

## Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale<sup>1</sup>

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Le statistiche più recenti disponibili per il mercato bancario internazionale si riferiscono al quarto trimestre 2006, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa sono invece relative al primo trimestre 2007.

### Il mercato bancario internazionale

#### *Statistiche bancarie su base locale*

Crescita del credito  
al settore non  
bancario ...

Le attività transfrontaliere totali delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate di \$1 trilione nell'ultimo trimestre 2006. Il 54% di questa espansione è riconducibile alle attività interbancarie che, dopo una crescita più modesta a metà 2006, hanno segnato una ripresa. I prestiti a soggetti non bancari hanno registrato un forte aumento, pari a \$473 miliardi, che ha sospinto lo stock di posizioni creditorie transfrontaliere a \$26 trilioni, in rialzo del 18% rispetto alla fine del 2005. I settori non bancari di Stati Uniti ed area dell'euro hanno ottenuto ciascuno nuovi crediti per oltre \$100 miliardi nel corso del trimestre, seguiti da quelli dei centri offshore e dei mercati emergenti, con \$92 e 60 miliardi rispettivamente.

... e ai centri  
offshore

Il credito ai centri finanziari offshore<sup>2</sup> ha continuato a evidenziare nel complesso una crescita sostenuta, collocandosi a fine 2006 a \$3,3 trilioni, con un aumento del 23% sull'anno precedente. Circa il 60% di tale stock è costituito da prestiti interbancari, mentre si ritiene che il resto sia prevalentemente destinato ad altre società finanziarie. Nell'ultimo trimestre le sole Isole Cayman hanno ricevuto da banche statunitensi, svizzere e

---

<sup>1</sup> Per eventuali quesiti si prega di contattare Goetz von Peter per le statistiche bancarie su base locale, Ryan Stever per le statistiche bancarie consolidate e le statistiche sui titoli di debito internazionali e Christian Upper per le statistiche sugli strumenti derivati.

<sup>2</sup> Questo gruppo comprende i centri offshore dichiaranti alla BRI (quelli elencati nel grafico 1 più il Bahrain), nonché otto centri offshore minori (Aruba, Barbados, Gibilterra, Indie Occidentali Britanniche, Libano, Mauritius, Samoa e Vanuatu).

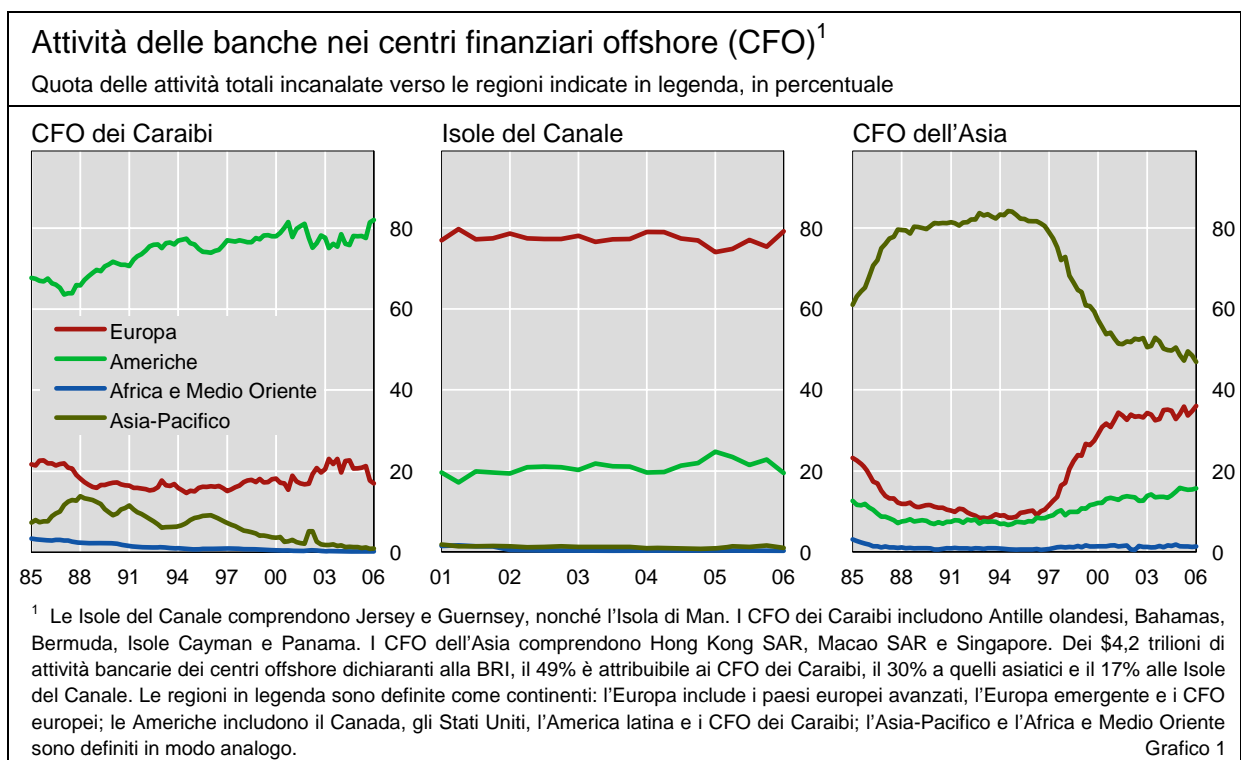
britanniche oltre l'80% dell'incremento di \$189 miliardi degli impieghi bancari verso i centri offshore.

Le banche nei centri offshore tendono a erogare fondi principalmente all'interno del continente in cui hanno sede (grafico 1). Negli ultimi due trimestri del 2006 gli istituti nei centri offshore dei Caraibi hanno aumentato a oltre l'80% la quota di prestiti concessi al continente americano. Analogamente, la quota di attività delle banche delle Isole del Canale verso l'Europa è salita di 4 punti percentuali, al 79%. Per contro, in seguito alla crisi asiatica e alla progressiva riduzione dell'attività creditizia internazionale delle banche giapponesi a Hong Kong verso la fine degli anni novanta, gli istituti nei centri offshore asiatici hanno continuato a ridurre la quota di impieghi a favore di prenditori della regione Asia-Pacifico.

L'erogazione di credito ai mercati emergenti ha raggiunto nuovi massimi nel corso del 2006. Le attività verso tali mercati sono cresciute di \$96 miliardi nell'ultimo trimestre 2006, portando il volume di nuovi crediti sull'insieme dell'anno a \$341 miliardi, un importo superiore ai picchi registrati in precedenza (\$232 miliardi nel 2005 e \$134 miliardi nel 1996), sia per valore nominale che in termini di espansione. L'attuale tasso di crescita annuo è salito al 24%, superando per il sesto trimestre consecutivo il massimo del 17% raggiunto agli inizi del 1997.

Forte aumento dei prestiti ai mercati emergenti durante tutto il 2006

L'Europa ha sopravanzato l'Asia quale regione emergente cui le banche dichiaranti alla BRI hanno erogato la maggiore quota di credito. Dal 2002 la crescita delle attività a favore di tale regione ha costantemente superato quella degli impieghi verso altre aree. L'Europa ha ricevuto oltre il 60% dei nuovi prestiti ai mercati emergenti, un afflusso trimestrale record che ha portato la quota di questa regione sullo stock totale di attività verso i mercati emergenti



al 34%. La parte dei nuovi crediti affluita ai principali mutuatari (Russia, Turchia, Polonia e Ungheria) è stata inferiore a quella dei prestiti erogati a mercati minori, in particolare Romania e Malta, ma anche Ucraina, Cipro, Bulgaria e Stati baltici. I rimanenti \$38 miliardi di nuovi impieghi a favore dei mercati emergenti sono stati erogati per il 24% a prenditori africani e mediorientali e per il 12% a mutuatari latinoamericani, mentre il credito all'Asia emergente è rimasto complessivamente invariato.

Aumenta  
l'indebitamento in  
euro dell'Europa  
emergente

La quota di attività transfrontaliere denominate in euro a favore dell'Europa emergente è ulteriormente aumentata. Gli impieghi in euro e in dollari rappresentavano rispettivamente il 44 e il 31% dello stock di attività in essere, ma negli ultimi dati di flusso tale divario risultava aumentato (61 e 5%). La quota della sterlina è rimasta prossima all'1%, mentre lo yen ha perso terreno rispetto al franco svizzero, proseguendo una tendenza già osservata negli ultimi sei anni. Tuttavia, i dati relativi alle attività transfrontaliere non sembrano indicare un indebitamento insolitamente elevato in franchi svizzeri ascrivibile all'erogazione di prestiti al dettaglio denominati nella moneta elvetica in diversi paesi. La raccolta in franchi svizzeri rimane in media inferiore al 4% delle attività transfrontaliere e supera il 10% solo in Croazia e Ungheria. Per converso, il ruolo delle valute locali sembra aver acquisito maggiore importanza: la loro quota<sup>3</sup> è andata aumentando, raggiungendo il 18%, e supera il 35% in Polonia e nella Repubblica ceca.

L'imposizione di controlli sui movimenti di capitale in Corea e Thailandia in dicembre ha rallentato i flussi bancari transfrontalieri. Lo stock di attività verso i mutuatari coreani è rimasto invariato, dopo i cospicui incrementi registrati nei due trimestri precedenti. In Thailandia un calo dell'8% dei prestiti, accompagnato dalla fuoriuscita di fondi dal paese per il collocamento di depositi presso le banche dichiaranti alla BRI (+4%), ha dato luogo a un deflusso netto complessivo di \$3,8 miliardi. Di conseguenza, gli impieghi netti delle banche dichiaranti alla BRI verso la Thailandia, divenuti negativi nel settembre 2004, sono cresciuti del 68%, a -\$9,2 miliardi.

I depositi collocati  
dai mercati emer-  
genti superano il  
loro indebitamento

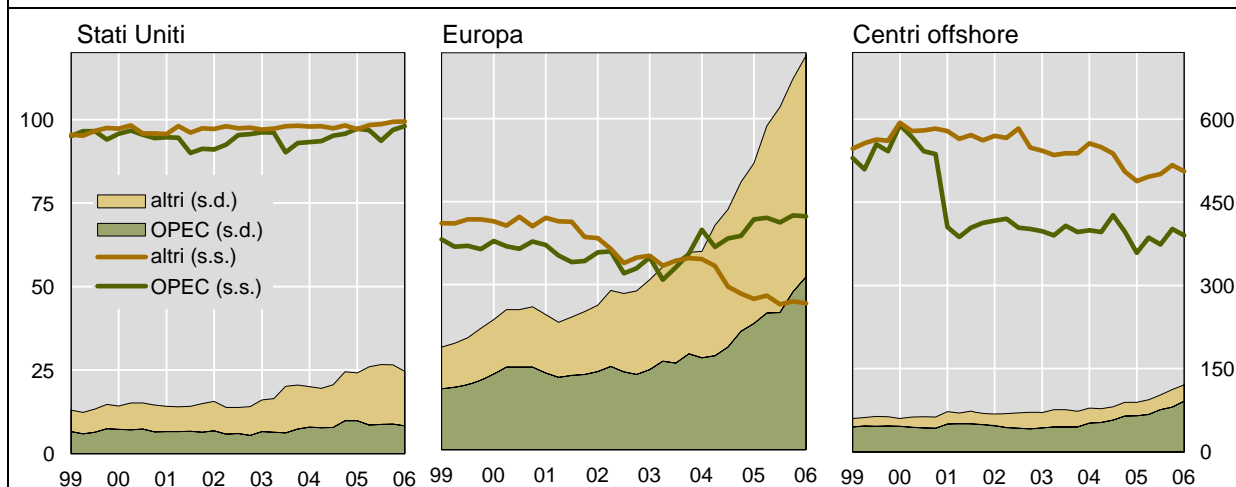
L'espansione trimestrale delle passività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI è stata pari a soli due terzi di quella delle attività. Il fatto che negli ultimi anni le attività bancarie transfrontaliere siano cresciute a un ritmo più elevato rispetto alle passività non è dovuto ai mercati emergenti, i quali hanno anzi collocato depositi transfrontalieri per importi superiori a quelli del loro nuovo indebitamento, incrementando la propria posizione di creditori netti nei confronti del sistema bancario internazionale. Le passività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i mercati emergenti hanno pertanto raggiunto \$349 miliardi, dopo essere cresciute incessantemente da quando erano divenute positive agli inizi del 2000. Nell'ultimo trimestre i depositanti più attivi sono stati i residenti della regione Asia-Pacifico, nonché quelli di Africa e Medio Oriente.

---

<sup>3</sup> La quota in valuta locale è stimata in via residuale come insieme degli impieghi che non sono denominati né nelle valute principali né nelle valute nazionali delle banche dichiaranti.

## Collocamenti di depositi da parte dei paesi produttori di petrolio<sup>1</sup>

Ammontare in miliardi di dollari USA; quota del dollaro USA in percentuale



<sup>1</sup> Passività totali delle banche dichiaranti alla BRI a fronte di depositi di residenti nei paesi membri dell'OPEC e in altri paesi produttori di petrolio, e quota dei depositi denominati in dollari USA. La quota del dollaro USA è calcolata a tassi di cambio costanti del 4° trimestre 2006. Ai fini del presente esercizio, sono esclusi i depositi presso i centri offshore che non forniscono una scomposizione per valuta (Antille olandesi, Bahrain, Hong Kong SAR, Macao SAR e Singapore, che insieme ricevono l'85 e il 27% rispettivamente dei depositi totali dell'OPEC e degli altri paesi produttori di petrolio collocati presso banche e centri offshore). I paesi membri dell'OPEC erano, al dicembre 2006, Algeria, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Indonesia, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar e Venezuela. Gli altri importanti produttori di petrolio qui considerati sono Angola, Colombia, Ecuador, Egitto, Kazakistan, Messico, Norvegia, Oman, Russia, Siria e Yemen. L'Europa include i paesi europei avanzati, compresi Regno Unito e Svizzera, ed esclude i paesi dell'Europa centrale e orientale e i centri offshore europei. Grafico 2

I paesi produttori di petrolio hanno continuato a collocare fondi principalmente presso le banche europee (grafico 2). Nel corso dell'ultimo trimestre i paesi membri dell'OPEC e gli altri produttori di petrolio hanno spostato parte dei loro depositi da banche negli Stati Uniti a banche in Europa. Il 71% del trilione di dollari di depositi in essere dei paesi produttori di petrolio risulta collocato presso banche in Europa, il 15% presso banche negli Stati Uniti e il 12% in centri offshore<sup>4</sup>. I membri dell'OPEC si avvalgono in misura maggiore dei centri offshore (20% dei depositi) – in particolare del Bahrain – rispetto ad altri produttori di greggio (6%). La quota stimata dei loro depositi presso banche negli Stati Uniti è pertanto pari ad appena l'11%. Questa scelta potrebbe riflettere preferenze geografiche piuttosto che considerazioni relative alla composizione valutaria, giacché la quota del dollaro all'interno dei depositi dei paesi membri dell'OPEC presso banche europee è superiore a quella relativa ad altri paesi produttori di petrolio.

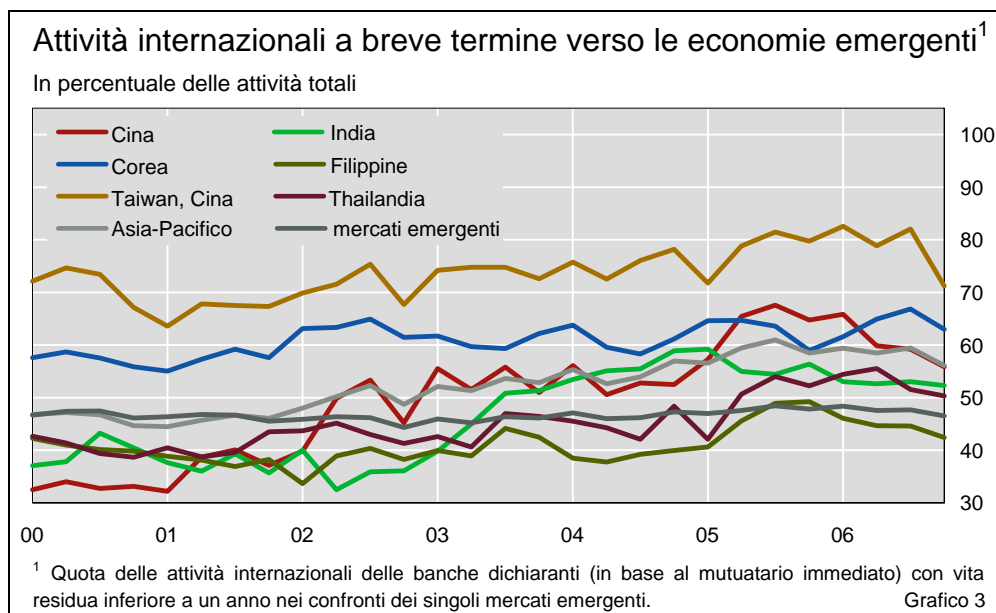
I depositi OPEC rimangono in dollari ma affluiscono all'Europa

### Statistiche bancarie consolidate in base al mutuatario immediato

L'espansione dell'attività bancaria internazionale nel quarto trimestre 2006 è stata trainata principalmente dalla crescita degli impieghi esteri<sup>5</sup> delle banche

<sup>4</sup> Ciò vale per i fondi dei paesi produttori di petrolio elencati nel grafico 2 depositati presso banche situate nei 40 paesi dichiaranti alla BRI.

<sup>5</sup> Nelle statistiche bancarie consolidate (in base al mutuatario immediato) le attività estere si compongono di attività internazionali e attività locali in valuta locale. Le attività internazionali includono a loro volta i crediti transfrontalieri e quelli locali in valuta estera.



Crescono significativamente le attività verso i residenti USA

francesi, tedesche, svizzere e giapponesi. Il credito erogato all'interno dell'area dell'euro tende a innalzare il livello complessivo delle attività internazionali delle banche europee. Tuttavia, anche escludendo gli impieghi verso i residenti dell'area, le attività internazionali delle banche francesi e svizzere sono notevolmente aumentate, soprattutto per l'incremento dei crediti a favore dei residenti USA. Le attività delle banche nipponiche verso i residenti statunitensi e dell'area dell'euro sono parimenti aumentate.

Tra le banche con sede nei mercati emergenti, quelle di India, Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan) e Turchia hanno accresciuto le proprie attività, mentre sono diminuiti gli impieghi delle banche brasiliane e messicane. L'espansione del credito del primo gruppo di banche è interamente ascrivibile all'attività internazionale e non a maggiori impieghi in valuta locale da parte di dipendenze estere. Quasi tutti i nuovi prestiti erano a breve termine, con vita residua inferiore a un anno, e destinati per la maggior parte al settore privato non bancario. Le banche di Taiwan hanno convogliato fondi a residenti dell'area dell'euro, quelle turche a residenti statunitensi. La quota maggiore dei nuovi crediti delle banche indiane sono stati concessi a residenti dei paesi europei avanzati, degli Stati Uniti, dell'Europa emergente e dei centri offshore.

Raddoppiano le attività verso la Romania

Quasi il 20% delle attività estere delle banche dichiaranti è fluito a mutuatari dei mercati emergenti, ancora una volta soprattutto europei. I crediti nei confronti di residenti rumeni sono raddoppiati nel quarto trimestre 2006, in larga misura in ragione dell'apertura di dipendenze locali da parte di banche dell'area dell'euro. La perdurante crescita degli impieghi verso i residenti latinoamericani è principalmente ascrivibile all'espansione delle attività bancarie locali in valuta locale, dirette in particolare a Brasile, Messico e Venezuela, che ricevono la maggior parte di questi fondi da dipendenze locali di banche con sede nell'area dell'euro. La crescita degli impieghi verso i residenti della regione Asia-Pacifico è stata più modesta di quella di altri mercati emergenti. Per la prima volta da tre trimestri non si è registrato un aumento significativo delle attività a favore di residenti coreani.

Dai dati più recenti emerge un cambiamento nelle scadenze degli impieghi internazionali delle banche dichiaranti alla BRI verso l'Asia emergente. Dal 2001 la quota di prestiti a breve termine aveva cominciato a salire, ma tale tendenza avrebbe segnato una battuta d'arresto nel quarto trimestre 2006 (grafico 3), evidenziando una flessione di 3 punti percentuali determinata dal calo di quasi 4 punti della parte di crediti a breve ai residenti cinesi e coreani, e dalla caduta di oltre 10 punti di quella verso Taiwan. Per contro, la quota di impieghi a breve termine a favore dell'insieme delle economie emergenti è rimasta stabile, collocandosi a poco meno del 50% dal 2000.

Cala la quota di attività a breve termine verso l'Asia emergente

#### *Statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo*

In base al rischio ultimo (RU), nel quarto trimestre 2006 le attività estere totali delle banche dichiaranti alla BRI hanno raggiunto \$22 trilioni. Gli impieghi transfrontalieri sono ammontati a \$13 trilioni, spingendo al ribasso la quota di attività locali sull'insieme delle attività estere<sup>6</sup>. La ripartizione delle attività totali fra settore bancario, settore pubblico e settore privato non bancario non ha registrato cambiamenti di rilievo.

Le banche dichiaranti con sede nelle economie avanzate hanno lievemente incrementato la quota di attività estere (su base RU) verso i mutuatari dei mercati emergenti. Le banche USA hanno fornito il maggiore contributo a questo aumento, poiché la porzione dei loro crediti a favore dei mercati emergenti è passata dal 28 al 30%, principalmente per l'espansione della quota di attività verso i residenti latinoamericani, in particolare di Messico e Brasile. Le banche svizzere hanno parimenti incrementato la propria parte di crediti all'America latina, mentre quelle dell'area dell'euro hanno perlopiù accresciuto la quota di impieghi totali destinata a residenti dell'Europa emergente.

Aumenta la quota di attività delle banche USA verso i mercati emergenti

Sebbene il ritmo dei flussi transfrontalieri verso la Corea e la Thailandia sia sembrato rallentare, non vi sono stati cambiamenti rilevanti nella crescita delle attività estere consolidate verso questi paesi. Le esposizioni nei loro confronti delle banche della maggior parte dei paesi sviluppati hanno registrato un'espansione ordinaria. L'eccezione è provenuta dalle banche britanniche, che hanno segnalato una leggera riduzione delle attività nei confronti di obbligati finali residenti in Corea e Thailandia, sebbene ciò possa essere riconducibile a effetti di cambio (cfr. riquadro).

Le tensioni politiche in determinati mercati emergenti non sembrano aver influenzato l'allocazione delle attività estere delle banche dichiaranti. Gli impieghi a favore dei residenti venezuelani sono aumentati al 4% delle attività totali verso l'America latina, il livello più elevato degli ultimi due anni, mentre la quota di prestiti all'Ecuador è rimasta relativamente costante nell'ultimo biennio. È invece scesa l'incidenza delle attività nei confronti dell'Ungheria,

La quota di crediti al Venezuela raggiunge il massimo degli ultimi due anni

---

<sup>6</sup> Le attività (su base RU) sono composte dalle attività transfrontaliere e dalle attività locali in tutte le valute. Le attività su base RU tengono conto dei trasferimenti di rischio, riallocando le posizioni al paese di residenza dell'obbligato finale.

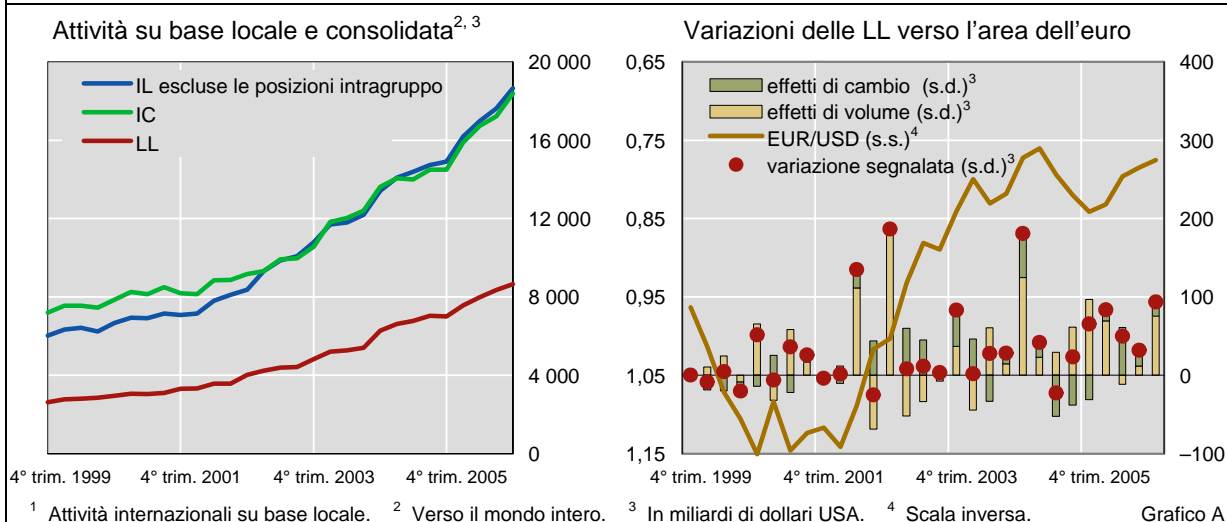
## Effetti di cambio nelle attività bancarie consolidate

*Blaise Gadanecz e Karsten von Kleist*

Le statistiche bancarie consolidate della BRI riportano le attività estere delle banche dichiaranti verso le controparti non collegate in tutti i paesi del mondo. Esse si basano sulla nazionalità dell'istituzione dichiarante e sono al netto delle posizioni intragruppo. Ai fini delle segnalazioni alla BRI, le attività denominate nelle diverse valute vengono convertite in dollari USA ai tassi di cambio di fine trimestre. In taluni trimestri i movimenti dei tassi di cambio causano forti variazioni di valore delle consistenze segnalate, cosicché diventa difficile discernere le decisioni di investimento che le banche effettuano per considerazioni strategiche (variazioni di volume) dai movimenti indotti dalle oscillazioni dei cambi (variazioni di valutazione). Nel presente riquadro si tenta di stimare il peso relativo degli effetti di volume e di valutazione nella composizione dei flussi consolidati, utilizzando come input la distribuzione per valute delle statistiche bancarie su base locale<sup>1</sup>.

Le statistiche consolidate riportano le attività *estere* delle banche, ossia la somma delle attività *internazionali* consolidate (IC, evidenziate dalla linea verde del diagramma di sinistra del grafico A) e delle attività *locali in moneta locale* (LL, evidenziate dalla linea rossa, che dal 1999 rappresentano circa un terzo delle attività estere totali)<sup>2</sup>. Le attività internazionali sono a loro volta costituite dalle attività transfrontaliere e dalle attività *locali in valuta estera* (LE), benché queste due componenti siano segnalate congiuntamente. Le LE e le LL rappresentano i crediti contabilizzati dai sistemi bancari dichiaranti tramite le dipendenze situate nei paesi mutuatari.

### Raffronto fra IL<sup>1</sup> e IC; scomposizione delle LL dell'area dell'euro



<sup>1</sup> Attività internazionali su base locale. <sup>2</sup> Verso il mondo intero. <sup>3</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>4</sup> Scala inversa.

Grafico A

Per le LL la scomposizione in effetto di volume ed effetto di valutazione è relativamente semplice, poiché per definizione la valuta di denominazione è quella del paese della controparte. Il diagramma di destra del grafico A mostra tale scomposizione per i crediti verso i mutuatari residenti nell'area dell'euro, dove l'effetto di valutazione è massimo. Il procedimento impiegato è il seguente. La variazione nel volume delle posizioni in una certa moneta è calcolata riconvertendo dapprima l'ammontare notificato in dollari USA nella valuta originale e ricavando quindi la differenza fra gli stock. Quest'ultima viene in seguito nuovamente convertita in dollari. Lo scarto fra questo effetto di volume e la variazione grezza dell'ammontare delle LL è definito come effetto di valutazione, ossia come effetto prodotto sulle attività in essere dalla variazione del rapporto di cambio della valuta rispetto al dollaro nel trimestre considerato. Si può rilevare come all'effetto di valutazione sia attribuibile fino a un terzo delle variazioni segnalate per le LL dal 1999. Nel diagramma di destra del grafico A è riportato l'andamento del cambio EUR/USD, che appare in linea con gli effetti di valutazione stimati<sup>4</sup>.

Risulta più difficile dissociare gli effetti di volume e di valutazione per le IC, anche se le statistiche bancarie su base locale possono essere utili per elaborare una stima. In effetti, a livello *globale*, le serie dei dati locali e dei dati consolidati hanno una copertura analoga (in termini di stock), poiché entrambe comprendono tutte le maggiori banche del mondo e classificano i mutuatari in base al paese di residenza. Pertanto, le variazioni di valutazione e di volume delle due serie dovrebbero essere altamente correlate.

Vi sono tuttavia tre importanti differenze concettuali. Anzitutto, le operazioni intragruppo sono comprese nei dati su base locale, ma non in quelli consolidati. Inoltre, le posizioni LE non sono scorparabili dall'aggregato IC

e possono essere individuate separatamente solo nelle statistiche su base locale<sup>®</sup>. Infine, alle cifre consolidate vanno sommati i crediti delle banche situate all'estero verso i residenti del proprio paese (ad esempio, i crediti erogati dalle dipendenze estere di banche tedesche a residenti tedeschi).

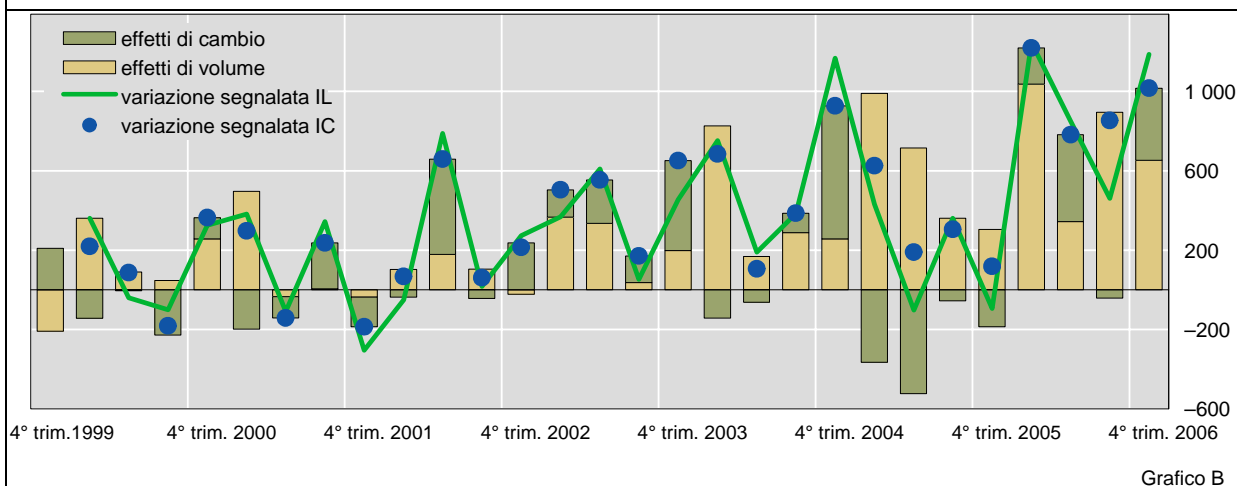
Se si correggono le statistiche per questi fattori a livello globale si può osservare come esse siano strettamente correlate (le linee blu e verdi nel diagramma di sinistra del grafico A). Ciò vale in particolare dal 2003, ossia da quando le Dipendenze della Corona Britannica (Guernsey, Isola di Man, Jersey) sono considerate come paesi dichiaranti distinti, e altri centri offshore e mercati emergenti (Bahamas, Brasile, Cile, Panama) hanno iniziato a segnalare le posizioni su base locale.

La stretta correlazione fra le due serie consente di applicare – *pro rata a livello mondiale* – alle variazioni trimestrali delle attività internazionali consolidate IC (linea verde nel grafico B) la scomposizione degli effetti di volume e di valutazione stimata per le variazioni trimestrali delle attività internazionali locali IL (punti blu)<sup>®</sup>. Per ciascuna valuta viene in tal modo dissociato l'effetto di volume dall'effetto di valutazione. Ad esempio, nel quarto trimestre 2006 circa il 40% dell'aumento di \$1 trilione registrato dalle IC era ascrivibile a effetti di valutazione.

Gli effetti di cambio sono stati di entità rilevante in vari trimestri. Nel secondo trimestre 2006, ad esempio, l'apprezzamento di tutte le principali monete nei confronti del dollaro USA si è tradotto in una variazione di valutazione pari al 56% della variazione totale notificata delle attività internazionali. Ovviamente, gli effetti di cambio possono tanto sovrastimare quanto sottostimare i flussi creditizi sottostanti. Durante il primo e il secondo trimestre 2005 il deprezzamento dell'euro ha ad esempio ridotto il valore in dollari dei nuovi crediti dichiarati, facendoli apparire sensibilmente inferiori al volume effettivo. Talvolta gli effetti in questione possono addirittura capovolgere il segno dei flussi, come avvenuto nel terzo trimestre 2000.

## Variazioni nelle attività internazionali: stima degli effetti di cambio e di volume

In miliardi di dollari USA



La scomposizione sopra descritta a livello *globale* non può tuttavia essere applicata ugualmente a livello delle singole *regioni* destinatarie dei fondi. Ciò perché la distribuzione per valute delle attività IL non è la stessa. In particolare, mentre i prestiti ottenuti dall'Europa orientale e dai paesi sviluppati sono per circa la metà denominati in euro, in Asia e America latina tendono a prevalere i crediti in dollari USA. Inoltre, non è possibile rendere omogenee le serie IL e IC a livello regionale, poiché le attività intragruppo e le LE non sono individuabili separatamente nelle posizioni creditorie su base locale nei confronti delle singole aree.

<sup>®</sup> Le statistiche bancarie BRI su base locale, che adottano come criterio la residenza delle banche dichiaranti, comprendono le posizioni verso le dipendenze estere di tali banche. <sup>®</sup> Cfr. P. McGuire e N. Tarashev, "La presenza di banche estere sui mercati creditizi interni", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005. <sup>®</sup> Le 15 economie emergenti per le quali i crediti in moneta locale sono risultati più importanti in termini assoluti sono: BR, CL, CN, CZ, HK, HU, IN, KR, MX, MY, PL, SG, SK, TH e TW. Negli ultimi anni l'effetto di cambio per le attività LL è stato in media pari al 20% delle variazioni di volume. <sup>®</sup> Le statistiche bancarie su base locale distinguono fra crediti transfrontalieri e crediti locali in valuta estera, ma soltanto per i paesi dichiaranti. <sup>®</sup> Nei trimestri in cui la variazione assoluta delle consistenze è molto piccola, l'errore connesso con tale procedimento su base *pro rata* può essere relativamente ampio, ma in questi casi non sarebbe presumibilmente di grande interesse la scomposizione di un flusso assoluto esiguo nelle determinanti variazione di volume e variazione di valutazione.



passata a poco meno del 10% delle attività totali verso l'Europa emergente, segnando l'ottavo calo trimestrale consecutivo.

## Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel primo trimestre 2007 le emissioni nette di obbligazioni e *note* internazionali sono state modeste. Mentre i collocamenti totali lordi sono saliti a \$1,7 trilioni, dopo aver raggiunto \$1,4 trilioni nel trimestre precedente, il volume dei rimborsi, pari a \$682 miliardi, ha determinato un calo del 2% della raccolta netta, a \$866 miliardi. Non accadeva più dal 2002 che le emissioni nette del primo trimestre fossero inferiori a quelle del trimestre precedente. L'aumento dei rimborsi è principalmente ascrivibile a un incremento dei riscatti anticipati di obbligazioni e *note*, cresciuti del 12% sull'anno precedente, un incremento ampiamente superiore a quello del 7% dei rimborsi a scadenza.

Calano le emissioni in dollari USA e in yen ...

I collocamenti netti di obbligazioni e *note* denominate in dollari e yen sono diminuiti di \$39 e 7 miliardi rispettivamente, mentre le emissioni nelle altre valute principali hanno fatto segnare un'espansione, seppur modesta. La raccolta netta in euro e in sterline è aumentata di \$2 e 1 miliardi. Contemporaneamente, la crescita delle consistenze di titoli in diverse altre valute è stata significativa (grafico 4, diagramma di sinistra). Il ritmo di espansione delle emissioni nette in dollari di Hong Kong è salito al 43% rispetto all'anno precedente. I collocamenti netti in dollari canadesi e in pesos messicani hanno raggiunto un massimo storico per il secondo trimestre consecutivo.

... mentre la raccolta netta del Regno Unito è sostenuta

Per quel che riguarda le economie avanzate, la raccolta dei residenti è leggermente rallentata rispetto al trimestre precedente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, mentre ha continuato a espandersi nel Regno Unito. In quest'ultimo paese le emissioni nette sono aumentate del 15% su base annua, sulla scia della vigorosa crescita dell'11% registrata nel trimestre precedente, mentre negli Stati Uniti e nell'area dell'euro i collocamenti netti sono diminuiti. Di conseguenza, la quota del Regno Unito sull'insieme della raccolta netta delle economie avanzate è salita al 18% nell'ultimo trimestre (grafico 4, diagramma di destra).

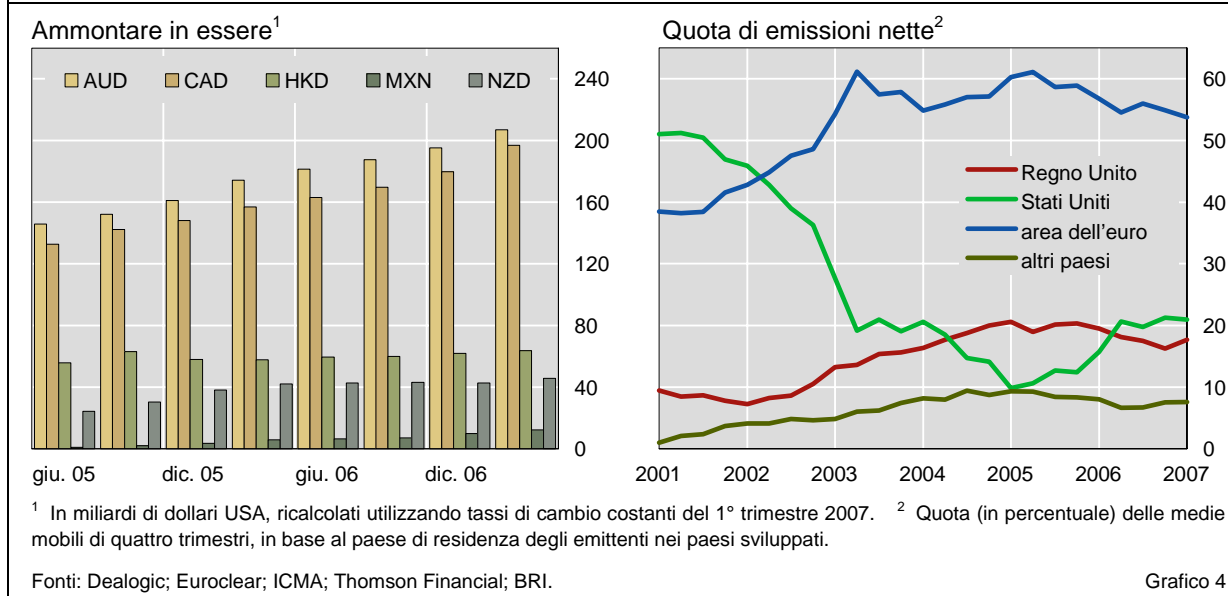
...mentre la raccolta netta del Regno Unito continua ad essere sostenuta

La ragione principale del persistente vigore della raccolta netta nel Regno Unito è rimasta l'attività degli emittenti situati in tale paese ma con casa madre all'estero. Di norma, oltre un terzo delle emissioni britanniche è opera di imprese con sede in altri paesi, una quota ben più elevata di quella degli Stati Uniti. Nel periodo in rassegna i collocamenti di questo tipo hanno registrato nel Regno Unito il tasso di crescita più elevato degli ultimi sei trimestri. Come di consueto, tale raccolta era in larga misura ascrivibile a società finanziarie.

Le banche pubbliche dei mercati emergenti alimentano i collocamenti

Nelle economie emergenti sono state le banche gli emittenti più attivi di titoli di debito internazionali. I loro collocamenti netti, sospinti in particolare dalla raccolta degli istituti del settore pubblico, sono risultati superiori del 20% al precedente massimo. Per contro, le emissioni nette di obbligazioni societarie sono diminuite di quasi \$7 miliardi, nonostante la loro tendenza stagionale all'aumento nel primo trimestre. La raccolta netta delle amministrazioni pubbliche,

## Emissioni internazionali di obbligazioni e note



pari a \$6 miliardi, è stata leggermente superiore ai \$5 miliardi del quarto trimestre 2006, ma la sua crescita sull'anno precedente è rimasta ampiamente negativa.

Alcuni paesi emergenti dell'Asia e dell'Europa sono stati molto più attivi che in passato sul mercato internazionale dei titoli di debito. I \$5 miliardi di collocamenti netti dell'India nel primo trimestre erano pari a quasi il doppio del precedente massimo trimestrale, mentre i \$4 miliardi della Russia hanno contribuito a portare la crescita della raccolta sull'anno precedente al 60%. L'espansione del debito in essere in Turchia è stata parimenti vigorosa per il secondo trimestre consecutivo, attestandosi a \$4 miliardi, dovuti per circa la metà a titoli di debito con garanzia governativa denominati in dollari.

Aumentano le emissioni dell'India

## I mercati degli strumenti derivati

### Derivati negoziati in borsa

Nel *primo trimestre 2007* gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali hanno accelerato. Il turnover aggregato in contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è salito del 24%, a \$533 trilioni, dopo un calo del 7% nel trimestre precedente<sup>7</sup>. Le contrattazioni sono state intense in tutte le categorie di rischio a eccezione dei derivati su merci, che nell'insieme hanno ristagnato, poiché la maggiore attività in strumenti su prodotti energetici (+23%) e metalli preziosi (+32%) è stata controbilanciata dalla flessione di quella su derrate agricole (-20%).

<sup>7</sup> Se non altrimenti indicato, tutti i tassi di crescita riportati nella presente sezione concernente i derivati negoziati in borsa sono calcolati sul trimestre precedente.

L'ondata di vendite favorisce il turnover in contratti su indici azionari e valute

Il ritmo elevato delle negoziazioni durante la fase di turbolenza nei mercati finanziari internazionali alla fine di febbraio e a marzo ha favorito la crescita dei contratti su azioni e tassi di interesse. Il turnover in futures e opzioni su indici azionari è aumentato del 33%, raggiungendo il massimo storico di \$60 trilioni. Il volume di borsa dei derivati valutari è salito del 26%, a \$6 trilioni. L'incremento maggiore ha riguardato le divise di norma associate alle strategie di *carry trade* (per un'analisi dei derivati fuori borsa nel medesimo contesto, cfr. oltre). Ad esempio, in marzo l'attività in contratti sul dollaro neozelandese è più che raddoppiata e quella nei prodotti sul dollaro australiano è cresciuta dell'85%. Una forte espansione ha contraddistinto anche gli strumenti denominati nelle valute di finanziamento: nello stesso mese, i derivati su yen e franchi svizzeri sono aumentati rispettivamente del 62 e 42%. Il turnover per l'insieme delle valute è salito del 37% rispetto a febbraio.

Crescita più modesta dei derivati su tassi di interesse

L'attività di borsa in derivati su tassi di interesse è salita del 22%, poco più dell'incremento stagionale stimato<sup>8</sup>. Benché intensa per tutte le scadenze e valute, la crescita è stata particolarmente rapida nel segmento dei derivati in corone svedesi (100%) e sterline (58%). In Svezia la previsione della Sveriges Riksbank sul corso futuro dei tassi ufficiali pubblicata in febbraio ha colto di sorpresa gli operatori, che avevano pronosticato aumenti più rapidi di quelli anticipati dall'autorità monetaria. Di conseguenza, in tale mese le negoziazioni di strumenti su tassi a breve in corone si sono impennate. Analogamente, gli scambi di derivati su tassi a breve in sterline hanno registrato un forte rialzo dopo l'inasprimento deciso dalla Bank of England agli inizi di gennaio, anch'esso generalmente inaspettato.

#### *Derivati negoziati fuori borsa*

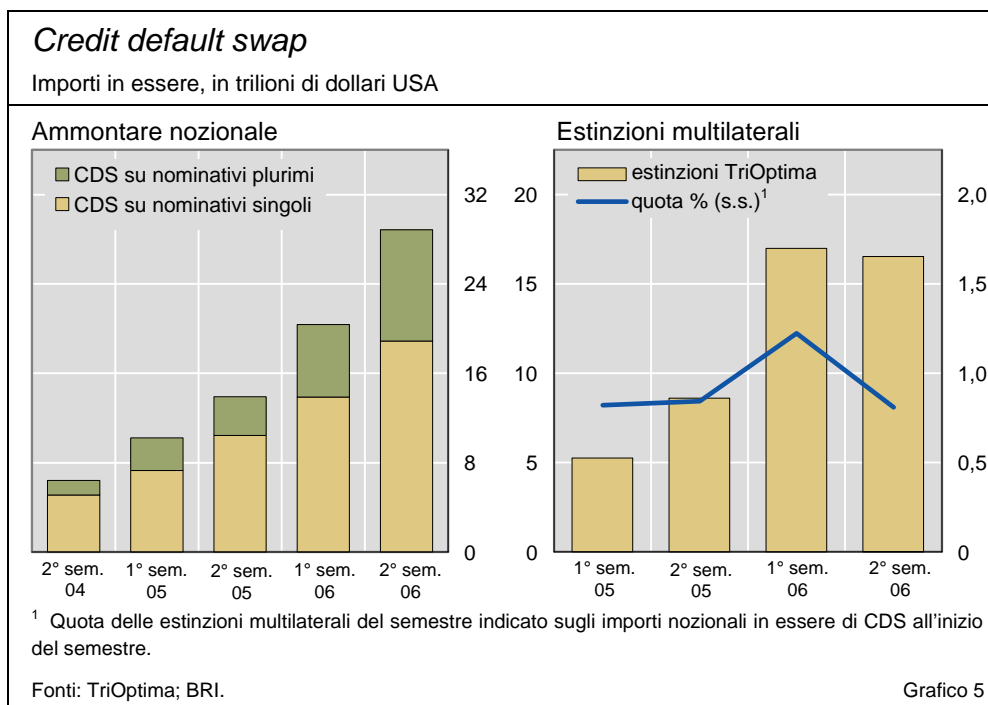
Nella seconda metà del 2006 la crescita nel mercato dei derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) è tornata su livelli coerenti con la media di lungo periodo. Gli ammontari nozionali sono saliti del 12% e alla fine di dicembre erano pari a \$415 trilioni, contro un incremento del 24% nella prima metà dell'anno<sup>9</sup>. I tassi di espansione del segmento dei derivati creditizi sono rimasti molto elevati, mentre in altre categorie di rischio sono scesi a livelli compresi tra il 5 e l'11%. A fine dicembre i valori lordi di mercato, che misurano il costo di sostituzione di tutti i contratti esistenti e che rispetto agli ammontari nozionali rappresentano pertanto una misura migliore delle esposizioni in un momento dato, risultavano sostanzialmente stabili a \$10 trilioni (\$2 trilioni se si tiene conto degli accordi di compensazione).

Rapido incremento delle posizioni in CDS

I *credit default swap* (CDS) hanno continuato a registrare una crescita elevata, del 42%, solo lievemente inferiore al 46% dei primi sei mesi dell'anno (grafico 5). Il volume cumulato di estinzioni multilaterali di CDS, pari a

<sup>8</sup> Cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006, pagg. 47-48.

<sup>9</sup> I tassi di crescita dei derivati OTC sono calcolati sul semestre precedente.



\$1,7 trilioni<sup>10</sup> tra luglio e dicembre, è stato analogo a quello della prima metà dell'anno e ha compresso di circa l'8% il tasso di espansione di questo mercato.

La scomposizione per valute dei derivati su cambi negoziati fuori borsa offre riscontri molto contrastanti riguardo a un eventuale aumento dei *carry trade* nel periodo in esame<sup>11</sup>. L'ammontare nozionale dei contratti sullo yen non è granché variato nel periodo, a indicare che i *carry trade* non hanno costituito una determinante di rilievo dell'attività in tale segmento. Le posizioni sul franco svizzero, generalmente considerato la seconda moneta di finanziamento dopo lo yen, sono invece salite del 10%, superando la crescita del mercato nel suo insieme. Per quanto riguarda le possibili valute di investimento, i volumi in essere dei contratti sulla sterlina sono aumentati del 17%, in parte forse per l'effetto di *carry trade*. Occorre tuttavia tenere presenti alcune importanti limitazioni quando si utilizza l'indagine semestrale BRI per rilevare l'attività di *carry trade*. Anzitutto, la bassa frequenza dei dati e la scomposizione grezza per strumenti rendono difficile distinguere i *carry trade* dalle operazioni basate su motivazioni diverse. Inoltre, le statistiche sulle monete dei paesi non appartenenti al G10, come il dollaro australiano, non sono esaustive, poiché le banche locali non appartengono alla popolazione dichiarante. Infine, l'attività in tali monete potrebbe essere in parte riportata alla voce "altre valute", dal momento che gli intermediari dichiaranti non sono tenuti a specificare le posizioni in queste divise.

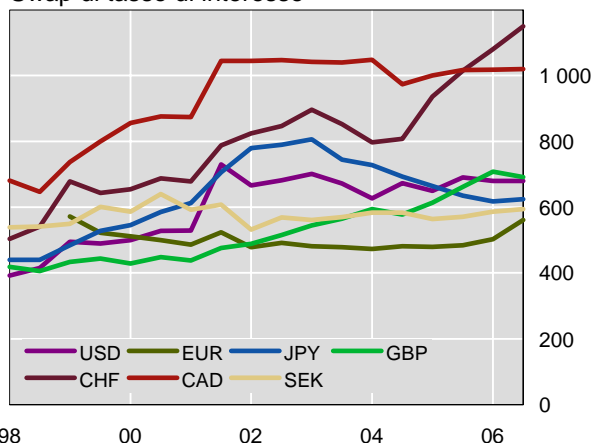
Indizi contrastanti di un incremento dei *carry trade*

<sup>10</sup> Dati forniti da TriOptima. Il volume delle estinzioni di contratti fra intermediari dichiaranti alla BRI è stato dimezzato per eliminare le duplicazioni.

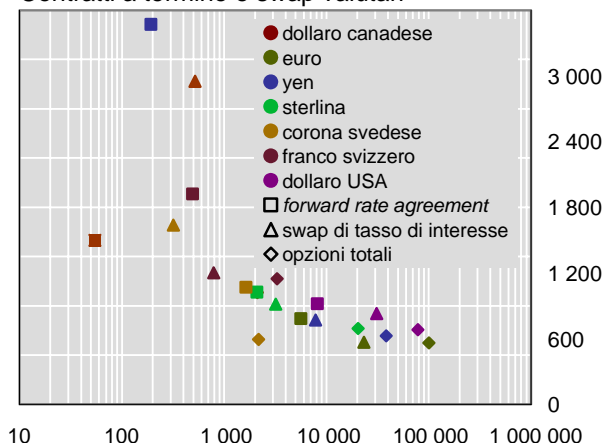
<sup>11</sup> Cfr. *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2007, pagg. 9-10.

## Indici Herfindahl

Swap di tasso di interesse



Contratti a termine e swap valutari<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Asse delle ascisse: ammontare nozionale, scala logaritmica.

Fonte: BRI.

Grafico 6

Il grado di concentrazione è basso ma in crescita

Il grado di concentrazione del mercato OTC sembra cresciuto dall'introduzione dell'indagine nel 1998, per quanto rimanga mediamente basso (grafico 6). Gli indici Herfindahl (HI) per i derivati valutari e di tasso di interesse nelle principali monete sono compresi tra 400 e 700, risultando inferiori al livello che gran parte degli economisti riterrebbe indicativo di un mercato oligopolistico. Ad esempio, un HI pari a 500 corrisponderebbe a 13 imprese dominanti, nell'ipotesi che gli altri intermediari dichiaranti si dividano in parti uguali il restante 20% del mercato. Un mercato con nove imprese dominanti di pari dimensioni e rappresentative nel loro insieme dell'80% del mercato avrebbe un HI di poco più di 700. Pur risultando in media tendenzialmente basso, in alcuni mercati OTC più piccoli il grado di concentrazione raggiunge tuttavia livelli molto elevati. L'HI dei *forward rate agreement* in yen è salito per esempio da meno di 2 000 nella prima metà del decennio a quasi 3 500, livello corrispondente a tre imprese che si dividano in parti uguali il 100% del mercato. Non tutti i comparti piccoli mostrano tuttavia un grado di concentrazione così alto. L'HI degli swap su tassi di interesse in corone svedesi è, ad esempio, il secondo più basso nel segmento degli swap, dietro a quello dell'euro, ed è molto inferiore rispetto a quello di segmenti di dimensioni comparabili, come quelli del dollaro canadese o del franco svizzero.