

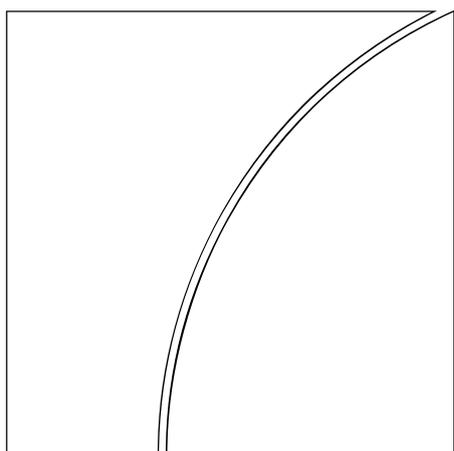


BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI

Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 2001

Evoluzione dell'attività
bancaria internazionale
e del mercato finanziario
internazionale



Rassegna trimestrale BRI
Dipartimento Monetario ed Economico

Comitato editoriale:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

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

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

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

E-mail: publications@bis.org

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

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

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

ISSN 1021-254X

Pubblicata anche in francese, inglese e tedesco.

Rassegna trimestrale BRI

Dicembre 2001

Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale

1. Quadro generale degli sviluppi: i mercati finanziari danno prova di resilienza	1
<i>Gli attacchi terroristici sconvolgono il funzionamento dei mercati</i>	2
<i>Rapido recupero di fiducia sui mercati azionari</i>	3
<i>Le aspettative di una pronta ripresa accentuano l'inclinazione delle curve dei rendimenti</i>	6
<i>In aumento gli spreads creditizi ma le emissioni di titoli societari riprendono quota</i>	8
<i>Una crescente avversione al rischio investe i mercati emergenti</i>	11
2. Il mercato bancario internazionale	14
<i>Ridotta domanda di finanziamento interbancario in dollari</i>	15
<i>Disponibilità delle banche a erogare credito ma debole domanda di fondi da parte dei mutuatari USA</i>	16
<i>I flussi al settore non bancario europeo rallentano pur rimanendo di segno positivo</i>	18
<i>Limitati a mutuatari di prim'ordine i nuovi crediti affluiti alle economie emergenti</i>	18
Riquadro: Mercato internazionale dei prestiti consorziali: spostamento a favore di mutuatari a più alto rating	23
3. Il mercato internazionale dei titoli di debito	24
<i>Perdurante calo delle emissioni nette lungo il ventaglio di scadenze</i>	24
<i>In forte calo la domanda di finanziamento del settore privato</i>	26
<i>Rallentamento economico e turbolenze colpiscono i paesi in via di sviluppo</i>	29
<i>Calano le emissioni sia in dollari che in euro</i>	30
4. I mercati degli strumenti derivati	32
<i>Sul mercato monetario forte aumento delle opzioni indotto dal rifinanziamento di prestiti ipotecari</i>	33
<i>Nuova flessione per i contratti su obbligazioni</i>	36
<i>Cala l'attività in contratti su indici azionari nonostante le turbolenze di mercato</i>	37
<i>Lieve espansione del mercato OTC nella prima metà del 2001</i>	38
Riquadro: Indagine delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati	42

Sezioni monografiche

Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'Indagine triennale 2001	43
<i>L'introduzione dell'euro</i>	44
<i>Il consolidamento nel settore bancario</i>	46
<i>Il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica</i>	48
<i>La mutata composizione dei partecipanti al mercato</i>	49
<i>Conclusioni</i>	50
<i>Riferimenti bibliografici</i>	52
La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark	53
<i>Il ruolo di benchmark dei titoli di Stato</i>	53
<i>Le obbligazioni societarie competono per il ruolo di benchmark</i>	56
<i>Il credito collateralizzato come benchmark per le scadenze brevi</i>	59
<i>Crescente impiego come benchmark degli swaps su tassi d'interesse</i> ...	60
<i>Conclusioni</i>	62
<i>Riferimenti bibliografici</i>	62
L'impatto sul cambio dollaro/euro delle fusioni e acquisizioni transatlantiche	64
<i>Alcune considerazioni di base sulle F&A e sul cambio dollaro/euro</i>	66
<i>La meccanica delle F&A transfrontaliere</i>	67
<i>Metodologia empirica e stime</i>	69
<i>Conclusioni</i>	73
<i>Riferimenti bibliografici</i>	74

Sviluppi strutturali e normativi

<i>Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie</i>	75
<i>Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture</i>	78
Riquadro: Dopo gli attacchi dell'11 settembre si intensifica la lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita	81
Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi	82

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: i mercati finanziari danno prova di resilienza

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre contro gli Stati Uniti hanno aggiunto una nuova dimensione all'incertezza nei mercati finanziari mondiali. Durante l'estate l'affievolirsi delle speranze in un recupero dell'economia aveva già indebolito le principali borse, ed erano riemersi problemi nei mercati emergenti. Quasi tutte le categorie di flussi finanziari internazionali hanno subito flessioni nel secondo trimestre e agli inizi del terzo, allorché i mutuatari hanno cominciato a ridimensionare i loro piani di investimento e a riequilibrare i propri bilanci. Gli attentati hanno ulteriormente scosso la fiducia di consumatori e imprese, rafforzando le prospettive di un generale rallentamento dell'economia globale. Nondimeno, una volta superato lo shock iniziale, gli operatori sono tornati a puntare sull'avvio di una ripresa nel corso del 2002, nonostante il permanere di dati macroeconomici sfavorevoli.

L'effetto immediato dei drammatici eventi è stato quello di sconvolgere il funzionamento di taluni mercati e di spingere gli investitori verso attività meno rischiose. I mercati azionari USA hanno sospeso le contrattazioni per quattro giorni, mentre quelli europei e asiatici – che erano rimasti aperti, ma avevano sospeso gli scambi dei titoli di società con sede negli Stati Uniti – hanno accusato ribassi delle quotazioni. Alla riapertura delle borse USA i prezzi hanno subito un brusco calo anche negli Stati Uniti, sebbene in misura minore di quanto molti si aspettassero. Sulla piazza di New York i danni prodotti all'operatività di inter-dealer brokers, alle linee di comunicazione e ad alcuni sistemi di compensazione e regolamento hanno temporaneamente compromesso la funzionalità di taluni segmenti del mercato a reddito fisso statunitense.

In tale frangente, il funzionamento della quasi totalità dei mercati e la fiducia degli operatori hanno dato prova di notevole resilienza. Le autorità monetarie hanno iniettato liquidità con operazioni di mercato aperto e di sconto, nonché swaps valutari, sostenendo questi interventi con riduzioni dei tassi ufficiali. A una settimana dagli attacchi la maggior parte dei mercati a reddito fisso aveva ripreso a operare, sebbene con capacità ridotte. Verso fine settembre l'attività di emissione sul mercato delle obbligazioni societarie segnava una forte ripresa, e a metà ottobre gli indici azionari erano tornati ai

livelli precedenti gli attentati. Pur attendendosi nell'immediato un rallentamento più drastico dell'economia mondiale, gli investitori continuavano a confidare in una ripresa entro la metà del prossimo anno. Tali aspettative erano sostenute dal sollecito allentamento della politica monetaria in vari paesi e, negli Stati Uniti, dall'impulso aggiuntivo proveniente da una politica fiscale più espansiva.

Questo clima di persistente ottimismo a medio termine non si è esteso alle economie emergenti. Un'accentuata avversione al rischio e i timori circa l'impatto del rallentamento in atto nei paesi industriali hanno determinato un ampliamento dei differenziali di rischio e deflussi di portafoglio da diversi mercati emergenti, anche se non sono mancate le eccezioni. I paesi con disavanzi dei conti correnti hanno risentito della netta decelerazione globale dei flussi di finanziamento intermediati dai mercati bancari e mobiliari internazionali. Sulle aspettative degli investitori hanno pesato anche i problemi di specifici mutuatari, come Argentina e Turchia. Nondimeno, l'effetto di contagio esercitato dai mercati finanziari di questi paesi su altre economie emergenti è parso limitato.

Gli attacchi terroristici sconvolgono il funzionamento dei mercati

La perdita di vite umane e i danni alle infrastrutture nell'area sud di Manhattan, a seguito degli attacchi dell'11 settembre, hanno causato gravi disfunzioni nel settore finanziario. I mercati azionari USA sono rimasti chiusi per quattro giorni, evento che non si verificava dagli anni trenta; quelli obbligazionari hanno sospeso per due giorni le contrattazioni in via definitiva, allungando il periodo di regolamento alla loro riapertura. Nel mercato interbancario dei federal funds lo spostamento della base operativa di alcuni dealers e i problemi di telecomunicazione hanno ostacolato le procedure di riscontro fra mutuatari e prestatori. In virtù di un accordo informale, il giorno degli attentati tutte le transazioni sui federal funds sono state concluse al tasso obiettivo della Riserva federale anziché a quello di mercato. In Europa alcune istituzioni finanziarie hanno dovuto fronteggiare una temporanea carenza di dollari con cui regolare i loro scambi in valuta e una maggiore domanda precauzionale di liquidità in monete diverse dal dollaro.

I mercati a pronti e pct dei titoli del Tesoro USA sono stati colpiti in modo particolare a causa delle perdite umane e materiali subite da alcuni inter-dealer brokers, dei danni alle linee di comunicazione e dello spostamento di un'importante clearing bank dalla sua base operativa primaria. Nei giorni successivi agli attentati tutti questi problemi hanno impedito il regolamento di operazioni pronti contro termine per miliardi di dollari. Ciò ha provocato un aumento senza precedenti del numero di transazioni "mancate" nei mercati a contante e pct dei titoli del Tesoro, che a sua volta ha gonfiato la domanda di specifiche obbligazioni pubbliche, e in particolare delle notes di più recente emissione. Le disfunzioni nei mercati degli strumenti a breve hanno contribuito a un incremento dell'attività nei corrispondenti mercati derivati, dove gli operatori hanno ricercato canali alternativi per la copertura e l'assunzione di posizioni (cfr. "I mercati degli strumenti derivati", a pag. 32).

Gli attentati sconvolgono diversi mercati finanziari ...

... e in particolare quelli collegati ai titoli del Tesoro USA

La pronta azione delle autorità monetarie e fiscali concorre a ripristinare il funzionamento dei mercati

Le autorità monetarie e fiscali hanno reagito con prontezza. Nei giorni successivi agli attentati la Federal Reserve ha immesso ingente liquidità nel sistema bancario attraverso operazioni pct e di sconto. In una dichiarazione congiunta che ha contribuito ad arginare la “fuga verso la sicurezza”, i Ministri finanziari dei paesi del G7 hanno manifestato il proprio impegno a minimizzare ogni “effetto dirompente sull’economia globale”. Accordi di swap fra la Federal Reserve e diverse banche centrali hanno attenuato i timori di una scarsità di dollari a disposizione delle istituzioni finanziarie estere.

L’azione ufficiale, il ripristino delle linee di comunicazione e la cooperazione fra gli operatori hanno consentito alla maggior parte dei mercati di tornare a una situazione di quasi normalità entro una settimana dagli attentati. La volatilità infragiornaliera dei tassi sui federal funds è rimasta eccezionalmente elevata fino a ottobre inoltrato, ma l’apporto di liquidità da parte della Federal Reserve ha fatto sì che il tasso effettivo non sia mai salito molto al di sopra di quello fissato come obiettivo.

L’ultimo a tornare alla normalità è stato il mercato pct, dove il numero di operazioni non andate a buon fine – salito fortemente nelle settimane successive agli attacchi – ha continuato a essere elevato anche in ottobre. Ciò ha provocato problemi nell’offerta di collaterale, poiché i prestatori dei titoli si sono ritirati dal mercato. Per porre rimedio alla situazione la Fed ha prontamente sospeso talune restrizioni previste nel suo programma di prestito, cedendo titoli la cui offerta era scarsa in cambio di altri più facilmente disponibili. Fra il giorno degli attentati e la fine di settembre essa ha immesso sul mercato titoli pubblici per nominali \$70 miliardi. Il 4 ottobre il Tesoro USA ha fornito un ulteriore sostegno all’offerta di titoli di Stato con un’emissione decennale per \$6 miliardi, effettuata mediante la riapertura non programmata di un’asta precedente. A metà ottobre il numero di operazioni mancate era sceso a livelli accettabili.

Rapido recupero di fiducia sui mercati azionari

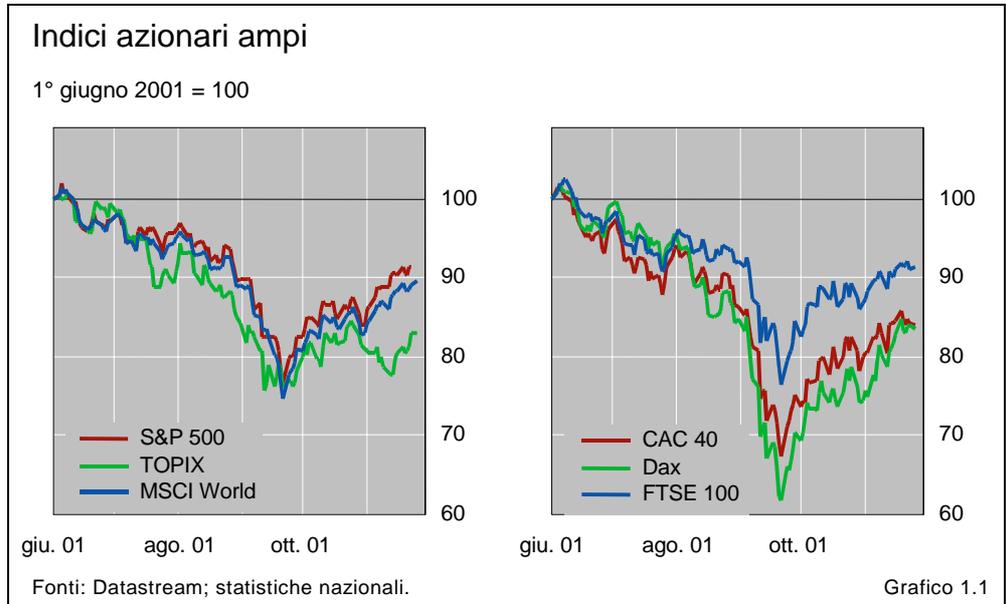
I ribassi provocati dai deludenti dati economici ancor prima dell’11 settembre ...

Anche prima dell’11 settembre le notizie sull’economia mondiale non erano buone. Per gran parte dell’estate sui mercati azionari si erano riversati dati macroeconomici deludenti e sfavorevoli proiezioni sugli utili. Il 30 agosto gli annunci sui profitti di Sun Microsystems e Corning avevano spinto il Dow Jones sotto i 10 000 punti per la prima volta da aprile. Il 7 settembre il rapporto USA sull’occupazione non agricola aveva rilevato una perdita di 113 000 posti di lavoro, più del doppio di quanto previsto. Il clima di mercato si era ulteriormente oscurato anche in Europa, dove i dati sulla produzione industriale segnalavano per la Germania una flessione dell’1,5% in luglio, ben oltre le previsioni degli operatori. Tra la fine di maggio e il 10 settembre S&P 500 risultava calato del 17%, TOPIX del 24%, FTSE 100 del 16% e Dax del 26%. La maggior parte dei mercati era scesa ai livelli più bassi dalla crisi del 1998.

... si accentuano dopo gli attacchi

Lo shock degli attentati ha finito con l’aggravare le condizioni di incertezza. La prima reazione dei prezzi azionari agli eventi dell’11 settembre si è avuta al di fuori degli Stati Uniti. Nei mercati europei, dove erano in corso

le contrattazioni pomeridiane, gli indici hanno immediatamente cominciato a perdere quota (grafico 1.1), e alla loro riapertura, il giorno successivo, anche i mercati asiatici hanno accusato ribassi. Nel corso della settimana FTSE 100, Dax e TOPIX avevano lasciato sul terreno il 5,5, l'11,9 e il 2,3% rispettivamente, anticipando in parte un'ampia caduta delle quotazioni a New York.



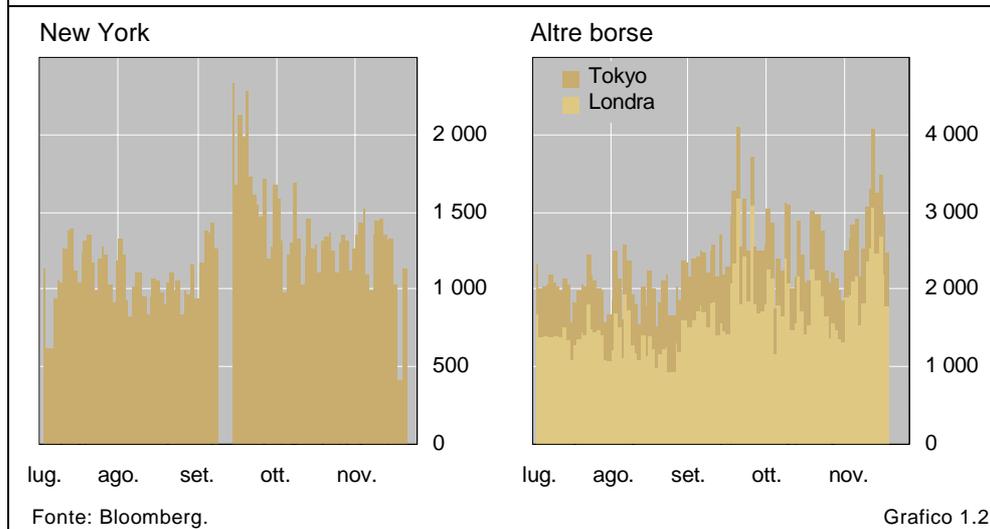
Quando i mercati azionari USA hanno riaperto le contrattazioni il lunedì successivo agli attacchi, l'indice S&P 500 ha perso il 4,9% nel corso di quella stessa giornata e l'11,6% durante la settimana. Il calo cumulativo per MSCI World Index tra il 10 e il 21 settembre è stato del 12%, equivalente a una perdita di \$3 trilioni nella capitalizzazione complessiva di mercato. Nondimeno, l'entità di queste flessioni risulta proporzionalmente inferiore a quella del 19 ottobre 1987, quando il mercato USA perse oltre il 20%. Invero, le piazze asiatiche ed europee hanno rapidamente recuperato parte delle loro perdite quando gli investitori di quei mercati si sono resi conto che il calo negli Stati Uniti era stato minore di quanto temuto.

Alla riapertura dei mercati USA le pressioni in vendita accumulate durante i quattro giorni di chiusura hanno originato volumi record di scambi, senza peraltro superare la capacità di assorbimento delle borse. In particolare, il giorno della riapertura il New York Stock Exchange ha registrato un turnover senza precedenti di 2,2 miliardi di azioni, circa due volte e mezzo i volumi normali. L'attività ha cominciato a rallentare nei giorni seguenti, ma ancora a fine settembre gli scambi superavano la media annua di almeno il 25% (grafico 1.2). L'ondata di negoziazioni alla borsa di New York si è apparentemente propagata ai mercati europei, benché questi fossero rimasti aperti durante la settimana degli attentati.

I mercati riescono a gestire ingenti volumi di scambi ...

Volume giornaliero delle contrattazioni in determinate borse

in milioni di azioni



La brusca discesa dei corsi a metà settembre è riconducibile in ampia misura all'incertezza circa le implicazioni degli attacchi per l'economia mondiale. Nonostante questa incertezza generale, gli investitori hanno cercato di individuare le società i cui profitti sarebbero stati più direttamente colpiti. I titoli dei settori aeronautico e turistico hanno subito le ricadute peggiori. Anche le azioni assicurative sono calate, per poi recuperare quando era divenuto chiaro che l'onere dei danni provocati dagli attentati sarebbe stato ampiamente ripartito su tutto il settore e che la domanda di servizi assicurativi era destinata a crescere. Le industrie collegate alla difesa hanno invece segnato forti rialzi.

L'azione intrapresa da vari organismi ufficiali e investitori privati è servita a impedire che si innescasse una spirale al ribasso dei corsi. La Federal Reserve ha ridotto il tasso ufficiale di 50 punti base la mattina del 17 settembre, poco prima della riapertura dei mercati di New York; la BCE e altre banche centrali hanno seguito a ruota. In quello stesso giorno e nel resto della settimana, diversi investitori istituzionali si sono volontariamente astenuti dalle vendite, mentre gli analisti hanno rinunciato a pubblicare declassamenti nelle loro valutazioni di mercato. Le società hanno approfittato di un allentamento dei vincoli regolamentari per riscattare azioni proprie. I fondi azionari USA hanno preferito fronteggiare il livello record di rimborsi netti attingendo ai loro saldi liquidi anziché smobilizzare i loro portafogli azionari. Le autorità di vigilanza bancaria e assicurativa hanno applicato temporaneamente un'interpretazione meno restrittiva di talune regole, ad esempio nei casi in cui le istituzioni avessero dovuto cedere un ingente ammontare di attività per mantenere i livelli patrimoniali richiesti.

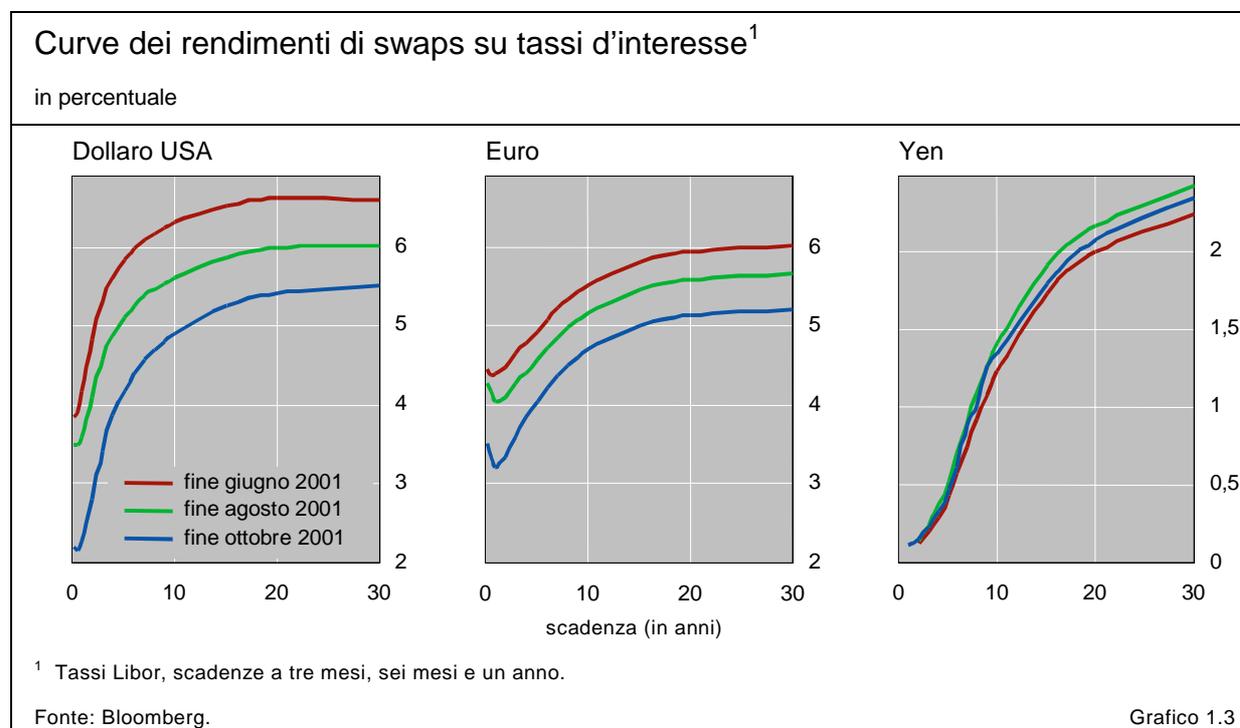
La ripresa del mercato globale è iniziata nell'ultima settimana di settembre. I rialzi sono stati innescati in parte da "strateghi" di mercato che raccomandavano un ritorno agli investimenti azionari e in parte dalle espressioni di sostegno di una coalizione eccezionalmente ampia di paesi alle

... e recuperano
infine buona parte
delle perdite

iniziative antiterrorismo guidate dagli Stati Uniti. È sembrata farsi strada la convinzione che una politica monetaria meno restrittiva e una decisa espansione della spesa pubblica sarebbero stati infine efficaci nello stimolare l'economia globale. In un tale contesto, le notizie connesse con gli sviluppi politici e militari hanno spesso prevalso sui dati macroeconomici. A metà ottobre i mercati azionari avevano recuperato quasi tutte le perdite subite dal giorno degli attentati, nonostante i cali inaspettatamente forti dell'occupazione, della fiducia dei consumatori e della produzione industriale registrati in diversi paesi. Le borse hanno segnato ulteriori rialzi in novembre, allorché sono stati diffusi dati economici più favorevoli e gli sforzi militari in Afghanistan hanno cominciato a dare i primi risultati.

Le aspettative di una pronta ripresa accentuano l'inclinazione delle curve dei rendimenti

All'indomani dell'11 settembre le curve dei rendimenti hanno assunto un'inclinazione più ripida in tutte e tre le principali aree valutarie, proseguendo la tendenza iniziata durante l'estate (grafico 1.3). Per quanto riguarda gli Stati Uniti e l'area dell'euro, ciò è riconducibile a riduzioni dei tassi a breve miranti a stimolare l'economia. In Giappone i tassi a breve sono rimasti in prossimità dello zero, mentre i rendimenti a più lunga scadenza sono aumentati leggermente di riflesso alla politica fiscale espansiva.



L'accentuazione della curva dei rendimenti USA rispecchia i minori tassi ufficiali a breve ...

Tra fine giugno e fine ottobre i tassi swap in dollari USA sono diminuiti di circa 110 punti base nel segmento a lunga e di 170 punti in quello a breve. In risposta al rapido deterioramento delle prospettive di crescita e all'assenza di pressioni inflazionistiche, la Fed aveva ridotto di 25 punti base il tasso obiettivo sui federal funds per due volte consecutive, il 27 giugno e il 21 agosto. All'indomani degli attentati, tre ulteriori tagli di 50 punti ciascuno si sono susseguiti il 17 settembre, il 2 ottobre e il 6 novembre. Gli scambi nel mercato dei titoli del Tesoro si sono concentrati sulle notes biennali, la scadenza generalmente impiegata per assumere posizioni in vista di future manovre della Fed. Dal profilo dei rendimenti biennali emergeva che dopo la manovra ufficiale del 6 novembre i mercati non si attendevano ulteriori tagli, bensì tassi stabili o in ascesa.

... e i più ristretti differenziali di swap anticipano un aumento nell'offerta di titoli del Tesoro

La prospettiva di un'accresciuta offerta di titoli pubblici ha impedito che i tagli dei tassi a breve fossero interamente incorporati nel segmento a lunga della curva dei rendimenti. I mercati hanno anticipato un ritorno a saldi negativi di bilancio, derivanti in parte dalle inevitabili ricadute della recessione e in parte dal programma di risoluto allentamento della politica fiscale. La prospettata espansione nell'offerta di titoli di Stato ha indotto gli investitori a richiedere un rendimento relativamente più elevato. Di conseguenza, il differenziale di swap sulle obbligazioni decennali è sceso da 80-90 punti prima dell'11 settembre a 70 punti. La forte inclinazione della curva segnalava inoltre il persistere delle aspettative di un'eventuale ripresa "a V", anche se erano in crescita le previsioni di un significativo rallentamento economico e di un avvio meno ravvicinato della fase di recupero. Alla fine di ottobre la curva a termine dei tassi a breve scontava attese di un'inversione di tendenza dei rendimenti nel secondo trimestre 2002, implicando che gli investitori si attendevano per quel periodo la comparsa di segnali di ripresa. Il 30 ottobre l'annuncio che il Tesoro USA avrebbe sospeso l'emissione dell'obbligazione trentennale ha innalzato il "premio di scarsità" su questa emissione, attenuando in parte l'inclinazione della curva, senza tuttavia alterarne il profilo complessivo.

I tassi a breve calano anche nell'area dell'euro ...

Anche nell'area dell'euro si è osservata un'analoga combinazione di tassi complessivamente calanti e di un'accentuazione della curva dei rendimenti. La BCE ha ridotto il tasso ufficiale di 25 punti base il 30 agosto, di 50 punti il 17 settembre e di ulteriori 50 punti l'8 novembre. In presenza di annunci macroeconomici che continuavano sostanzialmente a configurare un quadro di produzione decrescente, disoccupazione in aumento e inerzia dell'inflazione, in settembre e ottobre le curve a termine incorporavano aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi nei mesi successivi. Dopo il taglio apportato dalla BCE in novembre, queste aspettative si sono esaurite. Analogamente ai loro omologhi d'oltreoceano, gli investitori europei hanno continuato a puntare su una ripresa della crescita nel corso del 2002; a differenza degli Stati Uniti, tuttavia, in Europa gli effetti di offerta non sono parsi esercitare un grande influsso sull'evoluzione della curva nel segmento a più lungo termine.

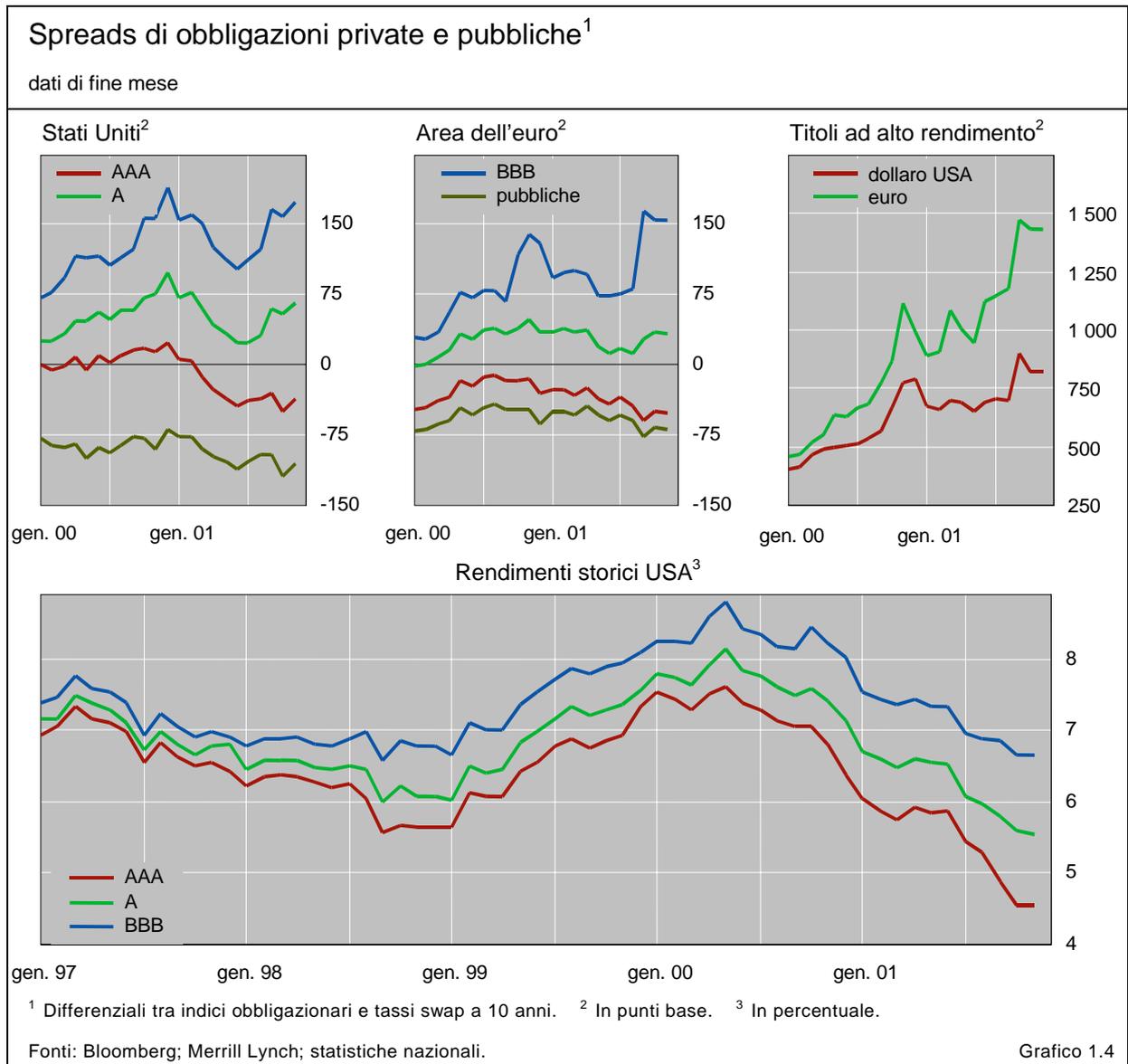
Nel caso del Giappone, i tassi a lunga si sono mossi leggermente verso l'alto, mentre quelli a breve sono rimasti su livelli molto bassi. Tale dinamica ha rispecchiato il susseguirsi di dati negativi sull'economia e le conseguenti attese del protrarsi di una politica fiscale espansiva. I mercati si aspettavano ben pochi cambiamenti nelle condizioni economiche a breve e medio termine, data la probabile flessione nella domanda di esportazioni giapponesi e i lenti progressi nel programma di ristrutturazione del sistema bancario varato dal governo.

... mentre le curve dei rendimenti in Giappone restano sostanzialmente invariate

In aumento gli spreads creditizi ma le emissioni di titoli societari riprendono quota

Invertendo una tendenza in atto da gennaio, gli spreads fra i rendimenti delle obbligazioni societarie a più basso rating e i tassi swap si sono ampliati costantemente durante il terzo trimestre (grafico 1.4, riquadri superiori), di

Aumentano gli spreads creditizi nel terzo trimestre ...



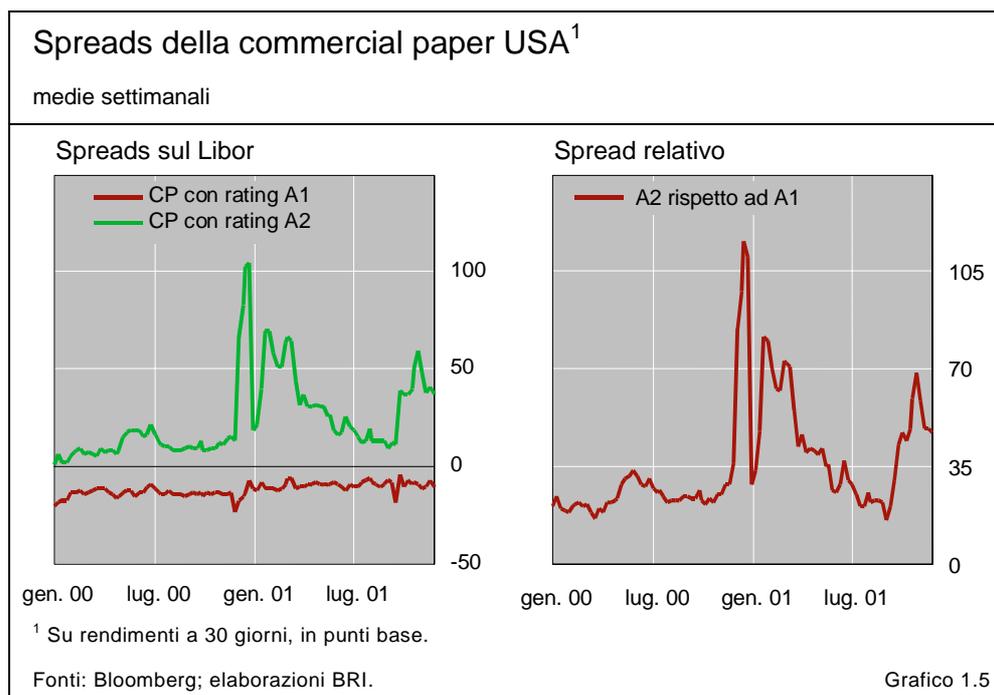
riflesso al peggioramento dei dati economici negli Stati Uniti e in Europa, nonché all'incremento dei tassi di insolvenza a livelli che non si osservavano da almeno dieci anni. Gli spreads sui titoli di qualità bancaria sono rimasti generalmente inferiori ai massimi del dicembre scorso, mentre quelli della categoria speculativa hanno registrato un netto aumento rispetto ai livelli degli ultimi mesi del 2000, soprattutto in Europa. L'ampliarsi del differenziale fra titoli di qualità bancaria e tassi swap è per lo più riconducibile a un calo di questi ultimi, poiché i rendimenti sulle obbligazioni societarie hanno avuto tendenza a rimanere stabili o a diminuire (grafico 1.4, riquadro inferiore).

... specie dopo
l'11 settembre ...

Nei giorni successivi all'11 settembre gli spreads creditizi a lungo termine hanno continuato il loro trend ascendente. I differenziali fra titoli societari a dieci anni con tripla B e swaps si sono ampliati di 8 punti base alla riapertura dei mercati e di 37 punti complessivi entro la fine di settembre. Alcuni osservatori temevano che le compagnie assicuratrici avrebbero ceduto subito grandi quantità di obbligazioni societarie per finanziare il rimborso dei danni provocati dalla catastrofe, ma ciò non è accaduto. Analogamente al mercato azionario, le obbligazioni di settori vulnerabili come quello aeronautico sono state colpite in modo particolare, rischiando anche un abbassamento del rating. Gli spreads creditizi sulla commercial paper (CP), che dopo le ampie oscillazioni degli inizi dell'anno erano scesi costantemente, hanno subito bruschi rialzi in seguito agli attentati, per poi rimanere alti e volatili durante tutto il mese di ottobre a seguito dei declassamenti di diversi importanti emittenti (grafico 1.5).

... ma non nella
misura in cui
avrebbe fatto
supporre il calo
degli indici azionari

L'ampliamento degli spreads creditizi seguito all'11 settembre appare contenuto se rapportato a quello implicito nel crollo dei prezzi azionari. Del pari, i differenziali non sono diminuiti in misura apprezzabile quando i corsi azionari hanno cominciato a salire da fine settembre in poi. A metà ottobre i



mercati parevano propensi a ritenere che, sebbene le conseguenze economiche degli attacchi avessero accentuato la già elevata rischiosità del credito societario, le azioni avrebbero pur sempre offerto l'opportunità di beneficiare di rialzi in una fase di ripresa. In altri termini, sembra che gli investitori non abbiano ridotto in misura apprezzabile le loro valutazioni complessive degli attivi societari, ma potrebbero aver incorporato nel prezzo un maggior grado di incertezza riguardo alle valutazioni stesse. In alcuni casi, e in particolare per le società ad alta leva finanziaria, ciò si è tradotto in valori di mercato relativamente più bassi per le obbligazioni (che sono in effetti posizioni corte sulla volatilità) e più elevati per i titoli azionari (che implicano una maggiore volatilità)¹.

Ancor prima dell'11 settembre il rallentamento dell'economia globale aveva contribuito a un netto calo complessivo delle emissioni lorde e nette di titoli di debito. A differenza di quanto avvenuto nell'ultimo periodo del 2000 e agli inizi del 2001, quando i mutuatari avevano differenziato le loro fonti di finanziamento a seconda delle condizioni di mercato, la contrazione del terzo trimestre ha interessato in pratica tutte le categorie di flussi creditizi. Sul mercato obbligazionario internazionale le emissioni nette si sono ridotte di quasi il 40%, principalmente a causa della minore attività del settore privato finanziario e non finanziario (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 24). Le consistenze in essere di strumenti del mercato monetario internazionale sono diminuite di \$46 miliardi nel corso del trimestre, e flessioni analoghe hanno interessato le emissioni a breve di diversi mercati interni. Anche sul mercato internazionale dei prestiti consorziali la raccolta lorda è scesa notevolmente (cfr. "Mercato internazionale dei prestiti consorziali: spostamento a favore di mutuatari a più alto rating", a pag. 23).

Nonostante le incerte condizioni instauratesi dopo gli attacchi, i prenditori con rating elevato hanno generalmente mantenuto il loro accesso ai mercati degli strumenti debitori. Il 25 settembre un'emissione di Bristol-Myers Squibb (rating AAA) per \$5 miliardi ha segnalato il ritorno degli emittenti societari di qualità bancaria a livelli di attività quasi normali sui mercati internazionali. In ottobre i volumi di emissione sono stati molto sostenuti, anche se ciò è in parte riconducibile all'esecuzione di collocamenti rinviati in precedenza. Gli investitori hanno continuato a mostrare grande interesse per i titoli di qualità bancaria, in considerazione della debolezza dei mercati azionari e dei bassi rendimenti ottenibili su titoli pubblici e strumenti a breve. I mutuatari con minore merito creditizio hanno tuttavia dovuto far fronte non solo a spreads più ampi, ma anche a ridotte opportunità di emissione. Il mercato interno dei titoli societari giapponesi è stato scosso dall'insolvenza, il 14 settembre, di Mycal Corp., un grande operatore al dettaglio classificato da agenzie locali di rating fra gli emittenti di qualità bancaria.

Quasi tutte le categorie di finanziamenti registrano flessioni nel terzo trimestre ...

... ma i mutuatari di qualità bancaria mantengono l'accesso ai mercati

¹ Per un approfondimento della teoria dell'opzione applicata alla valutazione dei titoli di capitale e di debito, cfr. B. Cohen, "Spreads creditizi e volatilità dei mercati azionari", nell'edizione del novembre 2000 della *Rassegna trimestrale BRI*.

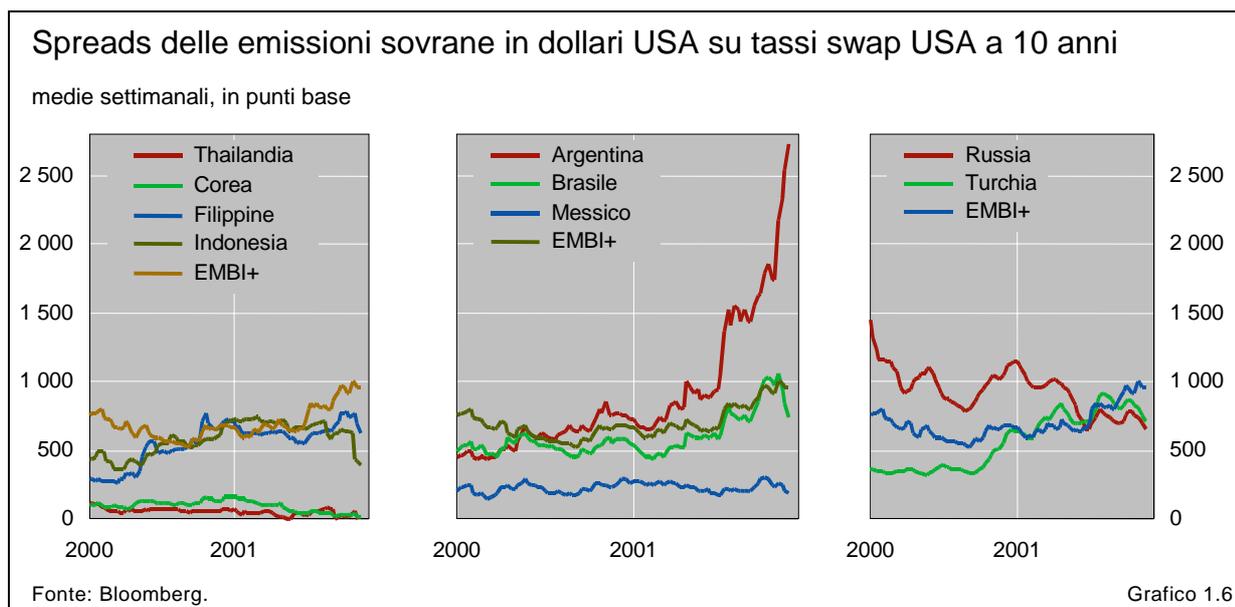
Una crescente avversione al rischio investe i mercati emergenti

Ribassi azionari, aumento degli spreads e ridotti flussi di finanziamento nella maggior parte delle economie emergenti ...

Le sempre più diffuse aspettative di un significativo rallentamento della crescita economica nel mondo industriale e l'aumentata avversione al rischio degli investitori internazionali hanno determinato una caduta dei prezzi azionari e più elevati premi al rischio nelle economie emergenti (grafico 1.6). Nel terzo trimestre le emissioni di titoli di debito sono calate e anche il credito bancario verso quest'area ha dato segni di decelerazione (grafico 1.7). Contrariamente ai precedenti episodi di turbolenza del 1997-98 nelle economie emergenti, i margini per un'espansione delle esportazioni che potesse compensare i minori afflussi di capitale parevano limitati. Alcuni prenditori, come il Messico e le principali economie dell'Est europeo, hanno continuato a beneficiare di spreads di rendimento relativamente bassi e di una stabilità delle valute, sebbene sia ancora da verificare la loro capacità di accesso ai mercati dei capitali dopo gli eventi dell'11 settembre. A differenza dei paesi industriali, nell'area emergente i prezzi azionari non si sono ancora ripresi interamente dai minimi di fine settembre.

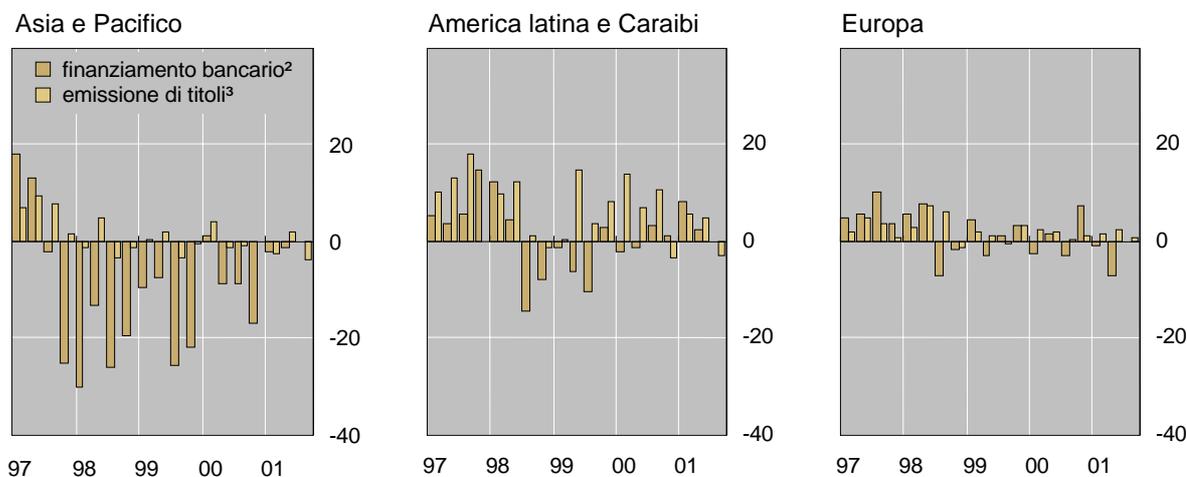
... mentre l'attenzione è concentrata sui problemi di Argentina e Turchia ...

Argentina e Turchia sono state nuovamente al centro dell'attenzione. Ai primi di settembre il FMI ha aumentato di \$8 miliardi il suo piano di finanziamento a favore dell'Argentina, portandolo a circa \$22 miliardi, di cui \$3 miliardi destinati al sostegno di una ristrutturazione volontaria del debito argentino. I problemi di questo paese hanno influito a loro volta sull'atteggiamento degli investitori nei confronti del Brasile, dove un significativo rallentamento della crescita, unitamente alla crisi energetica, ha concorso a un deprezzamento del real fra gli inizi dell'anno e la fine di ottobre. La Turchia ha continuato a misurarsi con la debolezza del sistema bancario interno, cui si è aggiunta la probabilità di un calo sostanziale del PIL reale nel 2001.



Finanziamento internazionale bancario e mobiliare nelle economie emergenti¹

in miliardi di dollari USA



¹ Cfr. la tabella 7A dell'Allegato statistico per l'elenco dei paesi compresi in ciascuna area geografica. ² Variazioni nelle attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI al netto degli effetti di cambio. Non sono ancora disponibili i dati sul finanziamento bancario per il terzo trimestre 2001. ³ Emissioni internazionali nette di strumenti del mercato monetario, obbligazioni e notes.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; statistiche nazionali; statistiche bancarie su base locale della BRI. Grafico 1.7

Il 1° novembre il governo argentino ha annunciato un piano di ristrutturazione del proprio debito mediante uno scambio di prestiti, pagando una cedola del 7% su obbligazioni e altri strumenti remunerati al 10% e più (ma con un rendimento implicito alla scadenza ben superiore, se si considera il premio di insolvenza incorporato nelle obbligazioni argentine). Una prima fase dello scambio, chiusasi il 30 novembre, era rivolta agli investitori locali, che hanno generalmente accettato le condizioni offerte. È prevista una seconda fase per gli investitori internazionali. Alcuni di essi avevano equiparato l'annuncio iniziale dello scambio a un'inadempienza di fatto, e il prezzo dell'obbligazione benchmark a tasso variabile era sceso del 6,3% il 1° novembre. Poiché la situazione debitoria dell'Argentina era diffusamente considerata insostenibile già da un certo tempo, tale reazione non sembra essere stata frutto di una fondamentale riconsiderazione dell'affidabilità creditizia del paese. Piuttosto, il calo di prezzo potrebbe indicare che gli investitori avevano sperato in uno schema di ristrutturazione basato su una maggiore assistenza da parte delle istituzioni multilaterali.

Questi problemi non si sono propagati ad altri mercati emergenti, se non in misura limitata. Gli investitori avevano impiegato diversi mesi per riportare ai livelli desiderati le loro esposizioni verso quest'area, lasciando il rischio nelle mani di quanti erano maggiormente disposti ad aspettare la fine del previsto periodo di turbolenza. Le banche avevano già cominciato a ridimensionare le proprie posizioni nei confronti di Turchia e Argentina nel primo semestre 2001, ricorrendo talvolta a strumenti di attenuazione del rischio, come le garanzie reali e personali (cfr. "Il mercato bancario internazionale", a pag. 14). In seguito alla liquidazione di queste posizioni, i differenziali sul debito dei paesi

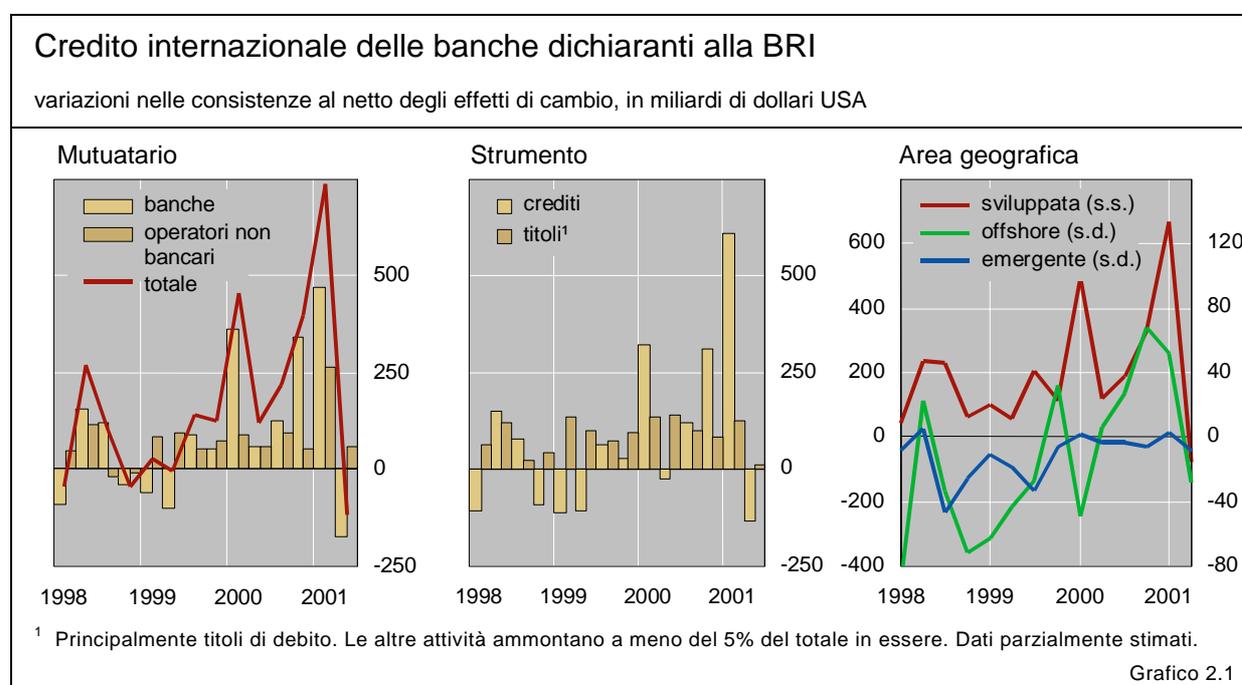
... sebbene il contagio ad altri mercati emergenti sia contenuto

considerati a rischio, e su quello argentino in particolare, si erano già ampliati nettamente in luglio. Poiché gli afflussi di portafoglio erano rimasti inferiori ai livelli del 1996-97, il numero, e l'influenza degli investitori globali esposti nei confronti di un'ampia gamma di mercati emergenti erano relativamente modesti. Inoltre, l'adozione in molti paesi di un regime di cambio più flessibile ha consentito loro di adeguarsi allo shock esterno causato dal rallentamento globale senza accumulare disavanzi correnti insostenibili.

Di conseguenza, è parso improbabile che un ulteriore deterioramento nelle prospettive di specifici paesi potesse condurre a una generale corsa a "opzioni di disimpegno", come avvenuto in crisi precedenti. Al contrario, l'atteggiamento nei confronti del Brasile è migliorato notevolmente da metà ottobre, come mostra l'apprezzamento di circa il 10% del real sul dollaro USA fra metà ottobre e fine novembre. Il clima di mercato è divenuto più favorevole anche nei confronti della Turchia, grazie in parte ai progressi compiuti nell'adozione di un nuovo programma di sostegno del FMI.

2. Il mercato bancario internazionale

Nel secondo trimestre 2001 la crescita del mercato bancario internazionale ha subito un rallentamento a causa della debole domanda di credito. Le statistiche bancarie su base locale segnalano che le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$118 miliardi, scendendo a \$10,9 trilioni (grafico 2.1). Rispetto ai livelli assai elevati del primo trimestre, i flussi di fondi internazionali a imprese e ad altri mutuatari non bancari sono calati sensibilmente, in quanto il deterioramento delle condizioni economiche mondiali ha agito da freno sulla domanda di nuovi finanziamenti. In mancanza sia di rilevanti rimborsi sia di fondi da riconvogliare verso questo settore, le banche hanno liquidato parte delle cospicue posizioni interbancarie accumulate nel trimestre precedente. Di conseguenza, le attività internazionali verso banche si sono ridotte dell'ammontare record di \$175 miliardi.



Il quadro relativo alle economie emergenti appare più composito. La domanda di fondi è rimasta debole in diverse regioni, specie in Asia e nei paesi esportatori di petrolio che hanno continuato a registrare eccedenze dei conti correnti. Le banche nell'area dichiarante hanno ridotto le loro attività internazionali nei confronti di paesi considerati più rischiosi, come la Turchia, mentre le hanno incrementate verso alcuni altri mutuatari a più basso rating, tra cui l'Argentina, limitando al tempo stesso l'esposizione ultima mediante l'impiego di strumenti di attenuazione del rischio di credito, come le garanzie fideiussorie. A livello aggregato, le attività internazionali verso le economie emergenti sono calate di \$8 miliardi nel secondo trimestre.

Ridotta domanda di finanziamento interbancario in dollari

Ampia contrazione delle attività interbancarie in dollari

Dopo vari trimestri di crescita sostenuta, nel periodo in esame il mercato interbancario internazionale ha subito una contrazione di \$204 miliardi (tabella 2.1), attribuibile in gran parte alla più debole domanda di finanziamento in dollari USA. I rimborsi a banche nei Caraibi e in altri centri bancari si sono tradotti in una flessione di \$100 miliardi delle attività interbancarie denominate nella moneta americana. Particolarmente degna di nota è l'inversione di tendenza dei finanziamenti da parte delle banche USA. Nell'ultimo trimestre 2000 e in quello successivo le istituzioni estere avevano mutuato ingenti fondi da queste ultime, mentre nel secondo trimestre 2001 esse hanno ridimensionato i loro saldi debitori in dollari.

Nel segmento interbancario dell'euro l'attività si è riportata su livelli più normali rispetto ai volumi eccezionalmente elevati del primo trimestre (\$10 miliardi, contro \$315 miliardi). I flussi di fondi tra Regno Unito e area dell'euro, che avevano alimentato l'espansione nel primo trimestre, si sono

Attività interbancarie internazionali								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, 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 attività verso banche ¹	12,6	945,4	62,7	145,3	323,8	569,0	-204,1	7 971,8
<i>di cui: sull'estero</i>	- 17,2	892,8	60,1	126,5	342,5	472,0	- 175,0	7 206,9
Dollaro USA	- 108,3	324,9	37,8	77,5	116,4	146,0	- 100,1	3 269,1
Euro	281,8	312,1	31,4	27,5	39,5	314,5	10,3	2 091,5
<i>di cui: intra-area²</i>	154,3	88,4	-13,1	10,9	15,8	63,9	25,7	774,8
Yen	- 195,9	81,8	- 5,4	- 2,4	88,0	- 9,2	- 21,6	580,6
Sterlina inglese	- 0,3	65,4	4,4	9,4	4,0	52,9	- 41,0	354,6
Franco svizzero	14,5	- 0,7	-29,3	7,2	- 11,2	18,8	- 12,9	186,9
Altre valute ³	20,9	161,8	23,9	26,2	87,2	45,9	- 38,7	1 489,1

¹ Attività sull'estero delle banche in tutte le valute e attività sull'interno in valuta estera delle banche domiciliate nei paesi dichiaranti. ² Attività transfrontaliere denominate in euro delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa. ³ Compresa le valute non classificate.

Tabella 2.1

invertiti nel secondo, determinando una parziale liquidazione di posizioni internazionali in euro verso il Regno Unito. Per contro, le operazioni all'interno dell'area hanno continuato a espandersi. Le transazioni maggiori hanno avuto luogo tra banche domiciliate in Germania e Francia e le loro dipendenze nel Lussemburgo.

Disponibilità delle banche a erogare credito ma debole domanda di fondi da parte dei mutuatari USA

La mutata dinamica dei finanziamenti interbancari nel secondo trimestre ha rispecchiato la forte diminuzione dei flussi al settore non bancario, scesi da \$267 a 57 miliardi tra il primo e il secondo trimestre (tabella 2.2). Il peggioramento delle prospettive economiche mondiali ha inibito la domanda di nuovi crediti bancari da parte di questo settore.

Così come i flussi diretti agli Stati Uniti avevano alimentato l'espansione del credito nel primo trimestre, essi sono stati altresì la causa principale della sua decelerazione nel secondo. Le attività internazionali verso prenditori non bancari negli Stati Uniti hanno registrato un aumento di soli \$10 miliardi, il più basso degli ultimi due anni. Il rallentamento ha riguardato tanto l'attività creditizia quanto gli acquisti di titoli.

Forte calo dei flussi internazionali al settore non bancario USA ...

Attività internazionali delle banche verso operatori non bancari								
variazioni nelle consistenze al netto degli effetti di cambio, 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 attività verso operatori non bancari	303,1	296,9	58,2	94,1	53,8	266,5	57,4	3 705,3
Crediti	102,7	66,7	- 0,2	22,9	16,8	198,7	36,7	2 204,3
Titoli ¹	200,3	230,2	58,4	71,3	37,0	67,8	20,7	1 501,0
Paesi sviluppati	275,3	265,8	40,5	81,2	55,7	228,9	45,8	2 766,5
Europa	259,0	205,9	25,5	67,3	39,2	92,1	23,8	1 496,5
<i>di cui: intra-area euro</i> ²	156,8	60,8	3,5	12,2	10,9	42,6	7,2	641,2
Giappone	- 64,5	- 67,5	- 8,5	- 10,3	- 33,5	- 7,0	4,3	113,5
Stati Uniti	86,0	123,4	26,8	22,3	48,4	141,5	9,8	1 066,6
Centri offshore	24,6	47,0	18,5	7,0	16,2	25,2	7,5	366,6
Economie emergenti	- 15,9	- 15,7	2,9	5,2	- 13,6	9,3	4,8	489,8
Non classificate ³	19,1	- 0,2	- 3,6	0,8	- 4,5	3,0	- 0,7	82,3
Dollaro USA	141,5	125,0	25,2	26,7	58,2	137,5	30,1	1 724,6
Euro	185,1	157,4	16,6	52,6	21,2	128,3	- 0,2	1 139,8
Yen	- 7,0	19,1	37,4	- 8,6	- 26,0	6,2	7,3	256,1
Altre valute ⁴	- 16,5	- 4,6	- 20,9	23,4	0,4	- 5,5	20,2	584,8

¹ Principalmente titoli di debito. Le altre attività ammontano a meno del 5% del totale in essere. Dati parzialmente stimati. ² Attività transfrontaliere denominate in euro delle banche dichiaranti dell'area dell'euro verso residenti dell'area stessa. ³ Compresa le attività verso istituzioni internazionali. ⁴ Compresa le valute non classificate. Tabella 2.2

... anche se
aumentano i prestiti
consorziali

Il rallentamento dei flussi internazionali verso il settore non bancario USA è sorprendente se si considera l'ammontare record (in termini lordi) raccolto dai mutuatari statunitensi sul mercato internazionale dei prestiti consorziali nel secondo trimestre. Gli andamenti contrastanti che emergono dalle statistiche bancarie su base locale e da quelle relative ai prestiti consorziali suggeriscono tre ipotesi: i prestiti sindacati erano previsti anzitutto come linee creditizie di appoggio, e sono rimasti inutilizzati; oppure sono stati impiegati per rifinanziare crediti in scadenza; o ancora sono stati venduti sul mercato secondario¹. È probabile che tutte e tre le ipotesi siano all'origine del minor afflusso di fondi internazionali al settore non bancario USA nel secondo trimestre. Il deteriorarsi delle prospettive reddituali ha indotto i mutuatari attivi sul mercato della CP a incrementare le loro linee creditizie in previsione di una perdita di accesso a questo mercato. La sottoscrizione da parte di General Motors Acceptance Corporation di una facilitazione per \$14,7 miliardi in giugno è risultata particolarmente previdente se si considera il suo declassamento in ottobre e il conseguente ridotto accesso al mercato della CP. Inoltre, i mutuatari sembrano aver approfittato del calo dei rendimenti seguito alle riduzioni dei tassi della Fed per rifinanziare debiti in essere. Infine, le banche hanno trovato acquirenti ricettivi per i loro crediti di qualità bancaria, con spreads che si sono ristretti nonostante le deteriorate prospettive economiche.

Considerate nel loro insieme, le tre serie di statistiche bancarie della BRI – su base locale, su base consolidata, sui prestiti consorziali – indicano che nel secondo trimestre le banche internazionali hanno continuato a mostrarsi disposte a erogare crediti ai mutuatari USA. Di fatto, gli afflussi verso il settore non bancario USA sono rallentati, ma anche quando le prospettive degli utili societari stavano peggiorando le banche dichiaranti non hanno dato segni di voler ridurre i loro crediti al settore privato non bancario, la cui quota sulle attività consolidate in essere verso gli Stati Uniti è rimasta stabile al 57%. Esse hanno invece ridotto le loro disponibilità di titoli del Tesoro USA, determinando un calo di un punto percentuale (al 13%) nella quota del settore pubblico sulle attività in essere.

I finanziamenti bancari a mutuatari USA, quantomeno per prenditori di qualità bancaria, paiono essere stati disponibili anche nel terzo trimestre. Pur essendo diminuiti rispetto agli eccezionali livelli del trimestre precedente, i

¹ Le serie statistiche relative ai prestiti consorziali internazionali e all'attività bancaria su base locale, pubblicate dalla BRI, non sono direttamente comparabili. Le prime forniscono dati lordi basati sulle facilitazioni sottoscritte e le seconde dati netti ricavati dai bilanci delle banche dichiaranti. Inoltre, nella prima serie statistica sono compresi gli impieghi sull'interno delle banche locali (se partecipanti a un consorzio internazionale), mentre la seconda riporta le posizioni sull'estero delle banche internazionali. Poiché la partecipazione di banche USA è rilevante nel caso dei prestiti consorziali destinati a prenditori statunitensi, gli impieghi sull'interno spiegano in parte i contrastanti andamenti osservati nelle due serie statistiche. Oltre a ciò, le banche internazionali presenti nei consorzi potrebbero aver finanziato i prestiti attraverso le loro dipendenze con base negli Stati Uniti. Tuttavia, quest'ultima ipotesi appare poco plausibile giacché i dati sulle transazioni finanziarie USA mostrano un forte rallentamento degli impieghi delle banche interne nel secondo trimestre. Inoltre, dalle statistiche bancarie internazionali su base consolidata non risulta alcuna accelerazione dei crediti sull'interno da parte delle banche estere residenti negli Stati Uniti.

prestiti consorziali a residenti USA, pari \$181 miliardi (cfr. “Mercato internazionale dei prestiti consorziali: spostamento a favore di mutuatari a più alto rating”, pag. 23), non sono stati molto inferiori ai livelli di un anno fa, quando l’economia USA stava crescendo a un ritmo molto più rapido che nel terzo trimestre 2001.

I flussi al settore non bancario europeo rallentano pur rimanendo di segno positivo

Anche i crediti al settore non bancario in Europa hanno subito un rallentamento nel secondo trimestre, sebbene meno pronunciato che negli Stati Uniti. Le attività internazionali verso soggetti non bancari europei sono aumentate di \$24 miliardi, livello inferiore a quello degli ultimi trimestri ma pur sempre positivo (tabella 2.2). L’Italia è stata la principale destinataria dei fondi, seguita dalla Francia, mentre Regno Unito e Paesi Bassi hanno fatto registrare le flessioni maggiori.

Le operazioni intraeuropee hanno contribuito ancora una volta alla maggior parte dell’attività. I finanziamenti a prenditori non bancari europei da parte di istituti domiciliati in Europa hanno totalizzato \$20 miliardi, contro \$4 miliardi provenienti da banche al di fuori dell’Europa². Attraverso l’acquisto di Bank Austria da parte di HypoVereinsbank, gli istituti tedeschi hanno rafforzato la loro posizione come principale fonte di crediti bancari internazionali a governi, imprese e istituzioni finanziarie non bancarie in Europa. In base alle statistiche consolidate, la quota delle banche tedesche sulle posizioni creditorie internazionali verso soggetti non bancari europei è aumentata di due punti percentuali nel secondo trimestre, salendo al 25%. Le banche giapponesi hanno mantenuto la loro quota dell’11%, seguite dalle banche svizzere e francesi, entrambe con una quota del 9%, e da quelle statunitensi con l’8%.

Le banche tedesche rafforzano la loro posizione in Europa

Limitati a mutuatari di prim’ordine i nuovi crediti affluiti alle economie emergenti

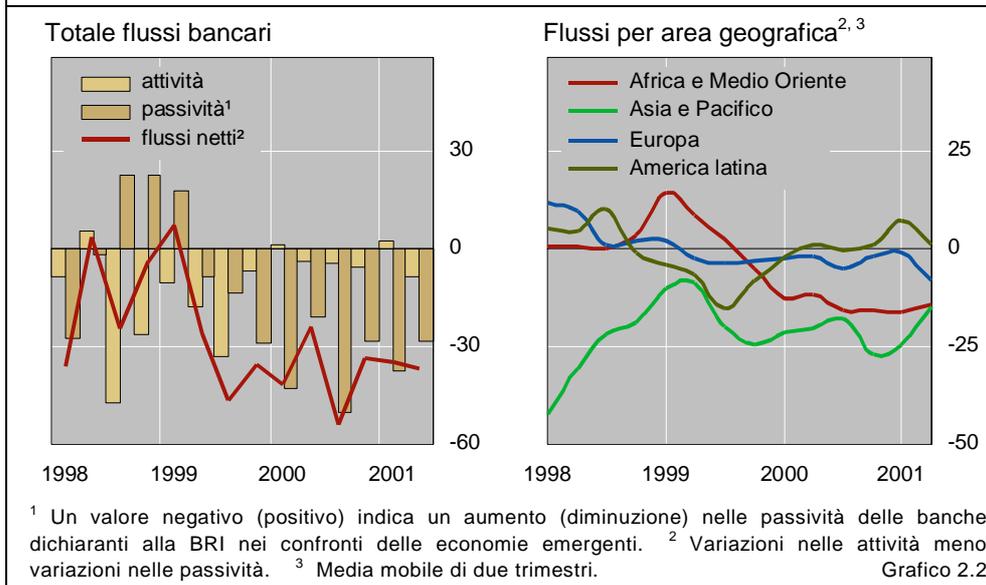
Mentre la decelerazione dei finanziamenti bancari ai paesi sviluppati è stata verosimilmente determinata da fattori di domanda, l’evoluzione nelle economie emergenti appare più articolata. Nel secondo trimestre le attività internazionali verso questo gruppo si sono ridotte di \$9 miliardi, la più forte contrazione da quasi due anni (grafico 2.2 e tabella 2.3). La domanda di finanziamento bancario esterno è rimasta debole in Asia e in altre regioni con eccedenze dei conti correnti. Le banche dichiaranti hanno continuato a erogare modesti

Diffusa flessione delle attività internazionali verso i mercati emergenti ...

² Le statistiche bancarie su base locale non includono gli acquisti di titoli da parte di banche negli Stati Uniti, ma comprendono solo crediti e quindi sottostimano i flussi bancari tra Europa e Stati Uniti. Le statistiche bancarie consolidate includono sia i crediti che i titoli. L’Allegato statistico illustra le principali discrepanze tra le due serie statistiche.

Posizioni esterne delle banche verso le economie emergenti

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



volumi di credito alle economie emergenti bisognose di fondi esterni, tra cui alcuni mutuatari a più alto rischio, come Argentina e Russia. Nello stesso tempo, tuttavia, esse hanno provveduto a contenere la loro esposizione concentrandosi, ad esempio, solo su prenditori di prim'ordine o muniti di garanzie reali e personali.

Nel periodo in esame la Turchia ha subito nuovamente la più forte flessione (\$5,1 miliardi) che ha portato il calo cumulativo delle attività internazionali nel primo semestre dell'anno al 15% delle consistenze in essere a fine 2000. Hanno contribuito prevalentemente alla contrazione i crediti a breve in scadenza erogati a banche e a mutuatari del settore pubblico. Il governo turco ha rimborsato \$1 miliardo di prestiti consorziali allestiti nel dicembre dello scorso anno. Le banche del paese, che avevano attinto pesantemente alle linee creditizie nel 2000, sono state assenti dal mercato internazionale dei prestiti consorziali nel secondo trimestre. Tuttavia, in quello successivo le banche di rango più elevato hanno fatto ritorno al mercato, sottoscrivendo nuovi prestiti per \$1,4 miliardi.

Dopo sei incrementi trimestrali consecutivi, le posizioni creditorie internazionali verso il Brasile sono rimaste invariate nel secondo trimestre. Sebbene le banche negli Stati Uniti e nell'area dell'euro abbiano continuato a erogare cospicui fondi a mutuatari brasiliani, questi crediti sono stati controbilanciati da un calo di \$3 miliardi nelle disponibilità di titoli bancari segnalate da centri finanziari nei Caraibi. Dalle statistiche bancarie consolidate risulta che nel periodo sotto rassegna le attività internazionali verso il Brasile sono aumentate di \$1,5 miliardi, e ciò potrebbe indicare che dietro le vendite di titoli vi siano operazioni intragruppo.

... specie nei confronti della Turchia

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 giugno 2001
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale attività	- 68,0	- 11,9	- 3,6	- 3,9	- 5,5	2,7	- 8,4	867,3
Africa e Medio Oriente	0,2	- 7,6	- 1,0	- 1,6	1,2	- 5,6	- 1,6	139,5
Arabia Saudita	2,1	0,1	- 0,1	0,0	1,4	- 1,9	0,1	23,8
Asia e Pacifico	- 61,3	- 29,0	- 7,2	- 6,6	- 18,2	- 0,8	- 1,5	272,8
Cina continentale	- 17,1	- 5,4	- 3,4	- 1,6	- 0,4	- 1,8	1,5	57,7
Taiwan, Cina	- 3,3	- 4,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	1,3	15,8
Europa	9,1	10,9	2,6	0,3	8,4	0,4	- 7,3	158,5
Russia	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 3,3	- 0,6	- 1,2	0,3	33,7
Turchia	5,9	11,3	2,6	2,5	3,4	- 2,3	- 5,1	40,4
America latina	- 16,0	13,8	2,1	4,0	3,2	8,7	2,0	296,5
Argentina	0,7	1,2	- 0,1	2,3	0,3	- 1,7	1,5	46,4
Brasile	- 8,9	9,5	0,2	3,2	4,6	4,0	0,0	98,2
Totale passività ¹	32,6	141,5	20,5	50,2	28,2	37,5	28,3	1 089,5
Africa e Medio Oriente	- 6,9	47,2	8,4	21,0	10,1	17,8	3,3	328,2
Arabia Saudita	- 17,9	10,9	- 0,9	7,3	4,9	4,7	- 1,4	62,1
Asia e Pacifico	5,0	65,3	9,5	12,1	16,9	12,5	14,7	378,2
Cina continentale	- 4,1	35,7	10,4	5,2	8,1	0,6	3,5	104,5
Taiwan, Cina	7,5	19,2	0,6	6,1	12,6	3,4	6,8	73,2
Europa	20,8	19,4	4,8	7,7	5,0	6,0	3,0	127,4
Russia	3,8	7,2	3,4	3,2	- 1,8	3,8	2,6	29,4
Turchia	3,3	2,3	- 0,6	0,3	2,6	- 1,3	0,5	19,3
America latina	13,8	9,6	- 2,1	9,3	- 3,9	1,2	7,3	255,7
Argentina	0,1	3,2	0,1	3,7	- 1,0	- 6,0	2,3	36,6
Brasile	2,2	- 4,6	- 8,9	2,3	0,7	- 2,6	2,2	46,6
Flussi netti ²	- 100,7	- 153,4	- 24,1	- 54,1	- 33,7	- 34,8	- 36,7	- 222,2
<i>Per memoria:</i>								
<i>depositi dei paesi OPEC</i>	- 19,6	37,7	9,1	17,9	8,5	12,7	2,3	243,7

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

Tabella 2.3

Le attività internazionali nei confronti dell'Argentina sono aumentate di \$1,5 miliardi, nonostante i crescenti timori per le prospettive economiche e di bilancio del paese. Le banche in Europa e negli Stati Uniti hanno ridotto le loro disponibilità di titoli argentini, ma queste vendite sono state compensate da nuovi crediti per \$1,7 miliardi provenienti da istituzioni negli Stati Uniti e in altri centri bancari. Tale crescita non implica tuttavia un cambiamento nell'esposizione ultima delle banche. In effetti, le statistiche consolidate segnalano che nel secondo trimestre l'esposizione delle banche dichiaranti verso questo paese si è ridotta. Consolidando le operazioni delle dipendenze locali con quelle della casa madre, le attività internazionali iscritte a bilancio risultano diminuite di \$1,6 miliardi, ovvero del 2%. Le filiazioni di banche estere in Argentina hanno probabilmente venduto obbligazioni in dollari emesse dal governo argentino, contribuendo a un calo di 3 punti percentuali delle attività

Aumentano le attività internazionali verso Argentina e Russia ...

verso il settore pubblico, scese al 20% del totale consolidato. Mentre tali vendite non influiscono necessariamente sulle posizioni internazionali, esse dovrebbero tradursi in una flessione delle attività consolidate³. L'esposizione netta delle banche, che tiene anche conto di strumenti di attenuazione del rischio di credito, si è ridotta di un ammontare ancor maggiore (\$3,2 miliardi), e ciò fa ritenere che le banche si siano astenute dal rinnovare crediti non garantiti e abbiano ricercato garanzie personali e reali a copertura delle loro attività.

... ma l'esposizione netta delle banche continua a diminuire

Anche le attività internazionali verso la Russia sono aumentate nel secondo trimestre, pur essendo ulteriormente diminuita l'esposizione netta delle banche. Sebbene la crescita delle attività sia stata di soli \$0,3 miliardi, essa ha interrotto una lunga fase calante iniziata con la moratoria sul debito dichiarata da questo paese nell'agosto 1998. Nel periodo giugno 1998-giugno 2001 le posizioni creditorie internazionali verso la Russia sono diminuite di \$26 miliardi, ossia del 40%. Il mercato bancario internazionale resta precluso ai mutuatari russi che non siano di prim'ordine. Qualsiasi nuovo finanziamento tende a essere collateralizzato, ad esempio da proventi del petrolio e del gas naturale, ovvero garantito, solitamente da agenzie di finanziamento delle esportazioni, europee o meno. In virtù di queste garanzie, l'esposizione netta delle banche verso la Russia è diminuita di circa \$1 miliardo nel secondo trimestre.

Rallentano i depositi provenienti dai paesi OPEC ...

I paesi esportatori di petrolio e le economie emergenti dell'Asia hanno continuato a convogliare le loro eccedenze dei pagamenti correnti sul mercato bancario internazionale. Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui i deflussi netti da queste regioni verso le banche potrebbero ben presto diminuire. Sebbene i paesi OPEC abbiano rimborsato ulteriori \$2,8 miliardi alle banche dichiaranti nel secondo trimestre, i decrescenti prezzi del petrolio hanno rallentato l'afflusso di depositi, scesi a \$2,3 miliardi, il livello più basso dal 1999. Le variazioni nelle attività e passività delle banche verso l'Asia nel suo insieme hanno confermato le tendenze recenti, con un calo di \$1,5 miliardi delle prime e un aumento di \$14,7 miliardi delle seconde. Nondimeno, nei confronti di diversi paesi le attività internazionali hanno cessato di diminuire e in alcuni hanno addirittura iniziato a crescere. Filippine e Malaysia hanno fatto registrare il terzo incremento trimestrale consecutivo, rispettivamente di \$0,5 e 0,3 miliardi. Inoltre, la composizione delle attività si sta spostando dai mutuatari privati al settore pubblico, la cui quota è aumentata di 2 punti percentuali nelle Filippine e di 3 punti in Malaysia, portandosi al 20% delle attività consolidate in essere. A Taiwan, Cina (di seguito Taiwan) le attività verso il settore pubblico sono raddoppiate, salendo al 12% del totale consolidato.

³ Tali vendite influirebbero sulle posizioni internazionali ove i proventi venissero trasferiti alla casa madre.

Oltre ai mutuatari del settore pubblico, un ammontare consistente di fondi è affluito anche alle banche di Taiwan, portando a \$1,3 miliardi l'aumento delle attività delle banche dichiaranti verso questa economia. Tuttavia, data l'ampia disponibilità di finanziamenti in dollari sul mercato interno, le banche di Taiwan hanno reindirizzato le eccedenze in dollari verso il mercato bancario internazionale, contribuendo a un aumento di \$6,8 miliardi delle passività bancarie verso tale economia. Anche nei confronti della Cina continentale le attività internazionali sono aumentate (+\$1,5 miliardi). Peraltro, data la scarsa esigenza di dollari, le banche residenti hanno continuato a depositare ingenti importi presso omologhe all'estero, cosicché nel secondo trimestre le passività internazionali delle banche verso la Cina continentale si sono accresciute di \$3,5 miliardi⁴.

... mentre prosegue il flusso di depositi da Taiwan e dalla Cina continentale

⁴ Le sezioni monografiche di precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI* hanno analizzato la crescita dei depositi in valuta estera a Taiwan e nella Cina continentale. Cfr. Robert N. McCauley e Y. K. Mo, "Depositi in valuta estera di imprese e privati presso le banche in Cina", agosto 2000, pagg. 36-41, nonché Ben S. C. Fung e Robert N. McCauley, "Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan", settembre 2001, pagg. 52-59.

Mercato internazionale dei prestiti consorziali: spostamento a favore di mutuatari a più alto rating

Blaise Gadanecz

Dopo i livelli record toccati nel secondo trimestre, le nuove sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali sono scese a \$304 miliardi nel terzo, segnando un calo del 26% su base destagionalizzata. Un importante fattore all'origine del rallentamento è stato il calo dei prestiti accordati a mutuatari non di prim'ordine. Mentre negli ultimi due anni i prenditori classificati BBB o meno avevano contribuito per circa due terzi al totale dei prestiti consorziali destinati a mutuatari con rating, questa quota è scesa al 50% nel terzo. Nondimeno, l'attività complessiva sul mercato internazionale dei prestiti consorziali si è mantenuta al di sopra della media del periodo 1997-99, allorché la crescita dell'economia globale era molto più sostenuta.

L'indebitamento dei residenti USA ha raggiunto un ammontare di \$181 miliardi, che rappresenta una flessione del 42% sul secondo trimestre 2000, ma solo del 9% rispetto a un anno fa. Le istituzioni finanziarie, comprese le affiliate finanziarie di imprese, sono state molto meno attive sul mercato dei prestiti consorziali: la loro quota di operazioni destinate a mutuatari USA è calata dal 39% nel secondo trimestre al 20%. Le operazioni di più elevato importo sono state allestite per Philip Morris USA (\$8 miliardi) e Kraft (\$6 miliardi), e hanno contribuito a elevare al 12% la quota del settore alimentare, bevande e tabacco sul totale dei prestiti, a fronte di una media del 3% nell'anno precedente.

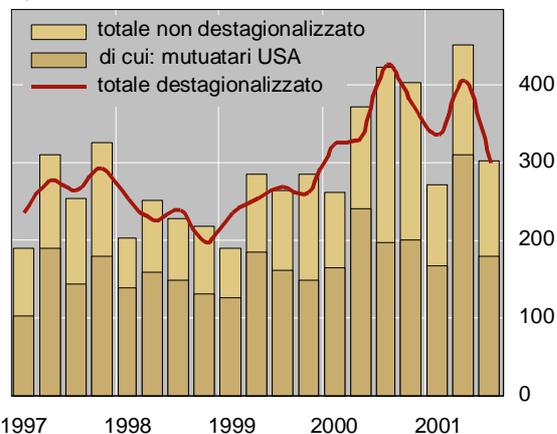
In Europa le sottoscrizioni sono scese del 21% sul secondo trimestre 2001, a \$75 miliardi, e del 58% rispetto ai livelli di un anno fa, quando l'indebitamento delle società telecom aveva toccato un massimo. Le transazioni più ingenti sono state concluse da società di questo settore per rifinanziare linee in scadenza: British Telecom ha concluso un'operazione per £5,5 miliardi, Telecom Italia e Deutsche Telekom per €5 miliardi ciascuna.

Le facilitazioni predisposte per le economie emergenti sono aumentate rispetto al trimestre precedente (a \$18 miliardi), superando la media per il primo semestre 2001, ma risultano ancora inferiori ai livelli dello scorso anno. I mutuatari sudafricani si sono assicurati l'importo maggiore (\$4,6 miliardi). La South African Reserve Bank ha attinto \$1,5 miliardi per finanziare prestiti bilaterali e Old Mutual, una compagnia di assicurazione, £900 milioni per rifinanziare un'operazione precedente. I prenditori coreani, soprattutto banche, hanno sottoscritto linee creditizie per \$1,6 miliardi. Dopo due trimestri di indebitamento trascurabile, i residenti della Turchia hanno raccolto \$1,5 miliardi, affluiti quasi per intero a banche del paese, a conferma del loro rinnovato accesso al mercato internazionale dei prestiti consorziali. Peraltro, esse hanno dovuto pagare questo privilegio: lo spread medio delle operazioni basate sul Libor allestite per banche turche è salito a oltre 200 punti base nel terzo trimestre, rispetto a circa 110 punti nel 2000. Le operazioni sottoscritte da prenditori latino-americani sono scese al livello più basso dal 1999; i mutuatari messicani, in particolare, sono stati molto meno attivi che nei trimestri precedenti. L'Argentina ha raccolto \$0,4 miliardi, destinati esclusivamente a progetti per lo sfruttamento di petrolio e gas naturale.

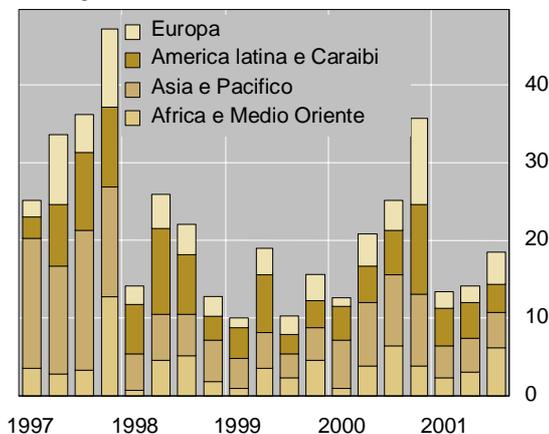
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Operazioni sottoscritte



Operazioni allestite per le economie emergenti



Fonti: Dealogic Capital Data Loanware; BRI.

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

La domanda di finanziamento internazionale è rallentata ulteriormente nel terzo trimestre 2001, in presenza di una decelerazione dell'economia mondiale. Le emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito sono diminuite di quasi il 40%, scendendo a \$169 miliardi (tabella 3.1). Il calo ha interessato l'intera gamma di scadenze, nonché varie aree geografiche e categorie di operazioni. Esso è stato particolarmente pronunciato nel settore delle istituzioni finanziarie, a conferma della dinamica già rilevata nell'ultima *Rassegna trimestrale BRI*. Nello stesso periodo le emissioni lorde annunciate di obbligazioni e notes internazionali si sono ridotte da \$533 a 423 miliardi (tabella 3.2).

I rimborsi di obbligazioni e notes internazionali sono stati ancora una volta ingenti. Con un totale di \$207 miliardi nel terzo trimestre, il loro volume aggregato nei primi nove mesi dell'anno è salito a \$642 miliardi, il massimo assoluto per un periodo di tre trimestri. Ciò rispecchia sia il continuo aumento dell'attività di emissione negli ultimi anni sia il desiderio dei mutuatari con opzioni di riscatto anticipato di abbassare i costi dell'indebitamento rifinanziando passività in essere. Nel periodo in esame le emissioni lorde di obbligazioni ordinarie a tasso fisso si sono ridotte drasticamente, mentre hanno registrato un leggero aumento quelle a tasso variabile; ciò fa ritenere che i mutuatari siano stati più ottimisti dei prestatori circa un'ulteriore discesa dei tassi d'interesse.

Perdurante calo delle emissioni nette lungo il ventaglio di scadenze

Per effetto del rallentamento economico mondiale, i collocamenti netti sul mercato internazionale sono diminuiti anche nel terzo trimestre, e il calo si è esteso a tutta la gamma di scadenze. Nel segmento a breve essi sono stati addirittura negativi per il secondo trimestre consecutivo, provocando una flessione di \$46 miliardi nello stock di strumenti del mercato monetario internazionale (grafico 3.1, riquadro di sinistra), che fa seguito a quella di \$26 miliardi nel trimestre precedente. Le consistenze di CP, la componente principale di questi strumenti, si sono ridotte di \$12 miliardi, la più forte

Il rallentamento dell'economia mondiale frena l'attività di emissione ...

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

in miliardi di dollari USA

	1999	2000		2001			Stock a fine settembre 2001	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale emissioni nette	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Strumenti del mercato monetario ¹	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
<i>Commercial paper</i>	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Obbligazioni e notes ¹	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
<i>A tasso variabile</i>	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
<i>Collegate ad azioni</i>	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Paesi sviluppati	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
<i>Stati Uniti</i>	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
<i>Area dell'euro</i>	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
<i>Giappone</i>	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Centri offshore	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Economie emergenti	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Istituzioni internazionali	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Settore privato	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
<i>Imprese private</i>	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Settore pubblico ³	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
<i>Amministrazioni centrali</i>	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
<i>Altri enti pubblici</i>	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2	1 894,5
<i>di cui: USA</i>	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

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

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

Tabella 3.1

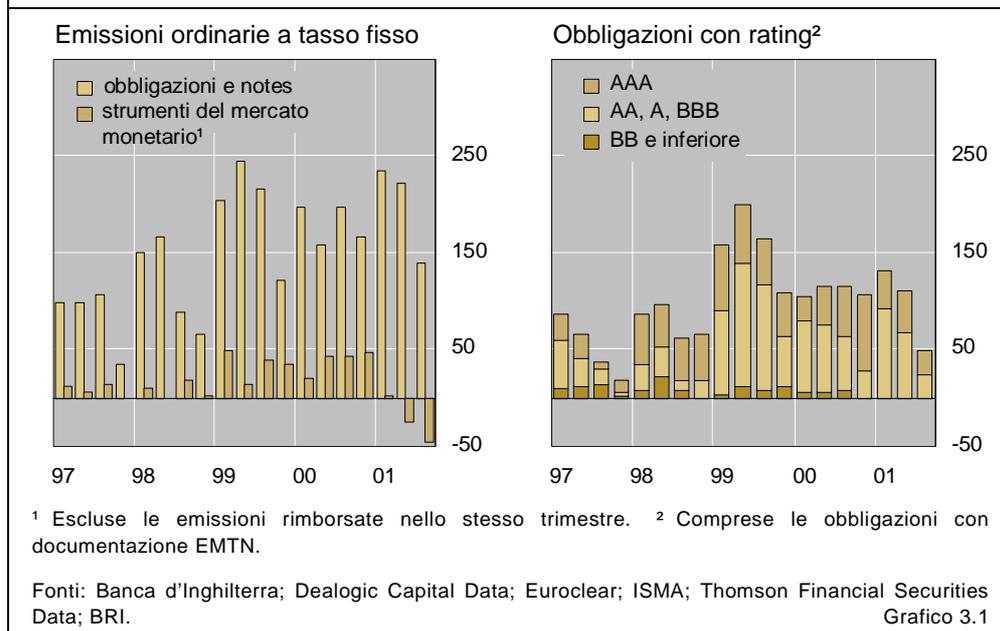
... specie nel comparto a breve ...

contrazione registrata finora. La flessione è stata persino maggiore sul mercato USA della CP, dove lo stock è sceso di \$58 miliardi, che vanno ad aggiungersi a un calo di \$131 miliardi nei primi sei mesi dell'anno.

Anche i collocamenti netti di titoli a più lungo termine (obbligazioni e notes) sono diminuiti fortemente nel terzo trimestre 2001, dopo aver subito una flessione più contenuta nel secondo. Con un ammontare di \$215 miliardi, essi risultano calati del 33% rispetto al recente picco toccato nel primo trimestre dell'anno. In termini assoluti la contrazione maggiore tra il secondo e il terzo trimestre ha riguardato le obbligazioni ordinarie a tasso fisso, le cui emissioni

Emissioni internazionali nette per scadenza e classe di rating

in miliardi di dollari USA



nette sono scese del 37%, a \$139 miliardi. Ciò ha coinciso con una drastica diminuzione delle operazioni annunciate in questo comparto, da \$382 a 276 miliardi. Particolarmente marcato è stato il ridimensionamento dell'attività degli emittenti europei, su base sia lorda che netta.

Le emissioni nette di obbligazioni con rating si sono ridotte in tutte le classi di merito creditizio: in quelle AAA del 42%, a \$25 miliardi; nelle altre categorie di qualità bancaria del 63%, a \$24 miliardi. Come osservato nel "Quadro generale degli sviluppi", gli spreads creditizi hanno continuato ad ampliarsi nel terzo trimestre. Ciò induce a ritenere che con il deteriorarsi delle condizioni economiche mondiali sia aumentato il pessimismo degli operatori nelle loro valutazioni soggettive delle probabilità di insolvenza. Nondimeno, la caduta dei rendimenti benchmark nel periodo in esame ha contribuito a ridurre sensibilmente i costi complessivi di finanziamento delle imprese. Il fatto che le emissioni societarie non siano aumentate in risposta ai minori costi di indebitamento conferma l'opinione secondo cui l'attuale calo dei collocamenti sia dovuto alle ripercussioni del rallentamento economico globale sulla domanda di fondi dei mutuatari, piuttosto che a un inasprimento delle condizioni creditizie da parte dei prestatori.

... e in quello delle obbligazioni con rating inferiore ad AAA

In forte calo la domanda di finanziamento del settore privato

Nel terzo trimestre 2001 le emissioni nette del settore privato hanno continuato a diminuire; esse sono scese a \$116 miliardi, equivalenti a una flessione del 46% sul trimestre precedente e del 56% rispetto al massimo raggiunto nel primo trimestre dell'anno. Questa diminuzione è da sola all'origine di gran

La contrazione va prevalentemente attribuita al settore privato ...

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali

in miliardi di dollari USA

	1999	2000		2001			
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Totale emissioni annunciate	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
A tasso variabile	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Ordinarie a tasso fisso	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Collegate ad azioni ¹	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
Dollaro USA	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Altre valute	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Settore privato	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	<i>1 047,9</i>	<i>1 083,8</i>	<i>277,9</i>	<i>248,8</i>	<i>331,4</i>	<i>307,1</i>	<i>245,1</i>
<i>Imprese private</i>	<i>217,2</i>	<i>235,5</i>	<i>60,4</i>	<i>54,8</i>	<i>78,8</i>	<i>90,1</i>	<i>47,8</i>
<i>di cui: società telecom</i>	<i>83,0</i>	<i>114,7</i>	<i>24,5</i>	<i>19,0</i>	<i>49,2</i>	<i>31,9</i>	<i>15,6</i>
Settore pubblico	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Amministrazioni centrali</i>	<i>93,6</i>	<i>92,5</i>	<i>23,5</i>	<i>4,5</i>	<i>28,5</i>	<i>20,8</i>	<i>13,2</i>
<i>Altri enti pubblici</i>	<i>192,6</i>	<i>225,7</i>	<i>65,6</i>	<i>61,3</i>	<i>95,2</i>	<i>91,8</i>	<i>97,0</i>
Istituzioni internazionali	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Emissioni perfezionate	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Rimborsi	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

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

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

Tabella 3.2

parte della contrazione dell'attività netta complessiva sul mercato internazionale dei titoli di debito. Dalla metà degli anni novanta solo in un'altra occasione vi era stato un calo di proporzioni analoghe sull'arco di due trimestri, ossia quello registrato nel 1998 (da \$177 a 58 miliardi tra il secondo e il quarto trimestre) in concomitanza con la crisi economica russa.

... e in particolare
alle istituzioni
finanziarie

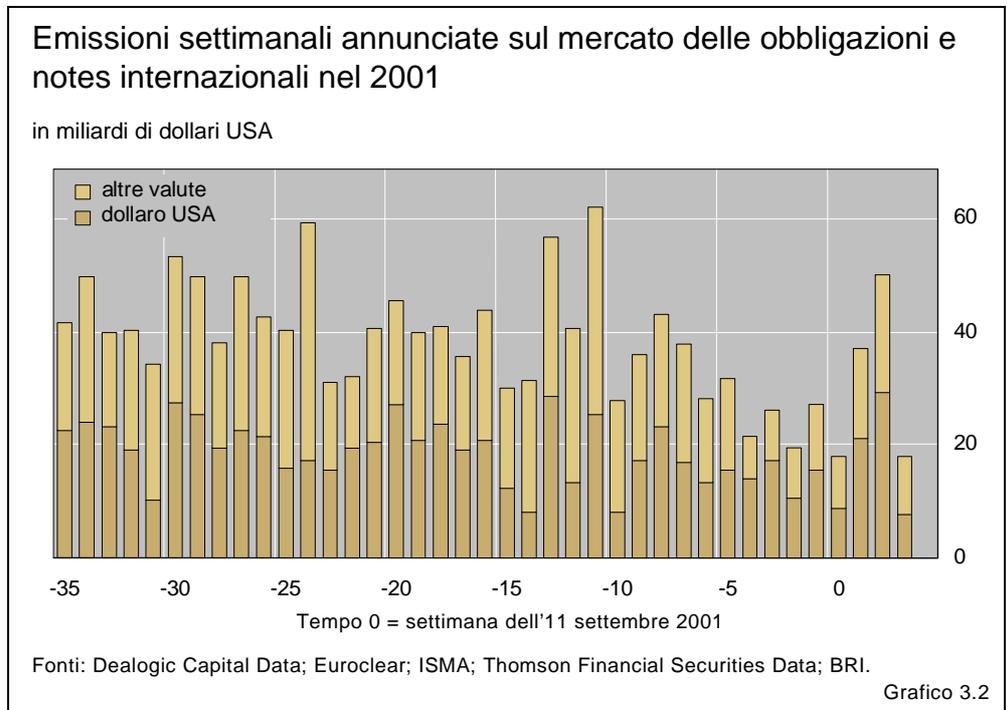
Il perdurante ridursi dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie nel periodo sotto rassegna è la causa principale del minor indebitamento del settore privato. Le emissioni nette di questo gruppo di mutuatari sono scese a \$99 miliardi, livello inferiore di \$61 miliardi a quello del trimestre precedente ed equivalente a solo il 45% del massimo raggiunto nei primi tre mesi dell'anno. Tale andamento è probabilmente dovuto all'aspettativa delle istituzioni finanziarie di una generale caduta della domanda di prestiti. Nel secondo trimestre la tendenza flettente aveva rispecchiato soprattutto un ridotto fabbisogno di finanziamento delle istituzioni statunitensi e tedesche. Nel trimestre successivo essa si è estesa anche ad altri paesi sviluppati europei e al Giappone.

Nel periodo sotto rassegna sono diminuite sensibilmente anche le emissioni nette delle imprese non finanziarie (da \$57 a 18 miliardi). I collocamenti societari sono andati calando nel terzo trimestre, parallelamente

alla tendenza generale delle operazioni annunciate sul mercato delle obbligazioni e delle notes internazionali, dove è stato raggiunto un minimo nella settimana dell'11 settembre (grafico 3.2). Sorprendentemente, gli annunci hanno segnato una forte ripresa nelle tre settimane seguenti gli attacchi terroristici, specie nel comparto delle emissioni societarie con tripla A. Un esempio di collocamento relativamente grande nei giorni successivi agli attentati è quello per \$5 miliardi in due tranches lanciato da Bristol-Myers Squibb, quotato tripla A, con uno spread relativamente ristretto di circa 100 punti base. Analogamente, General Electric Capital ha collocato sul mercato due emissioni AAA nella settimana seguita agli attentati terroristici, raccogliendo \$4,7 miliardi.

Anche il settore pubblico ha ridotto le proprie emissioni nette, sebbene in misura più contenuta. Ciò ha rispecchiato soprattutto il minore fabbisogno di finanziamento delle amministrazioni centrali, i cui collocamenti netti sono scesi da \$8 a -3 miliardi tra il secondo e il terzo trimestre. Nello stesso periodo sono leggermente diminuiti anche i collocamenti netti degli enti di emanazione governativa (da \$48 a 44 miliardi). Su base lorda, la loro attività di emissione è invece aumentata da \$100 a 112 miliardi, soprattutto in virtù delle agenzie USA, le cui emissioni lorde a lungo termine hanno toccato un record di \$88 miliardi nel terzo trimestre, contro \$79 miliardi in quello precedente. Vi hanno contribuito il desiderio degli enti USA di credito all'edilizia residenziale di acquisire uno status di benchmark per le loro emissioni e l'impennata del rifinanziamento ipotecario negli Stati Uniti.

Gli enti USA mantengono un ruolo attivo



Rallentamento economico e turbolenze colpiscono i paesi in via di sviluppo

Rimborsi netti di titoli di debito da parte di mutuatari dei paesi emergenti ...

Nel terzo trimestre 2001 le emissioni nette di titoli internazionali da parte delle economie emergenti sono risultate leggermente negative (-\$4 miliardi). Ciò non dovrebbe sorprendere se si considerano gli effetti della decelerazione economica mondiale sui proventi attesi delle esportazioni di quest'area e le turbolenze che hanno colpito alcuni di questi paesi in luglio. L'indebitamento netto è diminuito in tutte le regioni, ma la contrazione più forte tra il secondo e il terzo trimestre (da \$7,4 a -3,8 miliardi) ha riguardato gli emittenti dell'America latina e dei Caraibi. Essa è dovuta per la maggior parte alla drastica flessione dei collocamenti netti dei mutuatari messicani. È parimenti diminuita la raccolta netta di prenditori dell'Asia e dell'area del Pacifico, da \$1,8 a -3,5 miliardi, dopo gli incrementi registrati nel trimestre precedente.

Nondimeno, nel periodo in esame alcune economie emergenti hanno mantenuto l'accesso ai mercati internazionali dei titoli di debito. Ad esempio, l'Argentina ha lanciato emissioni per \$356 milioni mediante una serie di annunci di ammontare relativamente modesto; l'operazione di dimensioni maggiori è un'emissione per \$74 milioni della Provincia di Buenos Aires. Essa

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per valuta e area geografica ¹								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		1999	2000		2001			
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Nord America	Dollaro USA	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	- 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Altre valute	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	- 1,5
Europa	Dollaro USA	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	- 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	- 2,5	- 6,0	1,9	4,0
	Altre valute	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Altre aree	Dollaro USA	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	- 13,6	- 20,3	- 2,4	- 4,6	- 3,3	4,5	- 2,1
	Altre valute	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Totale	Dollaro USA	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	- 11,5	37,4	9,0	- 4,0	- 6,0	11,6	8,3
	Altre valute	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

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

ha avuto luogo benché fosse in corso un dibattito pubblico sulla ristrutturazione del debito argentino. Il Messico, il cui indebitamento netto si è ridotto sensibilmente nel terzo trimestre, ha annunciato nuove operazioni per \$3,1 miliardi e il Brasile per \$3,5 miliardi.

L'accresciuta incertezza circa le prospettive delle economie emergenti dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre ha gravemente pregiudicato l'accesso dei mutuatari di quest'area al mercato internazionale dei titoli di debito verso la fine del terzo trimestre. L'annuncio da parte di due grandi emittenti messicani della sospensione di alcuni pagamenti in conto interessi a causa del peggioramento delle condizioni economiche ha ulteriormente accentuato l'avversione al rischio degli investitori globali. Di fatto, le sole emissioni sovrane di rilievo comparse sul mercato dopo l'11 settembre sono quelle per \$650 milioni del governo cileno, l'11 ottobre, e per \$500 milioni della Repubblica Dominicana, il 27 novembre.

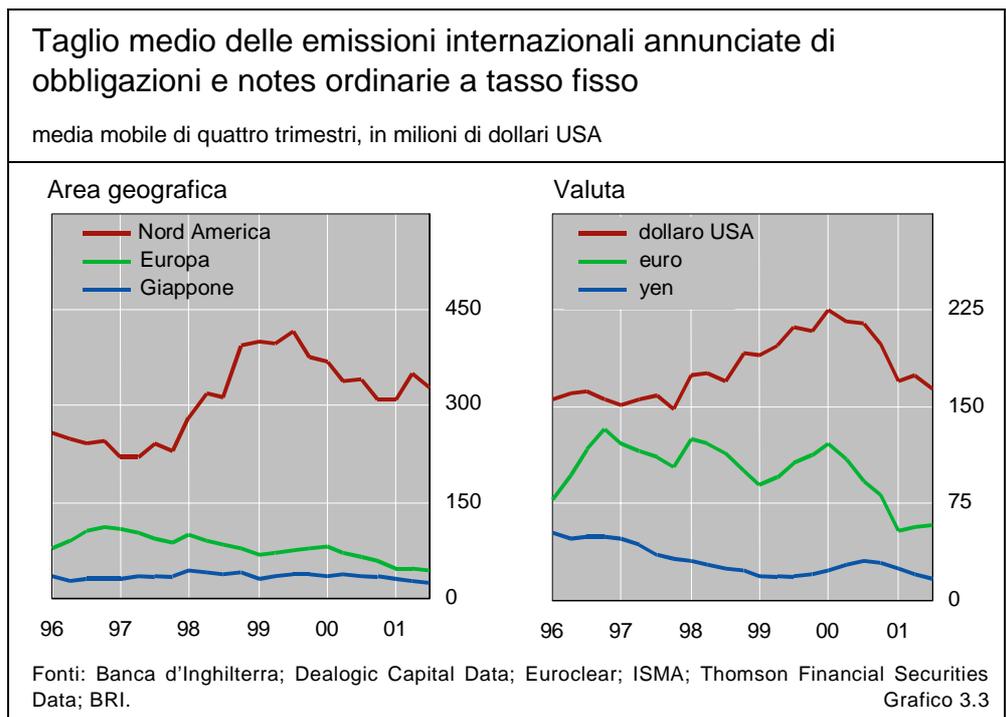
... mentre permangono differenze nella loro capacità di accesso ai mercati dei capitali

Calano le emissioni sia in dollari che in euro

A causa dell'indebolimento dell'economia mondiale le emissioni nette denominate sia in dollari USA che in euro hanno continuato a diminuire, rispettivamente del 30 e 50% circa tra il secondo e il terzo trimestre. Il calo della domanda di fondi pare essere stato particolarmente pronunciato in Europa, dove i collocamenti netti in euro dei residenti sono scesi del 19% tra il primo e il secondo trimestre e di un ulteriore 50% tra il secondo e il terzo. A ciò fa riscontro una contrazione di quasi il 33% delle emissioni nette in dollari di mutuatari nordamericani negli ultimi sei mesi.

Le emissioni in euro calano più rapidamente di quelle in dollari

Nei primi tre trimestri del 2001 è proseguita la generale tendenza a una riduzione del taglio delle emissioni ordinarie a tasso fisso (grafico 3.3).



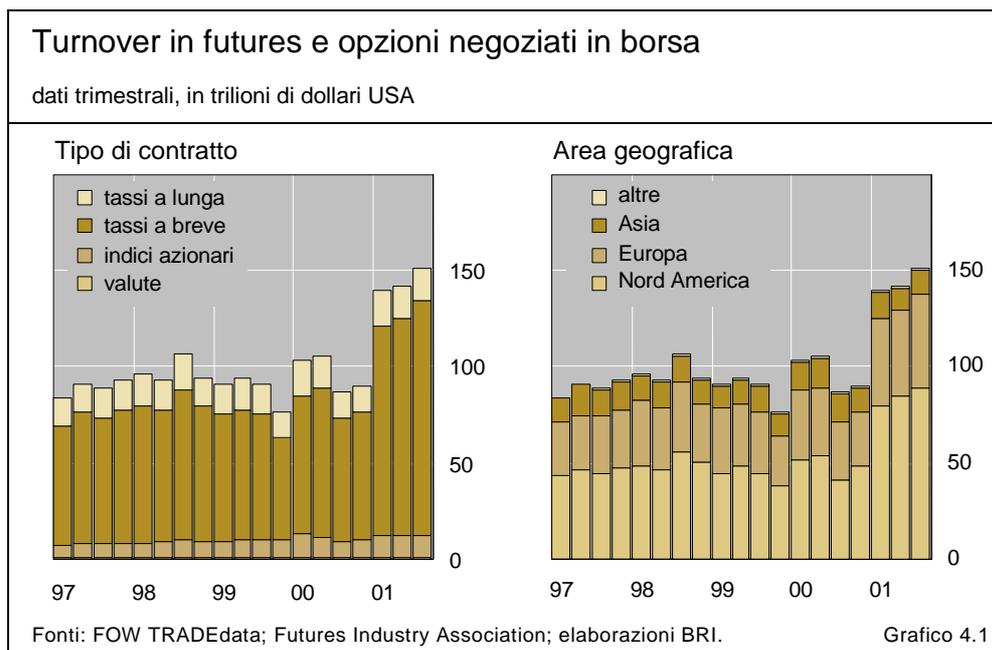
Prosegue la
tendenza verso
emissioni di più
piccolo taglio

Considerando le varie aree geografiche, la riduzione proporzionalmente maggiore nel periodo 1997-2001 si è avuta in Europa, con una dimensione media degli annunci pressoché dimezzatasi. L'importo medio delle emissioni in euro era aumentato all'epoca dell'introduzione della moneta unica, allorché alcuni mutuatari avevano cercato di ottenere lo status di benchmark per le loro emissioni (cfr. "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", a pag. 53). Tuttavia, più di recente le dimensioni dei collocamenti in euro sono tornate a diminuire. Anche l'ammontare medio delle operazioni in yen si è ridotto notevolmente tra il 1997 e il 2001 (da \$33 a 16 milioni).

4. I mercati degli strumenti derivati

Il turnover aggregato degli strumenti derivati negoziati nelle borse ha raggiunto un nuovo record nel terzo trimestre 2001. Il valore nozionale dei contratti rilevati dalla BRI è salito del 6%, a \$150 trilioni. L'attività complessiva, relativamente sottotono in luglio e agosto, ha subito un forte impulso a seguito degli attacchi terroristici dell'11 settembre negli Stati Uniti. Sono inoltre proseguite talune tendenze osservate negli ultimi tempi. Ad esempio, gli scambi di contratti del mercato monetario USA, che erano stati eccezionalmente vivaci nei due trimestri precedenti per effetto dell'allentamento della politica monetaria e di cambiamenti nelle strategie di gestione del rischio, sono continuati a ritmo sostenuto. Per contro, l'attività in altri tipi di strumenti, come quelli su titoli di Stato e indici azionari, è rimasta generalmente debole.

I più recenti dati semestrali della BRI sulle posizioni aggregate nel mercato globale dei derivati negoziati fuori borsa (OTC) segnalano un lieve recupero dell'attività nella prima metà del 2001, con un aumento dei contratti in essere a \$98,8 trilioni (+ 4%). Mentre il ritmo di espansione del mercato OTC è



in complesso rallentato nel corso dell'ultimo anno, alcuni comparti – come gli swaps su tassi d'interesse in dollari USA – rimangono su livelli sostenuti.

Sul mercato monetario forte aumento delle opzioni indotto dal rifinanziamento di prestiti ipotecari

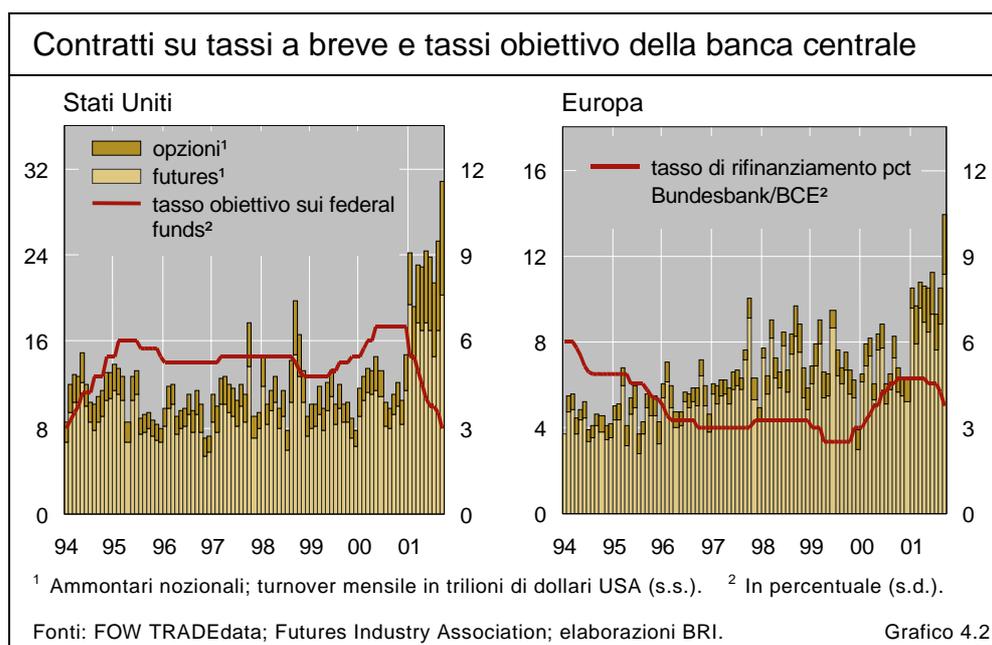
L'attività di borsa in contratti su tassi d'interesse si è accelerata nel terzo trimestre 2001. Il turnover totale è cresciuto del 7%, a \$137,9 trilioni, contro l'1% del trimestre precedente. Ancora una volta gli scambi sono stati trainati dalle operazioni in futures e opzioni del mercato monetario, salite a \$122,1 trilioni (+ 9%).

I contratti futures del mercato monetario sono cresciuti del 2%, a \$88,5 trilioni. Il volume di transazioni in questi strumenti, su livelli eccezionalmente elevati dall'inizio dell'anno, può essere spiegato da vari fattori congiunturali e strutturali. Fra i primi, particolarmente importante è stato l'allentamento della politica monetaria USA. Il venir meno delle speranze in un recupero dell'economia statunitense ha suscitato sempre più forti aspettative di riduzione del tasso ufficiale, stimolando l'attività in strumenti USA a breve. Parallelamente, crescenti segnali di debolezza economica in altre regioni hanno indotto attese analoghe, intensificando le transazioni in strumenti del mercato monetario. In effetti, il profilo dell'attività in contratti su tassi d'interesse a breve nei comparti dell'euro e della sterlina è stato simile, ancorché meno marcato, a quello osservato per il dollaro USA.

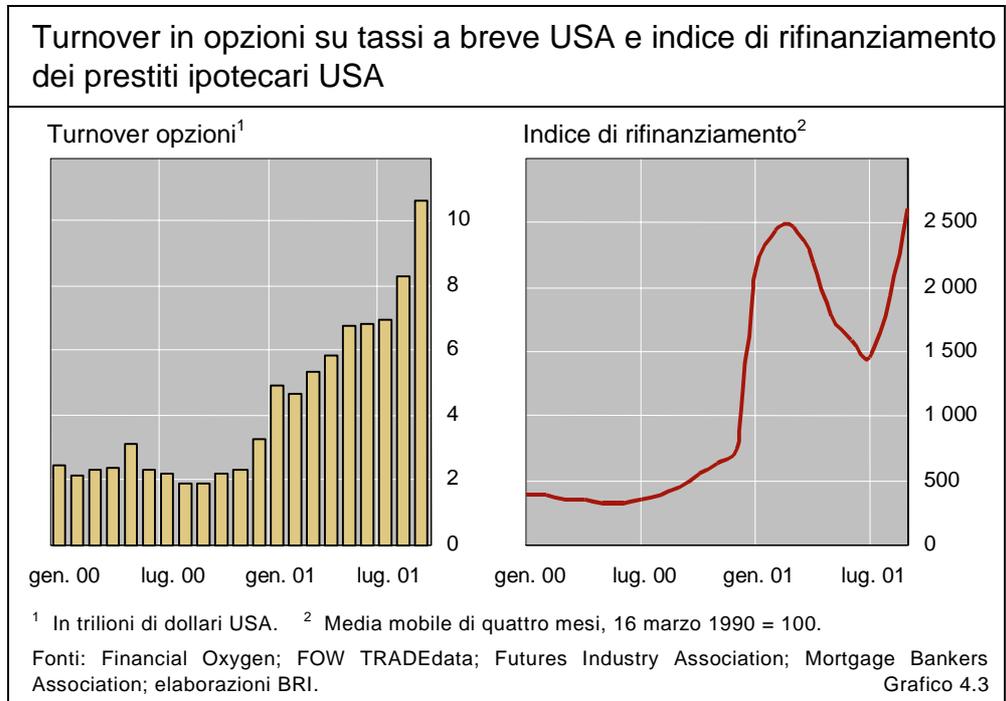
Le negoziazioni in strumenti a breve hanno inoltre ricevuto impulso dagli attacchi terroristici dell'11 settembre per la grave incertezza creatasi sul mercato. Le ampie iniezioni di liquidità delle banche centrali hanno ulteriormente accresciuto le attese di un calo dei tassi ufficiali, alimentando gli scambi sul mercato monetario. Poiché negli Stati Uniti le contrattazioni in

L'attività in futures a breve è sostenuta dalle riduzioni di tassi ufficiali ...

... e dalle turbolenze seguite agli attacchi dell'11 settembre



futures si svolgono principalmente a Chicago, queste hanno subito minori disfunzioni operative, ed è pertanto possibile che parte delle operazioni di copertura e di posizionamento su tassi a breve sia stata spostata dal mercato a contante a quello dei futures¹.



Un altro sviluppo di rilievo nel terzo trimestre è stato il rapidissimo incremento dell'attività in opzioni su futures del mercato monetario (cresciuta del 33%, a \$33,6 trilioni). Tali scambi, particolarmente sostenuti sui mercati USA fin dagli inizi del 2001, paiono aver beneficiato di alcuni degli stessi impulsi che hanno sostenuto le contrattazioni in futures nel segmento a breve. Sembra inoltre che il loro andamento sia strettamente connesso con l'evoluzione del mercato ipotecario statunitense. Le banche di credito ipotecario e i detentori di titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) temevano che un eventuale ulteriore calo dei tassi a lunga potesse provocare un aumento dei riscatti anticipati, e ciò ha contribuito dall'inizio dell'anno a un graduale incremento della domanda di call swaptions (opzioni che consentono di attivare uno swap di tasso d'interesse come percettore del tasso fisso)². Gli intermediari che offrivano tali strumenti hanno coperto le

Il rifinanziamento ipotecario origina forti scambi di opzioni sul mercato monetario USA

¹ CBOT e CME hanno sospeso gli scambi nel comparto a reddito fisso l'11 settembre e ogni tipo di operazione il giorno successivo. Le due borse hanno riaperto il 13 settembre, ma con un orario di contrattazione ridotto.

² Gli investitori in MBS incorrono in notevoli rischi di rimborso anticipato (o di "convessità") dovuti al fatto che i titolari dei prestiti sottostanti godono di talune prerogative, come la facoltà di rifinanziare le ipoteche a condizioni più favorevoli allorché calano i tassi a lunga. I rimborsi anticipati spingono a loro volta gli emittenti di MBS a riscattare titoli via via che si riduce il pool di ipoteche sottostanti. Per cautelarsi dall'accorciamento della durata dei loro portafogli e dalla perdita di proventi da interessi, i detentori di MBS possono acquistare call swaptions, che consentono loro di ricevere un tasso fisso predeterminato in caso di riscatto anticipato dei titoli posseduti.

proprie esposizioni corte mediante opzioni negoziate in borsa e sul mercato OTC. Il profilo dell'attività in opzioni su tassi a breve appare sostanzialmente in linea con gli sviluppi del mercato ipotecario USA, dove i rifinanziamenti hanno toccato una punta massima verso la fine del terzo trimestre.

Gli operatori ad alto leverage sono più attivi nel comparto a breve ...

L'elevato turnover in strumenti del mercato monetario USA potrebbe essere dovuto anche ad altri fattori temporanei. Fonti di mercato hanno fatto rilevare che alcuni operatori ad alto grado di leva, specie quelli che praticano "momentum trading strategies" (strategie basate sull'inerzia dei movimenti di prezzo), sono stati particolarmente attivi sul segmento a breve negli ultimi mesi, acquistando contratti sull'eurodollaro in periodi di forti rialzi dei corsi³. Generalmente, tali operatori considerano il mercato dei futures più vantaggioso di quello a contante perché consente loro di a) minimizzare le esposizioni in bilancio, b) ridurre i rischi di finanziamento associati a possibili tagli delle linee creditizie a fronte delle operazioni pct e c) evitare il rischio specifico dovuto alla "specialità" dei tassi d'interesse su queste operazioni⁴.

... ma la vivacità di quest'ultimo segmento rispecchia anche fattori più di fondo

La vivacità del mercato a breve termine rispecchia probabilmente anche fattori più di fondo, come uno spostamento delle operazioni di copertura e di negoziazione dalla curva dei rendimenti del Tesoro USA a quella dei tassi a breve e di swap sul Libor (cfr. "La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark", a pag. 53). In precedenti edizioni della *Rassegna trimestrale BRI* è stato messo in rilievo il ruolo svolto dalle emissioni globali di titoli a reddito fisso nella crescita del mercato degli swaps su tassi d'interesse e, di conseguenza, in quella dei futures sull'eurodollaro. Il perdurante vigore di questi ultimi nonostante la contrazione delle emissioni globali sui mercati del reddito fisso nel terzo trimestre (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito", a pag. 24), parrebbe segnalare cambiamenti di più lungo periodo nella gestione del rischio da parte degli operatori o forse l'ingresso di nuovi partecipanti⁵. A tale riguardo, fonti di mercato fanno osservare che negli ultimi tempi gli istituti di credito ipotecario e gli investitori in MBS sono ricorsi in misura crescente agli swaps su tassi d'interesse per gestire la durata finanziaria dei loro portafogli⁶.

³ Tali questioni sono trattate in dettaglio da Gerald Lucas e Joseph Schatz in "Futures vs cash volumes", *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24 agosto 2001.

⁴ Il termine "speciale" viene impiegato nel mercato pct per contraddistinguere tassi overnight o a termine inferiori a quelli di mercato per le operazioni basate su titoli a offerta ridotta. Gli operatori disposti a fornire questi titoli possono beneficiare di costi di finanziamento sensibilmente più bassi.

⁵ L'emissione di titoli a reddito fisso è generalmente associata a una domanda di swaps su tassi d'interesse di breve durata a fini di copertura. Un calo nella domanda di tali swaps indurrebbe una corrispondente flessione del turnover in futures del mercato monetario, dato che questi ultimi sono di impiego corrente per la copertura di swaps a breve.

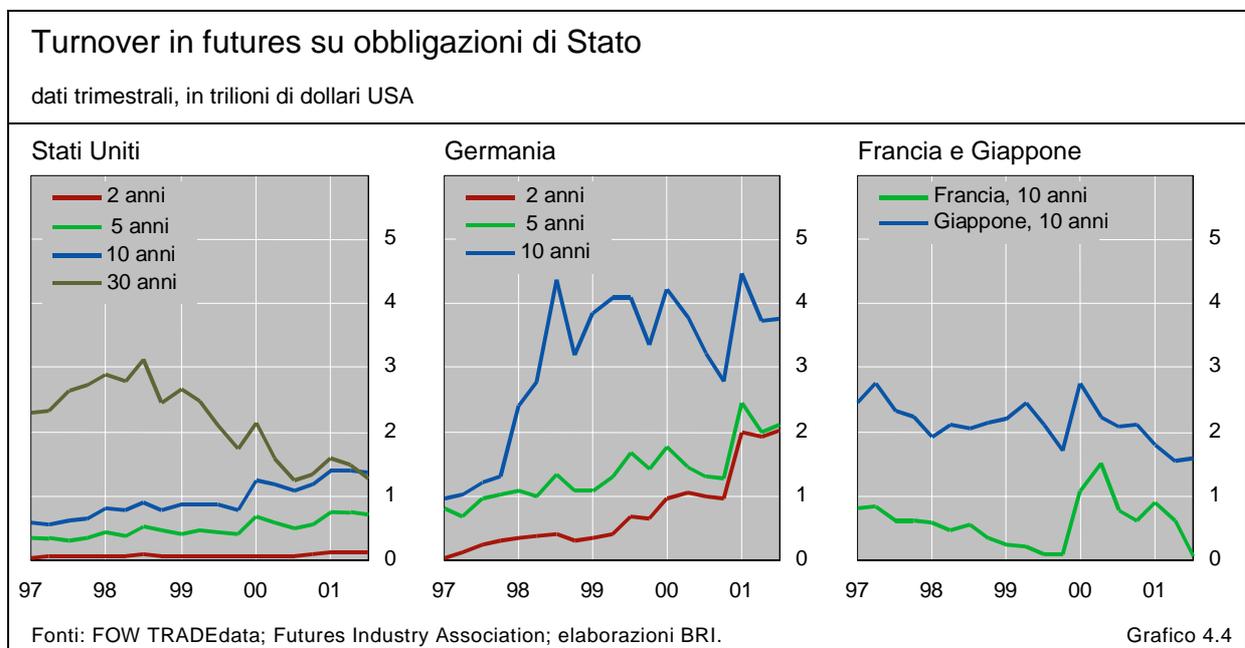
⁶ Questa problematica è analizzata in varie edizioni della rivista bimestrale del Credit Suisse First Boston, *The global credit strategist*.

Nuova flessione per i contratti su obbligazioni

In contrasto con la perdurante sostenutezza del mercato monetario, l'attività aggregata in strumenti a più lungo termine è diminuita per il secondo trimestre consecutivo, anche se solo leggermente. Gli scambi di contratti obbligazionari sono scesi del 2%, a \$15,9 trilioni. Lo stretto intervallo entro cui si sono mossi i tassi a lunga nel corso del terzo trimestre spiega forse questa debole dinamica. Infatti, persino nelle settimane immediatamente successive agli attacchi dell'11 settembre i rendimenti sui titoli di Stato sono calati molto meno di quelli sugli strumenti del mercato monetario. Ciò ha probabilmente rispecchiato le aspettative di una ripresa economica nell'ultima parte dell'anno, oltre ai timori che l'allentamento fiscale potesse ampliare i disavanzi di bilancio e, di conseguenza, il fabbisogno netto di finanziamento del Tesoro USA.

Contrariamente al secondo trimestre, quando l'Eurex aveva subito la flessione più pronunciata (-14%), nel terzo trimestre buona parte del calo va attribuita al CBOT, che ha perso l'8%. Il turnover USA è stato particolarmente debole in luglio, ma ha recuperato in certa misura nel mese successivo grazie a un aumento della volatilità. Sebbene gli eventi dell'11 settembre abbiano impresso una forte spinta all'attività nella seconda metà del mese, il turnover mensile ha risentito dei due giorni di chiusura della borsa di Chicago. Nell'insieme, ad eccezione del contratto sulla "note" biennale, cresciuto del 5% nel trimestre in esame, tutti gli altri strumenti sui titoli a medio e lungo termine del Tesoro hanno registrato un minor volume di transazioni. Va però rilevato che il contratto sulla note a due anni viene ampiamente usato per assumere posizioni su previste manovre di tasso della Federal Reserve.

Prosegue il calo nel turnover dei contratti su titoli del Tesoro USA ...



Nonostante le disfunzioni nel mercato statunitense dei titoli pubblici, si sono confermate talune delle tendenze osservate nel comparto a più lungo termine dei derivati USA. L'incertezza circa lo status dell'obbligazione

trentennale ha continuato a influire sugli scambi nei mercati a contante e dei futures; dopo un breve recupero nei primi due trimestri dell'anno, le contrattazioni sono tornate a flettere, perdendo il 15%. Grazie al calo molto minore (-2%), il future sulla note decennale ha soppiantato quello sull'obbligazione a 30 anni come contratto a lunga più attivamente trattato negli Stati Uniti.

... mentre aumenta il turnover sui titoli di Stato tedeschi a due e cinque anni

L'attività negli strumenti su titoli di Stato tedeschi presso l'Eurex è aumentata del 5%. Il turnover è cresciuto notevolmente sulla scia degli attentati negli Stati Uniti e, secondo alcuni osservatori, l'incremento sarebbe in parte avvenuto a scapito dei contratti benchmark USA. L'espansione si è concentrata sulle scadenze a due e cinque anni (Euro Schatz e Euro Bobl), confermando la tendenza a una crescente affermazione dei titoli di Stato tedeschi con scadenze intermedie come benchmark europei. Al tempo stesso, è stato evitato l'insorgere di strozzature di offerta, presumibilmente grazie ai limiti di posizione fissati da Eurex sui contratti in titoli di Stato, nonché al dichiarato intento della Finanzagentur, il neoistituito ente per la gestione del debito pubblico tedesco, di intervenire al fine di evitare tali squilibri di mercato.

Rarefazione degli scambi sull'Euro Notionnel

Per contro, il Matif (Euronext Paris) ha registrato un'ulteriore drastica flessione negli scambi del contratto sull'Euro Notionnel (-90%), che per vari anni è stato il suo strumento di maggior prestigio nel comparto a reddito fisso. Secondo gli osservatori, il calo sarebbe dovuto alla liquidazione, in settembre, di Matif Intervention Bancaire (MIB), un'iniziativa a sostegno dell'Euro Notionnel varata alla fine del 1999. Il MIB aveva in effetti determinato una ripresa delle contrattazioni nel 2000, ma lo spostamento della liquidità verso i futures su titoli di Stato tedeschi all'Eurex ha reso sempre più difficile trattare ingenti volumi presso la borsa di Parigi. È questa un'ulteriore conferma di come la liquidità tenda a concentrarsi su pochi strumenti e di quanto sia ristretto in genere il margine per inserire più di un contratto di una data scadenza in ogni zona oraria. Il Matif ha creato una struttura di market-making per la nuova versione del suo contratto sul titolo di Stato quinquennale. Si ritiene che questo strumento abbia migliori prospettive, dato il previsto accorciamento della scadenza media del debito pubblico francese.

Infine, nel terzo trimestre hanno continuato a espandersi gli scambi dei nuovi contratti Swapnote in euro negoziati al LIFFE, con un aumento di quasi il 30% (per una trattazione più approfondita, si veda la precedente edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Va tuttavia notato che le contrattazioni, inferiori al 2% del turnover dei futures sulle obbligazioni pubbliche tedesche, restano d'importanza marginale.

Cala l'attività in contratti su indici azionari nonostante le turbolenze di mercato

Minore attività nel terzo trimestre ...

Nel periodo in esame il turnover in contratti su indici azionari ha subito una flessione del 4%, scendendo a \$11,6 trilioni. L'attività è proceduta a ritmo sostenuto in Europa e nella regione Asia-Pacifico (con aumenti del 13 e del 18% rispettivamente), ma è diminuita nettamente in Nord America (-15%). Per

il secondo trimestre consecutivo le opzioni su indici azionari sono state trattate più attivamente dei corrispondenti futures.

Gli scambi hanno rispecchiato in ampia misura l'andamento della volatilità, aumentando progressivamente nel corso del trimestre via via che gli annunci di indicatori macroeconomici e di profitti societari deludenti deprimevano le quotazioni di borsa. La volatilità si è innalzata significativamente a fine agosto, quando le proiezioni sugli utili di Sun Microsystems e Corning hanno spinto il Dow Jones Industrial Index al disotto dei 10 000 punti per la prima volta da aprile. Gli attentati dell'11 settembre hanno quindi causato una profonda incertezza. La sospensione delle contrattazioni negli Stati Uniti per l'intera settimana ha determinato un brusco aumento del turnover in contratti su indici azionari in altri paesi, e alcune borse europee hanno segnato nuovi massimi giornalieri. Alla riapertura dei mercati derivati statunitensi, la mattina del 17 settembre, l'attività ha avuto un'eccezionale impennata con l'arrivo del cumulo di ordini in vendita. Purtroppo, il calo del 15% delle borse nordamericane non è riconducibile unicamente all'interruzione seguita agli attacchi, poiché già in luglio e agosto il turnover risultava ben al disotto di quello del secondo trimestre. Certo, se le borse statunitensi non fossero rimaste inattive per quattro giorni, i contratti su indici azionari avrebbero registrato un volume trimestrale maggiore, ma è improbabile che ciò avrebbe evitato una contrazione complessiva dell'attività.

... malgrado gli scambi record registrati dopo gli attentati

Lieve espansione del mercato OTC nella prima metà del 2001

I dati provvisori dell'indagine semestrale della BRI sul mercato globale dei contratti derivati OTC evidenziano una leggera ripresa dell'attività nel primo semestre 2001. A fine giugno l'ammontare nozionale totale dei contratti OTC in essere era stimato in \$98,8 trilioni, con un aumento del 4% rispetto a fine dicembre 2000. Anche se nel corso dell'ultimo anno il mercato è cresciuto più lentamente, alcuni comparti continuano a mostrare un notevole dinamismo.

Per categorie di rischio di mercato, lo stock dei contratti su valute e tassi d'interesse è aumentato dell'8 e del 4% rispettivamente, mentre quello dei prodotti collegati ad azioni è rimasto stabile. Da un raffronto fra l'attività OTC e quella dei mercati regolamentati nel primo semestre 2001 emergono dinamiche divergenti. Rispetto a fine dicembre 2000 le posizioni aperte in contratti su tassi d'interesse e indici azionari, i più attivamente trattati nelle sedi di borsa, sono salite del 39 e del 28% rispettivamente. Se dovesse continuare, una tale rapida espansione costituirebbe un notevole scostamento dalla tendenza finora in atto, visto che per buona parte degli anni novanta il comparto OTC è cresciuto in genere più rapidamente delle borse organizzate.

Divergenza fra attività in borsa e fuori borsa

I dati più recenti mostrano inoltre che il consolidamento dell'industria finanziaria si ripercuote sull'attività complessiva molto meno di quanto non influisca sulla sua distribuzione per tipo di controparte. Ad esempio, taluni operatori si attendevano che la fusione fra J.P. Morgan e Chase alla fine del

Il consolidamento del settore finanziario influisce sulla distribuzione per tipo di operatori

2000 avesse un effetto contrattivo sul totale delle posizioni in dollari USA⁷. Ciò, tuttavia, non si è verificato; al contrario, tali esposizioni sono aumentate nettamente. Il consolidamento del settore finanziario potrebbe però essere all'origine del più debole incremento delle transazioni fra dealers nei comparti sia dei tassi d'interesse sia delle valute.

Mercato globale dei derivati OTC ¹								
posizioni in essere, in miliardi di dollari USA								
	Ammontare nozionale				Valore lordo di mercato			
	Fine dic. 1999	Fine giu. 2000	Fine dic. 2000	Fine giu. 2001	Fine dic. 1999	Fine giu. 2000	Fine dic. 2000	Fine giu. 2001
Totale generale	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
A. Contratti su valute	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
A termine secco e riporti	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Swaps	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Opzioni	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
B. Contratti su tassi d'interesse ²	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
FRA	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Swaps	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Opzioni	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
C. Contratti su azioni	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
A termine e swaps	283	340	335	329	71	62	61	49
Opzioni	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
D. Contratti su merci ³	548	584	662	590	59	80	133	83
Oro	243	261	218	203	23	19	17	21
Altri	305	323	445	387	37	61	116	62
A termine e swaps	163	168	248	229	...	...	...	...
Opzioni	143	155	196	158	...	...	...	...
E. Altri contratti ⁴	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
Esposizione creditoria lorda ⁵					1 023	937	1 080	1 019

¹ Tutte le cifre sono al netto delle duplicazioni. Gli importi nozionali sono stati corretti dimezzando le posizioni verso gli altri operatori dichiaranti. I valori lordi di mercato sono calcolati sommando l'importo dei contratti con valore lordo positivo all'importo assoluto dei contratti con valore lordo negativo con controparti non dichiaranti. ² Solo contratti su un'unica valuta. ³ Le rettifiche per eliminare le duplicazioni sono stimate. ⁴ Posizioni stimate delle istituzioni che non segnalano su base regolare. ⁵ Valori lordi di mercato tenuto conto degli accordi di compensazione bilaterali legalmente vincolanti.

Tabella 4.1

Tornano a crescere gli swaps su tassi d'interesse ...

Il mercato dei *prodotti di tasso d'interesse* ha fatto registrare un aumento del 4% nella prima metà del 2001, salendo a \$67,5 trilioni. Questo segmento è stato interessato da tre sviluppi significativi. In primo luogo, l'attività è stata sospinta dal ritorno a tassi positivi di crescita nel comparto degli swaps su tassi d'interesse, di gran lunga il più importante del mercato OTC, dove le contrattazioni sono salite a \$51,4 trilioni (+5%). Per contro, il comparto delle

⁷ Le fusioni e acquisizioni determinano il consolidamento delle transazioni bilaterali e, di conseguenza, una riduzione dei contratti in essere.

FRA e opzioni su tassi d'interesse è rimasto stagnante, con un aumento appena percettibile nel periodo sotto rassegna. In secondo luogo, il mercato dei prodotti su tassi d'interesse pare aver attratto una crescente gamma di operatori finanziari, come dimostra il continuo aumento dal 1998 delle posizioni detenute dalle istituzioni finanziarie non dichiaranti. A ciò fa riscontro un calo dei contratti conclusi fra dealers dichiaranti e la debole attività del settore non finanziario. In terzo luogo, gli strumenti in dollari USA stanno rapidamente guadagnando terreno rispetto a quelli in euro (cfr. grafico a pag. 61).

... e si amplia la base degli operatori

In effetti, l'attività sul mercato degli swaps in dollari USA è stata particolarmente vivace nel primo semestre 2001, con un incremento del 22% dei contratti in essere, saliti a \$15,9 trilioni. Tali strumenti sono aumentati a ritmo sostenuto negli ultimi anni grazie a un cambiamento delle strategie di copertura e di negoziazione. La ridotta liquidità dei titoli del Tesoro a lungo termine ha incoraggiato gli operatori a ricercare strumenti alternativi, fra cui in particolare gli swaps su tassi d'interesse. Inoltre, la gamma degli intermediari attivi in tale comparto si è ampliata fino a includere, per esempio, le banche USA di credito ipotecario e gli investitori in MBS (come accennato nella sezione relativa all'attività di borsa). Anche l'allentamento della politica monetaria statunitense ha stimolato le operazioni di copertura e di assunzione di posizioni sul mercato degli swaps in dollari.

Il mercato degli swaps in dollari USA si espande rapidamente con il mutare delle strategie

Il mercato degli swaps su tassi d'interesse in euro è tornato a espandersi dopo la netta contrazione del secondo semestre 2000 (+7%, ossia \$17,6 trilioni in termini di contratti in essere). La crescita si è fatta particolarmente rapida dopo l'introduzione della moneta unica, poiché gli swaps hanno visto aumentare la loro attrattiva come benchmark per i mercati europei del reddito fisso. Il rallentamento osservato dalla metà dello scorso anno indica però che tale processo di aggiustamento potrebbe volgere al termine.

Crescita più lenta nel mercato degli swaps in euro

Le posizioni in essere di swaps su tassi d'interesse in yen sono diminuite del 12%, a \$9,7 trilioni. Il calo riflette presumibilmente la convinzione allora prevalente che i tassi d'interesse giapponesi si sarebbero mossi entro un intervallo ristretto. Esso appare poi in contrasto con le recenti notizie di stampa secondo cui le banche nipponiche starebbero assumendo ampie posizioni in swap come percettrici di tasso fisso.

Nell'area degli *strumenti valutari* i contratti in essere hanno registrato un aumento dell'8%, portandosi a \$16,9 trilioni. Le transazioni a termine secco e i riporti in cambi, i due segmenti principali del mercato valutario, sono cresciute del 4%, le opzioni in cambi del 7% e gli swaps su valute incrociate del 20%. Questi ultimi sono aumentati costantemente da quando la BRI ha iniziato a raccogliere dati sul mercato OTC. L'attività è stata alimentata dagli ingenti volumi globali di prestiti consorziali e di emissioni in titoli.

Il turnover in *strumenti collegati ad azioni* è rimasto stabile a \$1,9 trilioni, dopo la rapida espansione nel precedente periodo di segnalazione. I *contratti su merci*, il segmento meno rilevante del mercato, sono calati dell'11%, a \$0,6 trilioni.

Il *valore lordo di mercato* stimato è diminuito in misura marginale, a \$3,1 trilioni, rispetto all'aumento insolitamente ampio (+24%) registrato nel secondo semestre 2000. Il rapporto fra valore lordo di mercato e ammontare nozionale è sceso dal 3,3 al 3,1%.

Prossima
pubblicazione di
ulteriori risultati
dell'Indagine
triennale

Risultati più dettagliati sulle consistenze globali dei contratti OTC tratti dall'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati saranno pubblicati separatamente verso la fine di dicembre 2001. Le nuove serie triennali, che coprono un insieme più vasto di operatori, forniscono informazioni anche sui derivati creditizi⁸.

⁸ Questi strumenti non sono compresi nelle periodiche indagini semestrali sui mercati degli strumenti derivati OTC.

Indagine delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati

Gabriele Galati e Serge Jeanneau

Nell'aprile di quest'anno 48 banche centrali e autorità monetarie hanno partecipato all'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, raccogliendo dati sul turnover dei mercati valutari tradizionali – a pronti, a termine secco e riporti in cambi – e nel comparto OTC degli strumenti derivati su valute e su tassi d'interesse^①. In ottobre la BRI e le banche centrali partecipanti hanno pubblicato le statistiche globali preliminari tratte dall'indagine^②. La BRI prevede di rendere note agli inizi del 2002 le statistiche definitive sull'attività dei mercati valutari e sul turnover e gli ammontari in essere nel comparto OTC.

L'indagine mostra che nell'aprile 2001 l'attività giornaliera in cambi ammontava a \$1 210 miliardi, rispetto ai \$1 490 miliardi dell'aprile 1998, con un calo del 19% ai tassi di cambio correnti. Ciò contrasta con le risultanze dell'indagine precedente, che segnalavano un rapido aumento del turnover. In termini di strumenti la flessione ha interessato soprattutto le contrattazioni a pronti. Per ciò che concerne le controparti, le transazioni interbancarie e quelle fra banche e clientela non finanziaria hanno subito una sensibile riduzione, mentre sono cresciute le operazioni fra banche e altri intermediari finanziari. Il saggio monografico a pag. 43 esamina i potenziali fattori all'origine della flessione nel turnover dei mercati valutari.

Nel mercato degli strumenti derivati OTC, il volume medio giornaliero si è ragguagliato a \$575 miliardi, con un aumento del 53% sull'aprile 1998^③. Dall'indagine emerge una divergenza fra contratti su tassi d'interesse, che hanno proseguito la loro rapida ascesa (+85%, a \$489 miliardi) e quelli su valute, che sono invece calati del 31%, a \$67 miliardi. L'espansione del segmento di tasso d'interesse è in buona parte riconducibile all'esuberanza degli swaps, aumentati del 114%, a \$331 miliardi, grazie principalmente al più elevato spessore dei comparti del dollaro USA e dell'euro.

Turnover globale dei mercati dei cambi e derivati OTC¹

medie giornaliere, aprile 2001, in miliardi di dollari USA

	1995	1998	2001
A. Contratti su valute	1 190	1 490	1 210
A pronti	494	568	387
A termine secco	97	128	131
Riporti	546	734	656
B. Strumenti derivati OTC	200	375	575
Swaps su valute	4	10	7
Opzioni su valute	41	87	60
FRA	66	74	129
Swaps su tassi d'interesse	63	155	331
Opzioni su tassi d'interesse	21	36	29

¹ Al netto delle duplicazioni a livello locale e internazionale.

^① I dati sulle posizioni in strumenti derivati OTC sono stati raccolti a fine giugno 2001. I risultati preliminari saranno pubblicati nel dicembre 2001. ^② I risultati nazionali sono depurati dalle duplicazioni relative ai contratti fra intermediari a livello locale, mentre i risultati globali sono depurati dalle duplicazioni a livello sia locale che internazionale e dalle lacune stimate nelle segnalazioni. ^③ Il mercato OTC è costituito dai derivati valutari "non tradizionali", come swaps su valute incrociate e opzioni, e da tutti i derivati su tassi d'interesse.

Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'Indagine triennale 2001¹

Calo dell'attività nel mercato mondiale dei cambi fra il 1998 e il 2001

L'Indagine triennale 2001 delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati ha evidenziato un deciso calo nel turnover dei contratti tradizionali in cambi fra il 1998 e il 2001². Nell'aprile di quest'anno il valore medio giornaliero di tali contratti era sceso a \$1 210 miliardi, rispetto a \$1 490 miliardi nell'aprile 1998. La diminuzione è pari al 19% ai tassi di cambio correnti e al 14% se misurata a tassi costanti (tabella 1). Essa si pone in netto contrasto con le risultanze delle precedenti indagini, che avevano segnalato una rapida espansione dell'attività³.

Turnover globale sul mercato dei cambi ¹					
medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Contratti a pronti	317	394	494	568	387
Contratti a termine secco	27	58	97	128	131
Swaps su valute	190	324	546	734	656
Lacune stimate delle segnalazioni	56	44	53	60	36
Totale contratti "tradizionali"	590	820	1 190	1 490	1 210
<i>Per memoria:</i> <i>turnover ai cambi dell'aprile 2001³</i>	570	750	990	1 400	1 210

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ Gli importi in dollari USA delle componenti non in dollari sono stati convertiti nella valuta originaria ai tassi di cambio medi dell'aprile del rispettivo anno di segnalazione e quindi riconvertiti in dollari ai tassi di cambio medi dell'aprile 2001.

Tabella 1

¹ Si ringraziano Les Skoczylas e Paola Gallardo per l'eccellente supporto analitico fornito. Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

² L'indagine è stata condotta nell'aprile 2001 da 48 banche centrali e autorità monetarie. I dati raccolti concernono le operazioni tradizionali in cambi – a pronti, a termine secco e swaps su valute – e i derivati su valute e tassi d'interesse negoziati fuori borsa (OTC).

³ Il calo del turnover aggregato non ha destato sorpresa presso gli operatori del mercato (cfr. Leven (2001)).

Fra i vari tipi di strumenti la flessione più forte ha riguardato i contratti a pronti, il cui turnover medio giornaliero è sceso da \$568 a 387 miliardi. Il volume degli swaps su valute si è ridotto da \$734 a 656 miliardi. Risulta invece leggermente salito, a \$131 miliardi, quello dei contratti a termine secco. Per quanto concerne la tipologia delle controparti, le operazioni interbancarie registrano un netto regresso, da \$909 a 689 miliardi, che fa scendere la loro quota dal 64 al 59% (tabella 2). Le transazioni fra banche e clienti non finanziari sono parimenti diminuite (da \$241 a 156 miliardi), mentre hanno segnato un aumento quelle fra banche e altre istituzioni finanziarie, passate da \$279 a 329 miliardi.

Turnover sul mercato dei cambi, per tipo di controparte ¹				
medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA				
	1992	1995	1998 ²	2001
Totale	776	1 137	1 430	1 173
Operatori dichiaranti	541	728	909	689
Altre istituzioni finanziarie	96	230	279	329
Clienti non finanziari	137	179	241	156
Residenti locali	316	526	658	499
Residenti esteri	391	613	772	674

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. Non comprende le lacune stimate delle segnalazioni. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente.

Tabella 2

I principali fattori alla base di tali variazioni paiono essere stati l'introduzione dell'euro, il consolidamento nel settore bancario, la crescente importanza dell'intermediazione elettronica nel mercato interbancario a pronti e la mutata composizione degli operatori sui mercati valutari⁴. Il presente contributo monografico analizza il modo in cui questi fattori hanno influenzato i mercati dei cambi negli ultimi anni, considerando in particolare il volume delle contrattazioni, la volatilità, i differenziali lettera-denaro e la liquidità.

Quattro fattori principali

L'introduzione dell'euro

L'avvento dell'euro è stato un fattore importante nel calo dell'attività, in quanto ha fatto venire meno le transazioni intra-SME. È vero che le operazioni fra le valute partecipanti allo SME avevano cominciato a diminuire ben prima dell'avvio della UEM, essendosi ridotte in misura pari al 5% circa del turnover

Calo dovuto all'eliminazione delle operazioni intra-SME

⁴ Sebbene la volatilità dei cambi sia generalmente ritenuta una delle principali determinanti del turnover nei mercati valutari, è difficile ricondurre le variazioni nei volumi trattati all'andamento della volatilità osservato fra le varie coppie di valute e nel periodo aprile 1998-aprile 2001.

Mercati dei cambi e UEM

in miliardi di dollari USA

	Turnover nel 1995 ¹			Turnover nel 1998 ¹		
	Totale	Contro dollaro USA	Contro valute UEM ²	Totale	Contro dollaro USA	Contro valute UEM ²
Dollaro USA	1 313,4	–		1 728,9	–	
Valute UEM ²	869,8	551,4	201,1 ³	956,5	704,1	110,2 ³
Marco tedesco	583,8	364,9	106,1	602,5	413,1	63,4
Franco francese	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	16,8
Altre valute SME	...	...	...	223,1	185,8	24,7
Ecu	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,3
Yen	371,4	329,9		396,5	353,1	
Sterlina inglese	139,7	102,8		211,6	159,1	
Franco svizzero	116,3	85,7		138,8	108,7	
Totale	1 571,8	1 313,4		1 968,9	1 728,9	

Nota: le cifre in corsivo sono stimate.

¹ Turnover medio giornaliero, al netto delle duplicazioni per le operazioni "inter-dealer". Poiché il turnover comprende tutte le operazioni in cui una data valuta appare come contropartita, ogni operazione è conteggiata due volte. Per tenere conto di ciò il totale (che include anche valute diverse non classificate) è diviso per due. ² Fra le valute SME la scomposizione è disponibile soltanto per il marco tedesco, il franco francese, la sterlina inglese, l'ecu e la somma di tutte le altre valute SME. Al fine di stimare il turnover per le valute UEM, la somma delle altre valute SME è scomposta utilizzando i dati sulle contrattazioni locali secondo la metodologia impiegata nella tabella V.5 della 67^a Relazione annuale. ³ Prima dell'avvio della UEM le operazioni in cambi fra le future valute partecipanti erano talvolta effettuate per il tramite del dollaro. Di conseguenza, una valutazione dell'attuale incidenza dell'euro, del dollaro e dello yen basata sulla sottrazione del turnover intra-UEM nel 1998 comporta una sovrastima per l'euro, una sottostima per lo yen e una stima corretta per il dollaro.

Fonti: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); elaborazioni BRI. Tabella 3

globale fra il 1995 e il 1998 (BRI (1999)). Tuttavia, il consolidamento delle 11 valute confluite nell'euro, il 1° gennaio 1999, ha eliminato un ulteriore 6% (tabella 3)⁵.

Il ruolo dell'euro
uguaglia quelli delle
valute componenti

Tale contrazione non è stata in seguito compensata da un aumento nel volume delle transazioni in euro rispetto a quello delle valute componenti⁶. Nell'aprile 2001 la moneta unica europea figurava come contropartita nel 38% dei contratti in cambi (tabella 4)⁷. Si tratta di una percentuale superiore alla quota detenuta dal marco nel 1998 (30%), ma inferiore a quella per l'insieme delle monete confluite nell'euro, sia nel 1998 (52%) che nel 1995 (60%). La differenza si spiega in gran parte con la scomparsa delle transazioni intra-SME.

L'importanza relativa delle altre valute non pare essere variata sostanzialmente rispetto al 1998. La quota del dollaro USA è salita dall'87 al

⁵ Al netto delle duplicazioni.

⁶ Questa evidenza è in linea con la congettura di McCauley (1997) e le conclusioni cui erano pervenuti Galati e Tsatsaronis (2001) utilizzando stime non ufficiali degli operatori del mercato.

⁷ La quota è riferita alle operazioni in cui una data moneta figura come contropartita. Di conseguenza, ogni transazione è conteggiata due volte.

90% nel 2001; anche quella dello yen ha segnato un leggero aumento, portandosi al 23%. Nel 2001 la coppia dollaro/euro risultava quella di gran lunga più trattata, con il 30% del turnover globale (tabella 5), seguita dalle coppie dollaro/yen (20%) e dollaro/sterlina (11%).

Distribuzione per valute del turnover globale sul mercato dei cambi ¹					
quote percentuali del turnover medio giornaliero nel mese di aprile					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Dollaro USA	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	.	.	.	.	37,6
Marco tedesco ³	27,0	39,6	36,1	30,1	.
Franco francese	2,0	3,8	7,9	5,1	.
Ecu e altre valute SME	4,0	11,8	15,7	17,3	.
Yen	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
Sterlina inglese	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
Franco svizzero	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Dollaro canadese	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5
Dollaro australiano	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2
Corona svedese ⁴	...	1,3	0,6	0,4	2,6
Dollaro di Hong Kong ⁴	...	1,1	0,9	1,3	2,3
Dollaro di Singapore ⁴	...	0,3	0,3	1,2	1,1
Valute di paesi emergenti ^{4, 5}	...	0,5	0,4	3,0	5,3
Altre valute	22,0	8,5	7,9	9,3	10,0
Totale valute	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

¹ Poiché in ogni operazione compaiono due valute, la somma delle quote percentuali è pari a 200% anziché a 100%. Le cifre si riferiscono al turnover segnalato su base "netta-netta", ossia sono depurate delle duplicazioni sia locali sia transfrontaliere, eccetto che per i dati del 1989, disponibili solo su base "lorda-lorda". ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ I dati relativi all'aprile 1989 escludono le operazioni interne su marchi in Germania. ⁴ Per il 1992-98 i dati comprendono soltanto le operazioni locali nella valuta nazionale. ⁵ Per il 1992 e il 1995, rand sudafricano; per il 1998 e il 2001, riyal saudita, real brasiliano, peso cileno, corona ceca, won coreano, rupia indiana, ringgit malese, peso messicano, zloty polacco, rublo russo, rand sudafricano, dollaro di Taiwan e baht thailandese. Tabella 4

Il consolidamento nel settore bancario

Un secondo fattore che ha concorso al calo delle operazioni in cambi è il continuo processo di consolidamento nel settore bancario. Le fusioni fra aziende bancarie, in parte stimolate dalla UEM, hanno ridotto il numero degli operatori del mercato. Questa tendenza, già manifestatasi nel periodo 1995-1998, si è accelerata nell'ultimo triennio, come evidenzia il calo complessivo nel numero delle banche dichiaranti dei 26 paesi che hanno partecipato alle ultime tre indagini: 1 945⁸ nel 2001, 2 205 nel 1998 e 2 417 nel 1995⁹. Dalla metà degli anni novanta tende altresì a diminuire in generale il numero delle banche cui fa capo il 75% del turnover locale (tabella 6). Negli Stati Uniti il 75% delle operazioni in cambi risulta attribuibile a sole 13 banche

Il consolidamento si è accelerato negli ultimi anni

⁸ Dato provvisorio.

⁹ Le cifre si riferiscono alle unità dichiaranti e non alle organizzazioni bancarie.

nel 2001, rispetto a 20 nel 1998 e a una ventina circa nel 1995. Nel Regno Unito tale numero è sceso a 17 nel 2001, da 24 nel 1998 e circa 20 nel 1995. Il consolidamento ha comportato una riduzione delle unità operative e del turnover, soprattutto nel mercato interbancario.

Turnover globale sul mercato dei cambi, per coppia di valute ¹								
medie giornaliere nel mese di aprile, in miliardi di dollari USA e in percentuale								
	1992		1995		1998 ²		2001	
	importo	quota %	importo	quota %	importo	quota %	importo	quota %
Dollaro USA/euro	.	.	.	.	.	.	352	30
Dollaro USA /marco	192	25	254	22	291	20	.	.
Dollaro USA /franco francese	19	2	51	4	58	4	.	.
Dollaro USA/ecu	13	2	18	2	17	1	.	.
Dollaro USA/altre SME	43	6	104	9	176	12	.	.
Dollaro USA/yen	155	20	242	21	257	18	230	20
Dollaro USA/sterlina inglese	77	10	78	7	118	8	125	11
Dollaro USA/franco svizzero	49	6	61	5	79	5	57	5
Dollaro USA/dollaro canadese	25	3	38	3	50	3	50	4
Dollaro USA/dollaro australiano	18	2	29	3	42	3	47	4
Dollaro USA/altre	48	6	72	6	172	12	197	17
Euro/yen	.	.	.	.	.	.	30	3
Euro/sterlina inglese	.	.	.	.	.	.	24	2
Euro/franco svizzero	.	.	.	.	.	.	12	1
Euro/altre	.	.	.	.	.	.	22	2
Marco/yen	18	2	24	2	24	2	.	.
Marco/sterlina inglese	23	3	21	2	31	2	.	.
Marco/franco svizzero	13	2	18	2	18	1	.	.
Marco/franco francese	10	1	34	3	10	1	.	.
Marco/ecu	6	1	6	1	3	0	.	.
Marco/altre SME	21	3	38	3	35	2	.	.
Marco/altre	20	3	16	1	18	1	.	.
Altre SME/altre SME ³	3	0	3	0	5	0	.	.
Altre coppie	25	3	30	3	31	2	24	2
Totale coppie	778	100	1 137	100	1 430	100	1 173	100

¹ Al netto delle duplicazioni locali e transfrontaliere. ² Dati riveduti successivamente all'indagine precedente. ³ Le cifre comprendono soltanto le operazioni locali in contropartita della moneta nazionale. Tabella 5

Calo delle risorse dedicate al market-making

La concentrazione nel settore bancario ha inoltre ristretto il novero delle istituzioni che quotano prezzi lettera-denaro per un'ampia gamma di coppie valutarie. Attualmente sui mercati dei cambi non vi sono più di 20 operatori globali in grado di offrire tali servizi, un numero ben inferiore a quello osservabile alla metà degli anni novanta. Fonti di mercato riferiscono che la concentrazione delle risorse allocate all'attività di market-making si è

accelerata negli ultimissimi anni¹⁰. Ciò potrebbe spiegare perché l'impatto del consolidamento dell'industria bancaria sul mercato valutario si sia palesato soltanto nel 2001.

Il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica

Un altro fattore che può aver contribuito a ridurre il turnover è la crescente importanza assunta dall'intermediazione elettronica nel mercato interbancario, a scapito della contrattazione diretta e telefonica. Il successo del broking elettronico deve molto ai più bassi costi, alla maggiore efficienza e, soprattutto, alla migliore trasparenza rispetto alle modalità di negoziazione tradizionali. Secondo fonti di mercato, per le principali coppie di valute circa il 50-70% delle operazioni è oggi trattato per via elettronica, rispetto al 40% nel 1998 e al 10% circa nel 1995. Due operatori, EBS e Reuters, dominano attualmente questo settore di mercato. Il primo copre soprattutto i comparti dollaro USA, euro, yen e franco svizzero, mentre il secondo è utilizzato in prevalenza per le transazioni che interessano sterlina, corona svedese, i dollari australiano, canadese e neozelandese, nonché alcune valute dei mercati emergenti.

Il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica ha contribuito a ridurre il turnover sul mercato interbancario a pronti attraverso due canali. In primo luogo, semplificando il processo di "price discovery"¹¹. Prima dell'avvento dell'intermediazione elettronica i dealers dovevano di regola compiere varie operazioni per acquisire le informazioni sui prezzi disponibili nel mercato. Ora essi possono invece conoscere immediatamente la quotazione "migliore" praticata sul mercato e nei loro confronti, in funzione dei limiti di credito propri e di quelli delle controparti, senza dover passare attraverso un incerto processo di ricerca del prezzo. Il ricorso ai brokers elettronici permette così agli operatori in cambi di ridurre sensibilmente il numero delle transazioni rispetto ai canali tradizionali di negoziazione. Ciò vale in particolare per le banche di dimensioni medio-piccole, che non devono più affidarsi agli istituti maggiori per una parte delle loro operazioni in cambi.

In secondo luogo, la diffusione dell'intermediazione elettronica ha indotto un ridimensionamento delle cosiddette "strategie di leva", con cui gli operatori in cambi cercano di massimizzare la redditività delle posizioni. A scopo illustrativo, si supponga che un cliente ordini a una banca di vendere \$100 milioni contro yen. La banca deciderà la strategia di negoziazione in base alle proprie aspettative circa l'evoluzione del mercato. Se essa prevede un deprezzamento del dollaro, è probabile che venda dollari per un ammontare superiore a \$100 milioni attraverso i canali diretti di contrattazione, per poi

Espansione dell'intermediazione elettronica

Impatto sul processo di "price discovery" ...

... e sulle strategie di leva

¹⁰ Cfr. anche Comitato per il sistema finanziario globale (2001a).

¹¹ Cfr. anche Comitato per il sistema finanziario globale (2001b).

Consolidamento nel settore bancario							
	1992	1995		1998		2001	
	Numero banche partecipanti	Numero banche partecipanti	Numero banche coprenti il 75%	Numero banche partecipanti	Numero banche coprenti il 75%	Numero banche partecipanti	Numero banche coprenti il 75%
Regno Unito	352	313	20 ¹	293	24	257	17
Stati Uniti	180	130	20 ²	93	20	79	13
Giappone	330	345	24	356	19	342	17
Singapore	208	218	25	206	23	192	18
Germania	81	80	10	57	9	33	5
Svizzera	105	114	5	64	7	42	6
Hong Kong	375	376	13-22 ³	366	26	272	14

¹ 68%. ² 70%. ³ A seconda del segmento di mercato.

Tabella 6

cercare di riacquistare la differenza agendo come market-maker oppure servendosi della rete di intermediazione tradizionale. Il risultato è che l'operazione originaria di \$100 milioni dà luogo a un turnover complessivo superiore a tale cifra. Secondo alcuni osservatori di mercato, la crescente importanza dell'intermediazione elettronica tenderebbe a modificare questo meccanismo allorché viene raggiunta una certa soglia critica. La concentrazione della liquidità presso i brokers elettronici sembra far sì che lo stesso ordine di \$100 milioni venga ora eseguito attraverso questi intermediari, e che gli operatori siano meno inclini ad attuare strategie di leva sugli ordini della clientela. Di conseguenza, è calato il volume delle transazioni interbancarie a fronte di un dato ammontare di ordinativi. Il perché negli ultimi anni le banche abbiano avuto la tendenza a fare minore ricorso alle strategie di leva rimane una questione aperta.

La mutata composizione dei partecipanti al mercato

Contrazione delle operazioni fra banche e soggetti non finanziari ...

Il quarto fattore che spiega il calo del turnover globale sui mercati dei cambi è la forte contrazione delle operazioni concluse fra le banche e la clientela non finanziaria (tabella 2). Dopo essere rimasta costante intorno al 17% fra il 1992 e il 1998, l'incidenza di questa categoria di attività è scesa al 13% nel 2001. Il calo ha interessato in modo alquanto uniforme le diverse piazze finanziarie e valute. Una possibile causa di questo risultato è la concentrazione internazionale in atto nel settore delle imprese. Questa tendenza potrebbe essersi accelerata negli ultimi anni, determinando una significativa riduzione del fabbisogno di valuta estera presso le tesorerie delle imprese.

... ma aumento di quelle fra banche e altre istituzioni finanziarie

In contrasto con la diminuzione delle operazioni condotte con la clientela non finanziaria, si è osservato un forte aumento dell'attività fra le banche e le altre istituzioni finanziarie – comprendenti i fondi pensione, i fondi comuni di investimento e gli hedge funds – sia in valore assoluto sia in termini di quota percentuale, salita dal 20 al 28%. Secondo fonti di mercato, questo incremento sarebbe dovuto soprattutto al crescente ruolo svolto negli ultimi anni dai gestori

di patrimoni sui mercati dei cambi. Il trend è particolarmente evidente in Svezia e Canada, dove questo genere di operazioni ha tratto impulso dall'allentamento delle restrizioni poste agli investitori istituzionali.

Per contro, si sarebbero ridotti il numero e l'operatività degli hedge funds, e in particolare dei fondi macro. Questi ultimi, che solitamente assumono posizioni speculative in previsione dell'apprezzamento o del deprezzamento di una valuta, avevano avuto un ruolo importante nei mercati dei cambi durante gli anni novanta. In seguito al tracollo di LTCM nell'autunno 1998, le opportunità di leva per questi fondi sono fortemente diminuite a causa della mutata propensione al rischio e del drastico ridimensionamento delle esposizioni dei loro creditori. In effetti sembra che i fondi macro si siano in gran parte ritirati dai mercati valutari a partire dalla fine del 1998 (Tsatsaronis (2000)). Questa tendenza è anche evidenziata dal fatto che due famiglie di fondi che avevano avuto un ruolo primario nei mercati valutari negli anni novanta, i fondi Tiger e Quantum, hanno dovuto liquidare o ridurre le proprie posizioni nel corso del 2000. Anche se vi sono indicazioni di un ritorno degli hedge funds sui mercati dei cambi durante il 2001, il loro ruolo appare al momento assai meno importante che nel 1998.

Minore ruolo degli hedge funds nei mercati valutari

Conclusioni

Il presente contributo monografico ha individuato quattro fattori che possono aver concorso a ridurre il turnover sul mercato dei cambi. Il primo in ordine di importanza pare essere il consolidamento nel settore bancario, che ha inciso soprattutto sull'attività interbancaria. Tale processo, iniziato già alla metà degli anni novanta, sembra essersi accelerato nell'ultimo triennio. Il secondo fattore, l'introduzione dell'euro, ha condotto a una progressiva diminuzione del turnover eliminando le operazioni intra-SME. Ne è derivato un calo dell'attività pari al 5% circa del totale fra il 1995 e il 1998, e un'ulteriore contrazione del 6% il 1° gennaio 1999. In terzo luogo, il crescente ruolo dell'intermediazione elettronica ha ridimensionato il mercato interbancario a pronti semplificando il processo di "price discovery" e disincentivando le strategie di leva. Sebbene questa tendenza sia in atto fin dagli inizi dello scorso decennio, è possibile che negli ultimi anni la quota dell'intermediazione elettronica abbia raggiunto una massa critica, così da rendere manifesto il suo impatto sul turnover globale. Il quarto fattore è individuabile nel forte decremento delle operazioni fra le banche e la clientela non finanziaria. Secondo un'ipotesi ciò deriverebbe dalla crescente concentrazione internazionale nel settore delle imprese. Questa tendenza non è stata compensata appieno dalla rapida espansione dell'attività fra le banche e le altre istituzioni finanziarie, che pare vada attribuita alla maggiore importanza assunta dai gestori di patrimoni, a scapito degli hedge funds.

Quattro fattori all'origine del calo

Il ruolo della concentrazione nel settore delle imprese

Mentre i predetti quattro fattori hanno sicuramente contribuito al declino del turnover sui mercati valutari, non è ancora chiaro quale sia stato il loro impatto complessivo sulla liquidità. Non essendo disponibili dati per misurare direttamente la liquidità dei mercati dei cambi, è necessario fare riferimento a

Non chiaro l'impatto complessivo sulla liquidità

misure indirette come i volumi di negoziazione, i differenziali lettera-denaro e la volatilità.

Per quanto concerne i differenziali lettera-denaro, l'introduzione dell'euro non pare aver modificato le condizioni di mercato in modo significativo. Secondo fonti di mercato, i differenziali per la compravendita di euro contro le altre principali valute nel 2001 sarebbero in genere analoghi a quelli sul marco tedesco nel 1998. Un'eccezione notevole pare essere il segmento euro/yen, dove gli spreads risulterebbero maggiori di quelli applicati alle transazioni marco/yen nel 1998. Non è nemmeno ravvisabile un cambiamento rilevante nel profilo di volatilità dei tassi di cambio dell'euro (tabella 7). Inoltre, secondo il parere di vari operatori, nella maggior parte dei casi l'avvento della moneta unica non avrebbe modificato in modo sensibile la liquidità del mercato. Nel complesso, questi riscontri fanno ritenere che l'euro non abbia prodotto variazioni significative nelle condizioni di mercato.

Volatilità dei principali tassi di cambio ¹			
	Yen/dollaro	Euro ² /yen	Euro ² /dollaro
1980–89	10,2	7,3	10,9
1990–99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000	9,2	16,1	13,6
2001 gennaio–ottobre	10,1	14,1	11,6

¹ Scarto quadratico sul mese civile di variazioni giornaliere rapportate all'anno. ² Prima del 1999, marco tedesco.

Fonti: BCE; elaborazioni BRI. Tabella 7

La crescente incidenza dell'intermediazione elettronica ha senz'altro compresso il volume delle contrattazioni e gli spreads, mentre il suo influsso sulla liquidità non è univoco. È parimenti difficile scorgere un effetto apprezzabile del consolidamento sulla liquidità. Nondimeno, queste due tendenze paiono implicare che il mercato interbancario funzioni ora in modo più efficiente che alla metà degli anni novanta. D'altra parte, il restringimento dei differenziali e le conseguenti minori opportunità di profitto hanno indotto a ridimensionare le risorse allocate all'attività di market-making. Ciò fa ritenere che, sebbene la liquidità sia forse migliorata in circostanze normali, potrebbe essere diminuita la capacità o la volontà degli operatori di fornire liquidità in condizioni di stress, come suggerito dall'ipotesi "fair-weather"¹².

L'ipotesi
"fair-weather"
sulla liquidità

¹² Per un'analisi della liquidità in situazioni di stress cfr. Borio (2000) e BRI (imminente).

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1999): *69ª Relazione annuale*, Basilea.

Banca dei Regolamenti Internazionali: "Market functioning and central bank policy", *BIS Papers* (imminente).

Borio, Claudio (2000): "Liquidità di mercato in situazioni di stress: alcune problematiche e implicazioni sul piano delle politiche", *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre.

Comitato per il sistema finanziario globale (2001a): "Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective", *CGFS Discussion Note*, n. 1, giugno.

Comitato per il sistema finanziario globale (2001b): "The implications of electronic trading in financial markets", *CGFS Publications*, n. 16, gennaio.

Galati, Gabriele e Kostas Tsatsaronis (2001): "The impact of the euro on Europe's financial markets", *BIS Working Papers*, n. 100.

Leven, Rob (2001): "The shrinking FX market", *Lehman Brothers Global Foreign Exchange Strategies*, 4 gennaio.

McCauley, Robert (1997): "The euro and the dollar", *BIS Working Papers*, n. 50.

Tsatsaronis, Kostas (2000): "Hedge funds", *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre.

La comparsa di nuove curve dei rendimenti benchmark¹

Per poter guidare correttamente le scelte dei prenditori e dei datori di fondi, i mercati finanziari dovrebbero incorporare tutte le informazioni disponibili sulle future prospettive dei mutuatari e sulla volontà degli investitori di differire il consumo e di assumere rischi. Il processo attraverso il quale i prezzi sul mercato del reddito fisso si adeguano alle nuove informazioni muovendosi verso il valore di equilibrio è più efficiente allorché gli operatori assegnano concordemente a certi strumenti una funzione di riferimento (“benchmark”) nel fissare il prezzo di altri titoli. Negli ultimi decenni i mercati si sono serviti delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato per valutare il costo del credito su differenti orizzonti temporali. Le informazioni di prezzo circa le prospettive di inflazione e le altre grandezze macroeconomiche fondamentali erano desunte principalmente dai rendimenti delle obbligazioni di Stato. Tuttavia, anche taluni strumenti debitori del settore privato, e in particolare le obbligazioni garantite da ipoteca e gli swaps su tassi d’interesse, si prestano a fungere da benchmark, e di fatto essi vengono utilizzati in misura crescente a questo fine.

Il ruolo di benchmark dei titoli di Stato

I titoli di Stato possiedono caratteristiche uniche nei mercati finanziari

Il ruolo di benchmark dei titoli di debito pubblici deriva da vari fattori che, nel loro insieme, conferiscono a questi strumenti caratteristiche uniche nei mercati finanziari. In primo luogo, nella maggior parte dei paesi industriali lo Stato è percepito come il mutuatario più affidabile, e i titoli da esso emessi sono ritenuti sostanzialmente esenti dal rischio di insolvenza. Per tale ragione la curva dei rendimenti dei titoli di Stato è vista come la migliore proxy del tasso d’interesse nominale a rischio nullo. In secondo luogo, il grande ammontare di debito in essere e la fungibilità delle emissioni facilita le negoziazioni. Pertanto, i titoli di Stato, e in particolare quelli emessi per ultimi (“on-the-run”), sono in

¹ Il presente contributo monografico si rifà in ampia misura a uno studio compiuto da economisti di sei banche centrali e della BRI sui recenti cambiamenti intervenuti nei principali mercati mondiali del reddito fisso. Cfr. *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, ottobre 2001. Le opinioni espresse dall'autore in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

genere più liquidi degli strumenti privati. In terzo luogo, a causa dell'ingente fabbisogno di finanziamento e della loro durata nel tempo, i governi sono in grado di offrire una gamma di scadenze più vasta rispetto a molti altri prenditori, il che facilita la costruzione di curve dei rendimenti. Infine, la presenza di efficienti mercati pronti contro termine (pct) e derivati consente agli operatori di assumere posizioni corte e lunghe conformi alle loro attese circa la futura evoluzione dei tassi d'interesse.

L'utilità di una curva dei rendimenti quale benchmark per le informazioni di prezzo sui fondamentali macroeconomici dipende dalle determinanti della struttura per scadenze. Questa dovrebbe esprimere, per ogni dato momento, le aspettative correnti del mercato riguardo ai futuri tassi d'interesse a breve. In altre parole, nessun fattore al di fuori dei tassi a pronti attesi dovrebbe influire sistematicamente sui rendimenti a termine. Le analisi empiriche delle curve dei titoli di Stato generalmente non confortano la teoria della struttura per scadenze basata sulle sole aspettative. I tassi a termine insiti nella curva dei rendimenti di Stato sono influenzati, oltre che dai futuri tassi a breve, anche dal variare nel tempo dei premi di liquidità e a termine. Inoltre, i vari titoli presentano convessità disuguali, e ciò dà luogo a differenze di rendimento alle varie scadenze. Sui rendimenti paiono incidere anche fattori precipui, come le condizioni di offerta e di domanda dei singoli titoli. Ad esempio, Hattori et al. (2001) riscontrano che i rendimenti sul mercato dello yen variano a seconda dell'offerta relativa di titoli privati e pubblici. Altri studi hanno evidenziato come influisca anche l'offerta in termini assoluti (si veda oltre). Di conseguenza, i tassi a termine sui titoli di Stato tendono a fornire stime distorte dei futuri tassi a pronti.

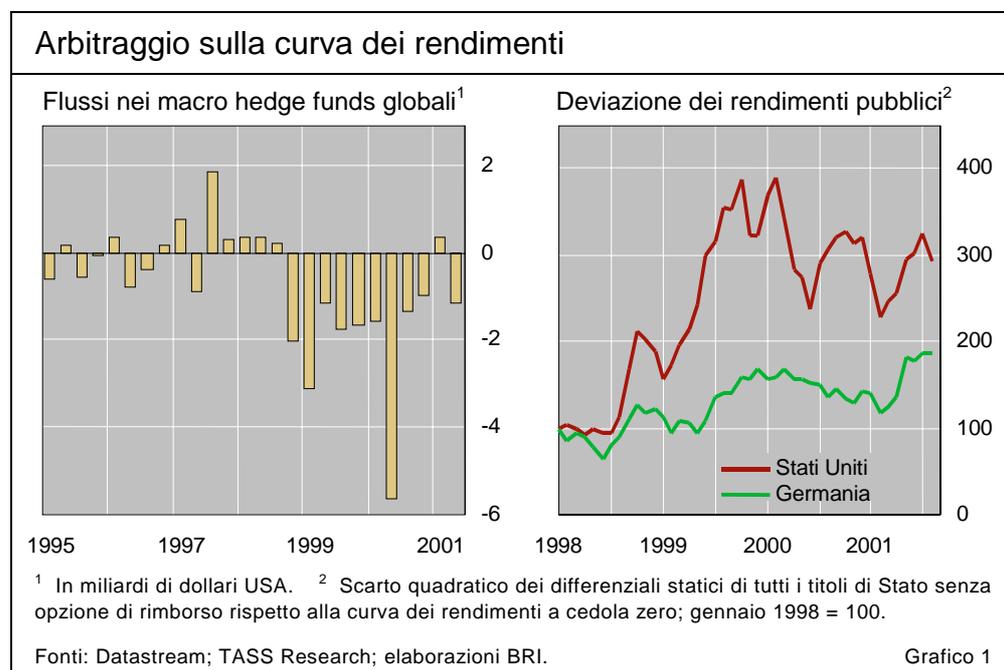
Negli anni più recenti l'importanza di fattori specifici nella determinazione dei rendimenti di Stato pare essere aumentata. La crisi finanziaria globale del 1998 ha indotto molti operatori, specie quelli attivi come market-makers, a riconsiderare le proprie strategie di gestione del rischio (CSFG (1999b)). In particolare, data l'accresciuta sensibilità al rischio di liquidità e alle correlazioni fra i diversi rischi, gli operatori primari e altri importanti attori del mercato obbligazionario sono divenuti meno propensi a impegnarsi in operazioni di arbitraggio. Il tracollo di diversi hedge funds globali sulla scia della crisi del 1998 – tre dei più celebrati fondi (Long-Term Capital Management, Tiger e Quantum) sono stati liquidati o ristrutturati – è indicativo della mutata filosofia di investimento (cfr. grafico 1 e Tsatsaronis (2000)). Una conseguenza di ciò è che le anomalie di prezzo osservabili nel diagramma di destra del grafico 1, che in passato tendevano a scomparire rapidamente, durano ora più a lungo.

La crisi del 1998 ha inoltre evidenziato i rischi insiti nell'impiego dei titoli di Stato e dei connessi derivati per coprire posizioni in altri valori, una prassi comune prima d'allora. Il periodico alterarsi della relazione normalmente stabile fra i rendimenti dei due settori aveva in passato costretto gli operatori a riconsiderare l'impiego dei Treasury bills per la copertura di strumenti privati del mercato monetario in dollari, inducendoli infine ad assumere come riferimento il tasso sull'eurodollaro (McCauley (2001)). Gli eventi dell'agosto-

I rendimenti pubblici risentono della diminuita attività di arbitraggio ...

... di un deterioramento della liquidità ...

ottobre 1998 hanno innescato un processo analogo sui mercati obbligazionari. Gli investitori dell'area dell'euro, in seguito all'introduzione della moneta unica e agli episodi di "squeeze" nel segmento dei futures sui titoli del Tesoro tedesco, sono stati indotti a ricercare nuovi strumenti di copertura². Ogni operatore che cessa di impiegare titoli di Stato per coprire posizioni in strumenti privati sottrae liquidità al mercato in questione per trasferirla a quello dei titoli non pubblici. Il processo tende ad autorafforzarsi, giacché nella misura in cui un mercato diventa più liquido, altri operatori sono incentivati a farvi ricorso, accrescendone ulteriormente la liquidità. Vari indicatori confermano che la liquidità è diminuita nei mercati statunitense e britannico dei titoli pubblici (BRI (2001), Fleming (2001)). Gli omologhi mercati nell'area dell'euro e in Giappone hanno invece conservato, se non aumentato, la loro liquidità.



... e di shock dal lato dell'offerta

La diminuzione effettiva o prospettica dell'offerta di titoli di Stato ha ulteriormente ampliato l'influsso di fattori specifici sulle variazioni dei rendimenti pubblici, con pregiudizio per la liquidità. Dalla metà degli anni novanta quasi tutti i paesi industriali, a parte il Giappone, hanno compiuto notevoli progressi verso l'equilibrio di bilancio. Ne è conseguito un sensibile calo delle emissioni di titoli pubblici, e persino un rimborso netto di debito nei paesi con avanzi fiscali. Ad esempio, dal dicembre 1998 al giugno 2001 l'ammontare in essere di titoli del Tesoro USA si è ridotto del 15%. Impiegando i differenziali di swap come misura della possibile divergenza fra i rendimenti pubblici e l'effettivo tasso d'interesse a rischio nullo, Cooper e Scholtes (2001) hanno riscontrato che tale riduzione dell'offerta ha spinto i rendimenti dei titoli

² Schulte e Violi (2001) analizzano i cambiamenti intervenuti nei mercati derivati europei dopo l'introduzione dell'euro e i timori circa le strozzature nei contratti futures Bund e Bobl.

pubblici USA e britannici al disotto del tasso d'interesse puro. Reinhart e Sack (di prossima pubblicazione) hanno scomposto le variazioni dei rendimenti decennali del Tesoro USA in vari fattori non osservabili direttamente, fra cui una componente specifica che coglie gli effetti di offerta e di altro tipo influenti unicamente sui titoli del Tesoro. Questi autori concludono che tale componente è aumentata negli ultimi anni e che, di conseguenza, i rendimenti di questi titoli si discostano in misura crescente dai tassi d'interesse a rischio nullo.

Le obbligazioni societarie competono per il ruolo di benchmark

Sebbene i rendimenti dei titoli pubblici siano stati, almeno fino ad epoca recente, sinonimo di tassi d'interesse nominali a rischio nullo, non è indispensabile che una curva dei rendimenti con funzione di benchmark abbia questa caratteristica. L'informazione di prezzo circa le prospettive macroeconomiche non deve necessariamente basarsi su uno strumento esente in sé da rischio. Essenziale è invece la liquidità. Le variazioni dei rendimenti benchmark non dovrebbero essere determinate da squilibri fra domanda e offerta, bensì unicamente da nuove informazioni sulle grandezze fondamentali. Ma l'assenza di un premio al rischio non è una condizione necessaria. Per poter desumere le aspettative del mercato riguardo agli sviluppi macroeconomici è sufficiente che siano prevedibili i premi al rischio impliciti nei tassi a termine.

I tassi benchmark non devono necessariamente essere a rischio zero

In passato, quando i mercati dei titoli di Stato erano meno sviluppati di quelli attuali, si è fatto normalmente ricorso a strumenti debitori privati per valutare le attese del mercato circa l'evoluzione futura dei tassi d'interesse a breve e dell'inflazione. Durante gli anni cinquanta e sessanta nel mercato del dollaro USA gli operatori si basavano sulle obbligazioni emesse da società di qualità primaria, in particolare l'American Telephone and Telegraph, per stimare le aspettative di tasso d'interesse. Nello stesso periodo anche in Giappone le obbligazioni bancarie e delle aziende telefoniche fungevano di fatto da benchmark. Questi strumenti non erano necessariamente esenti dal rischio d'insolvenza ma, a quell'epoca, la natura stabile (regolamentata) dell'attività economica degli emittenti limitava la volatilità dei connessi spreads creditizi.

I titoli privati sono già stati usati come benchmark ...

Nell'attuale contesto commerciale e finanziario più liberalizzato anche i rating dei mutuatari di migliore qualità vengono talora declassati. Gli emittenti possono utilizzare vari mezzi per mostrare la loro determinazione a preservare la qualità dei propri bilanci, come clausole che impediscono modifiche significative del profilo di rischio operativo o finanziario dell'impresa oppure cedole collegate al suo rating creditizio. Appare tuttavia improbabile che emerga il consenso di mercato necessario per elevare al rango di benchmark le obbligazioni emesse da una particolare società privata.

Un indice dei rendimenti di obbligazioni con rating analogo sembra avere migliori prospettive. Curve dei rendimenti costruite a partire da un insieme di titoli comparabili servono già da benchmark per fissare il prezzo del rischio di credito sul mercato primario. Inoltre, molti gestori di portafogli misurano la

... e potrebbero esserlo di nuovo

propria performance in relazione a un indice. In linea di principio, il ruolo di benchmark degli indici del reddito fisso potrebbe estendersi alle curve dei rendimenti per la valutazione di prezzo del rischio di tasso d'interesse. Da tempo è disponibile un ampio ventaglio di indici obbligazionari privati, ma finora nessuno di essi è riuscito a imporsi presso gli operatori del mercato in questa veste. Per poter assolvere la funzione di curva dei rendimenti benchmark tali indici devono ancora migliorare sul piano dell'efficienza di prezzo e della liquidità. In quest'ottica, si sta considerando la creazione di un contratto future basato su un paniere di obbligazioni societarie.

Gli strumenti di debito emessi da agenzie di emanazione governativa e da istituzioni sovranazionali figurano fra i possibili candidati. Questi mutuatari godono spesso di un rating pari a quello degli Stati che li patrocinano. Nell'intento di migliorare la liquidità dei propri titoli, molti di essi ricalcano ora la strategia di emissione del Tesoro USA, offrendo con regolarità prestiti di grande ammontare alle diverse scadenze chiave. Negli ultimi anni Fannie Mae e Freddie Mac negli Stati Uniti, la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Germania e la Banca europea per gli investimenti (BEI) hanno tutti lanciato programmi di emissione "benchmark".

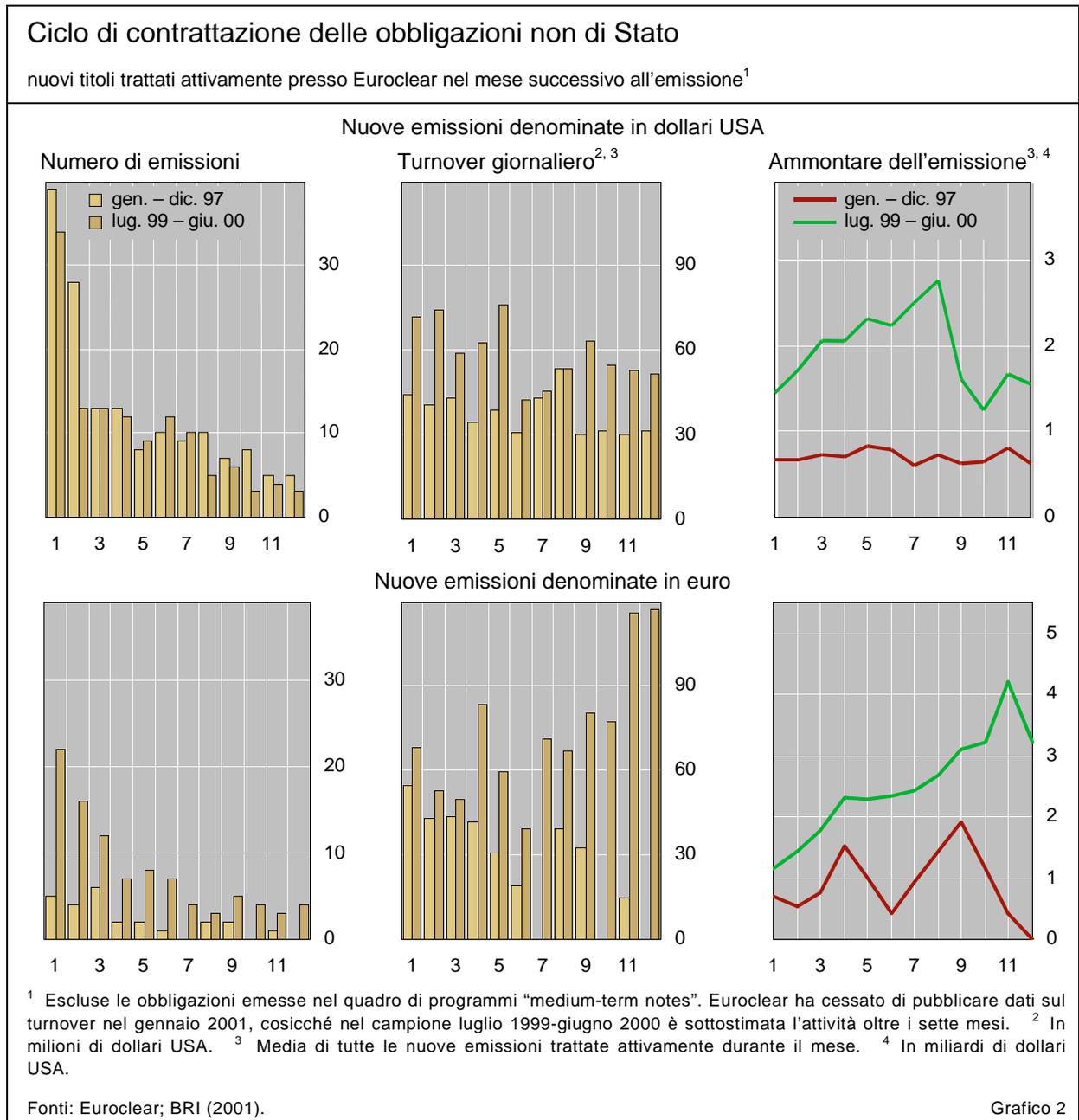
Vi sono indicazioni che tali programmi stanno ottenendo l'effetto desiderato di concentrare la liquidità. Il grafico 2 mostra il ciclo di contrattazione presso Euroclear delle obbligazioni di nuova emissione denominate in dollari e in euro nei mesi successivi al loro lancio. Un numero relativamente alto di titoli è trattato attivamente nel mese seguente l'emissione, ma esso diminuisce poi rapidamente nei mesi successivi, probabilmente di riflesso allo smaltimento delle giacenze da parte del sindacato di collocamento. Il ciclo di contrattazione nel mercato del dollaro appariva già ben sviluppato nel 1997 e non vi sono segni di cedimento del turnover durante il 2000. Nel mercato dell'euro relativamente poche obbligazioni emesse nel 1997 risultavano ancora attivamente negoziate oltre il primo mese. Nel 2000, invece, vari titoli continuavano a essere oggetto di intensa contrattazione anche a distanza di dodici mesi dall'emissione, e il loro turnover medio giornaliero si era pressoché raddoppiato. Inoltre, gli scambi sui mercati del dollaro e dell'euro si erano concentrati sulle emissioni di grande ammontare offerte con cadenza regolare. Nel 2000 la dimensione media delle nuove emissioni in dollari e in euro ancora trattate attivamente vari mesi dopo il lancio risultava all'incirca doppia rispetto al 1997 (\$2 miliardi contro \$1 miliardo). Fra gli emittenti oggetto di intense negoziazioni prevalevano in modo più netto quelli con ingente fabbisogno di finanziamento: sul mercato del dollaro USA, Ford Motor Credit, la Banca interamericana di sviluppo e la Banca mondiale; sul mercato dell'euro, gli emittenti di Pfandbriefe (Depfa e Dexia), la Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, la BEI e la KfW.

Nonostante queste tendenze favorevoli sui mercati a contante, l'attività in contratti futures mostra che i titoli emessi dagli enti di emanazione governativa non si sono ancora imposti come strumenti benchmark. Dopo un periodo iniziale di forte crescita, le negoziazioni dei futures sulle obbligazioni Fannie

La liquidità si concentra sulle emissioni grandi e regolari ...

... ma queste non si sono ancora imposte come benchmark

Mae e Freddie Mac hanno presto toccato il culmine a poco più dell'1% degli scambi in futures sui titoli del Tesoro USA. Inoltre, mentre questi ultimi sono sensibilmente aumentati nel primo trimestre 2001 in seguito a una riduzione inattesa dei tassi della Federal Reserve, il turnover dei contratti sulle obbligazioni delle agenzie federali di credito è rimasto stagnante. I futures sulle Pfandbriefe avevano mostrato un andamento analogo dopo la (fugace) apparizione nel 1998.



La maggiore liquidità dei futures sui titoli di Stato spiega in parte la riluttanza degli operatori a sostituirli con contratti basati sulle obbligazioni delle agenzie. Grazie anche alla presenza di mercati liquidi per le operazioni pronti contro termine e di prestito, i titoli di Stato comportano spesso costi di

transazione inferiori a quelli richiesti dagli altri strumenti, e ciò contribuisce a preservarne l'attrattiva per finalità di posizionamento e di copertura. Un altro motivo alla base della riluttanza a cambiare è il persistere del dibattito sulla portata delle garanzie statali a favore degli enti di emanazione governativa e delle istituzioni sovranazionali³. Tale dibattito contribuisce a rendere incerta l'evoluzione futura degli spreads sui titoli da loro emessi.

Il credito collateralizzato come benchmark per le scadenze brevi

Per la costruzione di curve benchmark è possibile utilizzare le medie dei rendimenti su strumenti collateralizzati. Nei principali mercati finanziari i tassi praticati sulle operazioni pct – generalmente assistite da garanzia – sono già diffusamente considerati come una curva di riferimento per le scadenze a brevissimo termine (CSFG (1999a)). L'importanza dei pct è accentuata dal loro utilizzo da parte di molte banche centrali per la manovra di politica monetaria. Gli strumenti privi di rischio, e in particolare i titoli di Stato, sono tradizionalmente la forma preferita di collaterale nei contratti pct. Nondimeno, in teoria altri strumenti potrebbero prenderne il posto. Un rapporto del Comitato sul sistema finanziario globale riguardante l'impiego di collaterale nei mercati finanziari all'ingrosso (2001) evoca la possibilità di applicare tecniche di cartolarizzazione per creare strumenti sostitutivi con elevata qualità creditizia e liquidità. Inoltre, le iniziative che emittenti non sovrani come Fannie Mae e Freddie Mac stanno adottando per accrescere la trasparenza e la liquidità dei propri titoli potrebbero rendere questi ultimi più attraenti come garanzia collaterale. Anche i miglioramenti nella gestione del rischio e nelle strutture di mercato potrebbero facilitare l'impiego di strumenti con più elevato rischio di credito e di liquidità.

La principale difficoltà che ostacola l'impiego come benchmark dei tassi pct è la scarsa liquidità di questo segmento oltre il brevissimo termine. I mercati pct nei paesi industriali sono tipicamente liquidi fino a circa tre mesi (12 mesi negli Stati Uniti), cosicché le aspettative desunte dalla loro struttura a termine sono verosimilmente poco accurate per le scadenze più lunghe. Nel comparto dell'euro vi è poi il problema che non esiste ancora un mercato pct integrato. Dal lancio della moneta unica i mercati nazionali sono divenuti più strettamente interconnessi, ma i tipi di collaterale, i prezzi e le condizioni di liquidità restano tuttora difforni (BCE (2001); Schulte e Violi (2001)).

Nel segmento a più lungo termine del credito collateralizzato, i titoli garantiti da attività (asset-backed securities, ABS) e da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS) possiedono talune caratteristiche che potrebbero favorirne l'utilizzo come benchmark. In primo luogo, questi

I tassi pct fungono da benchmark nel brevissimo termine ...

... mentre i titoli garantiti potrebbero svolgere un ruolo analogo per le scadenze più lunghe

³ Ad esempio, nella prima parte del 2000 erano sorti timori riguardo al merito di credito di Fannie Mae e Freddie Mac in seguito alle proposte presentate al Congresso USA di revocare le linee di credito governative e le esenzioni fiscali in favore di tali enti. Le pressioni legislative si sono poi attenuate verso la fine dell'anno, allorché le due agenzie si sono impegnate ad accrescere i livelli di capitalizzazione e a migliorare l'informativa di bilancio.

strumenti sono fra i più liquidi nell'ambito dei titoli non di Stato. Ad esempio, Mastroeni (2001) rileva che gli spreads lettera-denaro delle Jumbo Pfandbriefe reggono bene il confronto con quelli delle obbligazioni del governo tedesco. In secondo luogo, le loro scadenze vanno fino a 30 anni e oltre. In terzo luogo, le emissioni sono spesso strutturate in modo da rendere minimo il rischio di insolvenza. Infine, anche per le Pfandbriefe e altri strumenti di debito collateralizzati comincia a svilupparsi un attivo mercato pct. La decisione presa nel 1999 dalla Federal Reserve di includere i MBS emessi dalle agenzie federali fra gli strumenti stanziabili per le operazioni temporanee dovrebbe accelerare questo processo.

Tuttavia, uno svantaggio importante connesso con l'uso di ABS o MBS come strumenti benchmark è il fatto che, a causa della facoltà di rimborso anticipato e di altre opzioni implicite, può essere difficile discernere le aspettative di tasso d'interesse. Inoltre, gli operatori non sono sempre concordi nel valutare il rischio di tali titoli. Le Pfandbriefe ne sono l'esempio più significativo. Nell'attribuire il proprio rating a questi strumenti, Standard & Poor's considera soprattutto la qualità delle garanzie. Moody's pone invece l'accento anche sul merito di credito della banca emittente, sostenendo che a causa della natura dinamica del pool di prestiti su cui si basa l'emissione – nel quale affluiscono di continuo nuovi crediti per rimpiazzare quelli rimborsati – non è possibile valutare il collaterale senza considerare anche la banca che gestisce le attività.

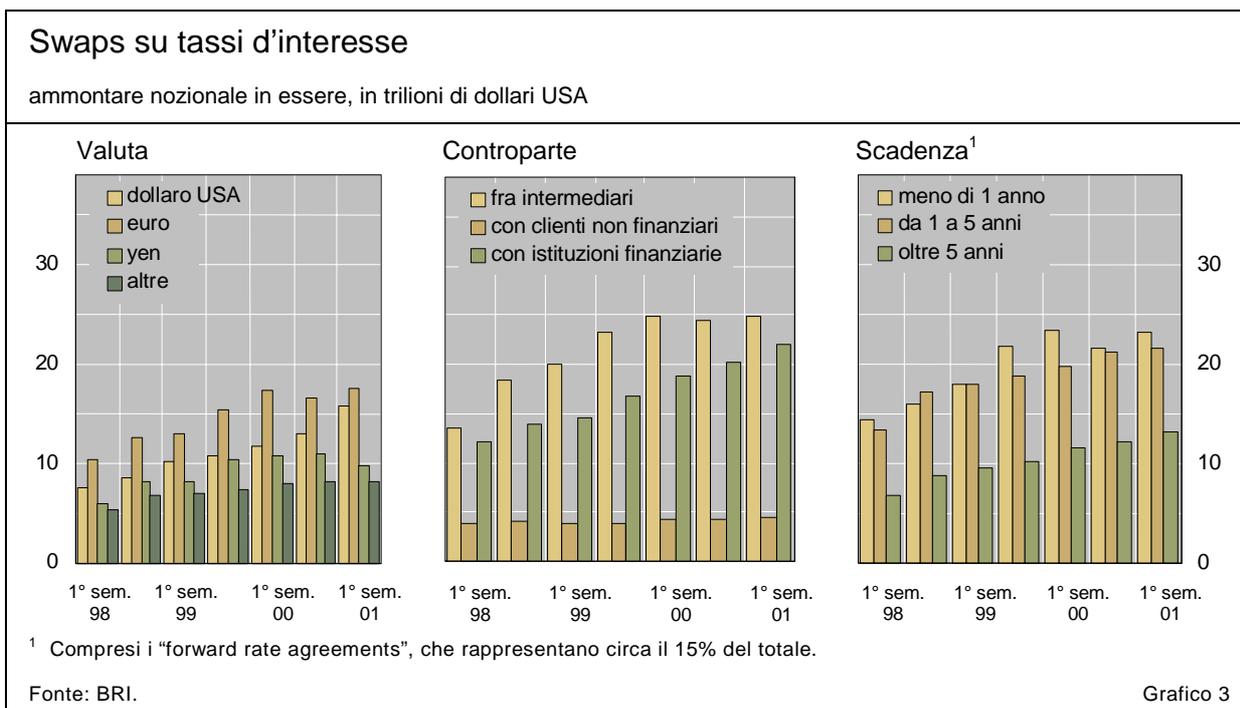
Crescente impiego come benchmark degli swaps su tassi d'interesse

Un'altra possibile curva benchmark è quella fornita dalla componente a tasso fisso degli swaps su tassi d'interesse. Storicamente gli swaps si caratterizzavano per un rischio di credito elevato e condizioni di liquidità mediocri al di là delle scadenze ravvicinate. A partire dalla metà degli anni novanta la costituzione di sussidiarie con rating AAA specializzate in strumenti derivati e l'adozione di varie tecniche di attenuazione del rischio, fra cui il deposito di margini e di collaterale, hanno dissipato molti dei timori circa il rischio creditizio di controparte (Remolona et al. (1996)). Anche il premio di liquidità insito negli swaps su tassi d'interesse è andato calando, e la rapida espansione di questi contratti nell'ultima parte degli anni novanta si è accompagnata a un restringimento degli spreads lettera-denaro e a una crescita in spessore dei mercati. La liquidità continua a essere massima nel segmento a breve. Di fatto, gli swaps riferiti al tasso medio overnight sull'euro (EONIA) rappresentano ora il comparto più liquido del mercato monetario dell'euro (BCE (2001)). Tuttavia, come appare dal diagramma di destra del grafico 3, nei segmenti a più lungo termine l'attività di negoziazione è in espansione.

I premi di liquidità e di credito negli swaps sono diminuiti ...

La gamma di operatori che fanno ricorso agli swaps continua ad ampliarsi. Ciò è rilevabile dalla crescita del segmento intermediari-clienti (istituzioni finanziarie e utilizzatori non finanziari) evidenziata nel diagramma mediano del

grafico 3. Le banche commerciali e di investimento sono forse state le prime a fare maggiormente ricorso agli swaps come curve di rendimento benchmark. Poiché le loro passività sono per lo più basate su un tasso interbancario a breve, come il Libor o l'Euribor, le banche tendono a parametrare i prezzi in riferimento alla curva di swap, che incorpora le aspettative circa l'evoluzione futura di tali tassi. Anche gli investitori finali e i grandi mutuatari con portafogli e programmi di finanziamento in diverse valute fanno sempre più spesso ricorso ai differenziali di rendimento sugli swaps, anziché sui titoli di Stato. Mentre le diversità fra i mercati nazionali dei titoli pubblici rendono più difficili i raffronti delle curve dei rendimenti, gli swaps consentono di comparare in modo abbastanza semplice i rendimenti e i costi di finanziamento nei diversi mercati. E persino i governi stanno iniziando a utilizzare gli swaps per gestire le proprie esposizioni. La tendenza a preferire gli swaps è particolarmente pronunciata nel mercato dell'euro, dove gli investitori si sono rapidamente resi conto dei vantaggi che comporta il riferirsi a una sola curva di swap in euro, anziché scegliere fra 12 curve dei rendimenti pubblici. Il mercato degli swaps in dollari sta anch'esso velocemente recuperando terreno.



... e potrebbero calare ulteriormente con il passaggio alla negoziazione in borsa

D'altro canto, un fattore che riduce l'attrattiva della curva dei tassi swap come benchmark è la struttura del mercato. La contrattazione nel segmento degli swaps su tassi d'interesse – e invero in tutti i mercati OTC – è appannaggio di pochi operatori di qualità primaria. Pertanto, l'attuale segmento degli swaps opera probabilmente con costi di transazione più elevati e rimane meno liquido rispetto a un mercato in cui gli swaps fossero negoziati in borse organizzate (McCauley (2001)). Sebbene siano stati compiuti passi in questa direzione, per il momento i contratti scambiati in borsa rappresentano una quota trascurabile del mercato globale degli swaps. Inoltre, essendo riferiti a

tassi su depositi interbancari non garantiti, i tassi swap restano sensibili ai cambiamenti nella qualità creditizia delle banche. Ad esempio, il basso merito di credito delle banche giapponesi aumenta l'incertezza circa l'evoluzione futura dei tassi swap in yen, scoraggiandone l'impiego come rendimenti benchmark.

Conclusioni

In seguito ai cambiamenti nei mercati del reddito fisso indotti dagli eventi del 1998, dalle mutate condizioni di offerta e dall'introduzione dell'euro, i titoli di Stato hanno perso, come strumenti di riferimento, la posizione di primato che detenevano soltanto alcuni anni orsono. Con il tempo gli operatori tenderanno a basarsi su una sola curva dei rendimenti benchmark, poiché il mercato può risparmiare risorse se il processo di "price discovery" si concentra su un unico strumento omogeneo. Ma nelle attuali circostanze, vari strumenti si contendono il rango di benchmark, e finora nessuna curva è riuscita a imporsi come riferimento per l'assunzione di posizioni aperte o di copertura sui tassi d'interesse.

In quanto strumenti benchmark da tempo dominanti, i titoli di Stato conservano numerosi vantaggi, primo fra tutti l'enorme liquidità. Pur essendosi deteriorate in alcuni segmenti del mercato, le condizioni di liquidità rimangono migliori di quelle offerte dalla maggior parte degli altri strumenti a reddito fisso. Nondimeno, i contratti pronti contro termine hanno spodestato i rendimenti pubblici come parametro di riferimento nel segmento a brevissimo termine della curva. Ulteriori miglioramenti nella liquidità e nella struttura dei crediti collateralizzati e degli swaps su tassi d'interesse potrebbero accrescere l'attrattiva di questi strumenti come benchmark anche per le scadenze più lunghe.

Perdita del ruolo esclusivo di benchmark dei titoli pubblici a favore di vari strumenti privati

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2001): *The euro money market*, BCE, Francoforte, luglio.

BRI, Gruppo di studio sui mercati del reddito fisso (2001): "The changing shape of fixed income markets", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 1-43.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999a): *Implications of repo markets for central banks*, BRI, Basilea, marzo.

Comitato sul sistema finanziario globale (1999b): *A review of financial market events in autumn 1998*, BRI, Basilea, ottobre.

Comitato sul sistema finanziario globale (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, BRI, Basilea, marzo.

Cooper, N. e C. Scholtes (2001): "Government bond market valuations in an era of dwindling supply", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 147-69.

Fleming (2001): "Measuring Treasury market liquidity", *Federal Reserve Bank of New York staff reports*, n. 133, luglio.

Hattori, M., K. Koyama e T. Yonetani (2001): "Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 113-46.

Mastroeni, O. (2001): "Pfandbrief-style products in Europe", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 44-66.

McCauley, R. N. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", in *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, marzo, pagg. 42-49.

Reinhart, V. e B. Sack (imminente): "The changing information content of market interest rates", in *Market functioning and central bank policy*, *BIS Papers*, Basilea.

Remolona, E. M., W. Bassett e I. S. Geoum (1996): "Risk management by structured derivative product companies", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, n. 2, aprile, pagg. 17-38.

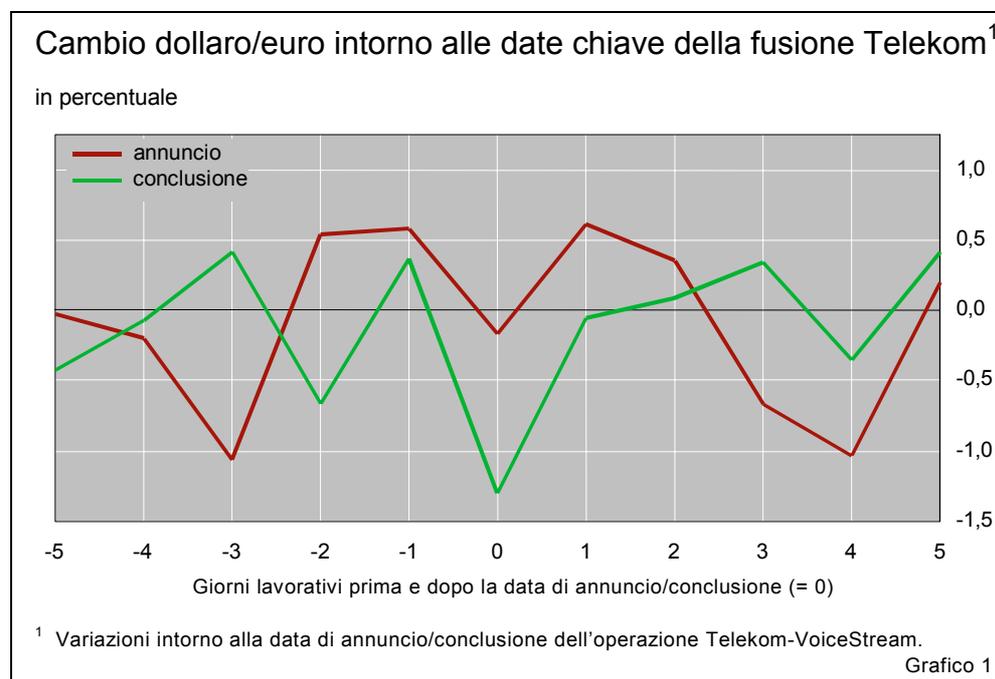
Schulte, W. e R. Violi (2001): "Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area", in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, n. 5, Basilea, ottobre, pagg. 67-112.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge funds", in *Rassegna trimestrale BRI: Evoluzione dell'attività bancaria internazionale e del mercato finanziario internazionale*, novembre, pagg. 68-79.

L'impatto sul cambio dollaro/euro delle fusioni e acquisizioni transatlantiche¹

Il 19 luglio 2000, allorché si è avuta notizia dell'imminente acquisizione dell'operatore di telefonia mobile statunitense VoiceStream da parte della tedesca Deutsche Telekom per un controvalore in azioni e in contante di \$53 miliardi, l'euro si è svalutato rispetto al dollaro dell'1,06%, una variazione notevole per essere su base giornaliera. Nel giorno dell'annuncio ufficiale, il 24 luglio, la moneta europea è ancora scesa dello 0,17%, per poi deprezzarsi ulteriormente del 2,94% nei dieci giorni seguenti. A operazione conclusa, il 31 maggio 2001, l'euro aveva perso circa l'1,30% del proprio valore in dollari (grafico 1).

Fusioni societarie transatlantiche di elevato profilo



¹ Gli autori desiderano ringraziare Angelika Donaubauer e Marian Micu per l'eccellente supporto analitico. Le opinioni da essi espresse in questo saggio monografico non coincidono necessariamente con quelle della BRI.

Le notizie di fusioni e acquisizioni (F&A) internazionali hanno avuto notevole spazio nel dibattito pubblico. Ciò è spiegato non solo dalle dimensioni enormi di alcune operazioni di alto profilo, come la suddetta incorporazione di VoiceStream, ma anche dal loro potenziale impatto sui rapporti di cambio². Negli ultimi anni le analisi di mercato hanno spesso citato il continuo flusso di capitali collegato a F&A dall'area dell'euro agli Stati Uniti come una possibile causa delle pressioni sulla moneta europea. Non è tuttavia ancora chiaro quale sia il reale impatto di tali operazioni, dato che il volume giornaliero delle contrattazioni sul mercato valutario si misura in migliaia di miliardi di dollari³. Inoltre, non poche acquisizioni sono regolate, almeno in parte, mediante trasferimento di azioni e non di denaro, e non hanno quindi conseguenze dirette sulle transazioni a pronti in cambi.

L'influsso sui cambi può esercitarsi attraverso tre canali

Questo saggio monografico esamina in che misura le F&A transatlantiche⁴ si siano accompagnate a variazioni nel tasso di cambio dollaro/euro durante il periodo dal 1° gennaio 1999 al 30 settembre 2001. Tre ipotesi vengono di regola avanzate per spiegare il potenziale impatto delle F&A internazionali sul rapporto di cambio: l'effetto di regolamento valutario, l'effetto di portafoglio e l'effetto di annuncio. Nel presente lavoro gli autori verificano se l'ultimo di questi effetti trova conferma nei dati inerenti alle F&A transatlantiche e forniscono inoltre una certa evidenza della prima ipotesi.

L'analisi è articolata nel modo seguente: la prima sezione presenta alcuni dati di fondo sulle F&A transatlantiche e sul cambio dollaro/euro dal 1999 al 2001; la seconda descrive la meccanica basilare delle F&A internazionali; la terza infine applica la metodologia empirica e fornisce l'evidenza di un effetto statisticamente significativo degli annunci di F&A sul cambio dollaro/euro, mostrando inoltre che la portata di tale effetto è indipendente dalle modalità di finanziamento dell'operazione, un riscontro che non è coerente con l'effetto di regolamento valutario.

L'analisi porta a concludere che la direzione e il volume delle F&A transatlantiche sono in linea con il rafforzamento del dollaro sull'euro fra il 1999 e il 2000. Per converso, sembrerebbe che il recente netto calo del volume medio mensile delle nuove F&A annunciate rispetto ai livelli record dell'anno scorso possa essere messo in relazione con un indebolimento del dollaro.

² Le grandi operazioni di F&A, come quella fra Telekom e VoiceStream, possono avere un'incidenza notevole in termini di finanziamenti correnti. Nei conti finanziari del maggio 2001 la BCE registrava deflussi netti relativamente ampi di investimenti diretti, stimati in €40,4 miliardi. Il regolamento finale dell'operazione Telekom-VoiceStream, valutato in \$27,1 miliardi (€31,9 miliardi), rappresenta quindi circa il 78% di tali deflussi netti. Cfr. BCE (2001).

³ La più recente indagine triennale delle banche centrali stima in \$1 210 miliardi il valore medio giornaliero delle contrattazioni sui tradizionali mercati dei cambi nell'aprile 2001. Cfr. BRI (2001b).

⁴ Per F&A transatlantiche si intendono le fusioni e acquisizioni internazionali fra società con sede nell'area dell'euro e negli Stati Uniti.

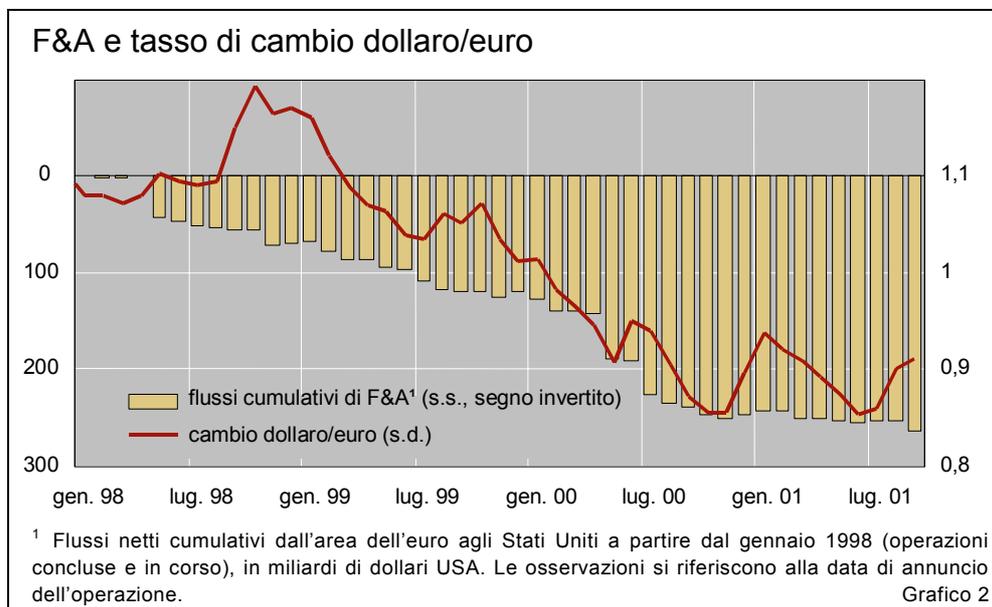
Alcune considerazioni di base sulle F&A e sul cambio dollaro/euro

La forza del dollaro nel periodo compreso fra metà anni novanta e metà 2001 è stata di solito attribuita alle migliori prospettive di crescita a medio termine degli Stati Uniti rispetto alle altre economie. Secondo questa ipotesi, le revisioni nelle aspettative del mercato riguardo ai differenziali di crescita fra le tre principali aree valutarie in una prospettiva di uno-due anni appaiono sostanzialmente coerenti con le variazioni dei tassi di cambio⁵. Nel 1999, e ancor più nel 2000, tali aspettative sembrano aver indotto un costante flusso di investimenti di portafoglio verso gli Stati Uniti, che ha sostenuto il corso del dollaro.

Le attese di una migliore performance economica degli Stati Uniti nel medio periodo si sono tendenzialmente tradotte anche in ampi investimenti diretti esteri (IDE) verso il paese, di riflesso all'intensa attività internazionale di F&A. In effetti, negli ultimi anni le operazioni di questo tipo sono divenute un'importante componente dei flussi finanziari internazionali. Nel 2000 il valore totale delle F&A transfrontaliere è salito a \$1 100 miliardi, con un aumento di quasi il 50% sull'anno precedente. Gli afflussi netti di capitali negli Stati Uniti connessi con F&A annunciate sono ammontati a \$217 miliardi, equivalenti al 2,3% del PIL del paese. Nel medesimo periodo l'area dell'euro ha fatto registrare deflussi netti per F&A annunciate pari a \$278 miliardi e deflussi lordi per \$395 miliardi⁶. La protratta debolezza della moneta europea rispetto al dollaro nel 1999 e nel 2000 è pertanto in linea con il continuo flusso di capitali collegato a F&A dalla zona dell'euro agli Stati Uniti (grafico 2)⁷.

Le prospettive di crescita relativa favoriscono gli investimenti netti di portafoglio ...

... e quelli diretti dall'estero verso gli Stati Uniti



⁵ Cfr. BRI (2001a).

⁶ Cfr. Montgomery et al. (2001).

⁷ Cfr. BRI (2001a) e *The Economist* (2000).

La meccanica delle F&A transfrontaliere

Tre ipotesi sono di regola avanzate per spiegare il potenziale impatto sui tassi di cambio delle fusioni societarie transfrontaliere: l'effetto di regolamento valutario, l'effetto di portafoglio e l'effetto di annuncio. Qui di seguito si verifica se la terza ipotesi, l'esistenza di un effetto di annuncio, sia sorretta dai dati empirici.

Effetto di regolamento valutario ...

La prima ipotesi, l'effetto di regolamento valutario delle F&A, postula che soltanto i flussi valutari effettivi avrebbero rilevanza ai fini delle variazioni di cambio. In virtù di tali flussi, l'acquisizione di una società USA da parte di un'impresa europea accresce la domanda di dollari in contropartita di euro, influenzando così il rapporto di cambio delle due monete.

Affinché l'effetto di regolamento valutario si espliciti, i pagamenti connessi con una F&A devono essere regolati in denaro e transitare per il mercato dei cambi (a pronti). Pertanto, l'impatto di una F&A sul tasso di cambio viene interamente a dipendere dal tipo di finanziamento dell'operazione, il quale può essere realizzato ricorrendo a liquidità disponibili, al collocamento di strumenti debitori e all'assunzione di crediti bancari, all'emissione e/o trasferimento di azioni, ovvero a una combinazione di questi canali⁸. E sebbene tutte le predette forme di finanziamento, salvo l'ultima, comportino pagamenti in denaro, questi possono non dar luogo a transazioni sul mercato dei cambi nella misura in cui la società incorporante finanzia la F&A nella moneta del paese della società acquisita⁹.

... effetto di portafoglio ...

La seconda ipotesi, che coesiste con quella incentrata sui flussi di cassa, presume un effetto di equilibrio di portafoglio (o effetto di stock), affermando che le F&A transatlantiche generano un aumento del volume netto desiderato delle esposizioni in dollari rispetto a quelle in euro. Se gli averi denominati in dollari e in euro non sono succedanei perfetti, gli investitori vanno compensati con un rendimento atteso superiore. Ciò richiede a sua volta un aggiustamento del tasso di cambio tale da portare i rendimenti attesi in linea con la nuova composizione del portafoglio. L'effetto delle F&A sui rapporti di cambio attraverso questo canale dipende in modo cruciale dalla misura in cui le posizioni in cambi sono coperte. Tuttavia, essendovi scarse informazioni disponibili sulle operazioni di copertura, l'ipotesi in questione è assai difficile da verificare empiricamente.

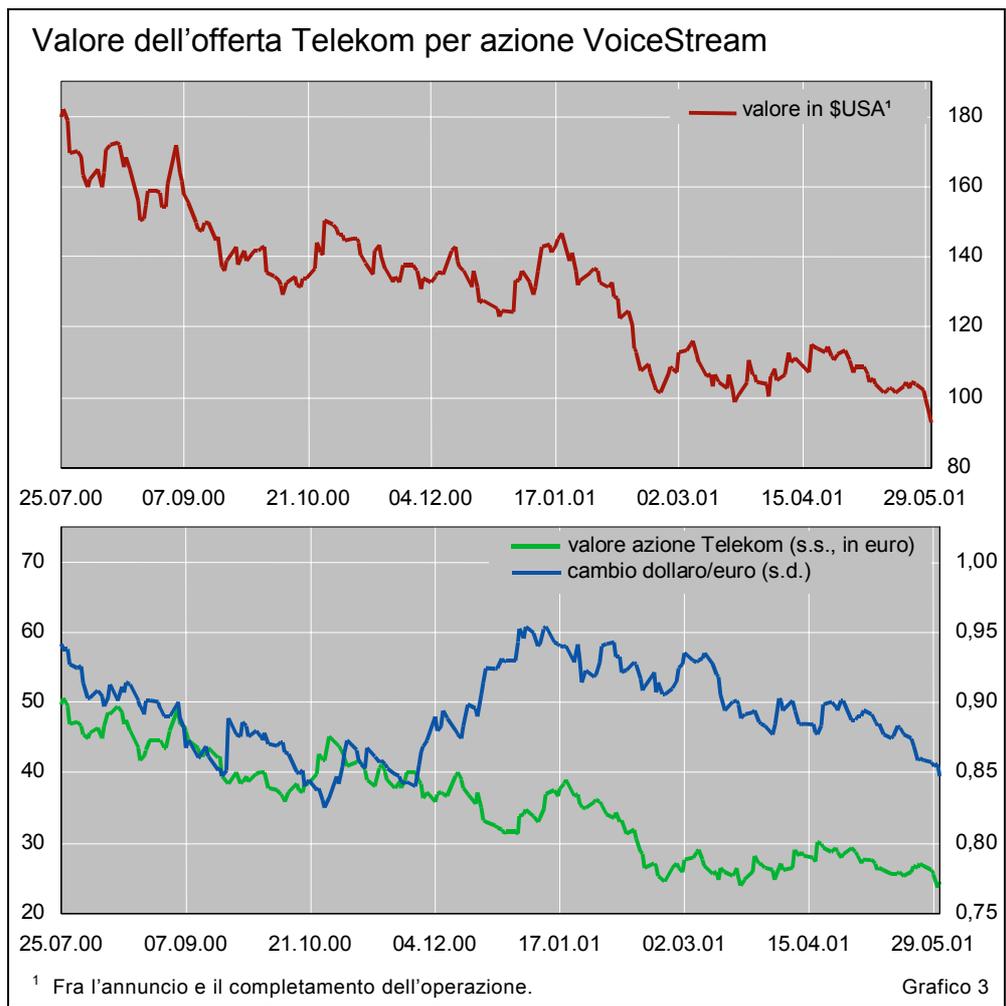
... ed effetto di annuncio

La terza ipotesi circa il modo in cui le F&A transfrontaliere possono influenzare i tassi di cambio si basa sull'idea che gli effetti siano generati dal semplice annuncio dell'operazione, piuttosto che dal suo completamento e regolamento. Questo canale potrebbe operare in due modi. Anzitutto, il cambio

⁸ Lo scambio di azioni nel quadro di F&A, pur non comportando un immediato pagamento in denaro, può comunque generare effetti indiretti connessi con il riflusso delle azioni. Tale riflusso dipende a sua volta dalle decisioni di portafoglio degli investitori e dalla misura in cui il ricavato della vendita delle azioni viene eventualmente rimpatriato.

⁹ Questo aspetto ha particolare rilevanza per gli Stati Uniti e l'area dell'euro, data la presenza di mercati liquidi degli strumenti di debito societari.

reagirebbe all'annuncio di una F&A in quanto gli operatori si premurano di assumere posizioni in vista di una futura pressione al rialzo sulla valuta (effetto di aspettativa). L'annuncio può inoltre essere letto come segnale delle prospettive di crescita nelle aree valutarie in questione (effetto segnaletico), ossia come indicatore della forza potenziale di un'economia rispetto all'altra, specie se il flusso delle nuove operazioni si muove coerentemente nella stessa direzione (grafico 2). In virtù di queste due componenti dell'effetto di annuncio, i tassi di cambio possono variare anche se una nuova operazione annunciata non comporta nell'immediato regolamenti valutarie a pronti e a prescindere dalle specifiche strategie di finanziamento.



Per quanto concerne l'effetto di aspettativa, va detto che le previsioni circa le future transazioni in cambi sono complicate da un notevole grado di incertezza, poiché le cifre rese note al momento dell'annuncio possono discostarsi in misura sensibile dall'effettivo ammontare finale dell'operazione. L'acquisizione della società VoiceStream da parte della Deutsche Telekom è un esempio pertinente anche a questo riguardo. Secondo le condizioni iniziali dell'offerta di acquisto, la società statunitense era valutata a circa \$53 miliardi (€57,6 miliardi), di cui \$7,8 miliardi pagabili in contante. Alla data del

Valore dell'operazione e modo di finanziamento possono cambiare nel tempo

completamento l'operazione ammontava a \$27,1 miliardi (€31,9 miliardi), un importo inferiore di circa il 49% alla cifra originariamente prevista, regolato in contante nella misura di \$4,6 miliardi (grafico 3)¹⁰. Tuttavia, nonostante la forte diminuzione del valore e della componente monetaria in sede di regolamento finale, l'operazione aveva comunque un peso notevole in termini di finanziamento di conto corrente¹¹. Questo esempio evidenzia quindi come le grandi F&A siano in grado di produrre effetti rilevanti sul tasso di cambio attraverso i flussi valutari da esse generati. L'esempio però indica anche che le informazioni riguardanti l'importo complessivo di una data operazione e la sua componente in contante possono variare sensibilmente nel tempo. Ciò condiziona la capacità degli operatori di prevedere correttamente il volume dei connessi flussi di capitale e, di conseguenza, anche gli effetti di annuncio generati dall'operazione.

Metodologia empirica e stime

La scarsa disponibilità di dati rende difficile l'analisi empirica dei tre summenzionati effetti sul cambio prodotti dalle F&A, soprattutto perché non sono sempre ottenibili informazioni sull'effettivo finanziamento di una data operazione e sulle connesse posizioni di copertura. La mancanza di dati dettagliati sui movimenti di portafoglio non consente pertanto di appurare in modo accurato la rilevanza specifica degli effetti di stock e di flusso. Per contro, è possibile utilizzare i dati relativi all'annuncio di F&A transatlantiche per verificare la terza ipotesi, ossia per stabilire l'esistenza di un effetto di annuncio. Inoltre, una certa evidenza indiretta sul ruolo del regolamento valutario può essere ottenuta esaminando se gli effetti di annuncio variano a seconda del modo in cui l'operazione è finanziata, cioè in funzione della componente di cassa.

L'analisi empirica della relazione fra il tasso di cambio dollaro/euro e l'annuncio di F&A transatlantiche è basata su una serie di dati con osservazioni giornaliere delle operazioni effettuate fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. La serie, ricavata da Bloomberg, copre le F&A annunciate nel periodo da gennaio 1999 a fine settembre 2001 e fornisce il valore totale espresso in dollari USA, nonché informazioni sulle modalità di finanziamento per le operazioni di importo superiore a \$100 milioni. La tabella 1 riporta alcuni dati di base sulle operazioni comprese nella serie statistica utilizzata. Nel periodo

Analizzate le
F&A nel periodo
da gennaio 1999 a
fine settembre 2001

¹⁰ Il 20 luglio 2000, allorché si sono apprese le condizioni del progetto di incorporazione, l'offerta di 3,2 azioni Telekom più \$30 in contante per ogni azione VoiceStream valutava la società USA a circa \$53 miliardi. Il 24 luglio, giorno dell'annuncio ufficiale, il valore complessivo dell'operazione era sceso a \$46,5 miliardi, a causa della perdita di circa il 15% subita dalle azioni Telekom rispetto alla quotazione di chiusura del 19 luglio (€60,4). Poco prima del completamento dell'operazione, il 31 maggio 2001, l'offerta prevedeva 3,7 azioni Telekom più \$15,90 per ogni azione VoiceStream, per un valore totale di \$27,1 miliardi. Cfr. *Financial Times* (2000, 2001).

¹¹ Cfr. sopra e BCE (2001).

Flussi inerenti a F&A fra Stati Uniti e area dell'euro ¹								
	Flussi di capitali verso gli Stati Uniti				Flussi di capitali verso l'area dell'euro			
	Numero operazioni		Valore operazioni		Numero operazioni		Valore operazioni	
	Totale	di cui: con regolamento in contante (%)	Media (mio di \$)	Totale (mdi di \$)	Totale	di cui: con regolamento in contante (%)	Media (mio di \$)	Totale (mdi di \$)
1999	154	51,3	715	89,2	147	42,9	240	40,0
2000	234	44,0	778	176,4	133	31,6	330	50,1
2001	111	49,5	360	35,2	92	50,0	195	18,9

¹ Tutte le operazioni concluse e in corso. Per il 2001, da gennaio a fine settembre.
Fonte: Bloomberg. Tabella 1

considerato si sono avute 499 acquisizioni di società USA da parte di imprese dell'area dell'euro, contro 372 acquisizioni nella direzione opposta. La tabella presenta inoltre alcuni dati sintetici sulla dimensione delle operazioni.

La metodologia empirica consiste nel regredire le variazioni logaritmiche del cambio dollaro/euro (XR) sui suoi movimenti passati, sul logaritmo del valore contestuale e differito nel tempo delle F&A (M), nonché su alcune altre variabili esplicative (X)¹². La formulazione applicata distingue i flussi di F&A in base alla loro direzione. Al fine di discernere l'effetto dell'annuncio di F&A da quello di notizie su grandezze macroeconomiche apparse nello stesso giorno, per ognuna delle due aree economiche è stata inclusa una variabile addizionale per tenere conto di tali notizie. A tale scopo sono state scelte le componenti non attese degli indici pubblicati dal NAPM (associazione dei responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere USA) e dall'Ifo (Istituto tedesco di ricerca economica), che sono seguiti attentamente dagli operatori in cambi¹³. Infine, per controllare gli effetti connessi con un particolare giorno della settimana, fra le variabili esplicative è stata inclusa una dummy per ciascuno dei giorni.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=0}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

L'equazione è stata stimata utilizzando i tassi di cambio spot a New York alle ore 12 locali. La tabella 2 riporta i principali risultati. Si è riscontrato che i coefficienti dei flussi USA di F&A in entrata e in uscita sono di segno corretto. Pertanto, l'annuncio di acquisizioni di società USA da parte di imprese europee ha fatto apprezzare il dollaro rispetto all'euro, mentre le acquisizioni di società europee hanno in media sorretto l'euro. Tuttavia, mentre il contestuale impatto

Significatività statistica degli effetti di annuncio

¹² In tutto il presente saggio il cambio dollaro/euro è espresso in termini di dollari per unità di euro.

¹³ Il numero delle variabili macro è stato limitato per evitare problemi di quasi-collinearità dovuti alle molte variabili esplicative. Le equazioni costruite con altre variabili non hanno modificato i principali risultati. Per un'analisi del ruolo delle notizie macroeconomiche sul cambio euro/dollaro, cfr. Galati e Ho (2001).

sul cambio dollaro/euro delle F&A transatlantiche aventi per oggetto società americane risulta statisticamente significativo al livello 6%, le operazioni in senso opposto non evidenziano effetti di cambio statisticamente significativi. Inoltre, i coefficienti cumulativi delle F&A contestuali e con cinque periodi di lag presentano un'elevata significatività per i flussi diretti verso gli Stati Uniti. L'effetto corrispondente delle acquisizioni di società europee da parte di imprese USA, pur essendo di segno giusto, anche in questo caso non appare statisticamente significativo. I risultati della regressione indicano che la rilevanza economica dell'impatto degli annunci di F&A è mediamente modesta. Tuttavia, gli effetti stimati sul cambio dollaro/euro prodotti da operazioni di grandissimo ammontare possono essere cospicui¹⁴.

Stime degli effetti delle F&A sul cambio dollaro/euro								
gennaio 1999 - settembre 2001								
	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.
Flussi verso l'area dell'euro	0	0,118	1,23	0,22	0 - 5	0,346	1,55	0,12
Flussi verso gli Stati Uniti	0	- 0,157	- 1,89	0,06	0 - 5	- 0,481	- 2,52	0,01
Indice NAPM	0	- 0,972	- 1,36	0,17	0 - 5	0,377	0,22	0,82
Indice Ifo	0	4,551	5,04	0,00	0 - 5	7,857	3,28	0,00

La variabile dipendente entra nell'equazione di regressione sotto forma di differenza logaritmica, i valori delle F&A come livelli logaritmici e le variabili notizia nella loro forma originaria X_k . Coefficiente = $\beta * 10^3$. R^2 corretto = 0,09. Tabella 2

Considerati nel loro insieme, i risultati fanno apparire una certa asimmetria nel modo in cui le F&A influiscono sul cambio dollaro/euro, oltre che una persistenza degli effetti di annuncio connessi con l'acquisto di società americane.

Il modo di finanziamento non sembra influire ...

Il passo successivo è consistito nell'analizzare più in dettaglio il contenuto delle F&A annunciate. Come già detto, la meccanica di queste operazioni fa ritenere che la portata dell'effetto di annuncio dipenda dalle loro caratteristiche specifiche, fra cui l'ammontare e i modi di finanziamento. Utilizzando i dati sulla componente cassa/azioni di ciascuna operazione inclusa nella serie statistica, si è dapprima verificato se la reazione del tasso di cambio all'annuncio dipendeva dal tipo di regolamento, cioè dal fatto che vi fossero o meno trasferimenti di denaro. A questo scopo, all'equazione di regressione sono state aggiunte due variabili dummy (una per ogni direzione dei flussi), che assumevano valore 1 allorché l'operazione comportava il trasferimento di denaro e valore 0 in caso contrario. Come alternativa, è stata costruita una seconda equazione comprendente variabili di interazione alle quali è stato attribuito un valore uguale all'ammontare dell'operazione quando vi è

¹⁴ La tabella 2 indica che \$1 miliardo di F&A transatlantiche aventi per oggetto una società USA comporta un apprezzamento del dollaro rispetto all'euro pari allo 0,11%. L'offerta della Deutsche Telekom per l'acquisto di VoiceStream, del valore di \$46,5 miliardi il giorno dell'annuncio, implica pertanto un apprezzamento del dollaro dello 0,169%, che corrisponde alla variazione di +0,17% osservata il 24 luglio 2000.

trasferimento di denaro e valore 0 in caso contrario. I risultati empirici ottenuti per entrambe le equazioni indicano che la scelta del mezzo di regolamento non condiziona in misura statisticamente significativa l'effetto delle F&A sul tasso di cambio dollaro/euro¹⁵.

Si è quindi proceduto a verificare se l'impatto delle F&A transatlantiche sia variato in funzione del loro ammontare, ossia se le cosiddette megafusioni abbiano prodotto effetti addizionali. A tal fine è stata stimata un'altra regressione, con variabili dummy per ciascuna direzione dei flussi che assumevano valore 1 quando l'importo dell'operazione supera \$1 miliardo e valore 0 in caso contrario¹⁶. In una formulazione alternativa sono state impiegate variabili di interazione. Anche in questo caso nessuna delle due equazioni ha fornito l'evidenza di un significativo effetto dimensionale.

Infine, si è indagato se l'impatto dell'annuncio di F&A sia mutato nell'ultima parte del 2000, allorché sono diminuiti nettamente i flussi netti verso gli Stati Uniti¹⁷. Poiché i test di Chow indicavano la presenza di una discontinuità strutturale a fine agosto 2000, le principali equazioni di regressione sono state nuovamente stimate sul periodo settembre 2000–fine settembre 2001. I risultati, riportati nella tabella 3, mostrano che – diversamente da quanto constatato per l'intero periodo gennaio 1999–settembre 2001 – gli annunci di acquisizioni di società dell'area dell'euro da parte di imprese USA hanno avuto in media un impatto positivo e statisticamente significativo sul valore in dollari dell'euro durante tale sottoperiodo.

... né risulta un effetto addizionale dovuto alle megafusioni

Stime degli effetti delle F&A sul cambio dollaro/euro								
settembre 2000–settembre 2001								
	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.	Lag	Coefficiente	t-stat	Livello signif.
Flussi verso l'area dell'euro	0	0,494	2,85	0,00	0 - 5	1,089	2,63	0,01
Flussi verso gli Stati Uniti	0	-0,483	-3,23	0,00	0 - 5	-0,616	-1,45	0,15
Indice NAPM	0	-2,159	-1,94	0,05	0 - 5	3,699	1,08	0,28
Indice Ifo	0	1,595	0,93	0,35	0 - 5	9,007	2,25	0,02

La variabile dipendente entra nell'equazione di regressione sotto forma di differenza logaritmica, i valori delle F&A come livelli logaritmici e le variabili notizia nella loro forma originaria X_k . Coefficiente = $\beta * 10^3$. R^2 corretto = 0,18. Tabella 3

¹⁵ I risultati non sono riportati per ragioni di spazio, ma appaiono coerenti con quelli ottenuti da Breedon e Fornasari (2000), i quali riscontrano che le transazioni non regolate in denaro, pur influenzando sul tasso di cambio, non producono un effetto statisticamente significativo.

¹⁶ Le evidenze non mutano con soglie di \$2 o 5 miliardi. I risultati non sono riportati per ragioni di spazio, ma possono essere ottenuti dagli autori su richiesta.

¹⁷ Cfr. *The Economist* (2001).

Conclusioni

Nel presente lavoro si è cercato di determinare in quale misura gli annunci di F&A transatlantiche si siano accompagnati a movimenti del tasso di cambio a pronti dollaro/euro nel periodo gennaio 1999–settembre 2001. L'analisi mostra che l'acquisizione di società USA da parte di imprese dell'area dell'euro ha effettivamente un impatto significativo sul cambio e che la portata di questo impatto è indipendente dalle modalità di finanziamento dell'operazione. Le acquisizioni aventi per oggetto società europee, per contro, non evidenziano un effetto statisticamente significativo sul rapporto di cambio. Non sono neanche emerse indicazioni di effetti addizionali legati alle cosiddette megafusioni. Gli ampi flussi netti verso gli Stati Uniti collegati a F&A sono pertanto in linea con la tendenza calante dell'euro nei confronti del dollaro.

Da questi risultati si può inferire che gli effetti di annuncio non sembrano rispecchiare appieno le specificità, ossia il modo di finanziamento, delle F&A. In altri termini, essi non sono necessariamente spiegabili con una reazione degli operatori in cambi ai previsti flussi valutari generati dalle singole operazioni. L'assenza di significativi effetti dovuti all'ammontare e alla modalità di finanziamento pare indicare che la reazione del tasso di cambio sia piuttosto indotta dal livello dei flussi netti cumulativi, cioè dalla percezione del mercato riguardo alla tendenza generale dei flussi di F&A. Ciò può essere considerato come una prova dell'esistenza di effetti segnaletici, per cui l'annuncio di un'acquisizione verrebbe visto come un indicatore della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due economie considerate e, quindi, della futura attività di F&A societarie. Questa interpretazione è avvalorata dall'evidenza che le notizie di acquisizioni di società europee da parte di imprese USA hanno cominciato a sostenere l'euro verso la fine del 2000, ponendo fine alla precedente asimmetria nella reazione del tasso di cambio.

In sintesi, si può affermare che le F&A transfrontaliere abbiano favorito il rafforzamento del dollaro fra il 1999 e il 2000. Il ritmo delle acquisizioni è però nettamente calato a partire dal quarto trimestre 2000. Infatti, secondo la serie statistica utilizzata, l'ammontare medio mensile delle nuove operazioni transatlantiche annunciate è sceso, da circa \$10,5 miliardi nel 2000 a \$1,8 miliardi nei primi tre trimestri di quest'anno. Ciò è ritenuto sintomatico di un cambiamento della forza relativa delle prospettive di crescita nelle due aree economiche che, a sua volta, potrebbe aver pesato negativamente sul dollaro.

Riferimenti bibliografici

Banca centrale europea (2001): "Euro area balance of payments", *ECB Statistical Press Release*, 30 luglio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001a): *71ª Relazione annuale*, Basilea, giugno, pagg. 88-108.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Basilea, ottobre.

Breedon, F. e F. Fornasari (2000): "FX impact of cross-border M&A", Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, aprile.

Financial Times (2000): "Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$50bn deal", 24 luglio.

Financial Times (2001): "Deutsche Telekom deals give big US presence", 1° giugno.

Galati, G. e C. Ho (2001) "The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate", *BIS Working Papers*, n.105.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch e R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, luglio.

The Economist (2000): "Bouncing back", 2 novembre.

The Economist (2001): "The great merger wave breaks", 25 gennaio.

Sviluppi strutturali e normativi

Iniziative e rapporti concernenti le istituzioni finanziarie

Luglio

Il CBVB pubblica i commenti alle sue proposte per un Nuovo Accordo sul Capitale

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) presenta sul sito Internet della BRI tutti i contributi non riservati fatti pervenire dal settore finanziario a commento delle proposte del gennaio 2001 per un Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale¹. Vari gruppi di lavoro e sottocomitati del CBVB sono impegnati in un esame approfondito di tali osservazioni al fine di perfezionare le attuali proposte.

Il CBVB pubblica un rapporto sul trattamento IRB delle perdite presunte e dei proventi da interessi

Il CBVB pubblica un rapporto elaborato congiuntamente dall'Accounting Task Force e dalla Models Task Force riguardante il trattamento basato sui rating interni (internal ratings-based – IRB) delle perdite presunte e dei futuri proventi netti da interessi². L'approccio IRB, così come delineato nel pacchetto di proposte del gennaio 2001, implica che i coefficienti patrimoniali obbligatori siano calibrati in modo da coprire sia le perdite impreviste che quelle presunte nel portafoglio prestiti. Mentre l'applicazione di un requisito patrimoniale a fronte di perdite impreviste non è stato messo in discussione, l'industria bancaria ha per lo più reagito negativamente a un coefficiente patrimoniale per le perdite presunte. Nel documento il gruppo di lavoro adotta un approccio pragmatico secondo cui i requisiti patrimoniali continuerebbero a essere calibrati in base alla somma delle perdite impreviste e presunte, riconoscendo al tempo stesso gli accantonamenti effettivi e, per il portafoglio "retail", anche i futuri proventi da interessi.

La Commissione europea avvia consultazioni sui requisiti patrimoniali

La Commissione europea avvia un nuovo giro di consultazioni con l'industria bancaria sull'applicazione delle nuove norme di adeguatezza patrimoniale³. Nei primi mesi del 2002, parallelamente al processo di consultazione organizzato dal CBVB, la Commissione pubblicherà un

¹ Cfr. www.bis.org/bcbs/index.htm. Inoltre, una sintesi di tali proposte è contenuta nel riquadro alle pagg. 65-67 della *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2001.

² Cfr. *Working paper on the IRB treatment of expected losses and future margin income*, CBVB, Basilea, luglio 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

³ Cfr. www.europa.eu.int.

documento in cui saranno specificate le modalità di applicazione del nuovo regime patrimoniale nel contesto normativo della UE.

Agosto

Il CBVB pubblica un documento di lavoro della Models Task Force sul trattamento IRB delle posizioni azionarie nei portafogli delle banche⁴. In esso vengono ulteriormente sviluppate alcune questioni, già esaminate in uno studio integrativo sull'approccio IRB del gennaio 2001, tenendo conto delle osservazioni fatte pervenire dagli operatori del settore⁵.

Il CBVB pubblica un documento sulle posizioni azionarie

Il CBVB pubblica un documento sull'audit interno nelle organizzazioni bancarie e sulle relazioni delle autorità di vigilanza con i revisori interni ed esterni⁶. I principi di applicazione generale, enunciati nel rapporto, postulano adeguati controlli interni presso le organizzazioni bancarie, integrati da un'efficace funzione di audit interno con il compito di valutare autonomamente tali sistemi.

Il CBVB pubblica un documento sull'audit interno

Settembre

La sesta riunione del Forum per la stabilità finanziaria (FSF), il 6 e 7 settembre 2001 a Londra, ha analizzato il modo in cui i principali sistemi e mercati finanziari stanno reagendo al rallentamento economico mondiale. I partecipanti hanno in genere rilevato come le più importanti piazze e istituzioni che avevano in precedenza acquisito solide posizioni finanziarie abbiano per lo più assorbito bene le tensioni associate alla più lenta crescita economica. Inoltre, molte delle iniziative intraprese negli anni recenti per rafforzare il sistema finanziario internazionale stanno contribuendo ad arginare gli effetti di contagio. Nondimeno, il rischio di un'interazione tra rallentamento economico e potenziali fragilità finanziarie richiede un atteggiamento vigile, in quanto le pressioni tendono ad accumularsi nel tempo. I membri hanno concordato sull'importanza di mantenere un'intensa attività di vigilanza e di cooperazione in ambito prudenziale. Il FSF ha inoltre esaminato una serie di altre questioni finanziarie internazionali, tra cui la contabilità e gli accantonamenti presso le istituzioni finanziarie, le dinamiche di mercato, nonché le imprese di dimensioni grandi e complesse. I partecipanti hanno posto in rilievo alcuni problemi potenziali legati al crescente uso di meccanismi di trasferimento del rischio, anche tra settori finanziari, e hanno auspicato un'ulteriore analisi degli effetti di tali innovazioni a livello prudenziale e sistemico. Il Forum ha anche discusso i rapporti finali di due gruppi di lavoro, il primo sugli incentivi volti a promuovere

Il FSF dibatte questioni finanziarie internazionali in occasione della sua sesta riunione

⁴ Cfr. *Working paper on risk sensitive approaches for equity exposures in the banking book for IRB banks*, CBVB, Basilea, agosto 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

⁵ Il documento individuava le questioni principali connesse con il trattamento prudenziale delle posizioni azionarie per le banche che applicano il sistema IRB al rischio di credito, sollecitando commenti riguardo ad approcci basati sul mercato e sulla probabilità di insolvenza/perdita in caso di insolvenza.

⁶ Cfr. *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*, CBVB, Basilea, agosto 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

l'applicazione di standard internazionali per accrescere la solidità dei sistemi finanziari e il secondo su direttive per la messa a punto di efficienti schemi di assicurazione dei depositi⁷.

Il CBVB abbandona il progetto di un requisito per il rischio residuale ...

Il Capital Group del CBVB, cui compete l'elaborazione del metodo standardizzato per il calcolo dell'adeguatezza patrimoniale e il trattamento delle tecniche di mitigazione del rischio, informa sullo stato di avanzamento dei lavori per il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale⁸. Sulla scorta dei commenti espressi dal settore finanziario, il gruppo annuncia l'intenzione di abbandonare il progetto di introdurre un coefficiente patrimoniale aggiuntivo per le garanzie collaterali, i derivati creditizi e le fidejussioni bancarie. Nella proposta originaria il CBVB aveva previsto un coefficiente del 15% (il cosiddetto fattore "W") per tali strumenti, che venivano quindi riconosciuti nella misura dell'85% ai fini dell'attenuazione del rischio di credito. Con l'imposizione di un tale requisito si voleva tener conto dei rischi residuali derivanti dalla possibilità che il processo di creazione della protezione creditizia non funzionasse nei modi previsti dall'acquirente della protezione. Il Capital Group è giunto alla conclusione che la soluzione più efficace sarebbe stata quella di trattare questo rischio residuale nel quadro del secondo pilastro (processo di controllo prudenziale) anziché del primo (requisiti patrimoniali minimi)⁹.

... e propone un abbassamento del coefficiente per il rischio operativo

Il Risk Management Group del CBVB pubblica un documento di lavoro sul trattamento prudenziale del rischio operativo¹⁰. Il rapporto passa in rassegna il lavoro del gruppo, che ha consentito di perfezionare le proposte per l'applicazione di un requisito patrimoniale minimo al rischio operativo nel quadro del primo pilastro. Questo lavoro è sfociato in una serie di significative modifiche alle proposte del gennaio 2001, fra cui un abbassamento del livello complessivo del coefficiente patrimoniale per il rischio operativo, l'estensione dell'approccio basato sui modelli interni per ricomprendervi una gamma di tecniche di misurazione avanzate, l'inclusione dell'assicurazione come fattore di mitigazione del rischio. Per quanto concerne il primo punto, un esame dei dati forniti dalle banche ha indotto il CBVB a proporre una riduzione dal 20 al 12% del coefficiente. Il Comitato ritiene che questo livello ridotto fornisca una copertura patrimoniale maggiormente in linea con i rischi operativi effettivi in cui incorrono le organizzazioni bancarie grandi e complesse.

⁷ Cfr. *Final Report of the FSF Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards e Guidance for developing effective deposit insurance systems*, FSF, Basilea, settembre 2001. Entrambi i rapporti sono disponibili sul sito Internet del FSF (www.fsforum.org). Uno studio monografico sugli standard internazionali è stato pubblicato nell'edizione di marzo 2001 della *Rassegna trimestrale BRI*.

⁸ Cfr. *Update on work on the New Basel Capital Accord – Basel Committee Newsletter no 2*, Basilea, settembre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

⁹ Il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale si basa su tre elementi complementari, o "pilastri". Il terzo pilastro riconosce che la disciplina di mercato può agire nel senso di rafforzare i requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro) e il controllo prudenziale (secondo pilastro).

¹⁰ Cfr. *Working paper on the regulatory treatment of operational risk*, CBVB, Basilea, settembre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

Il Transparency Group del CBVB pubblica una versione aggiornata dei requisiti di trasparenza contemplati nel terzo pilastro del Nuovo Accordo di Basilea¹¹. Le nuove proposte, raggruppate in tre ampie categorie (ambito di applicazione dell'Accordo, adeguatezza patrimoniale, esposizione e valutazione del rischio), riducono sensibilmente la portata dell'informazione rispetto al documento pubblicato nel gennaio 2001.

Il CBVB pubblica una nuova serie di requisiti di trasparenza

Iniziative e rapporti concernenti i mercati finanziari e le loro infrastrutture

Luglio

La Commissione europea avvia una fase di consultazione, della durata di tre mesi, su possibili adeguamenti della direttiva riguardante i servizi di investimento (DSI). La consultazione trae origine dall'esigenza di chiarire e ampliare le disposizioni vigenti, di assicurare un livello elevato e omogeneo di tutela degli investitori e di potenziare la direttiva attuale. La DSI, entrata in vigore nel 1996, aveva introdotto l'autorizzazione unica per le imprese di investimento e i mercati regolamentati. Nonostante il contributo che essa ha fornito alla creazione di un contesto concorrenziale paritetico, appare necessaria un'ulteriore armonizzazione per poter realizzare un mercato mobiliare pienamente integrato. Questa è la seconda consultazione pubblica intrapresa dalla Commissione dopo la diffusione del Rapporto Lamfalussy nel febbraio 2001 (cfr. riquadro a pag. 75 della *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2001).

La Commissione europea avvia consultazioni sulla DSI

Il Parlamento europeo respinge un progetto di direttiva per l'introduzione di regole comuni che disciplinino le acquisizioni di controllo nella UE. La normativa proposta, presentata per la prima volta nel 1989, avrebbe garantito certezza giuridica in materia di acquisizioni, stabilendo un codice di condotta per le imprese. Uno degli obiettivi perseguiti era quello di assicurare agli azionisti di minoranza in tutta la UE un livello adeguato di protezione all'atto del trasferimento del pacchetto azionario di controllo di una società.

Il Parlamento europeo respinge un progetto di direttiva sulle acquisizioni di controllo

Lo European Securities Forum (ESF), che raggruppa le maggiori banche d'investimento, rende noto in una dichiarazione che sono stati compiuti modesti passi avanti nel progetto per la creazione di un'unica infrastruttura che funga da controparte centrale e stanza di compensazione per tutti i titoli di capitale europei. Il Presidente dello ESF ha osservato che i gravi ostacoli esistenti sul piano giuridico, regolamentare, tecnologico e commerciale hanno impedito di conseguire progressi immediati nella realizzazione di un'unica controparte europea. In particolare, il proseguimento del progetto avrebbe richiesto un'immissione di risorse che le banche non erano disposte a fornire nel contesto attuale. Anche la "demutualizzazione" delle borse valori è divenuta un

Lo ESF abbandona il progetto di creare una controparte centrale europea

¹¹ Cfr. *Working paper on Pillar 3 – market discipline*, CBVB, Basilea, settembre 2001. Disponibile sul sito Internet (www.bis.org).

ostacolo, giacché una parte rilevante dei loro introiti proviene attualmente dall'attività di compensazione e regolamento.

Istituzione del CCP 12 per migliorare i servizi di clearing, netting e controparte centrale

I maggiori organismi di compensazione del mondo annunciano la nascita di una nuova associazione, CCP 12, destinata a migliorare i servizi globali di clearing, netting e controparte centrale. I suoi membri hanno individuato una serie di questioni che intendono affrontare in via informale, tra cui un migliore scambio di informazioni, un accresciuto impiego del collaterale, lo sviluppo di opportunità di collaborazione e l'identificazione di standard minimi per le procedure di gestione del rischio.

Le istituzioni finanziarie vogliono salvaguardare l'integrità della ricerca

Facendo seguito alle linee guida emesse dalla Securities Industry Association nel giugno 2001 (cfr. pag. 74 dell'edizione di settembre della *Rassegna trimestrale BRI*), due istituzioni finanziarie annunciano misure volte a salvaguardare l'integrità della ricerca in ambito mobiliare. Le misure, che impongono una serie di limitazioni alla detenzione da parte degli analisti finanziari di azioni da essi stessi trattate, sono state prese per fugare i timori 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.

Agosto

La CFTC e la SEC adottano regole comuni per la negoziazione di futures su azioni

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e la Securities and Exchange Commission (SEC) degli Stati Uniti adottano le prime regole comuni che consentono la negoziazione di futures su azioni USA. Le norme, emanate in applicazione del Commodity Futures Modernization Act del 2000, aboliscono il divieto, in vigore da 19 anni, di negoziare futures basati su azioni singole e indici azionari ristretti. Esse stabiliscono inoltre i criteri per differenziare gli indici ampi da quelli ristretti. Questi ultimi sono equiparati a futures su azioni e rientrano pertanto nella regolamentazione congiunta della CFTC e della SEC. I futures su indici ampi sono di competenza esclusiva della CFTC.

Settembre

La FATF rende note le proprie risultanze sulle giurisdizioni non cooperative

La Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) rende pubblico l'esito del dibattito successivo alla pubblicazione, nel giugno 2001, del suo secondo rapporto su paesi e territori "non cooperativi"¹². Come informa la FATF, le sanzioni alla Russia non si rendono più necessarie dopo che questo paese ha optato per una normativa che affronta le proprie carenze nella lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita; nondimeno, sarà necessaria un'efficace applicazione della nuova legge affinché il paese possa essere cancellato dalla lista delle giurisdizioni non cooperative. Sono invece previsti provvedimenti nei confronti di Nauru, qualora quest'ultimo non ponga rimedio alle proprie lacune legislative, e nei confronti delle Filippine, ove non vengano adottate norme adeguate. Infine, la FATF ha deciso di aggiungere alla lista

¹² La FATF è un organismo internazionale autonomo, il cui Segretariato ha sede presso l'OCSE. Maggiori informazioni sono disponibili sul sito Internet (www.fatf-gafi.org).

Grenada e Ucraina a causa della mancata introduzione in tali giurisdizioni di un'esauriente legislazione antiriciclaggio.

La CFTC e la SEC propongono norme per l'attuazione di ulteriori disposizioni del Commodity Futures Modernization Act del 2000. Esse disciplinano la raccolta di margini per i futures su titoli azionari ed eliminano duplicazioni o regole contrastanti sulla tutela della proprietà dei clienti.

La CFTC e la SEC propongono regole sui margini per i futures azionari

Dopo gli attacchi dell'11 settembre si intensifica la lotta al riciclaggio di denaro di provenienza illecita

A seguito degli attentati terroristici contro obiettivi a New York e Washington l'11 settembre, i governi degli Stati Uniti e di altri paesi hanno adottato una serie di misure per individuare le fonti di finanziamento di tali attacchi e smantellare l'infrastruttura finanziaria di gruppi sospettati di terrorismo.

Il Presidente degli Stati Uniti ha firmato un ordine esecutivo ai sensi di varie norme di legge, tra cui l'International Emergency Economic Powers Act, bloccando i beni USA di raggruppamenti terroristici, di singoli privati e di talune organizzazioni caritatevoli, umanitarie e commerciali che finanziano o sostengono il terrorismo. Possono essere parimenti congelati i beni USA di qualsiasi istituzione finanziaria estera che fornisca servizi a tali organizzazioni o a privati in ogni parte del mondo.

L'Amministrazione USA ha ottenuto recentemente maggiori poteri giudiziari per ostacolare il finanziamento dei terroristi, ad esempio in materia di intercettazioni e di confisca di beni. In particolare, la legge conferisce al governo la facoltà di imporre più severi obblighi di segnalazione delle transazioni e di tenuta dei registri da parte delle istituzioni finanziarie. Inoltre, essa prescrive obblighi di diligenza più stringenti nel caso di istituzioni o categorie di conti che potrebbero essere impiegate per celare transazioni connesse con attività terroristiche.

L'Amministrazione USA ha anche preso iniziative volte ad assicurare la cooperazione internazionale nel blocco dei conti collegati a terroristi in altre giurisdizioni. A seguito di tali misure diversi paesi industriali e in via di sviluppo hanno annunciato piani per bloccare gli averi di terroristi e loro associati. Degna di nota è la dichiarazione dei Ministri finanziari del G7, che sottolinea l'importanza di una più energica applicazione delle sanzioni ONU sul finanziamento del terrorismo e invita la FATF a includere tale materia nell'ambito delle sue attività. In occasione di una riunione plenaria straordinaria alla fine di ottobre, la FATF ha esteso il suo mandato oltre il riciclaggio di denaro di provenienza illecita e ha emesso una serie di raccomandazioni tese a contrastare il finanziamento del terrorismo.

Il Dipartimento del Tesoro, d'intesa con il Dipartimento della Giustizia, ha annunciato l'applicazione della Strategia antiriciclaggio 2001, ossia un vasto programma incentrato sul perseguimento penale delle maggiori organizzazioni per il riciclaggio di denaro e dei gruppi terroristici che spostano fondi verso gli Stati Uniti per scopi illeciti o criminali. La strategia prevede tra l'altro l'istituzione a Chicago e a San Francisco di due task forces specializzate nella lotta al riciclaggio. Il Tesoro USA ha inoltre creato il Foreign Terrorist Asset Tracking Center, unità destinata all'identificazione e allo smantellamento dell'infrastruttura finanziaria delle organizzazioni terroristiche nel mondo.

Cronologia dei principali sviluppi strutturali e normativi

Mese	Organismo	Iniziativa
luglio 2001	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB)	Publicati su Internet i commenti pervenuti dal settore finanziario alle proposte del gennaio 2001 per un Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale
	Joint Accounting Task Force e Models Task Force del CBVB	Documento di lavoro sul trattamento IRB delle perdite presunte e dei futuri proventi da interessi
	Commissione europea	Nuove consultazioni sulle norme di adeguatezza patrimoniale
	Commissione europea	Consultazioni in merito ad adeguamenti della direttiva sui servizi di investimento
	Parlamento europeo	Respinta una proposta di direttiva su regole comuni per le acquisizioni nell'Unione europea
	European Securities Forum	Denunciati scarsi progressi nel progetto per la creazione di una controparte centrale europea
	Maggiori organismi di compensazione Istituzioni finanziarie private	Istituzione del CCP 12 per migliorare i servizi globali di clearing, netting e controparte centrale Annuncio di misure volte a salvaguardare l'integrità della ricerca finanziaria
agosto 2001	Models Task Force del CBVB	Documento di lavoro sul trattamento IRB delle posizioni azionarie nei portafogli bancari
	Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria	Documento sulla funzione di audit interno nelle organizzazioni bancarie
	US Commodity Futures Trading Commission e US Securities and Exchange Commission	Adozione delle prime regole comuni per le negoziazioni di futures su azioni USA
settembre 2001	Forum per la stabilità finanziaria	Sesta riunione a Londra
	Capital Group del CBVB	Informazioni sullo stato di avanzamento dei lavori per il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale
	Risk Management Group del CBVB	Documento di lavoro sul trattamento prudenziale del rischio operativo
	Transparency Group del CBVB	Pubblicazione di una serie aggiornata di requisiti di trasparenza
	Financial Action Task Force on Money Laundering	Reso noto l'esito del dibattito sulle giurisdizioni "non cooperative"
	US Commodity Futures Trading Commission e US Securities and Exchange Commission	Presentazione delle norme di attuazione delle disposizioni del Commodity Futures Modernization Act del 2000