	74,6	85,6	427,0	3 482,6
<i>di cui: intra-euro</i> <sup>3</sup>	295,4	140,5	106,6	- 8,4	20,4	21,8	112,3	1 357,3
Yen	-207,0	105,3	29,6	30,4	- 10,0	55,3	- 1,4	884,5
Sterlina	13,5	88,6	60,6	6,1	17,2	4,7	66,3	566,9
Franco svizzero	37,7	8,8	34,4	-29,2	8,9	- 5,2	14,3	321,2
Altre e non classificate	- 8,0	130,5	- 4,2	11,2	34,3	89,2	30,5	2 082,7

<sup>1</sup> Attività internazionali in tutte le valute e attività sull'interno in valuta estera. <sup>2</sup> Per una scomposizione in base alle valute si veda la tabella 5D dell'Allegato statistico. <sup>3</sup> Attività internazionali denominate in euro delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa.

Fonte: statistiche bancarie su base locale della BRI.

Tabella 2.2

Europa, principalmente nel Regno Unito, in Svizzera e in Germania. La parte restante è stata per lo più convogliata verso proprie dipendenze nei Caraibi.

Nel segmento dell'euro del mercato interbancario internazionale l'attività si è concentrata nel Regno Unito. Dati gli sforzi delle banche tesi a soddisfare la domanda di finanziamento interno di mutuatari nell'area dell'euro, nel primo trimestre il credito internazionale nella valuta europea a favore di banche dichiaranti è salito a \$246 miliardi. Solo un quinto dei crediti interbancari è stato originato all'interno dell'area dell'euro, mentre poco più della metà va ascritta ai flussi creditizi tra il Regno Unito e quest'area.

Gli ingenti movimenti di fondi tra Londra e l'area dell'euro nel primo trimestre rispecchiano la preminenza di questo centro finanziario nell'attività interbancaria internazionale in euro. Di fatto, l'importanza della piazza londinese è aumentata dall'avvio dell'unione monetaria, e la sua quota sulle attività interbancarie internazionali in euro è salita dal 21 al 25% tra il primo trimestre 1999 e il primo trimestre 2001. Anche la Svizzera è un importante centro del mercato interbancario in euro, con una operatività internazionale in tale valuta superiore a quella di tutti i paesi dell'area dell'euro tranne che in tre casi. Risulta invece modesta la quota delle banche negli Stati Uniti e in Giappone; è probabile che esse contabilizzino le transazioni nella moneta europea attraverso le loro dipendenze a Londra o in altri centri bancari internazionali. Il ruolo dei centri offshore nell'intermediare flussi in euro a banche è insignificante rispetto a quello da essi svolto sul mercato interbancario in dollari. Mentre le passività in tale valuta delle banche internazionali verso i centri offshore (principalmente proprie succursali) superano \$800 miliardi, quelle in euro si ragguagliano a circa \$100 miliardi (tabella 2.3).

Preminenza delle banche di Londra nell'attività creditizia in euro

Posizioni interbancarie internazionali in euro			
consistenze in essere di attività in euro verso banche, in miliardi di dollari USA			
Paese dichiarante	1° trim. 1999	1° trim. 2000	1° trim. 2001
Totale banche dichiaranti alla BRI <sup>1</sup>	1 708,0	1 807,7	2 017,3
Area dell'euro <sup>2</sup>	1 152,6	1 175,8	1 267,0
Germania	336,3	334,9	394,0
Francia	245,3	219,4	236,3
Lussemburgo	154,5	173,8	174,5
Paesi Bassi	96,7	93,6	108,8
Italia	99,4	88,9	95,3
Regno Unito	364,4	394,3	497,3
Svizzera	133,4	162,2	142,0
Centri offshore <sup>3</sup>	72,3	77,0	112,6
Giappone	22,0	30,9	52,2
Per memoria: Stati Uniti <sup>4</sup>	80,6	63,6	71,1

<sup>1</sup> Include solo i paesi che segnalano una scomposizione per valute. <sup>2</sup> Esclusa la Grecia, che non è un paese dichiarante. <sup>3</sup> I dati si riferiscono alle passività delle banche dichiaranti alla BRI verso i centri offshore, le quali dovrebbero essere equivalenti alle attività denominate in euro dei centri offshore verso banche nell'area dichiarante che segnalano una scomposizione per valute. <sup>4</sup> Crediti internazionali delle banche negli Stati Uniti in tutte le valute escluso il dollaro USA. Gli Stati Uniti non segnalano una scomposizione per valute delle attività in valuta estera e dichiarano soltanto i prestiti, e non le disponibilità in titoli.

Fonte: statistiche bancarie su base locale della BRI. Tabella 2.3

## Forte aumento dei flussi al settore non bancario statunitense

Flussi creditizi  
incanalati verso  
mutuatari USA

I fondi in dollari resi disponibili attraverso il mercato interbancario hanno determinato un aumento eccezionalmente elevato delle posizioni creditorie sull'estero delle banche nei confronti di mutuatari non bancari negli Stati Uniti. I flussi verso tale settore hanno totalizzato \$124,1 miliardi, importo leggermente superiore a quello per l'intero 2000 e più che doppio rispetto al precedente massimo del terzo trimestre 1997. Le statistiche consolidate sull'attività bancaria indicano che praticamente la totalità dei flussi è confluita al settore privato non bancario, e non a mutuatari del settore pubblico.

Il finanziamento  
internazionale  
compensa il calo  
degli impieghi  
sull'interno

Sorprendentemente, quasi il 90% dei flussi verso soggetti non bancari ha assunto la forma di prestiti anziché di acquisti di titoli. Nell'edizione di giugno 2001 della *Rassegna trimestrale BRI* parte del forte aumento delle emissioni societarie nel primo trimestre 2001 era stata attribuita al rimborso di prestiti bancari. Ciò è coerente con l'andamento dell'attività creditizia sul mercato bancario interno: i dati sulle transazioni finanziarie USA mostrano che nel primo trimestre le banche negli Stati Uniti hanno ridotto gli impieghi sull'interno. Per contro, dalle statistiche bancarie su base locale appare che il finanziamento *internazionale* a mutuatari non bancari negli Stati Uniti si è accelerato.

Il forte aumento del credito internazionale indica che, oltre ad aver fatto ritorno ai mercati obbligazionari nel primo trimestre, il settore societario ha attinto alle proprie linee creditizie presso le banche commerciali in misura ancor maggiore che nel quarto trimestre 2000. Si sono avvalsi delle linee di

appoggio soprattutto i mutuatari con difficoltà di accesso al mercato della CP. Ad esempio, nel primo trimestre sono stati allestiti prestiti consorziali per un totale di \$6,5 miliardi in favore di Lucent Technologies per consentire a questa società di rispettare i propri impegni dopo aver perduto l'accesso al mercato della CP. Molte di queste linee creditizie di appoggio sono finanziate da consorzi di banche internazionali, e pertanto l'utilizzo dei fondi è destinato ad avere un impatto maggiore sull'attività del mercato bancario internazionale piuttosto che sui mercati interni.

Gli acquisti indiretti di titoli USA delle banche internazionali tramite loro affiliate locali contribuiscono altresì a spiegare perché il finanziamento internazionale al settore non bancario USA sia aumentato fortemente, anche quando è rallentato il credito interno. Gli acquisti diretti da parte delle banche internazionali di titoli emessi da residenti statunitensi (banche e non banche) sono ammontati a soli \$22,8 miliardi nel primo trimestre, molto meno che nel 2000. Questo modesto importo è sorprendente se si considerano il fortissimo aumento delle emissioni nel mercato USA delle obbligazioni societarie nel primo trimestre e il livello record di acquisti esteri di titoli statunitensi segnalato dal Tesoro USA (che sono in genere rispecchiati nelle statistiche bancarie su base locale, mentre ciò non è avvenuto nel primo trimestre)<sup>3</sup>. Parrebbe che le banche nell'area dichiarante abbiano concesso crediti a proprie società affiliate di intermediazione mobiliare negli Stati Uniti per finanziare i loro acquisti di obbligazioni societarie e di altri titoli statunitensi.

Le banche nel Regno Unito sono state la principale fonte dei flussi verso soggetti non bancari negli Stati Uniti, con crediti per \$70,8 miliardi. Tuttavia, dalle statistiche consolidate sull'attività bancaria appare che le istituzioni con sede centrale in Germania, Giappone e Svizzera siano all'origine della maggior parte della crescita delle attività verso residenti USA. I dati locali indicano che queste banche hanno fornito fondi agli Stati Uniti tramite sia le proprie succursali a Londra che le proprie case madri.

Acquisti di titoli USA da parte di affiliate bancarie?

## Le banche in Europa si concentrano sugli acquisti di titoli

Anche in Europa i flussi internazionali da istituzioni all'interno dell'area dichiarante verso soggetti non bancari si sono accelerati nel primo trimestre. Le attività verso residenti non bancari nell'area dell'euro sono aumentate di \$53,5 miliardi e quelle verso i loro omologhi britannici di ulteriori \$38,7 miliardi. Sono questi tra i più ampi afflussi al settore non bancario europeo finora registrati. Diversamente dalla crescita nelle posizioni creditorie verso operatori non bancari USA, l'aumento in Europa si è concentrato nel settore pubblico. Inoltre, gran parte di questa attività ha trovato origine all'interno dell'area dell'euro; i flussi dal resto del mondo verso il settore non bancario dell'Unione europea sono rimasti pressoché invariati a \$16,4 miliardi.

Ampi afflussi al settore pubblico dell'area dell'euro

<sup>3</sup> Il sistema di segnalazione sui movimenti di capitali internazionali del Tesoro USA riporta che gli acquisti netti di titoli USA a lungo termine da parte di non residenti sono stati pari a \$156,7 miliardi nel primo trimestre. Nel 2000 essi erano ammontati a \$456,3 miliardi.

Quasi tutti i fondi internazionali affluiti nel primo trimestre a soggetti non bancari nel Regno Unito hanno assunto la forma di prestiti. Particolarmente sostenuto è risultato il finanziamento in euro accordato dalle banche di questa area monetaria. Esso va ricollegato in buona parte alla forte crescita delle emissioni in euro sul mercato internazionale dei titoli di debito nel trimestre in esame. Le banche dell'area paiono aver convogliato fondi verso le proprie affiliate mobiliari a Londra, che hanno quindi incrementato i propri portafogli titoli<sup>4</sup>.

Gli acquisti di titoli di Stato alimentano gran parte dell'attività

Le banche dichiaranti hanno utilizzato i fondi resi disponibili attraverso il mercato interbancario internazionale in euro per intensificare gli acquisti di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. La maggior parte degli acquisti internazionali delle banche pare essere stata rappresentata da titoli di Stato. I governi tedesco e italiano hanno collocato ingenti emissioni nel primo trimestre, acquisite in parte da banche, principalmente dell'area dell'euro. Le statistiche della BCE, che coprono sia l'attività bancaria interna sia quella internazionale all'interno dell'area, mostrano che le banche di quest'area hanno altresì acquistato un elevato ammontare di titoli emessi localmente da società e da altre istituzioni non finanziarie.

### L'attività degli hedge funds incrementa i flussi al settore non bancario nei centri offshore

Flussi creditizi diretti alle Isole Cayman

Nel primo trimestre si è assistito a una forte domanda di credito bancario da parte di mutuatari non bancari nei centri offshore. Le attività internazionali hanno registrato un incremento di \$24,1 miliardi, per lo più sotto forma di prestiti. Tre quarti di tali flussi erano diretti a soggetti non bancari nelle Isole Cayman, tra cui hedge funds. Le istituzioni creditizie nel Regno Unito hanno fornito poco meno della metà dei fondi, e la parte restante è provenuta da banche negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone.

Le operazioni pct con hedge funds e fondi comuni internazionali sono state in parte all'origine della crescita delle attività verso operatori non bancari. Numerosi hedge funds e diversi fondi comuni sono domiciliati nelle Isole Cayman e in altri centri offshore. In genere, l'utilizzo della leva finanziaria da parte dei fondi comuni è limitato, mentre gli hedge funds ricorrono spesso a operazioni pct per raggiungere il livello di leva desiderato. Nel primo trimestre 2001 gli hedge funds risultano aver beneficiato di ingenti afflussi di capitale

---

<sup>4</sup> Nelle statistiche bancarie su base locale le società affiliate di intermediazione mobiliare sono classificate come soggetti non bancari. Nelle statistiche su base consolidata, le attività di tali affiliate sono contabilizzate insieme a quelle della casa madre. Ciò può comportare discrepanze significative tra le due serie statistiche.

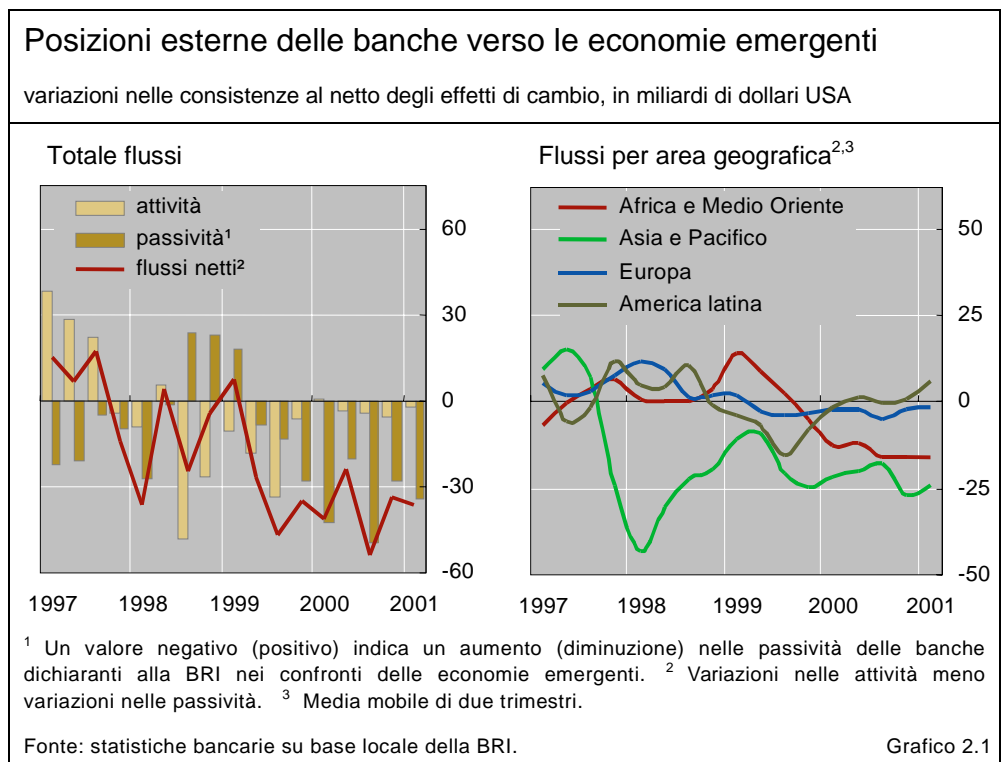
azionario<sup>5</sup>. Ciò potrebbe a sua volta avere indotto un loro maggior indebitamento presso le banche nell'area dichiarante<sup>6</sup>.

Il credito in yen è stato parimenti un fattore che ha contribuito all'aumento. Le attività in questa moneta verso soggetti non bancari nei centri offshore sono cresciute di \$6,3 miliardi nel primo trimestre. Le banche in Giappone hanno concesso fondi a società veicolo nelle Isole Cayman per acquistare e cartolarizzare prestiti in yen.

### Atteggiamento differenziato delle banche nei confronti delle economie emergenti

Contrariamente agli ingenti prestiti affluiti a mutuatari non bancari nei paesi sviluppati e nei centri offshore nel trimestre in esame, le banche dell'area dichiarante hanno continuato a ridurre le proprie attività verso le economie emergenti. Purtuttavia, malgrado il deteriorarsi delle condizioni in alcune di queste economie, la contrazione delle attività è stata relativamente modesta (\$1,9 miliardi). Anche se i nuovi prestiti sono stati contenuti, non sono emersi segnali di un ritiro su ampia scala delle banche internazionali (grafico 2.1 e tabella 2.4). Quantomeno nel primo trimestre, le banche paiono aver operato

Le banche operano distinzioni pur continuando a ridurre le attività verso i mercati emergenti



<sup>5</sup> Secondo la TASS Research, i flussi netti di attività verso gli hedge funds sono ammontati a \$6,9 miliardi nel primo trimestre 2001, rispetto a \$8 miliardi durante tutto il 2000.

<sup>6</sup> Per una trattazione dell'attività degli hedge funds nei centri offshore, cfr. l'articolo di Liz Dixon, "Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system", nell'edizione di giugno 2001 della *Financial Stability Review* della Banca d'Inghilterra.

una distinzione tra i paesi sulla base della qualità creditizia percepita, disimpegnandosi nei confronti di quelli alle prese con problemi specifici, ma continuando a finanziare le economie con prospettive favorevoli.

Le banche si disimpegnano dalla Turchia ...

I flussi bancari verso la Turchia hanno subito una brusca inversione nel primo trimestre 2001, in seguito all'emergere di tensioni nel sistema bancario e alla fluttuazione della moneta. Dopo aver beneficiato del più ampio aumento del credito internazionale tra tutte le economie emergenti nel 2000, la Turchia ha fatto segnare la contrazione maggiore (\$2,3 miliardi). Gran parte del calo è intervenuta nelle posizioni creditorie internazionali verso il settore bancario, poiché soltanto le banche di rango più elevato hanno mantenuto l'accesso al mercato internazionale dei prestiti consorziali nel primo trimestre. È probabile che le attività internazionali verso la Turchia siano ulteriormente calate nel

Posizioni esterne delle banche verso le economie emergenti								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA								
	1999	2000				2001	Stock a fine marzo 2001	
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.		1° trim.
Totale attività	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4
Africa e Medio Oriente	0,2	- 7,9	- 6,3	- 1,0	- 1,6	1,0	- 5,4	142,9
Arabia Saudita	2,0	0,0	- 1,2	- 0,1	0,0	1,3	- 1,9	23,9
Asia e Pacifico	- 61,8	- 29,3	3,0	- 7,3	- 6,7	- 18,3	- 1,2	275,2
Cina continentale	- 17,1	- 5,4	0,1	- 3,4	- 1,7	- 0,5	- 1,7	56,5
Taiwan, Cina	- 3,3	- 4,2	1,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	14,5
Europa	8,9	10,8	- 0,4	2,6	0,2	8,4	0,2	167,8
Russia	- 6,5	- 6,6	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	- 1,2	33,9
Turchia	5,8	11,2	2,7	2,7	2,5	3,4	- 2,3	46,0
America latina	- 16,2	13,6	4,6	2,1	3,9	3,0	4,5	291,5
Argentina	0,6	1,2	- 1,2	- 0,1	2,3	0,2	- 2,2	44,5
Brasile	- 8,9	9,5	1,5	0,2	3,2	4,6	2,8	97,4
Totale passività <sup>1</sup>	32,1	140,5	42,3	20,5	49,8	27,9	34,4	1 065,6
Africa e Medio Oriente	- 7,1	46,7	7,6	8,4	20,8	9,9	17,1	327,4
Arabia Saudita	- 17,9	10,8	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	4,5	64,0
Asia e Pacifico	4,9	64,9	26,6	9,5	12,0	16,7	11,4	364,5
Cina continentale	- 3,9	35,7	12,0	10,4	5,1	8,1	0,4	101,3
Taiwan, Cina	7,5	19,2	0,0	0,6	6,1	12,5	3,3	66,7
Europa	20,5	19,4	1,9	4,7	7,7	5,1	6,1	126,3
Russia	3,8	7,2	2,4	3,4	3,1	- 1,8	3,7	26,9
Turchia	3,3	2,2	0,0	- 0,6	0,2	2,6	- 1,3	19,0
America latina	13,8	9,6	6,3	- 2,1	9,3	- 3,8	- 0,2	247,5
Argentina	0,1	3,2	0,4	0,1	3,7	- 1,0	- 5,9	34,3
Brasile	2,2	- 4,6	1,2	- 8,9	2,3	0,7	- 2,3	44,9
Flussi netti <sup>2</sup>	- 101,0	- 153,4	- 41,4	- 24,1	- 54,0	- 33,9	- 36,3	- 188,2
<i>Per memoria:</i>								
<i>depositi dei paesi OPEC</i>	- 19,7	37,4	2,6	10,5	16,8	7,4	12,5	243,1

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

Fonte: statistiche bancarie su base locale della BRI.

Tabella 2.4

secondo trimestre, dopo che l'amministrazione centrale ha rimborsato in giugno un prestito di \$1 miliardo allestito affrettatamente nel dicembre 2000.

L'incertezza circa le prospettive a breve termine dell'Argentina ha indotto le banche a ridurre nel primo trimestre le proprie attività verso tale paese di \$2,2 miliardi, pari al 5% delle posizioni creditorie in essere. Le banche si sono mostrate riluttanti a impegnare fondi in Argentina fin dal 1998, quando le attività internazionali raggiunsero un massimo di \$50 miliardi. L'accesso di questo paese al mercato bancario internazionale sembra essersi ora ulteriormente deteriorato. Nel secondo trimestre 2001 i mutuatari argentini hanno potuto raccogliere soltanto \$200 milioni sul mercato internazionale dei prestiti consorziali, l'importo più basso dal 1995. Un altro sviluppo degno di nota è stato il calo delle passività internazionali nei confronti dell'Argentina. Nel primo trimestre le banche del paese hanno ritirato depositi per un importo record di \$6,1 miliardi dalle banche dell'area dichiarante. Alcuni di questi depositi rappresentavano riserve in valuta estera della banca centrale.

... e dal-  
l'Argentina ...

Parallelamente al taglio delle loro esposizioni nei confronti di Turchia e Argentina, le banche dell'area dichiarante hanno erogato nuovi fondi a Messico e Brasile, nonché ai paesi impegnati nei negoziati per l'accesso all'Unione europea. Verso il primo paese le attività internazionali sono aumentate di \$4 miliardi. In Brasile i mutuatari, già attivi sul mercato samurai nel primo trimestre 2001, hanno anche attinto al finanziamento bancario in yen. I crediti a banche in tale valuta hanno concorso per circa un terzo all'aumento di \$2,8 miliardi nelle posizioni creditorie internazionali verso il Brasile. Tra i paesi candidati alla UE, la Polonia ha ottenuto \$1 miliardo da banche dell'area dichiarante, principalmente tramite acquisti di titoli di Stato denominati in zloty. Le banche hanno erogato ulteriori \$0,9 miliardi a Cipro e \$0,8 miliardi alla Repubblica ceca.

... ma soccorrono  
Messico e Brasile

Anche se le economie emergenti dell'Asia orientale, specie quelle basate sulle esportazioni di attrezzature elettroniche, hanno risentito negativamente del rallentamento economico negli Stati Uniti, per il momento le più deboli prospettive di crescita non hanno avuto un effetto significativo sull'attività bancaria internazionale nella regione. I rimborsi da parte di mutuatari asiatici nel primo trimestre hanno nuovamente superato i nuovi prestiti, determinando un calo di \$1,2 miliardi nelle posizioni creditorie verso quest'area. La Cina e la Thailandia hanno registrato le flessioni maggiori (\$1,7 e 1 miliardo rispettivamente). Le attività verso la Corea sono aumentate di \$3,2 miliardi, principalmente a seguito di operazioni pct tra banche statunitensi e società coreane di intermediazione mobiliare. Anche le attività verso la Malaysia si sono accresciute, di \$0,4 miliardi, registrando il secondo aumento trimestrale consecutivo. Diverse istituzioni del paese, tra cui l'amministrazione centrale, hanno fatto ricorso ai mercati obbligazionari internazionali a fine 2000 e agli inizi del 2001, e le banche dell'area dichiarante sembrano aver acquistato parte di tali emissioni.



I flussi di depositi dall'Asia orientale rimangono elevati ...

Oltre a ridurre il loro debito esterno in essere, i residenti dell'Asia orientale nel primo trimestre hanno continuato a depositare le eccedenze valutarie presso banche all'estero. Le passività internazionali nei confronti delle economie emergenti dell'Asia orientale sono aumentate di \$11,4 miliardi, in linea con i flussi di depositi registrati durante il 2000. Le banche in Corea hanno collocato \$4,4 miliardi all'estero, quelle in Indonesia \$1,5 miliardi. Tuttavia, i flussi di depositi da Taiwan, Cina (di seguito denominata Taiwan), saliti fortemente nella seconda metà del 2000, sono rallentati a \$3,3 miliardi (cfr. la sezione monografica alle pagg. 52-59). I deflussi dalla Cina continentale sono anch'essi diminuiti considerevolmente. Anziché collocare le eccedenze valutarie presso banche nell'area dichiarante, nel primo trimestre i residenti di Taiwan e della Cina continentale paiono aver preferito investire direttamente in strumenti di debito in dollari. Il sistema di segnalazione sui movimenti di capitali internazionali del Tesoro USA mostra un netto aumento delle loro disponibilità di titoli del Tesoro e di agenzie federali USA, nonché di altri titoli di debito statunitensi nei primi mesi del 2001.

... così come quelli dai paesi esportatori di petrolio

Gli elevati prezzi del petrolio hanno favorito ulteriori flussi di depositi dai paesi esportatori. Nel primo trimestre 2001 si è registrato un ulteriore forte aumento delle passività delle banche internazionali nei confronti dei paesi OPEC (\$12,5 miliardi). Il maggiore depositante risulta nuovamente l'Arabia Saudita (\$4,5 miliardi), seguita dagli Emirati Arabi Uniti (\$4,1 miliardi). Nel contempo, i due paesi hanno incrementato i rimborsi alle banche nell'area dichiarante. Da fine 1998, quando i prezzi del petrolio hanno cominciato a salire, lo stock in essere di attività internazionali verso i paesi OPEC è diminuito del 18%, a \$126,9 miliardi, e le passività sono aumentate del 14%, a \$243,1 miliardi.

## Prestiti consorziali: ritorno dei mutuatari USA nel secondo trimestre

*Blaise Gadanecz*

L'attività di finanziamento consorziale ha segnato un forte recupero nel secondo trimestre 2001, raggiungendo l'ammontare record di \$431 miliardi. Su base destagionalizzata le sottoscrizioni sono aumentate del 13%, invertendo l'andamento dei due trimestri precedenti. La ripresa è stata trainata dai mutuatari USA, ai quali le banche hanno accordato crediti per \$294 miliardi. Anche i residenti UE sono stati più attivi (\$85 miliardi). Per contro, il volume di contratti in favore di prenditori emergenti è rimasto praticamente invariato a \$14 miliardi.

Alcune delle operazioni maggiori sono state allestite per mutuatari che in genere soddisfano gran parte del loro fabbisogno a breve sul mercato monetario piuttosto che su quello dei prestiti. Le banche commerciali USA hanno raccolto un importo record di \$24,3 miliardi. General Motors Acceptance Corporation, grande emittente sul mercato della CP, ha concluso un'operazione per \$14,7 miliardi. IBM Credit e American Express, anch'esse attive nel mercato della CP, hanno concordato facilitazioni per \$12 e 9 miliardi rispettivamente.

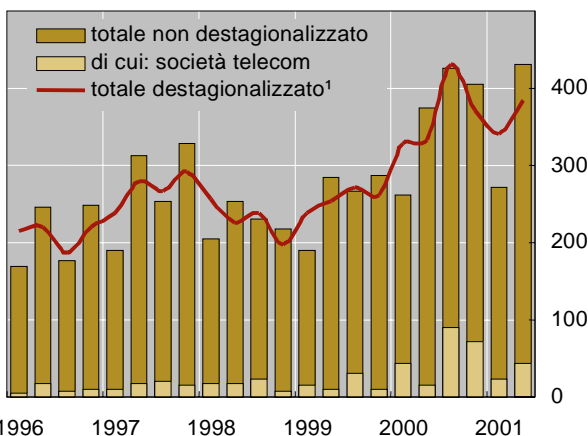
Nel trimestre in esame le società di telecomunicazione sembrano aver trovato il finanziamento bancario più attraente di quello obbligazionario. Mentre le emissioni di società telecom sono rallentate tra il primo e il secondo trimestre (cfr. pag. 28), i prestiti consorziali a tali società sono quasi raddoppiati, a \$43 miliardi. Nondimeno, il numero di sottoscrizioni è rimasto significativamente inferiore rispetto alla seconda metà del 2000. La maggior parte dell'attività delle telecom nel secondo trimestre ha implicato il rinnovo di facilitazioni concordate nel 1999 e nel 2000. Ad esempio, Vodafone AirTouch ha raccolto \$13,3 miliardi per rifinanziare parte di un credito rotativo sottoscritto nel settembre 2000.

Il finanziamento alle economie emergenti è rimasto contenuto nel secondo trimestre. I mutuatari più attivi sono stati Corea, Messico e Sudafrica. Old Mutual, società di assicurazione sudafricana, ha raccolto \$1,3 miliardi sul mercato della sterlina per finanziare un'OPA. Nonostante i problemi interni, Argentina e Turchia sono riuscite a ottenere nuovi fondi per modesti importi (rispettivamente \$200 e 600 milioni). Nel caso dell'Argentina essi sono stati ottenuti da una società erogatrice di gas per finanziare un'obbligazione in scadenza ed erano coperti da un'assicurazione contro rischi politici quali l'imposizione di controlli sui movimenti di capitali. In Turchia l'amministrazione centrale ha mutuato fondi per finanziare lavori pubblici. L'unico mutuatario non del settore pubblico ad aver concordato una facilitazione è stata una società turca sotto l'egida dell'International Finance Corporation, braccio finanziario privato della Banca mondiale. Le banche turche, che avevano raccolto finanziamenti limitati sul mercato dei prestiti consorziali nel primo trimestre, sono state assenti nel secondo.

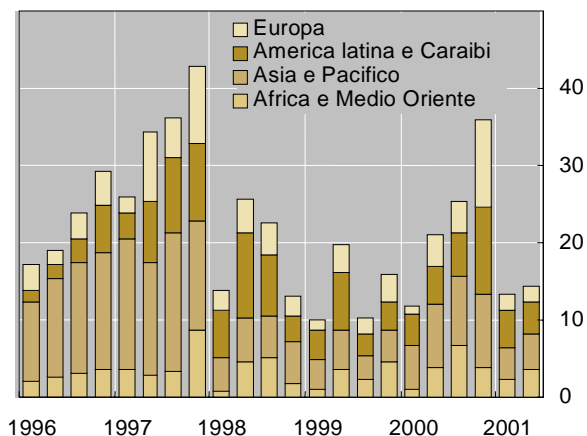
### Prestiti consorziali internazionali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Operazioni allestite per le economie emergenti



<sup>1</sup> Procedimento di destagionalizzazione X12 Arima dell'US Census Board.

Fonti: Dealogic Capital Data Loanware; BRI.

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

La decelerazione dell'economia mondiale sembra aver frenato la domanda di nuovi finanziamenti internazionali, malgrado la ricettività degli investitori. Nel secondo trimestre 2001 i collocamenti netti sul mercato internazionale dei titoli di debito sono scesi del 15%, a \$260 miliardi, da \$305 miliardi nel trimestre precedente (tabella 3.1). A tale flessione hanno contribuito il calo delle emissioni nette di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) e il perdurante rallentamento della raccolta sul mercato monetario. Particolarmente pronunciata è stata la diminuzione delle emissioni nette di istituzioni finanziarie. La principale eccezione a tale andamento è rappresentata dall'insieme dei mutuatari dei mercati emergenti, i cui collocamenti netti hanno continuato a segnare un recupero nel secondo trimestre rispetto a livelli insolitamente bassi nel quarto trimestre 2000.

In contrasto con l'evoluzione dell'indebitamento netto, le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes internazionali, pari a \$543 miliardi, sono rimaste sostenute nel periodo in esame (tabella 3.2). Di fatto, nel primo semestre dell'anno i collocamenti lordi hanno registrato un massimo storico. In buona parte, essi paiono essere stati trainati dalla domanda di rifinanziamento; nello stesso arco di tempo i rimborsi hanno complessivamente raggiunto livelli record. Tali operazioni di rifinanziamento potrebbero riflettere il desiderio dei mutuatari di assicurarsi fondi a lungo termine a costi relativamente bassi in un momento in cui per gli emittenti di qualità inferiore l'accesso ai mercati della CP risultava difficile.

#### Il rallentamento economico frena le emissioni nette

Le emissioni nette di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) sono scese a \$249 miliardi nel secondo trimestre 2001, da \$290 miliardi nel primo. Hanno registrato una flessione particolarmente brusca i collocamenti netti a tasso variabile, calati del 27%, a \$57 miliardi, il livello minimo dall'ultimo trimestre 1998. Vi è stata altresì una marcata contrazione delle emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso, passate da \$208 a 184 miliardi. Esse sono diminuite anche in termini lordi, pur mantenendosi in prossimità del loro massimo storico (grafico 3.1, riquadro di sinistra).

Diminuiscono le emissioni nette nel segmento a più lungo termine ...

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

in miliardi di dollari USA

	1999	2000				2001		Stock a fine giugno 2001
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale emissioni nette	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Commercial paper</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Obbligazioni e notes <sup>1</sup>	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>A tasso variabile</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>A tasso fisso</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Collegate ad azioni</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Paesi sviluppati	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>Area dell'euro</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
<i>Giappone</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>Stati Uniti</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
Centri offshore	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Economie emergenti	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Istituzioni internazionali	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Settore privato	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Istituzioni finanziarie</i> <sup>2</sup>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Imprese private</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Settore pubblico <sup>3</sup>	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Amministrazioni centrali</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Altri enti pubblici</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
<i>Per memoria: CP del mercato interno</i> <sup>4</sup>	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9	1 916,6
<i>di cui: USA</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

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

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Tabella 3.1

Poiché la diminuzione dei collocamenti netti di obbligazioni e notes si è accompagnata a un assottigliamento degli spreads creditizi nel segmento a lungo termine (cfr. Sezione 1, "Quadro generale degli sviluppi"), essa potrebbe essere riconducibile a un indebolimento della domanda di fondi da parte dei mutuatari nel trimestre in esame. L'andamento delle emissioni lorde relative a tutte le categorie di rating risulta in linea con tale evoluzione della domanda. Le operazioni annunciate sono diminuite per tutte le classi di merito creditizio (grafico 3.1, riquadro di destra), mentre la percentuale di emissioni per ciascuna categoria è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente. Pertanto, il calo nel comparto a più lunga scadenza non pare ascrivibile a un minore accesso al mercato, persino per i mutuatari a più basso rating. La quota delle emissioni obbligazionarie annunciate nella categoria dei prenditori di qualità non bancaria si è mantenuta all'1% del totale e quella dei collocamenti quotati AAA in prossimità del 20%.

... in presenza di una più debole domanda di fondi ...

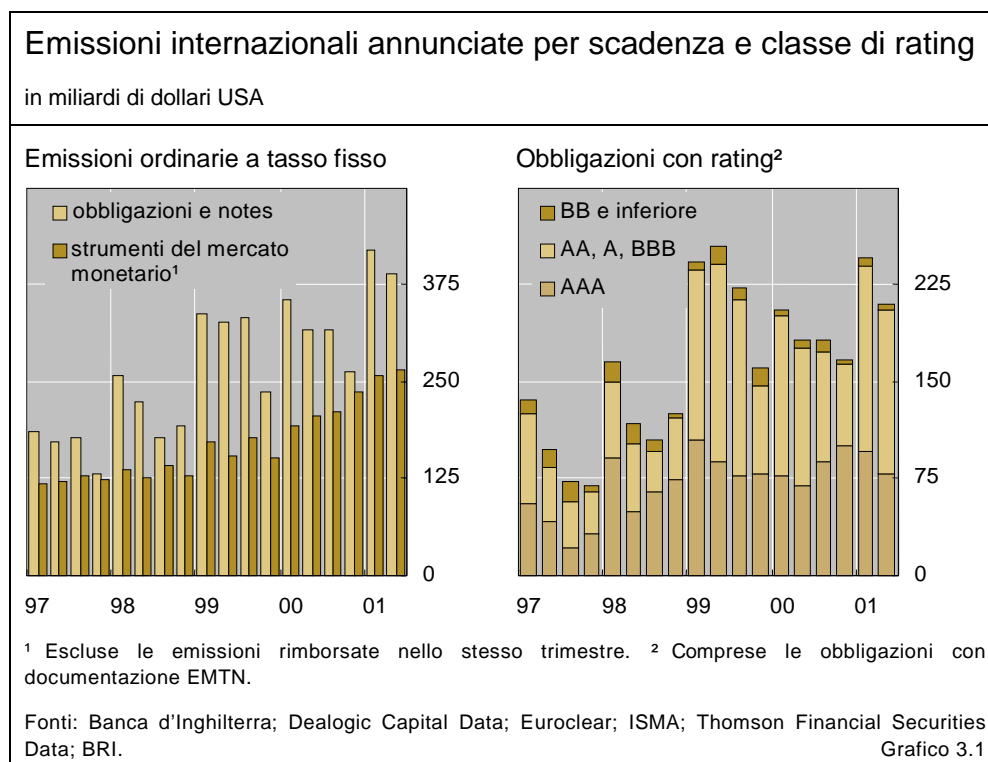
... con una flessione della raccolta anche nel mercato monetario

In contrasto con il segmento a lungo termine, la dinamica della provvista a breve mostra l'influenza di fattori dal lato sia della domanda che dell'offerta. A livello internazionale, la raccolta netta mediante strumenti del mercato monetario ha registrato un'ulteriore flessione, da \$16 miliardi nel primo trimestre 2001 a \$10 miliardi nel secondo, con una diminuzione del 57%, a \$7 miliardi, delle emissioni nette di CP, la componente più importante di tali strumenti. È inoltre proseguita la contrazione dei mercati interni della CP. Fra il primo e il secondo trimestre 2001 le emissioni interne nette negli Stati Uniti hanno segnato un calo di \$68 miliardi, il più ingente mai osservato. Come rilevato nella precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, una serie di declassamenti del merito di credito, che hanno precluso a taluni mutuatari societari l'accesso al mercato della CP, avevano in precedenza contribuito a una diminuzione dei collocamenti netti di CP. Il protrarsi di questo calo indica che i declassamenti continuano a influenzare il mercato, unitamente alla contrazione generale della domanda di fondi associata alla decelerazione dell'economia mondiale.

### Brusco calo dell'indebitamento delle istituzioni finanziarie

Il calo dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie all'origine della contrazione complessiva

Le emissioni nette di titoli di debito internazionali del settore privato sono scese da \$248 a 201 miliardi fra il primo e il secondo trimestre 2001. Tale contrazione è il principale fattore alla base del calo complessivo della raccolta netta totale sul mercato internazionale nel periodo in esame, ed è a sua volta quasi integralmente ascrivibile alla riduzione dei collocamenti delle istituzioni



finanziarie. Nel secondo trimestre 2001 le emissioni nette di questo comparto sono ammontate complessivamente a \$111 miliardi, con una diminuzione del 28% rispetto al primo trimestre del 2001 e del 40% rispetto all'ultimo del 2000. Per contro, la raccolta netta delle società non finanziarie ha registrato soltanto una lieve flessione, da \$95 a 90 miliardi, fra il primo e il secondo trimestre 2001. La modesta entità di questo calo risulta forse sorprendente se si considera il diminuito fabbisogno di finanziamento delle società di telecomunicazione, le cui emissioni lorde sono scese da \$49 a 32 miliardi nel periodo in esame.

La contrazione della provvista netta delle istituzioni finanziarie ha interessato esclusivamente i paesi sviluppati, in particolare gli Stati Uniti (da \$55 a 35 miliardi) e la Germania (da \$32 a 11 miliardi). In entrambi i casi la diminuzione è riconducibile principalmente a un calo delle nuove operazioni annunciate più che a un aumento dei rimborsi.

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	1999	2000			2001		
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Totale emissioni annunciate	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
A tasso variabile	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Ordinarie a tasso fisso	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
Dollaro USA	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Altre valute	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Settore privato	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
Istituzioni finanziarie <sup>2</sup>	900,0	1 021,3	251,8	249,6	243,9	274,1	253,0
Imprese private	474,6	479,2	145,5	130,5	103,9	153,5	155,5
di cui: società telecom	84,3	115,7	46,7	25,0	19,3	49,2	32,4
Settore pubblico	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
Amministrazioni centrali	94,0	93,0	18,7	23,7	4,7	28,5	20,8
Altri enti pubblici	220,2	269,0	48,0	84,0	70,5	97,2	90,8
Istituzioni internazionali	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Emissioni perfezionate	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Rimborsi	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. <sup>2</sup> Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

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

## Mercati emergenti in controtendenza

In aumento le emissioni dei mercati emergenti ...

Il gruppo di mutuatari dei paesi emergenti ha rafforzato la propria presenza sul mercato, aumentando le emissioni nette da \$6 miliardi nel primo trimestre 2001 a \$10 miliardi nel secondo. Tuttavia, a causa della turbolenza che ha colpito tali economie in luglio (cfr. la Sezione "Quadro generale degli sviluppi"), il ritorno a livelli di raccolta più normali sarà probabilmente temporaneo. Inoltre, questo incremento è quasi integralmente dovuto all'attività dei prenditori asiatici, i cui collocamenti netti sono saliti a \$1,2 miliardi nel secondo trimestre, dopo una flessione di \$3,3 miliardi nel primo. La sola Cina ha contribuito per \$2 miliardi a tale aumento, con \$2,3 miliardi di nuove operazioni annunciate. Per contro, la Turchia è stata completamente esclusa dal mercato internazionale dei titoli di debito nel secondo trimestre.

... in alcuni casi malgrado condizioni di mercato avverse

Alcuni paesi emergenti sono riusciti a lanciare nuove emissioni, persino in condizioni di mercato avverse. Ad esempio, l'Argentina ha convertito \$29 miliardi di debito in scadenza con titoli a più lungo termine, e in luglio la Repubblica federale del Brasile ha raccolto ¥200 miliardi mediante un prestito samurai con scadenza a due anni e cedola semestrale del 3,75%.

## Gli emittenti europei evitano il dollaro

Le emissioni nette in dollari e in euro scendono ...

Il rallentamento economico nel Nord America e in Europa ha contribuito alla diminuzione dei collocamenti netti sia in dollari USA che in euro, in entrambi i casi di circa il 20%. Vi è stata una contrazione delle emissioni nette in dollari

		Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica <sup>1</sup>						
		in miliardi di dollari USA		2000				2001
		1999	2000			2001		
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Europa	Dollaro USA	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	- 3,5	7,7	1,5
	Altre valute	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Nord America	Dollaro USA	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	- 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Altre valute	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Altre	Dollaro USA	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,5	4,1
	Altre valute	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Totale	Dollaro USA	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	- 7,0	33,1	32,1	7,9	- 6,0	- 9,4	11,0
	Altre valute	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

<sup>1</sup> In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tabella 3.3

dei mutuatari nordamericani ed europei (scese in quest'ultimo caso ad appena \$11 miliardi) e un aumento da parte di prenditori in altre regioni. La raccolta netta in euro ha invece subito una flessione più generalizzata, che ha interessato tutte le aree.

Il brusco calo della provvista in dollari da parte dei prenditori europei riflette in parte il minor fabbisogno delle società telecom. Fra il primo e il secondo trimestre 2001 i collocamenti delle telecom europee, che spesso emettono titoli denominati in dollari, hanno subito una netta diminuzione, in linea con la tendenza generale del settore.

Per contro, le emissioni nette di titoli in yen, di segno negativo nei due precedenti trimestri, hanno beneficiato di una crescita vigorosa in tutte le regioni, raggiungendo \$11 miliardi nel secondo trimestre 2001. Quasi il 75% di tale incremento va attribuito ai mutuatari residenti in Europa e in Giappone. Nel caso di questi ultimi, i collocamenti netti di titoli in yen sono saliti da \$-3 a 3 miliardi. Questo andamento si iscrive nel contesto di una crescita generale della raccolta dei prenditori giapponesi nel secondo trimestre, anche se in termini netti essa è rimasta negativa.

... mentre quelle in yen registrano una crescita vigorosa

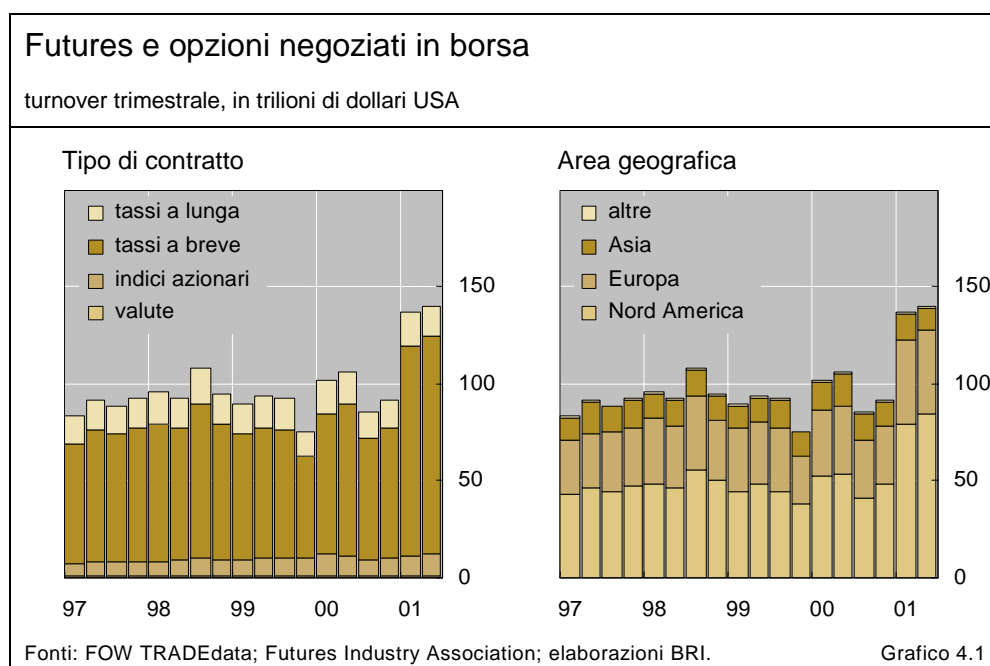


## 4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato delle negoziazioni di borsa in strumenti derivati ha raggiunto un nuovo massimo nel secondo trimestre 2001; il valore nozionale in dollari dei contratti rilevati dalla BRI è salito del 3%, a \$139,7 trilioni. Sebbene il ritmo di espansione dei mercati sia rallentato nettamente rispetto all'incremento record osservato nel trimestre precedente, l'attività in strumenti a reddito fisso, specie basati su tassi del mercato monetario USA, è rimasta eccezionalmente sostenuta. L'allentamento della politica monetaria sembra essere stato un importante fattore alla base degli intensi scambi di prodotti su tassi d'interesse, ma potrebbero avervi concorso anche taluni cambiamenti nelle modalità di gestione del rischio. In Giappone, per contro, è proseguita la tendenza flettente per la maggior parte degli strumenti a reddito fisso.

### I tagli dei tassi ufficiali USA continuano ad alimentare l'attività sul mercato monetario

Il ritmo dell'attività in strumenti su tassi d'interesse è rallentato notevolmente nel secondo trimestre 2001. Il turnover è cresciuto solo del 2%, a



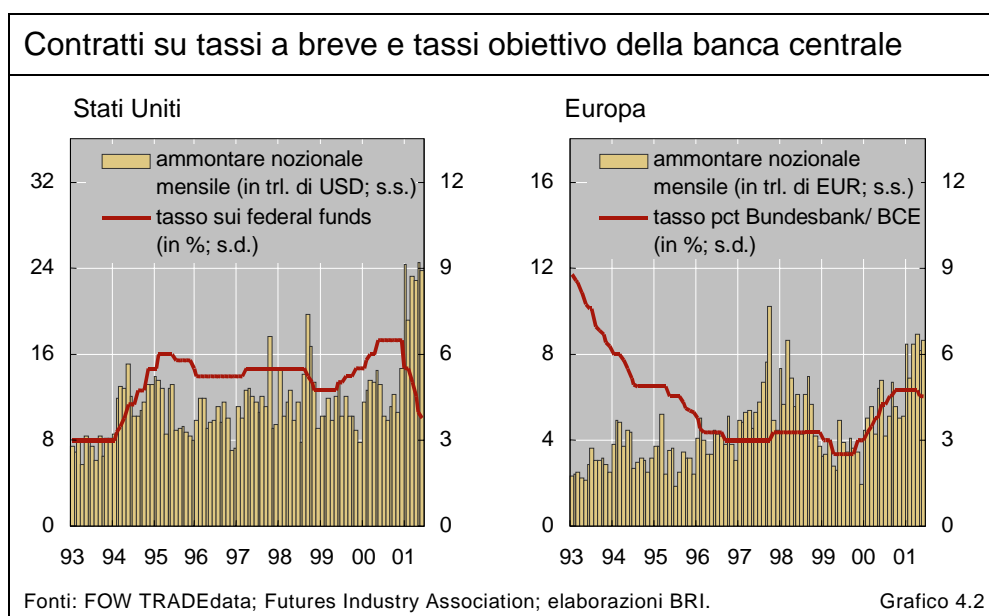
\$127,4 trilioni, rispetto al 55% nel trimestre precedente. Gli strumenti del mercato monetario sono aumentati del 4%, portandosi a \$111,3 trilioni, mentre quelli su titoli di Stato solo calati dell'8%, a \$16 trilioni.

Analogamente al primo trimestre, uno degli aspetti salienti del periodo sotto rassegna è stata l'eccezionale vivacità degli scambi sul mercato monetario USA. Il perdurante vigore dell'attività in questo segmento sembra dovuto ai tentativi di coprire o assumere posizioni in vista di un ulteriore allentamento della politica monetaria statunitense. In effetti, il taglio di 50 punti base del tasso obiettivo sui federal funds deciso a metà aprile fra due riunioni ufficiali – il secondo dopo quello del gennaio 2001 – pare aver nuovamente colto di sorpresa gli operatori, creando incertezza sulla sequenza temporale di ulteriori manovre distensive. Nell'area dell'euro le aspettative circa l'evoluzione dei tassi a breve sono state relativamente più stabili rispetto agli Stati Uniti, anche se la decisione della BCE di abbassare il tasso ufficiale di 25 punti base in maggio sembra essere giunta inattesa. Per converso, in Giappone gli scambi in strumenti a breve hanno proseguito la loro tendenza calante, poiché il ritorno di fatto a una politica di tassi d'interesse zero a partire da marzo, insieme alla diffusa percezione degli operatori che la politica monetaria avrebbe continuato a essere accomodante, ha indebolito l'incentivo alle contrattazioni. Tale rallentamento è risultato in linea con il minor volume di attività segnalato nel sottostante mercato monetario nipponico.

Il netto aumento del turnover in strumenti del mercato monetario USA dagli inizi dell'anno potrebbe riflettere anche altri fattori di fondo. Anzitutto, nei primi due trimestri vi sono state ingenti emissioni lorde in dollari di titoli di società e agenzie governative (Sezioni 1 e 3). Ciò ha stimolato l'attività sul mercato degli swaps di tasso d'interesse e, a sua volta, su quello dei futures in eurodollari, dato che questi ultimi vengono comunemente impiegati a copertura di swaps. Il settore potrebbe inoltre aver beneficiato di un più ampio spostamento delle operazioni di negoziazione e di copertura dalla curva

La sostenutezza del comparto a breve USA riconducibile all'allentamento monetario ...

... e a un più diffuso ricorso a operazioni di copertura basate sul Libor



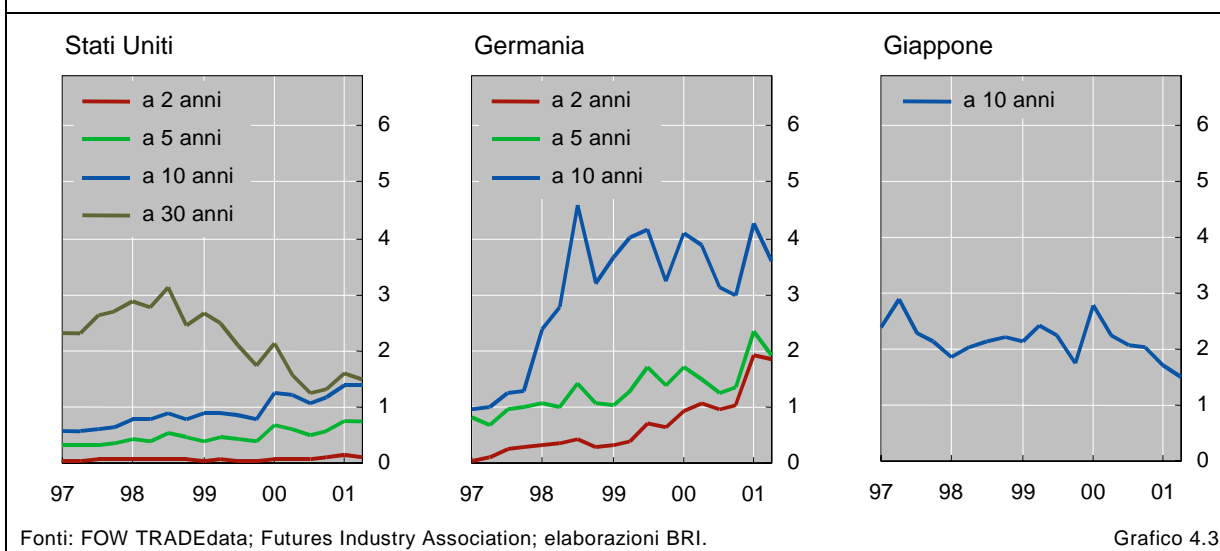
dei rendimenti del Tesoro USA a quella dei tassi swap sul Libor. Nella prima metà dell'anno l'accresciuto volume di futures e options sull'eurodollaro si è infatti accompagnato a un'espansione ancor maggiore dei contratti a più breve termine (Libor e federal funds a un mese). Sebbene questi ultimi rappresentino una quota modesta del turnover totale in strumenti del mercato monetario statunitense (pari a circa il 10% nel secondo trimestre), essi potrebbero registrare un'ulteriore crescita nei mesi a venire, dato il passaggio del Tesoro USA a emissioni con scadenze più brevi<sup>1</sup>.

Calo del turnover  
in contratti  
obbligazionari

La diminuzione dell'attività in strumenti a più lungo termine contrasta con il vigore del mercato monetario. Essa è dovuta in buona parte al calo del turnover all'Eurex (-13%), specie in contratti su obbligazioni di Stato a cinque e a dieci anni. Ciò rappresenta peraltro il ritorno a un più normale profilo operativo, dopo l'incremento del 50% registrato nel trimestre precedente dal comparto a reddito fisso dell'Eurex. Matif (Euronext Paris) ha accusato una flessione ancor più pronunciata (-28%) negli scambi del suo principale contratto obbligazionario; secondo gli osservatori, essa sarebbe riconducibile alla conclusione dell'azione a sostegno dell'Euro Notionnel apprestata da banche francesi verso la fine del 1999<sup>2</sup>. Negli Stati Uniti le contrattazioni in titoli obbligazionari sono procedute a ritmo costante dato l'intervallo alquanto ristretto entro cui si sono mossi i tassi d'interesse USA a medio e a lungo termine. Questo moderato volume di attività si discosta in certa misura da

## Contratti futures su obbligazioni di Stato

turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



<sup>1</sup> In maggio il Tesoro USA ha annunciato l'intenzione di emettere buoni a quattro settimane per assicurarsi maggiore flessibilità ed efficienza nella gestione dei suoi saldi liquidi di cassa.

<sup>2</sup> Va rilevato che il calo al Matif è intervenuto nonostante la reintroduzione a metà maggio di un contratto quinquennale sull'Euro Notionnel, mirante a sfruttare le nuove opportunità create dal recente episodio di "squeeze" sull'obbligazione di Stato tedesca a cinque anni negoziata all'Eurex (cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*).

quello rilevato sul mercato a contante dei titoli del Tesoro, dove il turnover è aumentato nettamente dall'inizio dell'anno<sup>3</sup>; ciò potrebbe confermare le indicazioni empiriche secondo cui la gestione del rischio si starebbe allontanando dalla curva dei rendimenti pubblici. In Giappone l'attività ha confermato la sua tendenza discendente, con un calo del 9% nel volume dei contratti in titoli di Stato nipponici. Benché i tassi a lunga abbiano segnato una lieve ripresa nella prima parte del trimestre, la debolezza delle condizioni economiche complessive ha probabilmente indotto gli operatori a ritenere che tale segmento sarebbe rimasto sostanzialmente invariato.

La moderazione dell'attività è coerente con la preferenza per strumenti basati sul Libor

## Crescente favore del mercato per i nuovi contratti futures su tassi swap e azioni singole

Uno degli sviluppi più salienti del secondo trimestre 2001 è stato il favorevole accoglimento riservato ai futures Swapnote del LIFFE. Tali contratti, introdotti alla fine dello scorso marzo, sono indicizzati ai tassi swap in euro a due, cinque e dieci anni. Anche se le contrattazioni in Swapnotes hanno rappresentato solo una quota marginale dell'attività del LIFFE in strumenti a reddito fisso nel secondo trimestre (\$99 miliardi, ossia lo 0,4% del totale), esse sono gradualmente aumentate nel corso del periodo, favorite anche dal temporaneo venir meno delle commissioni di borsa.

Mercato ricettivo per i contratti Swapnote del LIFFE

I recenti sviluppi nei mercati europei a reddito fisso potrebbero aver creato una nicchia per i futures basati su tassi swap. In particolare, la creazione dell'Unione monetaria europea nel gennaio 1999 ha ridimensionato l'importanza dei titoli pubblici europei come riferimento di prezzo per il segmento a reddito fisso. Nonostante il loro elevato merito di credito, i mercati europei delle obbligazioni di Stato restano eterogenei, e questa caratteristica è stata acuita dagli squilibri di domanda e offerta determinati dal calo delle emissioni pubbliche in alcuni paesi. Di conseguenza, la curva dei tassi swap si è di fatto imposta come benchmark omogeneo per i mercati europei a reddito fisso<sup>4</sup>, e ciò potrebbe contribuire ad assicurare l'accoglienza dei contratti collegati a swaps.

I recenti sviluppi creano una nicchia per futures basati su swaps

Inoltre, le Swapnotes potrebbero trarre vantaggio dai recenti episodi di "squeeze" che hanno interessato gli scambi di contratti su titoli di Stato all'Eurex (cfr. la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Esse dovrebbero mostrarsi meno soggette a strozzature di mercato grazie alla modalità di regolamento per contante e alla maggiore ampiezza del mercato degli swaps in euro rispetto allo stock di titoli disponibili a fronte di futures su obbligazioni di Stato (\$16,6 trilioni in termini nominali, contro circa \$3,3 trilioni a fine 2000). I contratti basati su tassi swap potrebbero inoltre ricevere un

Gli ultimi episodi di "squeeze" all'Eurex potrebbero favorire le Swapnotes

<sup>3</sup> A seguito dell'allentamento monetario attuato dalla Federal Reserve, dell'accentuazione della curva dei rendimenti del Tesoro e delle emissioni record di titoli a reddito fisso in dollari USA.

<sup>4</sup> L'impatto dell'introduzione dell'euro sui mercati obbligazionari europei è trattato da Kostas Tsatsaronis e Gabriele Galati in "The impact of the euro on Europe's financial markets", *BIS Working Papers*, n. 100, luglio 2001.

ulteriore stimolo dalla decisione di alcune amministrazioni europee di impiegare gli swaps di tasso d'interesse nella gestione del debito pubblico<sup>5</sup>.

Il crescente ruolo degli swaps di tasso d'interesse nelle negoziazioni e nella determinazione di prezzo sui mercati finanziari USA, specie in un contesto di rimborsi del debito a lungo termine da parte del Tesoro, potrebbe altresì creare le premesse per l'introduzione di simili contratti negli Stati Uniti. Di recente il Chicago Board of Trade ha infatti annunciato il lancio nell'autunno prossimo di contratti futures e options sui tassi swap in dollari a cinque e a dieci anni. È da notare che l'introduzione di contratti collegati a swaps rientra probabilmente in un più ampio processo di "ribaltamento" delle preferenze degli operatori, che trovano vantaggioso basarsi su benchmarks privati per le loro operazioni di copertura e di posizionamento, anziché sui titoli di Stato<sup>6</sup>.

Una delle difficoltà incontrate dalle borse valori nel diffondere i contratti collegati a swaps deriva dal fatto che il mercato degli swaps è tradizionalmente appannaggio di un ristretto gruppo di banche ad alto rating creditizio (in genere AA/Aa). Queste sono state in grado di mantenere un ruolo centrale nell'intermediazione creditizia e di tasso d'interesse, fornendo liquidità mediante contratti tradizionali e offrendo al tempo stesso un'ampia gamma di strumenti ritagliati sulle esigenze del cliente. Lo sviluppo di un mercato liquido per swap futures – perseguito attirando considerevoli volumi di scambi tramite la standardizzazione, la trasparenza di prezzo e l'intervento di una stanza di compensazione in veste di controparte centrale – potrebbe consentire a intermediari finanziari di rango inferiore o a più basso rating di accedere al mercato degli swaps. E l'ingresso di nuovi operatori sarebbe avvenuto proprio con i contratti Swapnote: talune banche europee a carattere regionale paiono aver rappresentato un'importante fonte di domanda in questo segmento. Sebbene l'accesso di controparti non primarie possa avere implicazioni per i margini di profitto degli operatori esistenti, esso potrebbe altresì fornire liquidità aggiuntiva al più ampio mercato degli swaps, evidenziando la crescente complementarità fra mercati organizzati e OTC.

Un altro sviluppo di rilievo nel secondo trimestre è l'ulteriore espansione dell'attività in futures su azioni singole introdotti dal LIFFE nel gennaio 2001 (cfr. "Recenti sviluppi nel comparto dei derivati azionari negoziati in borsa" alla pagina seguente). Il numero delle società quotate è cresciuto da 25 a 65, e il turnover a 611.000 contratti, pari al 30% del volume di opzioni su singoli valori azionari. Incoraggiate dall'andamento al LIFFE, le tre maggiori borse USA hanno annunciato in maggio l'intenzione di dar vita a una joint venture per la contrattazione elettronica di futures su azioni singole quando tali contratti saranno stati ufficialmente autorizzati.

---

<sup>5</sup> La Francia e la Germania hanno recentemente annunciato di voler seguire l'esempio italiano nell'impiego di swaps di tasso d'interesse a fini di gestione del debito.

<sup>6</sup> Tale questione è trattata da Robert N. McCauley nella sezione monografica "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001, pagg. 42-49.

L'introduzione di contratti collegati a swaps rientra in un più ampio processo di spostamento dei benchmarks

I futures su swaps potrebbero attrarre nuovi operatori

Ulteriore espansione dei futures su azioni singole al LIFFE

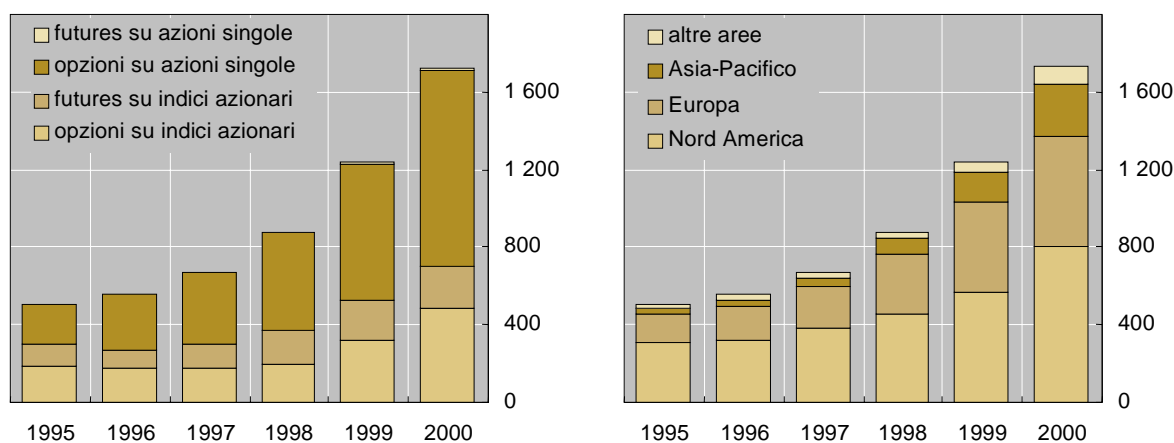
## Recenti sviluppi nel comparto dei derivati azionari negoziati in borsa

Il clima rialzista dei mercati azionari nella seconda metà degli anni novanta si è accompagnato a una rapida espansione dei derivati azionari negoziati in borsa<sup>①</sup>. Sebbene tale espansione si sia per lo più concentrata su un ristretto gruppo di contratti, l'attività è stata favorita anche dall'introduzione di nuove tipologie di prodotti. Questo riquadro esamina l'evoluzione recente dei diversi strumenti collegati ad azioni e illustra alcune delle principali innovazioni introdotte dalle borse.

Come indicano i grafici seguenti, la crescita dei derivati azionari negoziati in borsa ha riguardato principalmente le opzioni su singole azioni, specie nelle piazze nordamericane ed europee. Tali opzioni sono attivamente trattate in Nord America da quasi tre decenni, mentre in Europa si sono diffuse solo di recente<sup>②</sup>. Per converso, le negoziazioni mondiali in contratti su indici azionari sono aumentate più lentamente, e la crescita ha avuto luogo soprattutto in Asia e in Europa. In Nord America il loro volume è aumentato in misura marginale, nonostante l'introduzione di molti nuovi strumenti e la riduzione del taglio dei contratti di elevato ammontare (che accresce automaticamente le transazioni).

### Contratti azionari negoziati in borsa

turnover totale, in migliaia di contratti



Fonti: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

I mercati organizzati hanno impegnato considerevoli risorse nell'elaborare nuovi tipi di contratti azionari, e ciò per una serie di motivi, fra cui: l'evidenza che i tradizionali strumenti su indici azionari avevano raggiunto la fase "matura" del loro ciclo di vita; il desiderio di sfruttare una base di investitori in espansione (specie alla luce della crescente importanza dei fondi pensione privati e dello sviluppo di una cultura dell'investimento azionario al dettaglio); la domanda di strumenti configurati più puntualmente sulle esigenze degli operatori. Potrebbero inoltre avervi concorso le limitate opportunità di introdurre nuovi contratti valutari e a reddito fisso, data la robusta concorrenza del mercato OTC. Le innovazioni più significative sono illustrate di seguito.

*Long-Term Equity Anticipation Securities (LEAPS)*. Sono opzioni di tipo americano a lungo termine su specifici titoli e indici azionari. Introdotte nel 1990 dal CBOE, esse offrono in genere scadenze fino a tre anni, rispetto ai pochi mesi della tipologia standard, e diventano fungibili con le opzioni convenzionali a parità di vita residua con queste ultime. Il valore tempo di tali opzioni si riduce più lentamente rispetto a quelle ordinarie, dando agli investitori un ulteriore margine per decidere sulle proprie posizioni.

<sup>①</sup> Tale andamento non trova riscontro nel valore in dollari riportato nelle statistiche della BRI, poiché queste ultime rilevano solo gli scambi di contratti su indici azionari. I dati in termini di valore per le opzioni su azioni singole non sono ancora disponibili. Essi richiederebbero uno schema integrale di reporting atto a rilevare un ingente numero di singole transazioni.

<sup>②</sup> Esse furono istituite dal CBOE nel 1973, e quindi con molto anticipo rispetto ai primi futures e options su indici azionari, introdotti rispettivamente dal KCBT e dal CBOE nel 1982 e 1983.

*Low exercise price options (LEPOS).* Sono opzioni call di tipo europeo il cui prezzo di esercizio è fissato in prossimità dello zero. Esse furono introdotte in Svizzera nei primi anni novanta per ovviare al problema dell'imposta di bollo sulle transazioni in titoli e creare un meccanismo di trasferimento del rischio per azioni non facilmente trasferibili. Dato che questo tipo di opzioni presenta un valore intrinseco nettamente positivo ("in the money"), l'investitore assume un'esposizione quasi equivalente a quella dei titoli sottostanti (o di una transazione a termine), senza però avere titolo a dividendi e diritti di voto.

*Flexible exchange listed options (FLEX).* Sono state negoziate per la prima volta al CBOE nel 1993 in risposta alla crescente richiesta degli investitori istituzionali di una più ampia varietà di condizioni contrattuali, nonché alla forte concorrenza del mercato OTC. Le opzioni FLEX, concepite in genere per transazioni di ingente ammontare, consentono agli investitori di "personalizzare" un certo numero di caratteristiche delle opzioni su titoli o indici azionari, quali la data di scadenza, il prezzo e la modalità di esercizio dell'opzione. L'introduzione di una caratteristica personalizzata dà luogo alla creazione di una nuova serie di opzioni, che vengono poi quotate.

*Futures e options su indici settoriali e regionali.* Il novero di strumenti su indici riferiti a specifici subsettori del mercato azionario è cresciuto rapidamente negli anni recenti. Questi contratti consentono di assumere posizioni su segmenti di mercato più ristretti e di mettere in atto varie strategie di arbitraggio tra un segmento e l'altro. Di fronte all'esuberanza dei titoli della new economy nella seconda metà degli anni novanta, le borse hanno quotato numerosi strumenti su indici di azioni tecnologiche. Anche l'introduzione dell'euro ha condotto alla creazione di diversi contratti su indici paneuropei<sup>3</sup>, il cui scopo era quello di avvalersi di uno spostamento delle negoziazioni dai benchmarks nazionali a quelli paneuropei. Un importante vantaggio potenziale di tali contratti è che gli operatori possono ora assumere posizioni sull'estero con un unico margine di copertura e una singola esposizione in stanza.

*Futures e options finalizzati al mercato al dettaglio online.* Un'altra innovazione di rilievo è stata l'introduzione di contratti online per operatori al dettaglio. Introdotti nel 1997 dal CME (con i suoi futures e options E-mini S&P 500), tali strumenti si caratterizzano per il taglio ridotto rispetto ai contratti tradizionali, che li rende più accessibili ai piccoli investitori (dati i minori margini richiesti), e per il loro accesso online. Alcuni di essi hanno avuto un riscontro entusiastico, raggiungendo una quota di quasi il 25% del totale dei contratti azionari negoziati al CME nell'ultimo trimestre 2000.

*Futures su azioni singole.* Più di recente, l'interesse dei mercati organizzati si è rivolto ai futures su azioni singole. Ad esempio, nel novembre 2000 Euronext ha quotato futures su otto azioni olandesi di prim'ordine, e nel gennaio 2001 il LIFFE ha introdotto gli Universal Stock Futures su 25 titoli "blue-chip" europei e statunitensi. Anche le grandi borse USA hanno annunciato di voler quotare tali contratti. I futures su azioni singole dovrebbero fornire liquidità addizionale ai mercati a contante e derivati, oltretutto un nuovo strumento di copertura per le opzioni azionarie. È interessante notare che tali strumenti non hanno avuto finora uno sviluppo significativo in nessun paese. Negli Stati Uniti, a causa del timore di un loro possibile impatto negativo sulla volatilità dei titoli sottostanti, nei primi anni ottanta ne era vietata la contrattazione<sup>4</sup>. Sebbene nella maggior parte degli altri paesi non vigesse tale restrizione, essi non sono riusciti a diffondersi su vasta scala presso le piazze in cui erano stati quotati negli anni novanta (fra cui Australia, Spagna e Svezia). Tale mancanza di interesse potrebbe essere riconducibile allo sviluppo di efficienti mercati a termine (è il caso dei contratti per liquidazione differenziale – "contracts for difference") o alla capacità degli intermediari di replicare sinteticamente i futures tramite le opzioni di borsa<sup>5</sup>. La recente autorizzazione di questi strumenti negli Stati Uniti potrebbe contribuire a una loro maggiore diffusione.

<sup>3</sup> Cfr. Kostas Tsatsaronis, "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*, marzo 2001, pagg. 15-16.

<sup>4</sup> SEC e CFTC avevano espresso il timore che i futures su azioni e obbligazioni di un singolo emittente si ripercuotessero negativamente sul mercato a contante dei titoli sottostanti. Nel dicembre 1981 i due organismi hanno raggiunto un accordo, in base al quale il CFTC non avrebbe potuto autorizzare la contrattazione di futures su obbligazioni di enti locali o sui titoli registrati ai sensi del Securities Act del 1933. L'accordo Shad-Johnson del 1982 comprendeva il divieto temporaneo dei contratti futures su singole azioni, poi rimosso nel dicembre 2000 con l'approvazione del Commodity Futures Modernisation Act.

<sup>5</sup> Un investitore potrebbe replicare un contratto future acquistando un'opzione call e vendendo un'opzione put allo stesso prezzo base (e coefficiente delta). Benché più onerosa e complessa, tale strategia di acquisto/vendita offre maggiore flessibilità all'investitore, poiché gli consente in ogni momento di reagire a variazioni nella volatilità delle singole opzioni put e call vendendo l'una o l'altra contropartita.

## La problematica degli accantonamenti per perdite su crediti

Negli ultimi anni le modalità con cui le banche effettuano gli accantonamenti e le rettifiche di valore su crediti sono state sempre più oggetto di attenta disamina da parte delle autorità fiscali, contabili e di vigilanza. Ciò è dovuto in certa misura al ruolo importante che rivestono tali accantonamenti ai fini della trasparenza dei bilanci bancari, nonché al loro impatto sulla variabilità e ciclicità dei profitti del settore. Anche le proposte di modifica dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali hanno contribuito a richiamare l'attenzione sulla funzione rispettiva degli accantonamenti e del patrimonio nel proteggere una banca dalle perdite sugli impieghi creditizi.

Questo crescente interesse trova espressione in varie proposte e iniziative di fonte ufficiale, fra cui l'elaborazione di un principio contabile internazionale concernente la valutazione dei crediti e i connessi accantonamenti (IAS 39); la pubblicazione di linee guida del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria sul trattamento contabile dei crediti; l'introduzione in alcuni paesi di rettifiche di valore su base statistica; le proposte del Joint Working Group of standard setters per l'adozione della contabilità al valore equo ("fair value") per tutti gli strumenti finanziari.

Le suddette iniziative presentano, accanto a elementi comuni, alcune significative differenze. In particolare, l'impostazione differisce relativamente alla misura in cui deve essere accertabile un deterioramento oggettivo della qualità del singolo credito affinché possa essere creato un accantonamento, e agli effetti delle condizioni di prezzo applicate al credito. Vi è parimenti disparità di vedute riguardo all'orizzonte temporale su cui andrebbero stimate le perdite presunte e al tasso d'interesse appropriato per scontare i futuri flussi monetari.

Tale disparità di opinioni rispecchia, in parte, differenti prospettive. Da un lato, le autorità di vigilanza tendono a privilegiare il ruolo che possono avere gli accantonamenti nell'assicurare che le banche dispongano di un'adeguata protezione contro un potenziale scadimento della qualità degli impieghi. Dall'altro, le autorità contabili sottolineano l'importanza degli accantonamenti come mezzo per ottenere una valutazione corretta e veritiera dei crediti.

Le modalità di accantonamento sono oggetto di attenta disamina ...

... ma differiscono i punti di vista ...

... fra le autorità di vigilanza bancaria e gli esperti contabili



Questo saggio tratta delle caratteristiche di alcune recenti proposte e iniziative, esaminandone in particolare i punti di discordanza. Esso presenta inoltre uno schema semplificato entro il quale è possibile inquadrare le varie proposte e considera alcune alternative rispetto alle regolamentazioni vigenti.

## Accantonamenti: punti critici e iniziative ufficiali

Normalmente la creazione di un accantonamento (o rettifica di valore) a fronte di crediti deteriorati incide negativamente sugli utili correnti della banca. Essa comporta altresì una diminuzione del suo attivo netto, per lo più sotto forma di una svalutazione dei crediti. In linea di principio, l'accantonamento dovrebbe condurre a una rappresentazione del reddito e dell'attivo della banca più accurata rispetto a quella che si avrebbe qualora tutti i crediti fossero misurati in base al loro ammontare in essere.

Sebbene il modo in cui vengono realizzati gli accantonamenti differisca notevolmente a seconda dei paesi, la prassi contabile distingue comunemente fra accantonamenti specifici e generici. I primi sono di regola effettuati a fronte di perdite su crediti valutati singolarmente, mentre i secondi sono riferiti a un portafoglio di crediti.

Secondo un principio contabile fondamentale vigente nella maggior parte dei paesi, gli schemi di bilancio dovrebbero riflettere il risultato di fatti economici anteriori alla data di bilancio, senza cercare di prefigurare eventi non ancora accaduti. Questo principio implica che le banche difficilmente possano creare un accantonamento specifico a fronte di un credito singolo se non vi sono evidenze oggettive che una perdita è "probabile". Di conseguenza, gli accantonamenti specifici tendono a essere retrospettivi.

Gli accantonamenti generali possono essere più orientati al futuro, ma di fatto esistono sensibili differenze fra i paesi. In alcuni le banche hanno potuto basare tali accantonamenti su propri modelli statistici che stimano le perdite medie presunte per mancato rimborso di somme dovute. In linea di massima i modelli possono tenere conto dei probabili sviluppi futuri, fra cui anche gli effetti del ciclo economico. In altri, le regole sono più restrittive e sostanzialmente assimilabili a quelle che disciplinano gli accantonamenti specifici, salvo che la valutazione del credito è compiuta in riferimento a un portafoglio, anziché su base individuale. Per quanto concerne gli accantonamenti generali, gli organi di vigilanza bancaria sono solitamente più favorevoli a un regime liberale rispetto alle autorità contabili e di vigilanza mobiliare, e in vari paesi hanno di fatto incoraggiato le banche a potenziare tali accantonamenti nei periodi di deterioramento della qualità del credito.

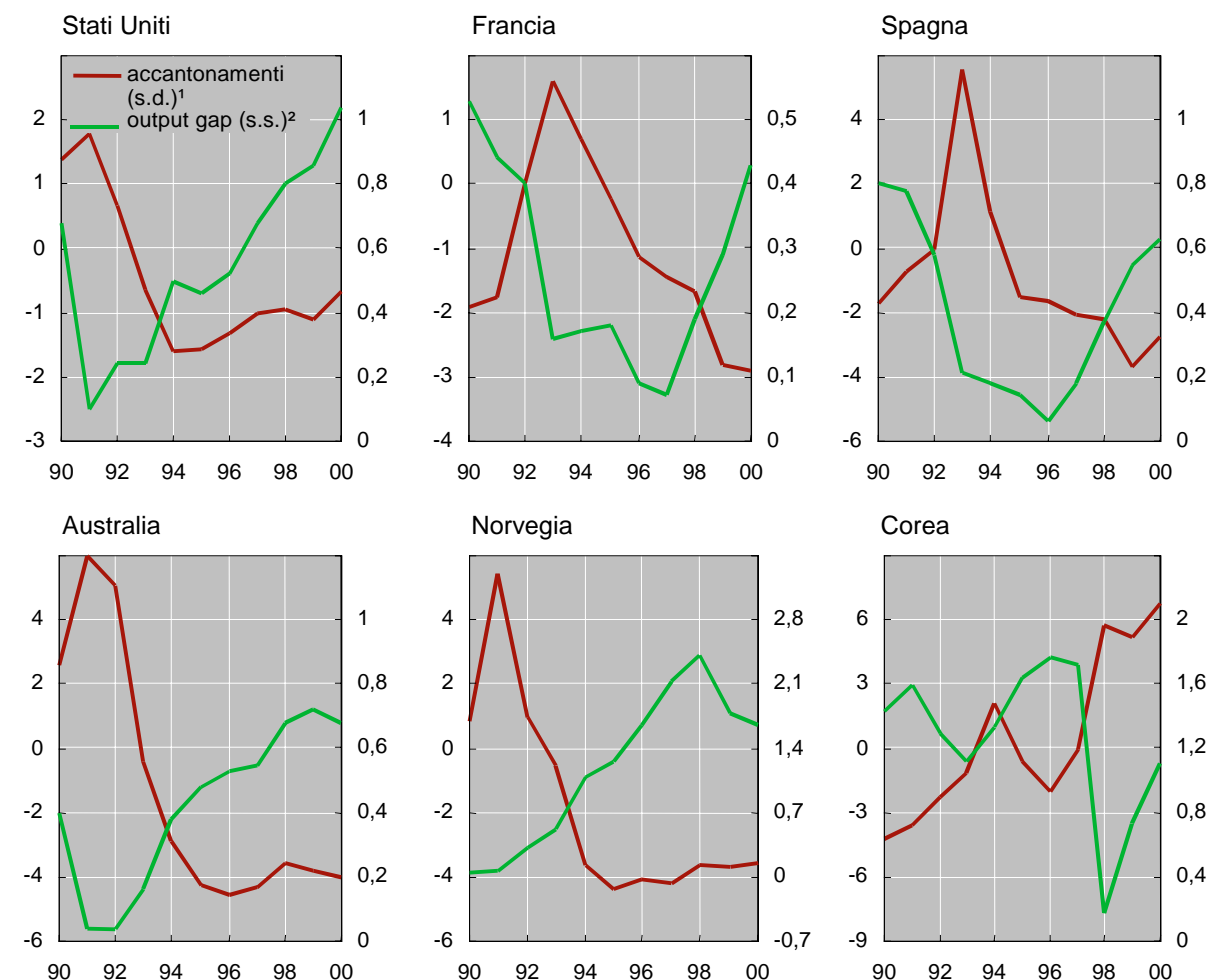
Una delle giustificazioni dell'impostazione generalmente retrospettiva delle regole sugli accantonamenti è che essa limita le possibilità del management bancario di manipolare i risultati contabili al fine di minimizzare le imposte o di dissimulare le fluttuazioni degli utili. Tuttavia, tale impostazione comporta altresì che gli accantonamenti aumentino di solito nelle fasi recessive dell'economia e soltanto dopo che si è verificato un cospicuo peggioramento

Gli accantonamenti specifici sono per lo più retrospettivi ...

... mentre quelli generali variano notevolmente da paese a paese

Un'impostazione retrospettiva limita le manipolazioni ma può acuire i cicli finanziari

## Accantonamenti delle banche e output gap



<sup>1</sup> In percentuale delle attività bancarie complessive. <sup>2</sup> In percentuale del PIL potenziale.

Fonti: Fitch; OCSE; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico 1

della qualità del credito (grafico 1). Questo fenomeno è un fattore determinante della natura fortemente prociclica dei profitti bancari. Si può inoltre ritenere che esso contribuisca alla ciclicità complessiva del sistema finanziario e della macroeconomia più in generale<sup>1</sup>.

Negli ultimi anni questi diversi punti di vista si sono tradotti in modifiche o proposte di modifica dei principi contabili nazionali e internazionali. La tabella 1 fornisce un quadro sintetico del modo in cui i vari approcci differiscono per taluni aspetti essenziali. Tali approcci sono trattati singolarmente nelle pagine che seguono.

<sup>1</sup> Per una trattazione più dettagliata della questione, cfr. Banca dei Regolamenti Internazionali (2001), *71ª Relazione annuale*, e C. Borio, C. Furfine e P. Lowe (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers* n. 1, pagg. 1-57.

Metodologie di accantonamento e di misurazione delle perdite presunte				
	IAS 39 <sup>1</sup>	Contabilità al valore equo	Accantonamenti su base statistica	Regolamentazione patrimoniale proposta (perdite presunte)
Presupposto	Prova oggettiva	No	No	No
Orizzonte temporale	Vita residua per i crediti deteriorati	Vita residua	Perdite medie per insolvenze	Un anno
Attualizzazione dei flussi monetari	Flussi monetari attesi scontati al tasso d'interesse effettivo originario	Flussi monetari contrattuali scontati al tasso d'interesse di mercato <sup>2</sup>	No	No
Considerazione delle condizioni di prezzo	Sì	Sì	No	No <sup>3</sup>
Accantonamento iniziale	No	Possibile	Sì	–

<sup>1</sup> Lo IAS 39 consente accantonamenti su una base di portafoglio a condizione che i singoli crediti non siano di ammontare rilevante e non siano stati considerati deteriorati singolarmente. <sup>2</sup> I flussi monetari attesi possono parimenti essere scontati in base al rendimento atteso richiesto dal mercato. <sup>3</sup> Il Comitato di Basilea sta considerando la possibilità di permettere alle banche di tener conto delle condizioni di prezzo nel calcolare le perdite presunte sul portafoglio al dettaglio. Tabella 1

### IAS 39

I principi contabili richiedono prove oggettive del deterioramento ...

A livello internazionale sono da tempo in corso iniziative volte ad attenuare le disparità fra i paesi nel trattamento degli accantonamenti. In ambito contabile l'azione è stata condotta sotto l'egida dell'International Accounting Standards Board e trova riflesso nell'elaborazione dello standard contabile internazionale IAS 39. Esso prevede che i crediti siano normalmente iscritti per l'ammontare nominale in essere, a meno che non vi siano "prove oggettive" del loro deterioramento<sup>2</sup>. In questo caso il credito verrebbe scritturato al valore attuale dei futuri flussi di pagamento attesi scontato con il tasso d'interesse effettivo originario<sup>3</sup>. La differenza fra l'ammontare in essere e il valore attuale così determinato verrebbe allora imputata al conto economico. Nella pratica questa differenza è denominata accantonamento ("provision") generico o specifico, oppure rettifica di valore ("allowance").

... limitando la possibilità di accantonamenti

Lo standard fornisce degli esempi di ciò che costituisce una "prova oggettiva", gran parte dei quali sono di natura retrospettiva. Una possibile eccezione risiede nel fatto che il criterio della prova oggettiva è soddisfatto se "l'andamento passato ... indica che non sarà recuperato l'intero valore

<sup>2</sup> Lo standard è entrato in vigore all'inizio del 2001. I crediti detenuti a fini di negoziazione e disponibili per la vendita devono essere misurati in base al valore equo.

<sup>3</sup> Se il credito è a tasso variabile, il tasso effettivo è calcolato impiegando il tasso applicato correntemente al credito ai termini del contratto. Il tasso d'interesse effettivo è definito come tasso di sconto che uguaglia il valore attuale dei futuri flussi monetari attesi all'ammontare in essere del credito. In molti casi, tuttavia, per i crediti erogati dalla banca sono utilizzati nel calcolo i flussi monetari previsti contrattualmente. L'effetto è quello di sovrastimare le perdite per insolvenza (cfr. il riquadro a pagina 48 per un'esemplificazione).

nominale di un portafoglio di crediti". Essendo improbabile che una banca si aspetti di ottenere il rimborso integrale di tutti i crediti, questa condizione potrebbe consentire la costituzione di un accantonamento su una base analoga a quella adottata attualmente in alcuni paesi per determinare gli stanziamenti ai fondi rischi generali.

#### *Contabilità al valore equo ("fair value")*

Un approccio alternativo consiste nell'adottare una contabilità al valore equo per i crediti nel quadro dell'applicazione generale di questo metodo a tutti gli strumenti finanziari<sup>4</sup>. Tale approccio è stato recentemente perorato dal Joint Working Group of standard setters (JWG)<sup>5</sup>. Qualora esso fosse adottato, verrebbe assai probabilmente a sparire il concetto stesso di accantonamento per perdite su crediti. Questi sarebbero invece direttamente iscritti al loro valore equo, le cui variazioni affluirebbero al conto economico. Ove fossero mantenuti gli accantonamenti, essi sarebbero pari alla differenza fra l'ammontare in essere e il valore equo dei crediti.

Questo metodo di valutazione dei crediti è chiaramente prospettico. Esso viene spesso anche considerato oggettivo, essendo basato sui prezzi di mercato. Tuttavia, allorché non esiste un prezzo di mercato una certa soggettività è inevitabile, stante l'esigenza di stimare il valore equo mediante una metodologia apposita. Gli inputs primari in tale procedimento sarebbero verosimilmente la stima della probabilità di insolvenza effettuata dalla banca e il tasso di sconto appropriato in base alle condizioni di mercato.

Le proposte del JWG hanno suscitato numerose reazioni, specie da parte degli operatori bancari. Molti dei commenti esprimono la preoccupazione che la contabilità al valore equo accresca sensibilmente la volatilità degli utili di bilancio delle banche. Un timore correlato è che essa possa accentuare anche la prociclicità dei profitti, poiché l'ondata di ottimismo e la sottovalutazione del rischio che spesso caratterizzano le fasi di boom economico si tradurrebbero in un aumento del valore dei crediti nei periodi di alta congiuntura. Per converso, la probabile tendenza dei mercati a sovrastimare il rischio nelle fasi recessive potrebbe deprimere artificialmente il valore dei crediti. Ne conseguirebbe un'amplificazione di quei cicli del credito che sono spesso alla radice della instabilità finanziaria<sup>6</sup>.

La contabilità al valore equo ha una impostazione prospettica ...

... ma potrebbe accrescere la volatilità e la prociclicità degli utili bancari

---

<sup>4</sup> Il "valore equo" è definito come prezzo ottenibile qualora il credito fosse ceduto in una transazione fra contraenti autonomi motivata da normali considerazioni economiche.

<sup>5</sup> Cfr. Financial Instruments Joint Working Group of standard setters (2000), *Draft Standard and Basis for Conclusions*, International Accounting Standards Committee.

<sup>6</sup> Su questo aspetto cfr. Borio et al. (op. cit.). Varie altre riserve sono state inoltre sollevate a riguardo delle proposte del JWG, come quelle concernenti la validità concettuale di una valutazione ai prezzi di mercato di strumenti detenuti fino a scadenza, l'esclusione delle attività immateriali, le difficoltà e i costi che comporta l'applicazione del criterio del valore equo a tutti gli strumenti finanziari e la capacità dei fruitori dei bilanci di interpretare documenti contabili redatti in base a tale criterio.

### Accantonamento statistico/dinamico

Un altro approccio prevede che le banche basino gli accantonamenti generali su una stima delle perdite medie per insolvenza nel lungo periodo. Questo metodo comporta livelli di accantonamento più elevati per i crediti con tassi di sofferenza relativamente alti, nonostante il fatto che il margine di interesse su questi impieghi sia presumibilmente tale da coprire la maggiore incidenza delle perdite (si veda oltre).

In alcuni paesi alle banche è consentito impiegare stime proprie delle perdite per insolvenza, che possono talora anche essere corrette in funzione del ciclo economico. In altri le autorità di vigilanza bancaria hanno fissato i requisiti di accantonamento per i vari tipi di credito.

La Spagna è forse il paese che si è spinto più avanti in questa direzione<sup>7</sup>. La nuova regolamentazione introdotta lo scorso anno prescrive alle banche di portare in detrazione dagli utili un accantonamento cosiddetto statistico, la cui entità varia in funzione della tipologia dei crediti<sup>8</sup>. Una volta che il “fondo statistico” risulti sufficientemente capiente, le rettifiche di valore specifiche che si determinano allorché sopravviene un effettivo deterioramento del credito (definito in base a criteri standard) sono effettuate a valere sul fondo stesso anziché sugli utili dell’esercizio corrente. L’accantonamento, che è basato sull’incidenza media storica delle perdite anziché sugli andamenti in atto, ha l’effetto di attenuare le fluttuazioni annue dei profitti bancari.

Alcune autorità di vigilanza guardano con favore a questo approccio, soprattutto poiché esso riduce la volatilità degli utili di bilancio delle banche e contribuisce ad assicurare che il sistema bancario precostituisca riserve finanziarie nei periodi di alta congiuntura cui attingere in tempi difficili. Tuttavia, gli esperti contabili e molti organi di vigilanza mobiliare sono generalmente di opinione diversa. Essi argomentano che questa forma di accantonamento può condurre a una sottovalutazione dei crediti e, conseguentemente, a documenti di bilancio che non rispecchiano l’effettiva variabilità dei risultati economici. La conseguente minore trasparenza renderebbe più difficile per gli investitori giudicare la reale solidità di un’istituzione. Una critica analoga viene talvolta mossa alla creazione di accantonamenti generali allorché questi non sono utilizzati a copertura del deterioramento accertabile di specifici portafogli.

Gli accantonamenti su base statistica possono ridurre la volatilità ...

... ma destano timori per la trasparenza

---

<sup>7</sup> Per una più approfondita trattazione dell’approccio spagnolo, cfr. R. Poveda (2000), *Reform of the system of insolvency provisions*, Banca di Spagna, nonché S. Fernández de Lis, J. Martínez Pagés e J. Saurina (2001), “Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain”, *BIS Papers* n. 1, pagg. 331-53. Un’analisi dei meriti degli accantonamenti su base statistica si trova anche in Commission Bancaire (2001), *Annual Report 2000*.

<sup>8</sup> I coefficienti di accantonamento sono stati inizialmente stabiliti dalle autorità di vigilanza, ma è previsto che essi possano in seguito essere collegati ai rating interni della banca. Gli accantonamenti statistici non sono deducibili dal reddito ai fini fiscali.

## Accantonamenti e patrimonio

Negli ultimi tempi anche il trattamento degli accantonamenti ai fini del patrimonio prudenziale delle banche è stato oggetto di considerevole interesse.

In base alle regole attuali taluni accantonamenti generali possono essere inclusi nel patrimonio di classe 2 (fino a un massimo dell'1,25% delle attività ponderate per il rischio). Inoltre, secondo le proposte di modifica dell'Accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali, nel quadro del metodo basato sui rating interni i coefficienti sono calibrati in modo da coprire le perdite sia previste che impreviste, laddove le prime sono definite dalla perdita che la banca subirebbe in caso di insolvenza moltiplicata per la probabilità stimata di questo evento nell'arco di un anno.

Gli accantonamenti generali sono parte del patrimonio regolamentare

In generale gli operatori bancari si sono espressi criticamente nei confronti di questo approccio, ritenendo che la funzione del patrimonio sia quella di proteggere la banca dalle perdite impreviste piuttosto che da minusvalenze già prodottesi in seguito al deteriorarsi della qualità creditizia del debitore. È stato anche fatto notare che il concetto di perdita presunta adottato ai fini del patrimonio di vigilanza si discosta sensibilmente da quello che sottende allo IAS 39. Ad esempio, secondo la definizione impiegata dalle autorità di vigilanza bancaria, tutti i crediti commerciali sono soggetti a perdita presunta (a prescindere dalle condizioni di prezzo), mentre in base allo IAS 39 le perdite sono rilevate soltanto sui prestiti che soddisfano i criteri di deterioramento stabiliti. Alcuni operatori hanno sostenuto che tali disparità concettuali possono avere effetti distorsivi sulle decisioni di una banca in materia di accantonamenti e di patrimonio.

Differenti concetti di perdita nelle regole prudenziali e contabili

## Uno schema semplificato

Per meglio comprendere le caratteristiche dei vari metodi sopra descritti per la valutazione dei crediti e la determinazione degli accantonamenti può essere utile considerarli come casi particolari di un approccio più generale.

A questo scopo viene anzitutto assunto che il valore di un credito a un dato momento sia rappresentabile come il valore attuale dei connessi flussi monetari futuri. Tale valore può essere ottenuto in due modi: scontando i flussi monetari *convenuti* mediante il tasso d'interesse *convenuto*, oppure scontando i flussi monetari *attesi* mediante il tasso d'interesse *atteso*. Nella situazione abituale in cui sussiste una probabilità maggiore di zero che il mutuatario si renda inadempiente, il tasso atteso è inferiore a quello convenuto.

I crediti possono essere valutati scontando i flussi monetari ...

Il primo metodo è quello più comunemente usato, salvo ovviamente il caso in cui il contratto di prestito non specifichi chiaramente l'esatto ammontare e la sequenza temporale dei pagamenti. I due metodi, se applicati correttamente, dovrebbero generare lo stesso valore (cfr. riquadro).

... anche se in modi diversi

In entrambi i casi il tasso di attualizzazione può essere desunto dal mercato o stabilito autonomamente dalla banca. Inoltre, esso può essere fissato all'accensione del credito oppure rispecchiare il profilo di rischio corrente del credito stesso.

Un metodo consiste nello scontare i flussi monetari attesi con il tasso di rendimento atteso

Per ragioni di semplicità, qui di seguito vengono scontati i flussi monetari attesi mediante un tasso di rendimento atteso, ipotizzando che il credito sia rimborsabile in un'unica soluzione alla scadenza. Il valore del credito può pertanto essere rappresentato come segue:

$$V_t = \sum_j \frac{E(C_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad j = t, \dots, T \quad (1)$$

dove  $E(C_j)$  sono i flussi monetari attesi nel periodo  $j$ , e  $y$  è il rendimento atteso usato come tasso di attualizzazione. Il flusso monetario atteso per ciascun periodo (ignorando i costi operativi) è dato dai pagamenti in conto interessi e capitale dovuti ai termini del contratto, *meno* le perdite presunte per mancati pagamenti. Designando tali perdite presunte nel periodo  $j$  con  $E(I_j)$  e il tasso d'interesse convenuto con  $i$ , e ponendo uguale a 1 l'ammontare in essere del credito, l'equazione (1) può essere riscritta come:

$$V_t = 1 + \sum_j \frac{E(i_j - y_j)}{(1+y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(I_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad (2)$$

Il livello adeguato dell'accantonamento può essere considerato come differenza fra l'ammontare residuo del credito e il valore attuale dei flussi monetari. Questo livello ( $P$ ) è dato da:

$$P_t = 1 - V_t = \sum_j \frac{E(I_j)}{(1+y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(i_j - y_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad (3)$$

Almeno concettualmente, un accantonamento è necessario se ...

Il primo termine dell'espressione di destra è il valore attuale delle perdite presunte derivanti dal mancato pagamento delle somme pattuite. Il secondo termine è il valore attuale del differenziale fra il tasso d'interesse convenuto e il tasso di rendimento atteso usato per scontare i flussi monetari. Tale differenziale è talvolta denominato margine di interesse. Ne consegue che, in linea di principio, l'accantonamento può essere inteso come differenza fra il valore attuale delle perdite presunte e il valore attuale del margine di interesse. È importante notare che la differenza può essere sia positiva che negativa.

Nella trattazione che segue tale differenza è denominata guadagno o perdita *latente* nel portafoglio della banca. È opportuno distinguere questo concetto di perdita da quello di perdita *presunta*, impiegato qui per designare il valore attuale della perdita probabile derivante dal mancato pagamento di somme dovute. Secondo questa terminologia, è possibile che un credito comporti un rilevante guadagno latente e al tempo stesso una rilevante perdita presunta. Ciò avverrebbe qualora le perdite presunte per insolvenza fossero più che compensate dal margine di interesse su un credito ad alto rischio.

Questo approccio generale porta a concludere che, in linea teorica, la creazione di un accantonamento è appropriata in tre diversi casi.

... un credito è erogato a un prezzo iniziale distorto ...

Il primo si ha allorché un credito è stato erogato inizialmente a condizioni di prezzo distorte, nel senso che il valore attuale delle perdite presunte differisce dal valore attuale dei proventi da margine di interesse. Ciò può

accadere, ad esempio, se la banca ha concesso un tasso agevolato al fine di difendere quote di mercato o di consolidare le relazioni con il mutuatario. Per contro, qualora la banca avesse fatto valere una posizione contrattuale di forza spuntando un tasso d'interesse superiore a quello di mercato, il valore attuale del credito (se scontato al tasso di mercato) sarebbe superiore al suo ammontare nominale in essere. Almeno concettualmente, in tale circostanza sarebbe appropriato un accantonamento negativo.

Il secondo caso è quello in cui l'affidabilità creditizia del mutuatario cambia successivamente all'accensione del credito (modificando così il valore attuale delle perdite presunte) senza che vengano cambiate le condizioni di prezzo. Il mutamento del merito di credito può avvenire in entrambe le direzioni, sicché sono possibili sia guadagni che perdite latenti. Pertanto, anche in questo caso gli accantonamenti possono in teoria essere sia negativi che positivi.

... cambia la qualità creditizia del mutuatario ...

Il terzo caso si ha quando cambia il differenziale fra il tasso d'interesse applicato al credito e il tasso di attualizzazione, mentre resta invariato il profilo di rischio del debitore. Tale situazione sorge allorché al tasso di attualizzazione è permesso di variare nel tempo, ad esempio in linea con l'evoluzione dei tassi di mercato. Tali movimenti generano guadagni ovvero perdite per la banca (sempreché non cambi anche il tasso applicato al credito), che verrebbero rilevati mediante la creazione di un accantonamento.

... o variano i tassi di mercato

In una *contabilità al valore equo* il tasso di attualizzazione è quello richiesto dal mercato per un credito avente le stesse caratteristiche di rischio del credito valutato. Se si usa questo tasso (e sono impiegati accantonamenti per riprodurre una contabilità al valore equo nel quadro di un sistema contabile a costi storici) verrebbe creato un accantonamento in ciascuno dei tre casi sopra descritti. In particolare, sarebbero costituiti accantonamenti a fronte di variazioni sia nella qualità creditizia del mutuatario sia dei tassi d'interesse del mercato.

Per contro, lo IAS 39 prevede che il tasso di attualizzazione rimanga fisso nel corso del tempo (almeno per i crediti a tasso fisso) e non vari quindi al variare del merito di credito del debitore o dei tassi di mercato. Pertanto, esso differisce dalla contabilità al valore equo per tre importanti aspetti. Primo, indipendentemente dalle condizioni di prezzo del credito, non verrebbe creato alcun accantonamento iniziale. Poiché i flussi monetari sono scontati al tasso di rendimento interno atteso all'accensione del credito, il valore iniziale di questo è necessariamente pari al valore facciale. Secondo, l'accantonamento non potrebbe mai essere negativo, in quanto creato unicamente a fronte di crediti deteriorati, ignorando ogni eventuale miglioramento della qualità creditizia. Terzo, i movimenti dei tassi di mercato non hanno influsso sulla misura dell'accantonamento, dato che il tasso di attualizzazione non varia in funzione delle condizioni di mercato. L'unica eccezione possibile si avrebbe qualora l'evoluzione dei tassi di mercato comportasse una modifica del tasso applicato al credito.



## Valutazione di crediti e accantonamenti: alcuni esempi

Il riquadro fornisce alcune esemplificazioni dei diversi metodi per la valutazione di un credito e delle connesse implicazioni in termini di accantonamenti.

Per semplicità si consideri un credito di \$100 con durata annuale e rimborso di capitale e interessi alla scadenza. Secondo le stime della banca, vi è una probabilità del 98% che tutte le somme dovute siano pagate e una probabilità del 2% che il debitore si renda totalmente insolvente. Se il tasso a rischio nullo è del 7% e il premio di rischio per questo tipo di prestito è dello 0,8%, la banca dovrebbe attendersi un rendimento del 7,8%. Ciò richiede l'applicazione di un tasso d'interesse del 10%.

Il valore del credito può essere determinato in due modi: scontando i flussi monetari convenuti al tasso d'interesse convenuto (10%), oppure scontando i flussi monetari attesi al tasso di rendimento atteso (7,8%). Il risultato è identico.

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa convenuto}}{\text{tasso convenuto}} = \frac{110}{1,1} = 100$$

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa atteso}}{\text{rendimento atteso}} = \frac{110 * 0,98}{1,078} = 100$$

Si consideri ora il valore del credito nell'ipotesi che subito dopo la sua accensione la probabilità di insolvenza salga al 5% e che il tasso a rischio nullo cresca autonomamente dello 0,7%, cosicché il rendimento richiesto diventa l'8,5%. Se il tasso d'interesse applicato al credito potesse essere rinegoziato, la banca dovrebbe portarlo al 14,21% per generare il tasso di rendimento richiesto. In linea di principio quest'ultimo può essere sia specifico della banca sia determinato dal mercato.

Il valore del credito può nuovamente essere calcolato nei due modi:

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa convenuto}}{\text{tasso convenuto (se il credito fosse rinegoziato)}} = \frac{110}{1,1421} = 96,31$$

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa atteso}}{\text{rendimento atteso (se il credito fosse rinegoziato)}} = \frac{110 * 0,95}{1,085} = 96,31$$

L'accantonamento appropriato è pari a  $100 - 96,31 = 3,69$ . Nel caso in cui il tasso di sconto è un tasso di mercato, tale accantonamento può essere considerato come quello necessario per generare il valore equo del credito.

Un metodo alternativo consiste nello scontare il rendimento interno atteso iniziale (IAS 39). Come si è visto, questo metodo esclude le variazioni di valore derivanti da movimenti dei tassi di mercato. Esso dà luogo a un valore di:

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa atteso}}{\text{rendimento interno atteso (iniziale)}} = \frac{110 * 0,95}{1,078} = 96,94$$

In questo caso l'accantonamento sarebbe pari a  $100 - 96,94 = 3,06$ , ossia inferiore a quello necessario per riprodurre una contabilità al valore equo. Se anziché aumentare, il tasso a rischio nullo fosse invece diminuito, si sarebbe avuto il risultato opposto.

Un'altra possibilità è quella di scontare il flusso monetario atteso al tasso convenuto del credito. Questo metodo è preferito da un certo numero di banche poiché il tasso è direttamente osservabile. In questo esempio si avrebbe un valore di

$$V_0 = \frac{\text{flusso di cassa atteso}}{\text{tasso convenuto (all'accensione)}} = \frac{110 * 0,95}{1,1} = 95,00$$

che comporta una sottovalutazione del credito. Corrispondentemente, esso determina un accantonamento (pari a 5) assai superiore a quello richiesto dalla contabilità al valore equo.

## Principali considerazioni e opzioni sul piano regolamentare

Dalla precedente trattazione emerge una serie di importanti considerazioni e opzioni sul piano regolamentare. Esse sono esaminate singolarmente qui di seguito.

### *Le condizioni di prezzo sono rilevanti ai fini del livello degli accantonamenti*

Se il rendimento atteso di un portafoglio crediti uguaglia il rendimento richiesto, il valore corrente del portafoglio dovrebbe essere pari al suo valore nominale. In questo caso non vi sono né guadagni né perdite latenti (ossia, il portafoglio è prezzato “correttamente”). Prescindendo dai premi di rischio, ciò significa che vi è coincidenza fra valore corrente e valore nominale del portafoglio quando il margine di interesse copre le perdite presunte per insolvenza. Se questa condizione è soddisfatta, una riduzione dell’ammontare iscritto a bilancio mediante un accantonamento equivale ad attribuire al portafoglio stesso un valore inferiore al suo valore attuale.

Non è necessario un accantonamento se il prezzo è corretto

Una complicazione sorge nel caso in cui la banca preveda che l’incidenza delle perdite in un portafoglio di crediti pluriennali è destinata a variare con l’andare del tempo e applichi conseguentemente un tasso fisso. Ciò può avvenire se i tassi di insolvenza sono soggetti a un “processo di maturazione”, oppure se la banca si aspetta in prospettiva un peggioramento della situazione economica. In entrambe le circostanze gli interessi ricevuti inizialmente dovrebbero coprire ampiamente le perdite iniziali per insolvenza, e questi extra-proventi servirebbero così da compensazione per le previste maggiori perdite future. Ciò implica che, quand’anche il credito sia prezzato correttamente all’origine (e non accada nulla di imprevisto), è necessario un accantonamento in linea con la (3) affinché gli utili della banca, e il valore dei suoi impieghi, non siano sovrastimati durante il periodo di bassa incidenza delle insolvenze<sup>9</sup>. Di fatto, questo approccio equivale a computare gli interessi al tasso di rendimento effettivo, anziché al tasso convenuto, anche se la presentazione contabile sarebbe ovviamente diversa.

### *La creazione di accantonamenti automatici all’accensione è problematica*

Un accantonamento al momento dell’accensione del credito è necessario unicamente se il tasso di rendimento iniziale atteso è inferiore a quello “richiesto”. Prescindendo dai premi di rischio, ciò accadrebbe soltanto nel caso in cui il margine di interesse iniziale non copra le perdite presunte per insolvenza. Essendo poco verosimile che una banca conceda sistematicamente prestiti a tassi di rendimento atteso inferiori al proprio tasso di rendimento richiesto (sebbene in alcuni casi il rendimento atteso possa

---

<sup>9</sup> Se non vi è alcun cambiamento nel corso del tempo delle perdite presunte e non accade nulla di imprevisto, i proventi netti da interesse bilancerebbero esattamente le perdite per insolvenza in ogni periodo. Tali perdite dovrebbero essere imputate al conto economico, mentre non sarebbe necessaria una svalutazione delle attività con la creazione di un accantonamento.

essere inferiore al tasso di mercato), un accantonamento *automatico* iniziale a fronte della totalità dei prestiti appare problematico (si veda oltre)<sup>10</sup>.

*L'orizzonte temporale rilevante è la vita residua del credito*

Nel determinare il livello appropriato degli accantonamenti dovrebbe essere assunto come orizzonte temporale la vita residua del credito, e non soltanto un anno. L'orizzonte varierà a seconda del tipo di crediti ed eventualmente anche nel corso del tempo. Per molti prestiti esso sarà superiore al periodo annuale spesso adottato ai fini della determinazione del patrimonio di una banca.

*Accantonamenti per coprire perdite presunte a fini di adeguatezza patrimoniale?*

Se gli accantonamenti sono creati a fronte di guadagni/perdite latenti, il livello del patrimonio di una banca dovrebbe essere determinato unicamente in funzione del rischio di perdite impreviste. Tuttavia, nella misura in cui gli accantonamenti effettivi non uguagliano le perdite latenti date nell'equazione (3), si rende necessario un aggiustamento del patrimonio per coprire la differenza. Questo aggiustamento potrebbe essere sia positivo che negativo. Inoltre, dati i differenti concetti di perdita adottati ai fini prudenziali e contabili, è improbabile, salvo casi eccezionali, che esso coincida con il proposto adeguamento del patrimonio regolamentare per le perdite presunte.

In prospettiva, un'opzione che merita di essere esplorata è un trattamento più chiaro della relazione fra accantonamenti e patrimonio regolamentare. Concettualmente, la soluzione più ovvia sarebbe quella di escludere i fondi rischi generali dal patrimonio e di fissare il livello degli accantonamenti in modo che essi coprano il valore stimato delle perdite latenti in un dato portafoglio bancario. Il patrimonio potrebbe allora essere calibrato in funzione della variabilità di tali perdite (ossia, della loro componente "imprevista"). Le modalità pratiche di attuazione dipenderebbero fortemente dalla metodologia impiegata per stimare le perdite latenti.

*Gli accantonamenti prospettici sono una valida alternativa alla contabilità al valore equo?*

Come già detto, la contabilizzazione dei crediti al valore equo potrebbe accrescere la variabilità e ciclicità degli utili bancari. Stante questo timore, una possibile alternativa, specie per i crediti non oggetto di negoziazione, consisterebbe nel rilevare i cambiamenti della qualità creditizia mediante accantonamenti in funzione prospettica, senza però contabilizzare le variazioni di valore dovute ai movimenti dei tassi di mercato.

---

<sup>10</sup> Taluni sostengono che dovrebbe essere creato un accantonamento all'accensione del credito anche se questo è prezzato correttamente, poiché l'insolvenza può insorgere prima che il margine di interesse sia stato incassato. Tuttavia, gli accantonamenti dovrebbero essere costituiti a fronte di eventi presunti, ed è inverosimile presumere che i crediti entrino sistematicamente in sofferenza prima del pagamento degli interessi. L'eventualità di un numero eccezionalmente alto di insolvenze precoci dovrebbe essere coperta dal patrimonio.

Gli accantonamenti dovrebbero coprire le perdite latenti, il patrimonio quelle impreviste

A questo scopo si potrebbero valutare tutti i crediti sulla base del valore attuale dei flussi monetari attesi, scontati a un tasso fissato al momento dell'accensione. Questo metodo può essere considerato come un'estensione all'intero portafoglio dell'approccio previsto dallo IAS 39 per i "crediti deteriorati". In tal modo tutti i crediti sarebbero iscritti inizialmente alla pari, mentre il loro valore potrebbe variare successivamente con il mutare della qualità del debitore (sempreché non varino corrispondentemente le condizioni applicate al credito). Ne consegue che in caso di declassamento del rating attribuito dalla banca a un mutuatario a tasso fisso verrebbe creato un accantonamento anche se il credito non è deteriorato secondo la definizione corrente. Analogamente, si potrebbe considerare la creazione di accantonamenti di segno negativo nel caso in cui il rating interno migliori dopo l'accensione del prestito.

Tutti i crediti potrebbero essere valutati in base al valore attuale ...

Questo approccio comporta discrezionalità di giudizio sia nell'assegnare i rating ai mutuatari sia nello stabilire il tasso di attualizzazione appropriato. Tuttavia, il grado di soggettività non appare maggiore di quello che implica la determinazione del valore equo di un portafoglio di crediti per cui non esistano prezzi di mercato, tanto più che nel quadro del Nuovo Accordo di Basilea sul patrimonio il sistema di rating interni di una banca sarà soggetto a validazione da parte delle autorità di vigilanza. Inoltre, il metodo in questione potrebbe costituire un ponderato passo intermedio sulla via di una contabilità integrale al valore equo, concedendo tempo per risolvere alcune delle più complesse questioni concettuali e pratiche prima di decidere sull'adozione di tale sistema.

... ma ciò desta timori per la discrezionalità di giudizio ...

L'approccio basato sugli accantonamenti prospettici lascerebbe irrisolto il problema di come tenere conto delle variazioni di valore dovute alla fluttuazione dei tassi di mercato, posto che ciò sia ritenuto utile. In linea teorica, sarebbe possibile aggiustare il tasso di sconto originario in funzione dell'evoluzione dei tassi a rischio nullo. In tal modo verrebbero creati accantonamenti per le perdite latenti connesse sia con il rischio di credito che con il rischio di tasso d'interesse.

... e lascia irrisolta la questione del rischio d'interesse

#### *Il problema della prociclicità degli accantonamenti*

Un'ultima ma importante questione è se una modifica delle procedure di accantonamento possa ridurre la prociclicità degli utili bancari e del sistema finanziario più in generale.

Secondo taluni, il passaggio a un sistema di accantonamenti prospettici per l'intero portafoglio prestiti, così come delineato più sopra, consentirebbe di rilevare le perdite per insolvenza in una fase precoce del ciclo economico, attenuando così la forte caduta dei profitti bancari che spesso si accompagna a un rallentamento congiunturale. La rilevazione precoce delle perdite potrebbe anche far sì che il capitale delle banche sia meno soggetto ad ampie e improvvise contrazioni nei periodi recessivi. In tal caso, gli accantonamenti prospettici potrebbero contribuire notevolmente a ridurre la ciclicità degli utili bancari e delle condizioni di offerta del credito.

Gli accantonamenti prospettici possono mitigare i cicli finanziari ...

... anche se  
permane il rischio di  
valutazioni distorte

Altri ritengono invece che gli accantonamenti prospettici, quand'anche agiscano nel senso predetto, non abbiano un influsso rilevante. Questo punto di vista riflette l'idea che le banche (nonché i mercati) tendono comunque a sottostimare il rischio di credito nelle fasi di espansione economica e, forse, a sovrastimarne in quelle di rallentamento. La sottovalutazione del rischio nei periodi di espansione si tradurrebbe nell'applicazione (non intenzionale) di condizioni di prezzo distorte e, di conseguenza, in accantonamenti inadeguati, pur se creati in funzione prospettica. Inoltre, ci si potrebbe attendere che tale sottovalutazione del rischio concorra a fare in modo che le banche detengano un'insufficiente dotazione di capitale nei periodi di rapida crescita economica.

Fra le altre opzioni,  
un accantonamento  
obbligatorio  
iniziale ...

Questi timori verrebbero parzialmente mitigati qualora le autorità di vigilanza prescrivessero alle banche di creare un accantonamento all'accensione di ciascun prestito. Tuttavia, a prescindere dal fatto che nella maggioranza dei paesi le autorità di vigilanza non fissano regole contabili, tale approccio è criticabile per le ragioni esposte più sopra. In particolare, esso presume che i crediti siano sistematicamente concessi a un prezzo errato per difetto e non tiene conto del fatto che la congruità del prezzo è soggetta a mutare durante la vita del credito o nel corso del ciclo economico. L'approccio potrebbe tuttavia essere giustificato ove si convenisse che i documenti di bilancio debbano rispecchiare un grado di prudenza e di cautela superiore a quello che può ritenersi appropriato nell'ottica di un investitore.

... e requisiti  
patrimoniali  
aggiuntivi per  
coprire eventuali  
accantonamenti  
inadeguati

Un altro approccio, forse alquanto radicale, consisterebbe nel *dissociare* gli accantonamenti a fini prudenziali da quelli stabiliti dalle regole contabili. In particolare, le autorità di vigilanza potrebbero integrare i requisiti patrimoniali con prescrizioni prudenziali in materia di accantonamento. Ciò potrebbe essere realizzato adottando ad esempio un sistema concepito sulla falsariga di quello recentemente introdotto in Spagna, il quale preveda però che gli accantonamenti statistici annui non siano fatti gravare sugli utili, bensì addizionati ai requisiti patrimoniali per perdite impreviste<sup>11</sup>. Un potenziale vantaggio di questa soluzione è che essa imporrebbe alle banche di detenere un più ampio volano di capitale nei periodi di prosperità per far fronte a futuri eventi sfavorevoli, consentendo al tempo stesso di redigere i bilanci secondo criteri approvati dalla professione contabile.

L'attuazione di una tale modifica dei requisiti patrimoniali non sarebbe priva di difficoltà. Essa si porrebbe inoltre in contrasto con il principio secondo cui il patrimonio è destinato a coprire unicamente le perdite impreviste. D'altro canto, l'approccio potrebbe giustificarsi in quanto salvaguardia contro i costosi cicli finanziari che possono derivare dalla sottovalutazione del rischio nei periodi di buona congiuntura. In prospettiva, l'individuazione di mezzi atti a fronteggiare tali cicli costituisce verosimilmente una sfida importante per le autorità di vigilanza e le altre istanze ufficiali.

---

<sup>11</sup> Così come stabilito nell'attuale regolamentazione spagnola, dovrebbe esservi un limite al requisito patrimoniale aggiuntivo e questo dovrebbe essere ridotto allorché vengono creati accantonamenti specifici.

## Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan

La domanda di depositi bancari denominati in valuta estera origina spesso dall'esperienza di una forte inflazione dei prezzi. Ad esempio, in Argentina, Russia e Turchia le banconote e i depositi in dollari USA e in marchi tedeschi rappresentano una quota rilevante della massa monetaria a causa di un passato di elevatissima inflazione. Nei paesi dell'Est asiatico, viceversa, alla bassa inflazione degli ultimi decenni si è accompagnata una quota generalmente modesta di depositi in valuta, non superiore nella media a quella delle economie industriali (tabella 1). Se si prescinde dai centri finanziari di Hong Kong e Singapore, i paesi con i maggiori depositi valutari sono Indonesia e Filippine, dove l'inflazione è stata in genere eccezionalmente alta per gli standard della regione.

Nondimeno, taluni andamenti osservati di recente nell'Est asiatico appaiono in contrasto con la predetta correlazione tendenzialmente positiva fra inflazione ed entità dei depositi in valuta. Ne è un esempio Taiwan, Cina (di seguito Taiwan), dove negli ultimi anni tali depositi sono cresciuti molto rapidamente nonostante la modesta inflazione<sup>1</sup>. Il presente lavoro analizza questo fenomeno prendendo in considerazione diversi fattori esplicativi, come il rischio paese, il rischio di credito, i differenziali di tasso d'interesse e le aspettative di cambio.

### La crescita dei depositi taiwanesi in valuta estera

Durante gli ultimi anni la consistenza dei depositi bancari in valuta estera è passata attraverso varie fasi di crescita. Dopo essere rimasta praticamente

I depositi valutari taiwanesi sono in crescita dal 1995 ...

---

<sup>1</sup> Un altro esempio è la Cina continentale, dove un tasso di cambio mantenuto sostanzialmente fisso per tutta la durata della crisi asiatica ha determinato deflazione e bassi tassi d'interesse. Cfr. Robert N. McCauley e Y. K. Mo, "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, agosto 2000, pagg. 36-41. Entro i limiti posti dai controlli sui capitali, la domanda di depositi in valuta estera a più alto rendimento è di fatto cresciuta assai più rapidamente di quella dei depositi in moneta nazionale. Nel 2000 i depositi valutari risultavano saliti a \$128,3 miliardi, con un tasso di crescita del 24,3%, quasi doppio rispetto a quello di M2. La liberalizzazione degli acquisiti di azioni B, in precedenza permessi ai soli residenti esteri, potrebbe però rallentare l'espansione dei depositi bancari in valuta.

## Depositi in valuta estera e moneta in senso ampio in determinate economie

a fine dicembre 2000, in miliardi di dollari USA

Residenti di	Depositi in valuta estera di residenti non bancari			Per memoria	
	Presso banche all'interno	Presso banche all'estero	Totale	Moneta ampia <sup>1</sup>	Depositi valutari in % della moneta ampia
Area dell'euro	112,1	400,9	513,0	4 725,6	10,9
Belgio	8,4	34,9	43,3	237,3	18,3
Francia	18,3	38,0	56,3	983,9	5,7
Germania	14,0	91,1	105,1	1 447,5	7,3
Italia	5,6	22,8	28,5	556,8	5,1
Paesi Bassi	16,5	119,1	135,6	319,9	42,4
Australia	3,8	8,5 <sup>2</sup>	12,3	744,0	1,7
Canada	28,1	15,1 <sup>2</sup>	43,3	472,4	9,2
Giappone	93,4 <sup>3</sup>	14,6	107,9	5 581,5	1,9
Nuova Zelanda	1,4	2,8 <sup>2</sup>	4,2	238,7	1,8
Regno Unito	175,5	147,0	322,6	1 309,9	24,6
Stati Uniti <sup>4</sup>	...	139,4	139,4	7 143,5	2,0
Svezia	6,1	5,5 <sup>2</sup>	11,5	99,7	11,5
Svizzera	73,3	54,2	127,4	289,2	44,1
<b>Totale area dell'euro e altri paesi industriali</b>	<b>493,7</b>	<b>787,9</b>	<b>1 281,6</b>	<b>20 604,5</b>	<b>6,2</b>
Hong Kong <sup>5</sup>	209,5	39,2 <sup>2</sup>	248,7	462,5	53,8
Cina	128,3	10,4 <sup>2</sup>	138,7	1 642,6	8,4
Corea	16,8	2,0 <sup>2</sup>	18,8	326,7	5,7
Filippine	12,3	3,6 <sup>2</sup>	15,9	41,3	38,5
India	–	5,2 <sup>2</sup>	5,2	243,6	2,1
Indonesia	14,9	3,2 <sup>2</sup>	18,1	77,3	23,4
Macao <sup>6</sup>	7,8	1,1 <sup>2</sup>	8,9	10,7	83,4
Malaysia	2,5	2,7 <sup>2</sup>	5,2	91,6	5,7
Singapore	–	18,9 <sup>2</sup>	18,9	98,7	19,1
Taiwan, Cina	34,1	18,6 <sup>2</sup>	52,7	571,2	9,2
Thailandia	1,5	2,8 <sup>2</sup>	4,3	119,0	3,7

<sup>1</sup> Dati non stagionalizzati. Per Belgio, Francia, Germania, Italia e Paesi Bassi, fine dicembre 1998. <sup>2</sup> Stima dei depositi con denominazione valutaria identificata, da considerare come valore minimo. <sup>3</sup> Stima BRI. <sup>4</sup> Gli Stati Uniti non dichiarano i depositi in valuta estera presso le banche interne; la loro entità è ritenuta modesta. <sup>5</sup> Depositi in valuta estera di soggetti non bancari sia residenti sia non residenti. <sup>6</sup> Dati di fine giugno 2000.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

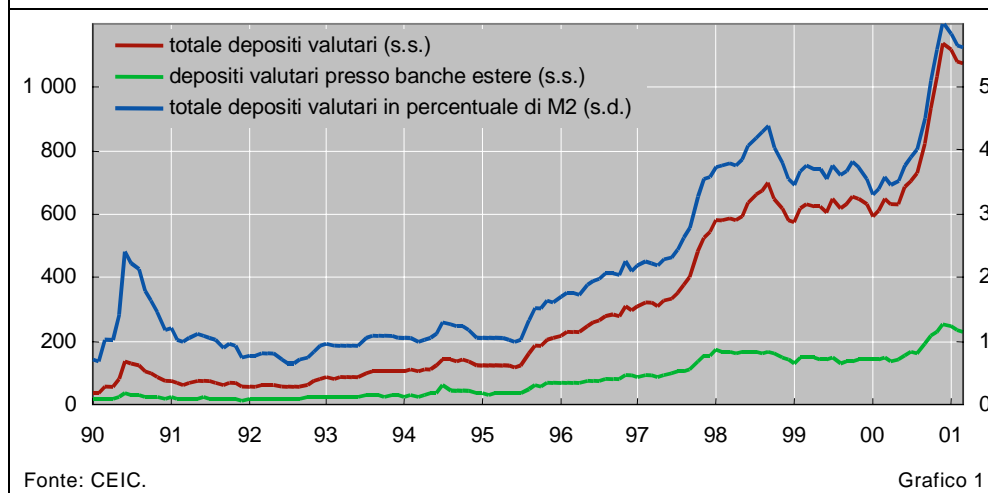
Tabella 1

... e si sono quasi raddoppiati nel secondo semestre 2000

costante al livello dell'1% circa di M2, ossia TWD 150 miliardi (circa \$5 miliardi) fino a metà 1995, essa ha quindi assunto un trend ascendente. L'espansione si è accelerata durante la crisi asiatica, e nel settembre 1998 la sua quota su M2 risultava quadruplicata (grafico 1). Dopo una flessione durata quattro mesi, i depositi in valuta sono rimasti piuttosto stabili fino a metà 2000, per poi risalire fortemente. A fine anno essi risultavano quasi raddoppiati, totalizzando il 6% di M2, ossia TWD 1,1 trilioni (circa \$34 miliardi). Nella prima parte del 2001 sono quindi nuovamente calati.

## Depositi in valuta estera

in miliardi di nuovi dollari di Taiwan (s.s.) e in percentuale (s.d.)



La disaggregazione dei depositi valutari presso le banche interne fra conti a vista e conti a scadenza mostra che la crescita è dovuta soprattutto a questi ultimi, detenuti tipicamente con finalità di investimento piuttosto che per scopi transattivi.

### La risposta delle autorità

In risposta all'aumento dei depositi in valuta estera, lo scorso anno le autorità di Taiwan sono passate da una politica che di fatto favoriva tali depositi a un regime penalizzante. Prima del dicembre 2000 non era prescritto alcun obbligo di riserva a fronte dei conti valutari, allorché quelli in moneta nazionale sottostavano a coefficienti compresi fra il 5 e il 13,5%. Nel corso di tale mese le autorità hanno portato al 5% e quindi al 10% la riserva obbligatoria sulla nuova raccolta in valuta, cosicché ai depositi a scadenza in dollari USA è venuto ad applicarsi un coefficiente di riserva superiore a quello del 6,25% previsto per la stessa tipologia di depositi in nuovi dollari di Taiwan.

Imposizione di una riserva obbligatoria ...

Era prevedibile che il costo dei nuovi obblighi di riserva sui depositi valutari sarebbe in certa misura ricaduto sui depositanti, sotto forma di minori rendimenti. Con un tasso sul dollaro superiore al 5%, una piena traslazione di tali costi avrebbe comportato una riduzione di circa 50 punti base (0,5%) dei rendimenti sui nuovi depositi<sup>2</sup>. Di fatto, in seguito all'incremento dei coefficienti di riserva i tassi sui depositi in dollari USA a un mese e a tre mesi presso le banche interne sono diminuiti di circa 60 punti base (tenuto conto dei movimenti del Libor).

... con conseguente riduzione degli interessi sui depositi valutari

Pertanto, l'obbligo di riserva ha ridotto il vantaggio di tasso d'interesse rispetto ai conti in moneta nazionale. La manovra ha inoltre accresciuto

<sup>2</sup> Sulle riserve a fronte dei depositi in valuta non è corrisposto alcun interesse.



l'incentivo a collocare le disponibilità in valuta presso banche operanti in centri non soggetti a tali obblighi, come Hong Kong e Stati Uniti.

## Spiegazioni

Quattro potenziali spiegazioni della crescita dei depositi valutari

I dati disponibili consentono di scartare due possibili spiegazioni dell'aumento dei depositi in valuta a Taiwan nel corso degli ultimi anni, di accettarne in parte una terza e di ritenere pienamente valida una quarta. Se i depositanti taiwanesi avessero acquisito dollari per evitare il rischio paese, essi avrebbero logicamente scelto di collocare tali disponibilità all'estero. Di fatto, però, non si osserva una preferenza per i depositi offshore rispetto a quelli interni. Qualora la motivazione fosse stata la protezione dal rischio di credito, i fondi avrebbero dovuto affluire soprattutto alle istituzioni con rating più elevato, mentre non risulta siano state favorite le banche di emanazione estera, più quotate rispetto alle concorrenti locali. Se l'acquisizione di valuta estera fosse stata indotta dai più elevati rendimenti, la crescita dei depositi valutari dovrebbe essere correlata con il differenziale di tasso d'interesse in favore del dollaro USA<sup>3</sup>, fatto solo parzialmente confermato dai dati. Infine, se i depositanti taiwanesi avessero investito in dollari nell'aspettativa di un apprezzamento sulla moneta nazionale, allora i depositi avrebbero dovuto aumentare o calare in linea con la forza del dollaro (almeno nell'ipotesi di aspettative adattive). E così è stato.

### *Rischio paese*

Il rischio paese è scartato poiché i depositi sono rimasti per lo più all'interno

Sarebbe ragionevole ipotizzare che i depositanti taiwanesi abbiano reagito alle incertezze politiche seguite all'elezione presidenziale agli inizi del 2000 cercando di espatriare fondi. I dati disponibili mostrano tuttavia che di fatto essi hanno in misura preponderante preferito i depositi in valuta presso le banche situate a *Taiwan*. Infatti, mentre questi sono aumentati nel 2000 di circa \$15 miliardi, i fondi collocati da residenti non bancari taiwanesi presso le banche dell'area dichiarante BRI sono saliti nel corso dell'anno di soli \$3,7 miliardi, passando da \$14,9 a 18,6 miliardi.

Più in generale, le cifre sembrano indicare che i depositi in valuta non sono particolarmente sensibili all'incertezza politica. I depositi offshore erano persino cresciuti a un ritmo leggermente più rapido nel 1999, anno in cui le tensioni politiche erano minori. In occasione del precedente importante episodio di frizione fra le due sponde dello Stretto, all'epoca delle elezioni presidenziali del 1996, si era avuto soltanto un modesto aumento dei depositi dei residenti non bancari taiwanesi presso le banche dichiaranti alla BRI.

### *Rischio di credito*

È altresì plausibile che i depositanti taiwanesi abbiano risposto alla percezione di un accresciuto rischio di credito nel sistema bancario spostando fondi verso conti in valuta presso istituzioni di emanazione estera. In effetti, lo scorso anno

---

<sup>3</sup> I depositi in valuta sono per oltre il 90% in dollari USA.

si è intensificato il dibattito pubblico sulle conseguenze della decennale tendenza al ribasso dei prezzi delle attività e del declino delle industrie tradizionali, come il tessile e le calzature, sulla solidità delle banche di Taiwan. E si potrebbe pensare che il cambiamento di denominazione valutaria sia un effetto secondario dello spostamento di depositi verso banche estere operanti a Taiwan, che vantano un rating superiore di un intero grado a quello delle concorrenti taiwanesi.

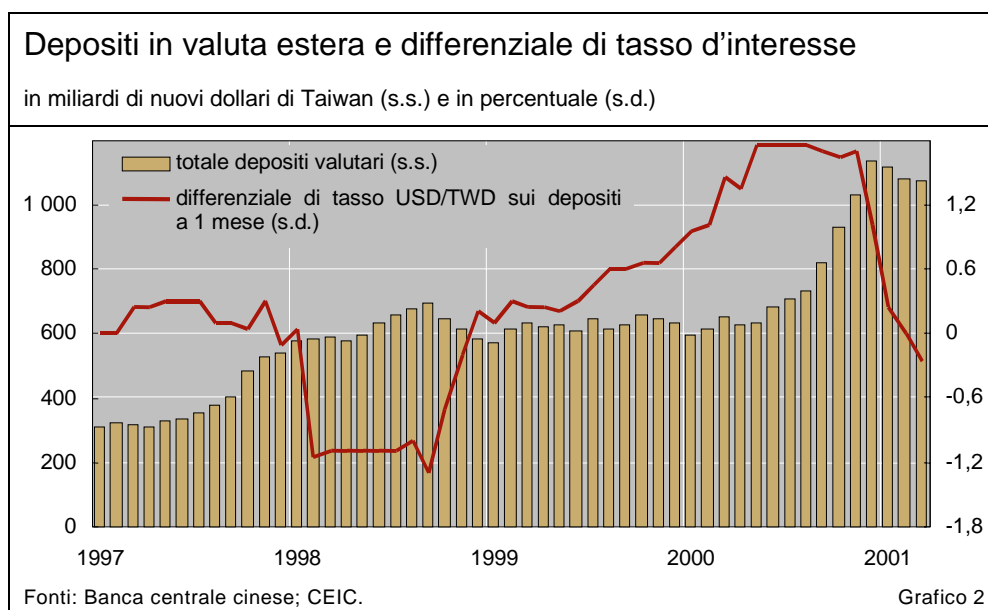
Il rischio di credito è scartato poiché gran parte dei depositi è affluita alle banche interne

Ma anche l'ipotesi che i depositi in valuta estera siano aumentati a causa del timore per il rischio di credito non trova conferma nei dati. Infatti, le famiglie e le imprese hanno piazzato la maggior parte dei nuovi depositi valutari presso banche nazionali (grafico 1). La quota di queste ultime sul totale della raccolta in valuta, che era stata pari a due terzi fra il 1990 e la metà del 1998, è salita a oltre i tre quarti nel 2000. Lungi dal minimizzare il rischio di credito, i depositanti hanno decisamente preferito accrescere le disponibilità in valuta presso le banche nazionali, in quanto attratti da un premio di rendimento di almeno 50 punti base.

#### Differenziali di tasso d'interesse

Fino ad epoca alquanto recente, la crescita dei depositi in valuta estera non appariva motivata dal differenziale di tasso d'interesse in favore del dollaro USA (grafico 2). Durante la crisi asiatica tali depositi erano aumentati benché il differenziale (misurato dallo scarto fra i rendimenti a un mese sul dollaro USA e sul nuovo dollaro di Taiwan)<sup>4</sup> fosse divenuto negativo. In seguito, a partire dal 1999, il differenziale è salito da circa 0,25 a oltre 0,75 punti percentuali in favore del dollaro USA, ma i depositi valutari sono rimasti alquanto stabili. Essi hanno cominciato ad aumentare fortemente soltanto quando il premio di

I differenziali di tasso spiegano solo il forte aumento recente



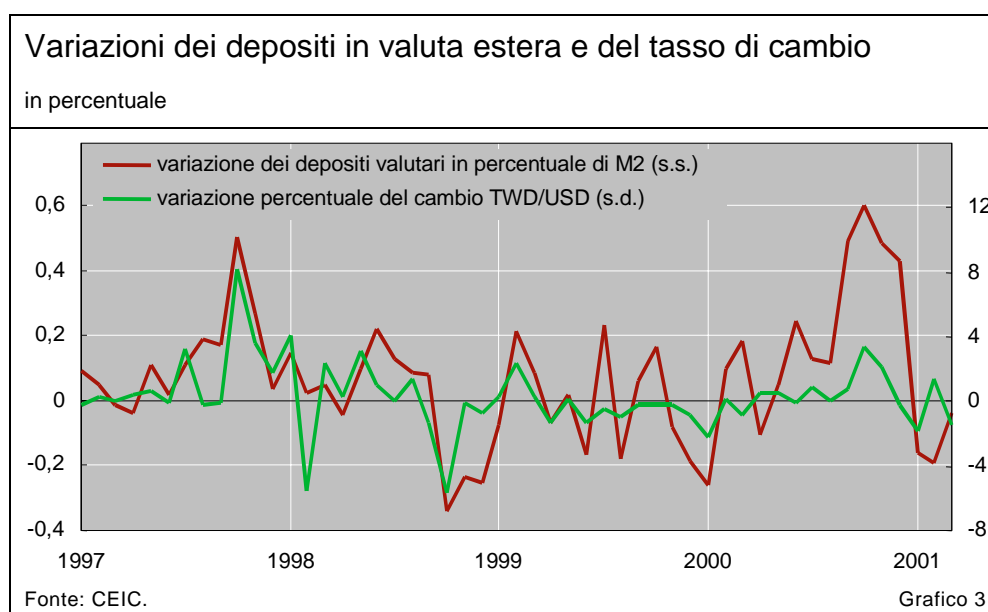
<sup>4</sup> Tassi sui depositi a un mese presso la First Commercial Bank.

rendimento ha raggiunto i 175 punti base, nel maggio 2000. Nei primi mesi di quest'anno il differenziale si è annullato, e i depositi sono calati.

#### Aspettative di cambio

I movimenti del tasso di cambio appaiono strettamente correlati alla dinamica dei depositi in valuta estera fin dal 1997 (grafico 3). Nel periodo in cui il nuovo dollaro di Taiwan si è deprezzato rispetto al dollaro USA, da metà 1997 all'autunno 1998, i depositi valutari sono saliti notevolmente, da circa TWD 300 miliardi (\$12 miliardi) a quasi TWD 700 miliardi (\$20 miliardi). Durante la successiva fase di rafforzamento della moneta locale, fino al primo semestre 2000, i depositi in valuta sono rimasti piuttosto stazionari, per poi crescere ancora fortemente allorché essa ha ripreso a deprezzarsi a metà anno. Con il recupero del dollaro di Taiwan nei primi mesi di quest'anno i depositi valutari si sono nuovamente ridotti.

Le aspettative di cambio spiegano bene l'andamento dei depositi valutari ...



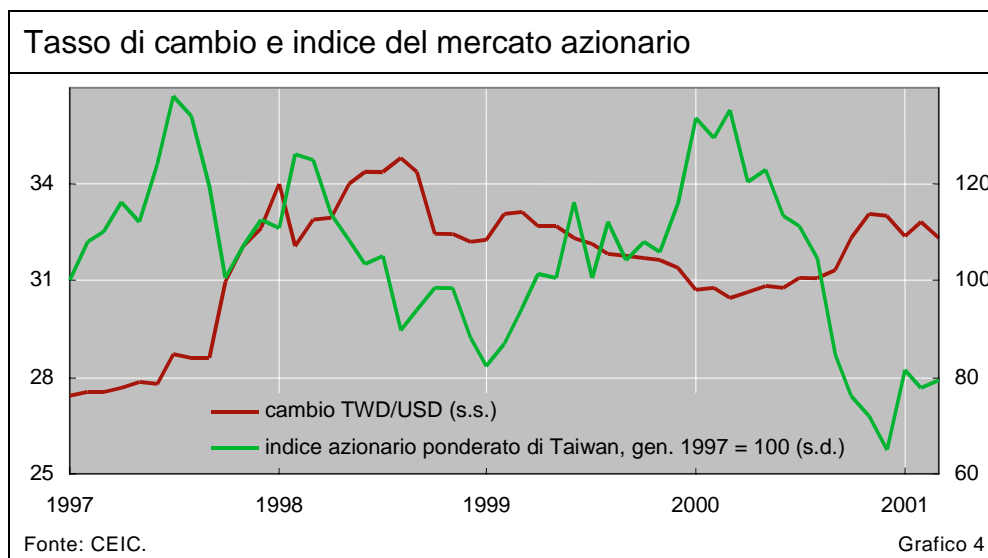
... specie se i rendimenti sono in favore della valuta estera

Il confronto fra i due episodi di deprezzamento, quello all'epoca della crisi asiatica e quello dell'anno scorso, sembra indicare che è aumentata la reattività delle famiglie e delle imprese taiwanesi alle variazioni di cambio. In particolare, lo spostamento di fondi verso i depositi valutari in rapporto all'entità del deprezzamento appare molto più pronunciato durante l'ultimo episodio. Ciò può essere dovuto a un'interazione fra le aspettative di cambio (basate sui movimenti recenti) e i differenziali di interesse. Infatti, in presenza di rendimenti sul dollaro USA superiori a quelli sulla moneta locale, i depositanti paiono reagire più fortemente a date aspettative di guadagni valutari. Ponendo la questione in altri termini, mentre all'epoca della crisi asiatica le attese estroapolative di plusvalenze di cambio sulle disponibilità in valuta estera avevano dovuto essere assai solide per prevalere sulle perdite certe in termini di rendimento, nell'episodio più recente aspettative analoghe hanno dischiuso

opportunità di guadagno in aggiunta al sicuro premio offerto dai tassi d'interesse sui conti in dollari USA.

Una spiegazione alternativa è che l'incremento dei depositi in valuta estera rispecchi l'andamento del mercato azionario di Taiwan (grafico 4). Secondo questo punto di vista, i conti in valuta danno luogo a guadagni e perdite di capitale nella moneta locale e possono così apparire come un tipo di attività abbastanza rischioso che, sebbene meno volatile, è per certi versi analogo all'investimento azionario. In effetti, la crescita dei depositi valutari durante la crisi asiatica è intervenuta sullo sfondo di corsi azionari deboli, e quella del 2000 ha coinciso con le forti perdite di borsa sulla scia del calo dell'indice Nasdaq. Analogamente, la ripresa del Nasdaq, del mercato azionario taiwanese, del nuovo dollaro di Taiwan e degli afflussi di capitali nel paese sono tutti andamenti in linea con il declino dei depositi in valuta estera nei primi mesi del 2001. Tuttavia, poiché la moneta locale ha teso a deprezzarsi quando gli investitori non residenti hanno ritirato fondi dal mercato azionario in ribasso, sia nel 1997-98 che nel 2000, in pratica questa spiegazione alternativa è difficilmente distinguibile da quella basata sul tasso di cambio.

Anche la caduta delle azioni può avere svolto un ruolo



## Conclusioni

I depositi in valuta estera di Taiwan sono aumentati durante la crisi asiatica e nuovamente nel 2000. Non vi sono indicazioni che il rischio paese o il rischio di credito abbiano avuto un ruolo significativo nel recente incremento. Il fenomeno appare dovuto principalmente alle aspettative di cambio interagenti con i differenziali di rendimento fra i depositi in valuta e quelli in moneta nazionale. Sulla base di questa constatazione, il deciso calo dei tassi d'interesse sul dollaro USA, unitamente agli effetti prodotti dagli obblighi di riserva sui rendimenti dei depositi in valuta detenuti a Taiwan, potrebbe diminuire l'attrattiva di questi ultimi. In particolare, nel prossimo futuro lo

In assenza di un premio di rendimento i depositi sono meno reattivi al cambio

spostamento verso i conti denominati in valuta in risposta a una data aspettativa di deprezzamento della moneta locale potrebbe essere meno marcato che nel 2000. Al tempo stesso, tuttavia, è presumibile che tali aspettative di cambio rispecchino gli andamenti dei mercati azionari e dei connessi flussi di capitali a livello globale.

### Determinanti della crescita dei depositi in valuta estera di Taiwan: alcune evidenze empiriche

Mediante regressioni si è verificato se i dati empirici confermano l'assunto che i depositi in valuta dei residenti taiwanesi aumentano in presenza di aspettative di deprezzamento del nuovo dollaro di Taiwan, di un premio di rendimento sui depositi in dollari USA rispetto a quelli in moneta locale, e di un calo del mercato azionario. I coefficienti di regressione sotto indicati sono di segno giusto e significativi, e forniscono quindi supporto empirico all'analisi.

Campione 1991/01-2001/03

$$F_t = 0,041 + 0,034 e_{t-1} + 0,212RD_t - 0,004S_t$$

(3,7)    (5,6)            (2,4)            (- 3,4)

$$R^2 = 0,29 \quad DW = 1,65$$

dove:

- $F_t$  = Variazione, a cambi costanti, della quota dei depositi valutari su M2  
 $e_{t-1}$  = Variazione percentuale differita del cambio TWD/USD  
 $RD_t$  = Differenziale di tasso d'interesse (USD meno TWD a un mese)  
 $S_t$  = Variazione percentuale dell'indice azionario ponderato di Taiwan

Nota: valori t in parentesi

È stata inoltre verificata l'ipotesi che la crescita dei depositi valutari sia più reattiva a un dato deprezzamento del cambio quando il differenziale d'interesse è in favore del dollaro USA introducendo una variabile dummy  $d_t$ , uguale a 1 allorché il tasso sul dollaro USA eccede quello sul nuovo dollaro di Taiwan e uguale a 0 in caso diverso, ed esaminando singolarmente le regressioni integrate con i seguenti termini addizionali:  $d_t$ ,  $d_t(e_{t-1})$ ,  $d_t(e_{t-1}RD_t)$ .

$$F_t = 0,036 + 0,026 e_{t-1} + 0,169RD_t - 0,003S_t + 0,49 d_t(e_{t-1}RD_t)$$

(3,3)    (4,0)            (1,9)            (- 3,3)    (2,6)

$$R^2 = 0,33 \quad DW = 1,83$$

Le stime puntuali indicano che un differenziale di rendimento in favore dei depositi in valuta estera ne accelera la crescita o li rende più reattivi ai movimenti di cambio recenti. Tali stime sono però significative soltanto nel caso di  $d_t(e_{t-1}RD_t)$ .

## L'impiego del collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso

Negli ultimi decenni i rischi di controparte originati dalle transazioni all'ingrosso sono stati coperti in misura crescente mediante accordi bilaterali basati sul deposito di valori in garanzia (collaterale). Un rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), spesso citato come "Rapporto Johnson"<sup>1</sup>, ha messo in evidenza come nell'autunno 1998 le carenze presenti nelle procedure di collateralizzazione avessero creato problemi per il funzionamento dei mercati. Conseguentemente, il CSFG ha istituito un gruppo di lavoro incaricato di analizzare le tendenze nell'impiego del collaterale. Il rapporto del Working Group on Collateral è stato pubblicato nel marzo scorso<sup>2</sup>. Questo contributo presenta alcuni dei risultati salienti dell'analisi.

### Tendenze nell'uso del collaterale

L'utilizzo del collaterale è aumentato rapidamente negli ultimi anni, stimolato dalla crescita delle contrattazioni in titoli e strumenti derivati, dal diffondersi dei sistemi di pagamento e regolamento garantiti e dall'espansione dell'attività finanziaria a livello mondiale. La maggiore attenzione prestata alla gestione del rischio, anche in seguito a varie turbative di mercato sopravvenute negli anni novanta, ha contribuito ad accrescere il numero di transazioni finanziarie in cui viene fatto uso di collaterale per la gestione di grandi esposizioni creditorie, come quelle che sorgono fra gli operatori primari, o i rischi di controparte insiti in complesse esposizioni al rischio di mercato. Rispetto ad altre tecniche di attenuazione del rischio di credito, la collateralizzazione presenta in particolare due vantaggi che contribuiscono a spiegarne la crescente diffusione. Il primo è dato dai costi di transazione relativamente bassi. Infatti, essendo in gran parte standardizzati, i meccanismi di collateralizzazione sono adatti alle operazioni a

Crescente impiego  
del collaterale ...

---

<sup>1</sup> Comitato sul sistema finanziario globale: *A review of financial market events in autumn 1998*, Basilea, ottobre 1999.

<sup>2</sup> Comitato sul sistema finanziario globale: *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, Basilea, marzo 2001. URL: <http://www.bis.org/publ/cgfs17.htm>. Il Working Group on Collateral era presieduto da Christine Cumming, Federal Reserve Bank di New York.

breve condotte con un'ampia gamma di controparti. Il secondo è che, a differenza di altre forme di attenuazione del rischio, come le garanzie fideiussorie o i derivati creditizi, il collaterale fornisce una protezione prefinanziata.

... nei mercati pronti contro termine ...

Le istituzioni finanziarie come le banche e le società di intermediazione mobiliare utilizzano il collaterale soprattutto in tre aree di operatività all'ingrosso. La prima è quella dei contratti pronti contro termine (pct). I progressi compiuti a livello di infrastruttura finanziaria, di quadro legale e di tecniche di gestione del rischio hanno facilitato l'impiego di questi strumenti, e il volume dei contratti è cresciuto rapidamente in linea con la generale espansione delle negoziazioni (tabella 1).

... nei contratti derivati ...

Un altro settore in cui la collateralizzazione è prassi comune è quello dei contratti derivati. Essa consente alle istituzioni finanziarie di gestire il rischio di mercato con un limitato rischio di controparte, il che a sua volta facilita la gestione e il controllo delle esposizioni creditorie complessive nell'attività di negoziazione, permettendo un utilizzo più efficiente del capitale economico e regolamentare. Sui mercati non organizzati (OTC) dei contratti derivati, benché l'impiego del collaterale sia aumentato in misura significativa, le transazioni non garantite continuano a essere la norma. Ciò è in parte dovuto al fatto che gli operatori attivi sui mercati OTC godono tradizionalmente di elevati rating creditizi.

... e nei sistemi di pagamento e regolamento

La terza area dove si osserva un crescente impiego del collaterale è quella dei sistemi di pagamento e regolamento. In diversi paesi il credito infragiornaliero nei sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RLTR) per pagamenti di grande ammontare è reso disponibile dalle banche centrali

Mercato delle operazioni pct in determinati paesi <sup>1</sup>										
	Transazioni con la totalità delle controparti								Solo transazioni con non IFM <sup>2</sup>	
	Stati Uniti <sup>3</sup> USD	Francia <sup>4</sup> EUR <sup>10</sup>	Regno Unito <sup>5</sup> GBP	Giappone <sup>6</sup> JPY	Italia <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Germania <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Belgio EUR <sup>10</sup>	Svezia <sup>8</sup> SEK	Area euro <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>	Paesi Bassi <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>
1990	777,8				11,0					
1995	1 520,4	240,3		11 079,8	77,3					
1996	1 649,8	322,8		11 945,5	85,2					
1997	2 194,5	320,2	74,9	9 979,5	87,4			211,0		
1998	2 372,0	296,4	97,1	11 516,5	93,3			183,9		
1999	2 517,1	159,1	102,5	20 798,6	122,5	81,2	111,7	155,3		
2000	2 636,8	149,1	138,2	22 661,0	163,7	137,8	97,7	400,0	186,2	6,2
dollari USA										
2000	2 636,8	240,0 <sup>7</sup>	206,0	197,2	137,8	119,6	90,9	42,2	173,3	5,8

<sup>1</sup> Consistenze in essere a fine anno, in miliardi; per il 2000, ultimi dati disponibili; conversione ai cambi di fine anno. La comparabilità fra i vari paesi è limitata dalla disparità dei criteri di misurazione. <sup>2</sup> Istituzioni finanziarie monetarie. <sup>3</sup> Pct attivi e passivi degli operatori in titoli del Tesoro USA. <sup>4</sup> Pct degli operatori in titoli di Stato francesi. <sup>5</sup> Pct in titoli del Tesoro britannico; dati riferiti a novembre. <sup>6</sup> Ammontare totale in essere nel mercato pct su strumenti di debito. <sup>7</sup> Pct delle IFM interne con altri settori. <sup>8</sup> Pct su titoli di Stato e obbligazioni ipotecarie; stime approssimative. <sup>9</sup> Pct sull'interno delle IFM. <sup>10</sup> Per EUR, tassi di conversione dell'euro applicati anche prima del 1999. Tabella 1

soltanto su base pienamente garantita. Tali sistemi consentono una pronta definitività dei pagamenti, e la collateralizzazione dei saldi debitori protegge la banca centrale da eventuali perdite. Un altro aspetto rilevante è che si riduce l'esigenza di valutare l'affidabilità delle singole controparti. Ciò facilita il funzionamento dei sistemi di pagamento, nei quali le esposizioni sono soggette a rapide variazioni e le controparti possono anche non essere note anticipatamente.

Le attività tradizionalmente preferite come collaterale sono il contante e i titoli di Stato<sup>3</sup>. Tuttavia, di fronte alla crescente domanda di collaterale e alla contestuale diminuzione dello stock di titoli pubblici, i mercati sono stati ovviamente costretti ad adeguarsi. Una risposta è consistita nell'ampliare la gamma degli strumenti accettati a garanzia. Fra questi figurano in certa misura anche le azioni appartenenti ai maggiori indici, data la loro elevata liquidità. Un altro modo per far fronte alle mutate condizioni di domanda/offerta consiste nell'economizzare il collaterale. I grandi operatori stanno adoperandosi attivamente per ridurre le esposizioni di regolamento e, di conseguenza, la liquidità e le garanzie richieste dagli schemi di pagamento e regolamento. In particolare, viene considerata con crescente interesse la possibilità di ampliare il ruolo di controparte centrale degli organi di compensazione nei mercati in cui la liquidazione delle posizioni avviene ora con lentezza o su base bilaterale.

Più ampia gamma di attività usate come collaterale

## Sfruttamento dei vantaggi del collaterale: il ruolo della gestione del rischio

Per il soggetto che riceve il collaterale diminuisce il bisogno di monitorare il merito di credito di un grande numero di controparti. La sua attenzione si focalizza piuttosto sulla qualità del collaterale stesso, e in particolare sulla solvibilità dell'emittente dei valori forniti in garanzia e sulla liquidità del relativo mercato. L'impiego di attività con basso rischio di credito e di liquidità allevia l'onere della gestione del rischio e quindi i costi connessi con l'utilizzo del collaterale. Ciò spiega la preferenza per il contante e i titoli di Stato.

Il collaterale di qualità primaria facilita la gestione del rischio ...

Tuttavia, anche l'impiego di attività a basso rischio non fa venir meno l'esigenza di un'appropriata gestione del rischio, poiché il detentore del collaterale può incorrere in esposizioni scoperte quand'anche il valore della garanzia rimanga stabile. Nei mercati OTC il valore delle posizioni collateralizzate varia di solito nel corso del tempo. Le fluttuazioni del prezzo di mercato dei derivati, ad esempio, sono essenzialmente casuali e possono risultare ingenti. È inoltre possibile che si determinino esposizioni scoperte a causa dei tempi richiesti per perfezionare la procedura di collateralizzazione.

... ma non ne fa venir meno la necessità

---

<sup>3</sup> In teoria, il contante è il collaterale perfetto. Le attività tradizionalmente impiegate come collaterale, come i titoli di Stato, possiedono caratteristiche che ne fanno dei sostituti stretti del contante. In pratica, però, il contante è fornito sotto forma di depositi bancari ed è quindi esposto a rischi operativi, connessi con il trasferimento di queste disponibilità, e al rischio di fallimento dell'istituzione depositaria.



Problemi posti dal più ampio ventaglio di attività usate come collaterale ...

L'estensione della gamma di strumenti accettati come collaterale, fino a comprendervi obbligazioni private e azioni, rende più impegnativa la gestione del rischio. In generale, dopo l'assunzione di collaterale diventa più difficile valutare l'esposizione potenziale, in quanto la volatilità di prezzo può essere elevata e variabile, e la minore liquidità rende difficile la stima del suo valore di realizzo. La necessità di valutare la natura della correlazione fra la posizione collateralizzata e l'attività ricevuta in garanzia aggiunge un ulteriore fattore di complessità. Un'eventuale correlazione negativa fra le due variabili aumenta l'esposizione e il rischio di credito, giacché il valore del collaterale diminuisce nel momento stesso in cui aumenta il rischio di controparte. Una siffatta correlazione inversa può determinarsi, ad esempio, allorché sono utilizzati come collaterale titoli emessi da banche, ed emergono dubbi sulla solidità del sistema bancario.

... e possibili aggiustamenti nella gestione del rischio

La gestione del rischio inerente al collaterale può affrontare tali problemi essenzialmente in tre modi. Uno consiste nell'aumentare il margine di sicurezza per le esposizioni potenziali più elevate, ossia nell'applicare scarti di garanzia più ampi. Un'altra possibilità è quella di utilizzare come collaterale attività che si muovono generalmente in linea con il valore della posizione garantita. Questa protezione può tuttavia essere sensibile al variare delle condizioni di mercato e risultare quindi imperfetta. Un terzo metodo consiste nel ridurre il periodo di esposizione mediante opportune modifiche delle convenzioni negoziali e delle infrastrutture di mercato, prevedendo in particolare aggiustamenti più frequenti dei margini. Il ricorso a tecniche di gestione del rischio sempre più sofisticate influisce sul funzionamento dei mercati delle posizioni collateralizzate e degli strumenti usati come garanzia. Ad esempio, i sistemi più perfezionati tendono ad accrescerne le barriere all'entrata, specie per i soggetti operanti come dealers.

## Effetti sistemici dell'uso del collaterale

L'uso del collaterale migliora l'efficienza complessiva ...

L'impiego del collaterale accresce l'efficienza del sistema finanziario. Il fatto di segnalare affidabilità creditizia mediante l'offerta di garanzie attenua il problema delle asimmetrie informative e riduce il razionamento del credito. Di conseguenza, le transazioni collateralizzate ampliano l'accesso ai mercati. Ciò induce un ulteriore effetto positivo in quanto una partecipazione allargata tende a intensificare la concorrenza e ad accrescere lo spessore e la liquidità dei mercati stessi. Inoltre, i minori costi di informazione favoriscono la creazione di solidi sistemi di pagamento, regolamento e compensazione in mercati caratterizzati dal rapido mutare delle controparti e delle esposizioni.

... e la stabilità del sistema finanziario

La riduzione del rischio di controparte a livello individuale può migliorare anche la stabilità complessiva del sistema finanziario. In molti mercati finanziari all'ingrosso, come quello interbancario internazionale e quello dei derivati OTC, non è praticata un'efficace discriminazione di prezzo nei confronti di controparti

con diverso grado di rischio<sup>4</sup>. Essi sono pertanto soggetti a fenomeni di razionamento del credito e di brusco disimpegno da parte dei prestatori, specie in periodi di tensione. La protezione prefinanziata offerta dal collaterale può in certa misura moderare la tendenza del credito e della liquidità a prosciugarsi in condizioni di stress nei mercati finanziari all'ingrosso, soprattutto se questi non sono l'epicentro dello shock iniziale. Ad esempio, i mercati pct e dei futures di borsa sono spesso relativamente resilienti e poco inclini a razionamenti del credito nei periodi di turbolenza. Affinché si realizzino tali vantaggi è tuttavia essenziale un'appropriata gestione dei rischi inerenti al collaterale.

Sebbene gli effetti di attenuazione del rischio siano indiscutibili, il diffuso impiego di collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso può nondimeno generare talune esternalità indesiderate. Una è costituita dal possibile pregiudizio recato ai creditori non garantiti. L'altra è l'effetto potenzialmente destabilizzante sul sistema finanziario allorché il collaterale non è gestito in modo appropriato.

Potenziali  
esternalità negative

Se il collaterale è fornito a fronte di posizioni già esistenti, ne consegue un danno per i creditori non garantiti del datore del collaterale, stante che le attività costituite in garanzia non sono più disponibili per la copertura delle altre obbligazioni. Inoltre, poiché sui mercati all'ingrosso sono in genere accettati come collaterale soltanto strumenti di qualità relativamente elevata, risulta diminuita la qualità media delle attività restanti. Pertanto, le obbligazioni verso i creditori non garantiti vengono a essere coperte da attività ridotte, meno liquide e più rischiose. Nel caso in cui il collaterale sia impiegato per ampliare il volume di operazioni, le attività preesistenti restano disponibili per coprire le obbligazioni verso i creditori non garantiti. Tuttavia, se tale espansione operativa non è sorretta da nuovo capitale, aumenta il grado di leva finanziaria, con la conseguenza di un maggiore rischio per tali creditori. In generale, è possibile valutare il modo in cui è effettivamente cambiata la posizione di rischio dei creditori non garantiti solo mediante un'analisi dinamica che tenga conto degli effetti della collateralizzazione sull'operatività e sulla capacità reddituale complessiva del datore della garanzia. Ove ne risultasse un'espansione dell'attività in nuove aree profittevoli, l'esposizione al rischio dei creditori non garantiti potrebbe addirittura venire migliorata.

Impatto sui creditori  
non garantiti

Quali che siano gli effetti netti sui creditori non garantiti in una prospettiva dinamica, il collaterale riduce l'incentivo del beneficiario della garanzia a monitorare la qualità del credito. E se per effetto di un monitoraggio meno rigoroso non venisse rilevato un deterioramento della solvibilità del datore del collaterale, ne risentirebbero tanto i creditori garantiti quanto quelli chirografari.

---

<sup>4</sup> Cfr. Henri Bernard e Joseph Bisignano: "Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure", *BIS Working Papers*, n. 86, marzo 2000.

## L'impiego di collaterale in periodi di stress

I seguenti episodi di turbativa sistemica e il fallimento di un'istituzione illustrano il modo in cui l'impiego di collaterale può alterare la dinamica del mercato.

### *Gli eventi sui mercati finanziari dell'autunno 1998*

L'insolvenza di fatto della Russia sul debito in rubli causò ingenti perdite per alcuni investitori e indusse gli operatori del mercato a riconsiderare il rischio di credito. Ne conseguì una sorta di corsa globale alla liquidità, provocata da una generalizzata richiesta di margini. Le dinamiche connesse con la collateralizzazione ebbero pertanto un ruolo chiave in questo processo. Parte delle posizioni in questione era finanziata mediante operazioni collateralizzate, come prestiti di titoli, pronti contro termine e contratti futures negoziati in borsa con adeguamento giornaliero dei margini. In un contesto di accresciuta incertezza e cautela, molti operatori ridussero il volume di attività e le esposizioni al rischio. Al tempo stesso, in molti segmenti di mercato furono inaspriti i requisiti di garanzia di riflesso ai più forti timori per il rischio di controparte. Di conseguenza, la liquidità venne a ridursi drasticamente, dilatando i differenziali lettera-denaro e rendendo più difficile il perfezionamento delle transazioni di grande ammontare.

La crisi del 1998 evidenziò come potesse scaturire un ingente rischio di credito scoperto da esposizioni potenziali connesse con operazioni collateralizzate e dalla necessità di liquidare tali posizioni. Essa mise anche in luce importanti nessi fra leverage, rischio di mercato, meccanismi di finanziamento, procedure di collateralizzazione e liquidità di mercato. Per quanto concerne in particolare la collateralizzazione, tre fattori contribuirono ad aggravare la crisi. Anzitutto, il collaterale aveva reso possibile un grado di leva dimostratosi poi esagerato in situazione di stress. Inoltre, gli operatori avevano fatto eccessivo assegnamento sulla protezione fornita dal collaterale e dai margini giornalieri, sottostimando gli effetti di forti variazioni dei prezzi sui livelli di esposizione. Infine, il tardivo riconoscimento di questi effetti provocò un inasprimento dei requisiti di garanzia che concorse in modo significativo a generare tensioni di liquidità.

### *Il fallimento del fondo Granite nel 1994*

Il fondo Granite perseguiva una strategia di arbitraggio su obbligazioni garantite da ipoteca ("mortgage-backed securities", MBS). Tali titoli sono altamente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse, in quanto il loro prezzo riflette anche il valore dell'opzione di rimborso anticipato insita nel sottostante mutuo ipotecario. Nel 1994 la posizione di Granite si deteriorò bruscamente in seguito all'inasprimento monetario attuato dalla Federal Reserve. Con l'ulteriore aggravarsi della situazione, Granite si trovò confrontato a un'ondata di richieste di margini. Molte delle sue controparti non avevano monitorato la propria esposizione creditoria e d'un tratto si resero conto che le garanzie erano divenute insufficienti. Altre, che detenevano garanzie eccedenti, non permisero a Granite di smobilizzare le posizioni. Il fondo subì un tracollo allorché gli operatori cominciarono a smobilizzare le proprie posizioni per soddisfare le richieste di margini. I mercati delle MBS si rivelarono molto illiquidi, e gli operatori ebbero grosse difficoltà a chiudere le transazioni per rientrare in possesso dei titoli che essi stessi avevano utilizzato nelle operazioni pronti contro termine.

Relativamente alla gestione del collaterale, il caso Granite evidenzia tre aspetti. Quando il mercato dei titoli usati come collaterale è soggetto a bruschi cambiamenti nelle condizioni di liquidità, i titoli stessi possono subire forti variazioni di valore. Le operazioni di finanziamento garantito non tenevano conto delle correlazioni fra il merito di credito della controparte e il valore del collaterale. Gli effetti di questi due fattori furono amplificati da un'inadeguata gestione del rischio, poiché le controparti non avevano valutato le esposizioni e il collaterale con la cura e la frequenza dovute. La loro reazione, allorché ebbero piena consapevolezza del problema, fu un brusco inasprimento degli standard che acuì ulteriormente la crisi.

### *Il crollo del mercato azionario USA nell'ottobre 1987*

La brusca caduta dei corsi azionari del 19 ottobre 1987 causò una fortissima domanda di liquidità da parte degli intermediari e degli investitori. All'origine della crisi vi furono massicce vendite connesse con le strategie di "portfolio insurance". Le vendite sui mercati a contante, dei futures e delle opzioni provocarono forti turbative legate alla dinamica delle garanzie collaterali. Nei suddetti mercati vigevano differenti sistemi di margini. In condizioni normali, con variazioni di prezzo contenute, gli operatori con posizioni simmetriche nei mercati a contante e nei mercati futures potevano gestire agevolmente gli sbilanci di cassa risultanti dal fatto che in questi ultimi l'aggiustamento dei margini avveniva su base giornaliera mentre in quelli a contante era previsto solo un deposito iniziale. Tuttavia, per effetto della forte caduta dei prezzi, le richieste di margini infragiornaliere e a fine giornata divennero ingentissime, determinando un grande e impreveduto fabbisogno di cassa. L'impossibilità di realizzare i guadagni in un mercato per coprire i margini addizionali nell'altro generò enormi tensioni di liquidità. Benché la collateralizzazione non fosse all'origine del problema, la vendita forzata di posizioni contribuì ad esasperare la caduta dei prezzi, e i differenti sistemi di margini si rivelarono un fattore primario delle tensioni di liquidità.

Vari episodi di turbolenza indicano che la collateralizzazione può avere effetti avversi sui mercati finanziari in situazioni di stress (cfr. riquadro). Tali eventi hanno messo in luce tre aspetti critici capaci di acuire le turbative. Primo, anteriormente alla crisi gli operatori avevano fatto troppo affidamento sull'efficacia del collaterale e dell'aggiustamento giornaliero dei margini, trascurando il rischio connesso con un grado di leva eccessivo delle posizioni delle maggiori controparti e la possibilità di forti movimenti delle esposizioni al verificarsi di significative variazioni dei prezzi. Secondo, l'affannoso tentativo di correggere gli errori e di inasprire i requisiti di garanzia hanno poi esacerbato le turbolenze del mercato. L'innalzamento dei margini e/o la richiesta di più ampi scarti di garanzia possono aumentare le pressioni sulla liquidità sia a livello delle istituzioni costrette a reperire collaterale aggiuntivo, sia nei mercati in cui gli operatori cercano di vendere attività per ottenere liquidità. Terzo, le difformità nei meccanismi di garanzia fra i vari segmenti di mercato (come contante, futures e opzioni) può causare carenze di liquidità anche nelle istituzioni che detengono posizioni coperte, se queste si trovano a dover soddisfare la richiesta di margini addizionali in un segmento senza poterla di fatto finanziare con margini eccedenti in un altro.

Anche se le richieste di margini e un generale inasprimento dei requisiti di garanzia tendono di per sé ad accrescere le tensioni di liquidità nei periodi di stress finanziario, taluni effetti destabilizzanti osservati in occasione degli eventi sopra descritti sono strettamente ricollegabili a carenze nella gestione del collaterale e del rischio di controparte. Mentre la richiesta di margini addizionali appare una conseguenza inevitabile dell'accresciuta volatilità in un mercato collateralizzato, una eccessiva leva finanziaria e iperreazioni indotte da precedenti deficienze nel controllo delle esposizioni possono in linea di principio essere evitate mediante una corretta gestione del rischio.

Effetti sulla  
dinamica dei  
mercati finanziari ...

... dovuti a carenze  
nella gestione del  
rischio

## Prospettive future

Crescente importanza dell'attenuazione del rischio

L'impiego di collaterale e l'offerta di valori destinati a questo scopo continueranno probabilmente a svilupparsi negli anni a venire. L'accresciuta concorrenza sia nel sistema finanziario che nell'economia reale ha agito nel senso di restringere i margini di profitto, contribuendo ad abbassare l'affidabilità creditizia media delle banche e delle loro controparti non bancarie. I più stretti margini di utile nel settore finanziario spingono ad assumere maggiori rischi, e ciò dovrebbe favorire un aumento delle operazioni collateralizzate. Un altro fattore che incide sull'utilizzo del collaterale è il processo di consolidamento in atto a livello di istituzioni e di infrastrutture, che comporta fra l'altro un maggiore ricorso a controparti centrali. Un terzo fattore è dato dalla disponibilità e dal costo degli strumenti alternativi, come la cartolarizzazione e i derivati creditizi. In generale, la maggiore attenzione posta all'attenuazione del rischio di credito, unitamente alla più vasta partecipazione ai mercati finanziari, dovrebbe accrescere ancora l'utilizzo del collaterale.

Maggiore domanda di collaterale nei sistemi di pagamento e regolamento

Un'area in cui si manifesta un'ulteriore forte espansione dell'uso del collaterale è quella dei sistemi di pagamento e regolamento. In questi sistemi la necessità di impiegare garanzie di elevata qualità per ottenere liquidità infragiornaliera (specie nei sistemi che prevedono il regolamento su conti detenuti presso la banca centrale) o per gestire le esposizioni creditorie e di liquidità (come avviene in molti sistemi di regolamento su base netta) impone sensibili costi ai partecipanti diretti e indiretti. Le transazioni trattate in tali sistemi sono ingenti e in continua crescita.

I cambiamenti nella gamma di attività usate come collaterale ...

In diverse economie maggiori i mercati finanziari all'ingrosso hanno già iniziato a soddisfare l'accresciuta domanda di collaterale con una gamma diversificata di valori, e vi è margine per ulteriori aggiustamenti. Allorché si sarà meglio definita la struttura di prezzo per le varie categorie di collaterale, potrebbero sorgere incentivi ad aumentare l'offerta di strumenti a basso rischio mediante la cartolarizzazione di attività oppure la creazione di altri titoli liquidi di elevata qualità. L'adeguamento alle condizioni della domanda può avvenire ampliando il ventaglio degli strumenti accettati a garanzia oppure migliorando l'efficienza con cui è utilizzato lo stock attuale, ad esempio attraverso un maggiore ricorso a schemi di compensazione e a controparti centrali.

... richiederanno aggiustamenti nelle pratiche connesse ...

Considerati i potenziali effetti destabilizzanti di una inappropriata gestione del collaterale, l'evoluzione intervenuta nelle modalità di impiego e nell'offerta di strumenti impiegati a questo scopo richiede alcuni aggiustamenti delle connesse pratiche di mercato. L'ampliamento della gamma di strumenti usati come collaterale implica che il detentore della garanzia sia esposto a una più elevata volatilità di prezzo e forse anche a una maggiore correlazione con la posizione garantita o con il merito di credito della controparte, e ciò richiede un'accurata gestione del rischio. A questo fine è essenziale una rigorosa valutazione iniziale e successiva sia del collaterale che della controparte. Dovrebbero inoltre essere effettuate estese prove di stress sulle posizioni con e senza garanzia e delle potenziali correlazioni dinamiche fra l'esposizione e il valore del collaterale, nonché una stima del modo in cui una situazione di

mercato critica potrebbe influire sulla liquidità e sul merito di credito delle principali controparti.

Il trasferimento a controparti centrali della gestione del rischio inerente al collaterale può contribuire a superare tali problemi, ad esempio riducendo le esposizioni con accordi di compensazione o affidando a un organismo unico e meglio informato l'amministrazione e, se necessario, la liquidazione dei valori costituiti in garanzia. Tuttavia, un eccessivo assegnamento sulle controparti centrali può anche essere fonte di nuovi problemi. La concentrazione di un'ampia gamma di rischi presso un unico soggetto che fornisce un servizio di mercato essenziale pone immediatamente la questione del rischio operativo. Potrebbe inoltre risultare accresciuto il pericolo di contagio fra diversi mercati. Le controparti centrali non sono pertanto da considerare un rimedio universale contro il rischio di controparte nei mercati all'ingrosso. I vantaggi che offre il loro impiego si concretizzeranno appieno soltanto se saranno ben compresi e adeguatamente gestiti i rischi connessi.

... come il ricorso a controparti centrali

## Sviluppi strutturali e normativi

### Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie

#### *Aprile*

Il CBVB pubblica l'indagine 1999 sull'informativa finanziaria delle banche

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) pubblica i risultati dell'indagine del 1999 sull'informativa finanziaria delle banche. Questa iniziativa fa parte dell'attività che il CBVB sta svolgendo da tempo per promuovere un'efficace disciplina di mercato nei settori bancario e finanziario attraverso una migliore pubblicità delle informazioni<sup>1</sup>. Come negli anni precedenti, il Comitato ha passato in rassegna le informazioni sia quantitative sia qualitative contenute nei documenti di bilancio delle banche. I risultati mostrano come vi siano differenti livelli informativi nelle aree coperte dall'indagine. Mentre le banche pubblicano generalmente informazioni su capitale, accantonamenti, diversificazione del rischio di credito e procedure contabili, vi sono lacune nell'ambito della modellizzazione del rischio di credito e dell'impiego di rating interni ed esterni, nonché nell'area dei derivati e della cartolarizzazione.

Raccomandazioni del gruppo di lavoro sulla trasparenza dell'informazione

Il Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, istituito sotto l'egida di quattro organismi con competenze in materia di regolamentazione del settore finanziario<sup>2</sup>, pubblica un rapporto contenente una serie di raccomandazioni volte a migliorare le prassi informative degli intermediari finanziari in tutto il mondo<sup>3</sup>. Il rapporto, basato sui dati raccolti presso 44 istituzioni finanziarie in nove paesi, raccomanda fra l'altro che l'informativa sia conforme alle procedure interne di gestione del rischio. Essa dovrebbe comprendere: a) i livelli massimi, mediani, minimi e di fine periodo del "value-at-risk" (VaR) delle posizioni gestite attivamente o valutate ai prezzi di

---

<sup>1</sup> Una potenziata informativa al pubblico è anche proposta come terzo pilastro del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale in aggiunta ai requisiti patrimoniali minimi e al controllo prudenziale.

<sup>2</sup> Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB), il Comitato sul sistema finanziario globale delle banche centrali del Gruppo dei Dieci (CSFG), l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

<sup>3</sup> Cfr. *Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, CBVB, CSFG, IAIS e IOSCO, Basilea, aprile 2001.

mercato nell'arco del periodo in rassegna; b) un'esauriente illustrazione qualitativa della copertura del rischio di liquidità; c) informazioni sulle posizioni creditorie disaggregate per tipo di esposizione o linea operativa, merito di credito e scadenza. Gli autori fanno inoltre notare che la diffusione di dati quantitativi riferiti ad aree quali il rischio di liquidità colmerebbe un'importante lacuna nell'informativa finanziaria. Sarebbero tuttavia necessari ulteriori progressi nella valutazione del rischio, sul piano sia concettuale che metodologico, prima di poter esprimere un giudizio conclusivo su tali informazioni.

La Commissione europea presenta una proposta di Direttiva destinata a estendere la sorveglianza sui conglomerati finanziari a livello dell'intero gruppo. La proposta, che implica una più stretta collaborazione fra le autorità di regolamentazione dei vari settori, uniformerebbe le regole per i conglomerati finanziari a quelle applicate a gruppi finanziari omogenei così da garantire parità di trattamento. La proposta è stata motivata dal perdurante processo di consolidamento in atto nel settore europeo dei servizi finanziari.

La Commissione europea propone una Direttiva sui conglomerati finanziari

### *Maggio*

Il CBVB pubblica un documento sui principi per la gestione del rischio nell'attività bancaria elettronica<sup>4</sup>. Ritenendo che la fissazione di dettagliati requisiti per la gestione del rischio nel settore e-banking in rapida evoluzione potrebbero essere controproducente, il Comitato esprime il suo orientamento sotto forma di linee guida di carattere generale. Esso individua 14 principi che dovrebbero assistere le banche nello sviluppo delle loro attuali strategie e procedure di sorveglianza sui rischi nell'attività bancaria elettronica.

Il CBVB pubblica una serie di principi sulla gestione del rischio nell'e-banking

Il Working Group on Cross-Border Banking del CBVB, comprendente alcuni membri dell'Offshore Group of Banking Supervisors, ha messo a punto una dichiarazione di cooperazione reciproca fra le autorità di vigilanza bancaria, che fissa i punti di riferimento fondamentali per le relazioni bilaterali tra le autorità di vigilanza bancaria di differenti paesi (e, ove appropriato, tra queste e altri organi di supervisione finanziaria)<sup>5</sup>. Tale dichiarazione intende servire da schema di base per un accordo tra autorità di vigilanza, lasciando al tempo stesso un margine di discrezionalità e flessibilità sufficiente per introdurre eventuali dettagli o responsabilità aggiuntive.

Un gruppo di lavoro del CBVB propone uno schema di base per la cooperazione reciproca fra autorità di vigilanza

Il Consiglio dei Ministri dell'Unione europea e il Parlamento europeo adottano una Direttiva che aggiorna le norme contabili UE, introducendo metodologie basate sul "valore equo". L'emendamento delle precedenti Direttive tiene conto degli sviluppi di mercato e dei nuovi standard contabili internazionali, rendendo più facile alle imprese europee che si finanziano a livello mondiale uniformarsi alle prescrizioni di reporting finanziario nei mercati

L'Unione europea adotta una Direttiva che aggiorna la normativa contabile

---

<sup>4</sup> Cfr. *Risk management principles for electronic banking*, CBVB, Basilea, maggio 2001. Disponibile sul sito Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>5</sup> Cfr. *Essential elements of a statement of cooperation between banking supervisors*, CBVB, Basilea, maggio 2001. Disponibile sul sito Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).



internazionali dei capitali. Anche se le banche rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva, la Commissione ha precisato che essa non è destinata a introdurre una metodologia di segnalazione basata integralmente sul "fair value" e che tale approccio sarà oggetto di ulteriore analisi.

### *Giugno*

Il CBVB annuncia una revisione del calendario per il completamento del nuovo Accordo di Basilea sul Capitale

Il CBVB annuncia un calendario riveduto per il completamento e l'introduzione del nuovo Accordo di Basilea sul Capitale. Agli inizi del 2002 il Comitato pubblicherà una proposta integrale e dettagliata che sottoporrà a un ulteriore giro di consultazione e finalizzerà il nuovo Accordo nel corso dello stesso anno. La sua introduzione è prevista per il 2005. Il calendario è stato modificato per consentire al Comitato di esaminare le numerose osservazioni pervenute e di collaborare con gli operatori del settore nel mettere a punto le migliori proposte possibili. Al riguardo, il CBVB ha illustrato alcune importanti decisioni. Anzitutto, esso ha ribadito il suo fermo impegno a favore dell'architettura a tre pilastri del nuovo Accordo e l'obiettivo generale di migliorare la sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali. In secondo luogo, il Comitato ha confermato l'obiettivo di mantenere un livello equivalente di capitale prudenziale per la banca media nell'ambito dell'approccio standard modificato e di creare incentivi fra tale approccio e quello basato sui rating interni (IRB) in modo da incoraggiare le banche ad adottare le metodologie più avanzate per la gestione del rischio di credito. In particolare, il Comitato ha prospettato l'esigenza di ridurre la calibrazione prevista nell'approccio IRB di base sia per i portafogli delle imprese sia per quelli "retail". In terzo luogo, il coefficiente patrimoniale per il rischio operativo (finora proposto al 20%) dovrebbe essere abbassato in quanto ritenuto eccessivamente oneroso in relazione a questa fattispecie di rischio. Infine, il Comitato è del parere che debbano essere compiuti ulteriori sforzi per assicurare che le nuove proposte consentano di trattare in modo appropriato le esposizioni al rischio delle imprese medio-piccole. Ciò potrebbe comportare una riduzione del capitale prudenziale a fronte dei crediti di questa categoria rispetto alle proposte del gennaio 2001.

Riforma del settore finanziario in Canada

Il governo canadese introduce una legge di riforma del settore finanziario. Una delle sue caratteristiche salienti è la nuova definizione di banche ad azionariato diffuso, che permette a un investitore, subordinatamente a un test di professionalità e onorabilità, di detenere fino al 20% di qualsiasi categoria di azioni con diritto di voto e al 30% di quelle senza diritto di voto. Questa revisione dovrebbe consentire alle banche un'intensa attività di scambio di partecipazioni, nonché la possibilità di impegnarsi in nuove alleanze strategiche e joint ventures<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Tuttavia, il Canadian Bank Act continuerà a vietare il controllo di grandi istituzioni finanziarie da parte di un unico azionista o gruppo di azionisti.

## Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture

### *Aprile*

Il Credit Derivatives Market Practice Committee dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) annuncia di aver raggiunto un accordo sui problemi di documentazione connessi con le ristrutturazioni del debito nel quadro dei credit default swaps. In occasione della sua Assemblea generale ordinaria a Washington D.C. l'ISDA ha presentato uno schema comprendente un'integrazione delle Credit Derivatives Definitions del 1999, che permette di negoziare credit swaps con e senza clausola di ristrutturazione. Per i primi lo schema prevede che in determinate circostanze sia limitata la scadenza delle obbligazioni consegnabili dopo una ristrutturazione, e quindi l'opzione "cheapest-to-deliver" che aveva creato problemi in casi recenti. Inoltre, tutte le attività consegnabili dovrebbero essere pienamente trasferibili e contenere una disposizione (clausola pari passu) in base alla quale l'acquirente della protezione è tenuto a consegnare un'obbligazione di rango uguale a quella per la quale è stata inizialmente emessa la garanzia. Il nuovo schema dovrebbe consentire una maggiore tutela del venditore della protezione in caso di ristrutturazione, salvaguardando il valore e la trasferibilità delle attività consegnabili nel quadro di default swaps regolati materialmente (che rappresenta la procedura di consegna standard in questo mercato). Ciò dovrebbe altresì contribuire a ripristinare la liquidità in tale segmento. Dopo aver affrontato la questione delle ristrutturazioni, l'ISDA intende ora risolvere i restanti problemi di documentazione, come quelli riguardanti la successione in caso di liquidazione di un'impresa.

L'ISDA annuncia una nuova documentazione per i crediti swaps ...

... che limita la scadenza delle attività consegnabili

### *Maggio*

La Commissione europea presenta una proposta di Direttiva sull'abuso di informazioni privilegiate e sulla manipolazione del mercato, che innalza gli standard di integrità per le operazioni mobiliari nell'Unione europea. La proposta mira altresì a ridurre eventuali incongruenze e lacune, stabilendo uno schema di base per la ripartizione delle competenze, l'ambito di applicazione e la cooperazione all'interno della UE. La Commissione propone inoltre una Direttiva sull'introduzione di un nuovo "passaporto unico per gli emittenti", in base alla quale un prospetto, una volta approvato dall'autorità competente del paese di origine, dovrebbe essere accettato in tutti gli Stati membri della UE per l'offerta al pubblico e/o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari nei mercati regolamentati. La nuova Direttiva semplifica la procedura di presentazione di tali prospetti, facilitando la raccolta di capitale all'interno della UE. Entrambe le iniziative sono componenti fondamentali del Piano di azione per i servizi finanziari (PASF) destinato alla creazione di un mercato integrato. Si tratta delle prime due proposte di Direttiva presentate secondo la procedura legislativa abbreviata prevista dal Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei nel febbraio 2001. Tale procedura distingue tra

L'Unione europea propone una Direttiva su insider dealing e manipolazione del mercato ...

... e un'altra sul passaporto unico per gli emittenti

principi fondamentali di carattere generale e norme dettagliate di attuazione tecnica (si veda oltre).<sup>7</sup>

La CFTC e la SEC annunciano una regolamentazione comune per i futures su titoli

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti propongono norme congiunte di attuazione delle nuove disposizioni di legge sui futures in titoli. Il Commodity Futures Modernization Act (CFMA) del 2000 ha abolito il divieto applicato ai contratti futures su singole azioni e indici ristretti e ha inoltre stabilito uno schema per la regolamentazione comune dei futures su titoli da parte della CFTC e della SEC. I contratti futures su indici ampi sono di esclusiva competenza della CFTC, mentre le norme congiunte proposte dai due organismi riguardano la distinzione tra indici ampi e ristretti.

### *Giugno*

La FATF aggiorna l'elenco dei paesi "non cooperativi"

La Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) pubblica la sua 12<sup>a</sup> relazione annuale<sup>8</sup>. Il documento aggiorna l'elenco dei paesi e territori "non cooperativi", pubblicato nel giugno 2000, con la cancellazione di Bahamas, Isole Cayman, Liechtenstein e Panama a seguito di importanti riforme da essi adottate<sup>9</sup>. Esso raccomanda inoltre l'applicazione di ulteriori contromisure (tra cui la possibilità di un'intensificata sorveglianza e segnalazione finanziaria) a decorrere dal 30 settembre 2001 nei confronti di Filippine, Nauru e Russia qualora i rispettivi governi non avranno adottato una legislazione adeguata ad affrontare il problema del riciclaggio di denaro di provenienza illecita.

La Commissione europea istituisce due comitati per i mercati mobiliari

Facendo seguito alle raccomandazioni del Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati mobiliari europei, la Commissione europea istituisce il Comitato europeo dei valori mobiliari (CEVM) e il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CAERVM). Questi due organi consultivi svolgeranno un ruolo fondamentale nel fornire assistenza alla Commissione europea ai fini dell'attuazione del PASF e nell'accelerare l'iter legislativo. Il CEVM, di cui fanno parte rappresentanti ad alto livello dei paesi membri, fornirà il suo parere in ambito mobiliare. In una fase successiva, quando saranno stati conferiti poteri esecutivi nell'ambito di una procedura decisionale congiunta, esso agirà anche in veste di organo di regolamentazione. Il CAERVM è stato istituito come organo consultivo autonomo composto da rappresentanti delle autorità nazionali competenti. Esso assisterà la Commissione europea nelle questioni tecniche della legislazione mobiliare e si adopererà per rafforzare la cooperazione tra le autorità in modo da assicurare una maggiore conformità nell'applicazione corrente delle norme europee negli Stati membri.

Il Forum of European Securities Commissions (FESCO) propone norme europee comuni per i sistemi alternativi di negoziazione (SAN). L'esigenza di

---

<sup>7</sup> Cfr. l'edizione di giugno 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*, pag. 75, per una sintesi del rapporto.

<sup>8</sup> La FATF è un organismo internazionale autonomo, il cui segretariato ha sede presso l'OCSE.

<sup>9</sup> Cfr. l'edizione di agosto 2000 della *Rassegna trimestrale BRI* per ulteriori approfondimenti.

nuovi standard origina dal fatto che le regole esistenti non affrontano compiutamente i particolari rischi posti dalla natura specifica dei servizi forniti via SAN. Questi standard mirano ad assicurare un'adeguata tutela degli utenti di tali sistemi e l'integrità del mercato, concentrandosi su aspetti quali l'autorizzazione/registrazione, la trasparenza, le procedure di reporting e la prevenzione degli abusi di mercato.

Il FESCO pubblica proposte per i sistemi alternativi di negoziazione

La Securities Industry Association (SIA) degli Stati Uniti approva un codice di prassi ottimali per le società di intermediazione finanziaria al fine di salvaguardare l'integrità della ricerca e dell'analisi applicate ai mercati mobiliari. Il codice è stato redatto da un comitato di esperti delle 14 principali società della SIA. Le linee guida sono state elaborate in risposta alle critiche degli operatori sull'integrità della ricerca e al timore che il lavoro degli analisti sia subordinato all'esigenza di conquistare mandati di sottoscrizione o di incrementare i rapporti d'affari con la clientela societaria. Esse prendono in considerazione tutti gli aspetti della funzione di ricerca per assicurarne l'obiettività, l'autonomia e la massima integrità. In particolare, si raccomanda: che i dipartimenti di ricerca non siano tenuti a riferire alle unità di "investment banking" o ad altre linee operative in grado di limitare la loro indipendenza; che gli analisti siano incentivati a indicare il momento opportuno tanto per l'acquisto quanto per la vendita di titoli azionari; che non effettuino negoziazioni in contrasto con le loro stesse raccomandazioni; e che rendano note le proprie partecipazioni in società analizzate nell'ambito della loro ricerca; che la loro retribuzione non sia direttamente correlata a operazioni di investimento, cessioni, introiti da negoziazione o commissioni per la gestione delle attività.

La SIA approva un codice di prassi ottimali per gli analisti finanziari

La CFTC annuncia la designazione di BrokerTec Futures Exchange, LLC, quale sede di contrattazione. BrokerTec progetta di introdurre contratti futures su titoli del Tesoro USA nel terzo trimestre 2001. L'autorizzazione della CFTC è stata effettuata ai sensi del Commodity Exchange Act, nella versione emendata dal CFMA. La nuova legge facilita l'istituzione di sedi di contrattazione per futures su titoli da parte di borse e associazioni mobiliari nazionali o sistemi alternativi di negoziazione.

La CFTC approva una nuova tipologia di mercato futures

Eurex, borsa tedesco/svizzera per gli strumenti derivati, introduce limiti sulle posizioni in futures con scadenza settembre 2001. Questa misura intende promuovere il tempestivo trasferimento di posizioni aperte nel successivo ciclo di contratti. I limiti fissati in rapporto al taglio dell'emissione "cheapest-to-deliver" si applicano alle posizioni lunghe (distinguendo tra quelle detenute in proprio e per conto della clientela). Per favorire la flessibilità nella consegna di titoli, Eurex ha ridotto la penalizzazione per mancata consegna in taluni cicli di regolamento.

Limiti di posizione introdotti dall'Eurex su determinati futures

I rappresentanti dei mercati azionari e derivati e dei loro sistemi di compensazione e regolamento sottoscrivono un accordo che istituisce una nuova holding congiunta, denominata Bolsas y Mercados Españoles. La sua creazione renderà necessaria la regolamentazione e la valutazione delle singole entità costituenti. La società chiederà successivamente l'ammissione al listino e cercherà forse alleanze con altre borse europee.

Le borse spagnole creano un mercato unificato per azioni e derivati

## Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi

Mese	Organismo	Iniziativa
aprile 2001	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Pubblicazione dei risultati dell'indagine 1999 sull'informativa finanziaria delle banche
	Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure	Rapporto contenente raccomandazioni sulla trasparenza informativa degli intermediari finanziari
	Commissione europea	Proposta di Direttiva sulla sorveglianza dei conglomerati finanziari a livello di gruppo
	International Swaps and Derivatives Association (ISDA)	Regolamentazione delle ristrutturazioni del debito nel quadro dei credit default swaps
maggio 2001	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Pubblicazione di un rapporto sulla gestione del rischio nell'e-banking
	Working Group on Cross-Border Banking del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Proposta per uno schema di cooperazione reciproca tra le autorità di vigilanza bancaria
	Consiglio dei Ministri della UE e Parlamento europeo	Adozione di una Direttiva per l'aggiornamento della normativa contabile UE
	Commissione europea	Progetto di Direttive su (i) insider dealing e manipolazioni di mercato, e (ii) un passaporto unico per gli emittenti
	Commodity Futures Trading Commission e Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti	Proposta di regolamentazione comune per i futures su titoli
giugno 2001	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Revisione del calendario per il completamento e l'introduzione del nuovo Accordo di Basilea sul Capitale
	Securities Industry Association degli Stati Uniti	Approvazione di un codice di prassi ottimali per analisti finanziari
	Governo del Canada	Legge di riforma del settore finanziario
	Financial Action Task Force on Money Laundering	Aggiornamento dell'elenco dei paesi non cooperativi nella lotta contro il riciclaggio di denaro
	Commissione europea	Istituzione del Comitato europeo per i valori mobiliari e del Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari
	Forum of European Securities Commissions	Proposta di standard comuni europei per i sistemi alternativi di negoziazione
	Commodity Futures Trading Commission degli Stati Uniti	Designazione di BrokerTec Futures Exchange quale sede di contrattazione
	Eurex	Limiti di posizione su contratti futures e riduzione della penale per mancata consegna di titoli
	Mercati azionari e derivati spagnoli	Sottoscrizione di un accordo che istituisce una nuova holding congiunta