

## 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 sul mercato bancario internazionale si riferiscono al quarto trimestre 2007, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa al primo trimestre di quest'anno, e quelle sui derivati negoziati fuori borsa sono relative al secondo semestre 2007.

### Il mercato bancario internazionale

L'attività bancaria internazionale ha continuato a espandersi nel quarto trimestre 2007, nonostante il perdurare delle tensioni nel mercato interbancario. Una quota significativa di tale espansione è riconducibile ai nuovi crediti verso i mercati emergenti. Si sono osservati inoltre ampi movimenti nelle passività delle banche dichiaranti verso i mercati emergenti principali: mentre alcune banche centrali hanno ridotto le riserve detenute presso le banche commerciali, gli esportatori di petrolio del Medio Oriente e il settore bancario cinese hanno depositato importi record presso banche all'estero. L'andamento dell'attività bancaria internazionale nelle economie mature e i movimenti nelle statistiche relativi alle attuali turbolenze sui mercati finanziari sono esaminati in modo approfondito nell'articolo "International banking activity amidst the turmoil" in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*. La trattazione seguente offre invece una sintesi delle variazioni nelle posizioni verso le economie emergenti contabilizzate dalle banche dichiaranti alla BRI durante il secondo semestre 2007.

#### *Le banche convogliano credito verso le economie emergenti*

Il credito erogato dalle banche dichiaranti alla BRI a favore dei mutuatari nelle economie emergenti è cresciuto notevolmente nel quarto trimestre 2007, con

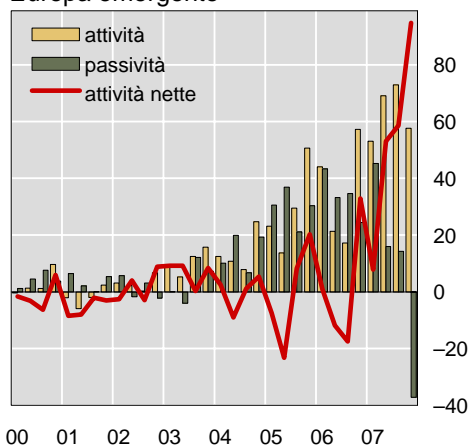
---

<sup>1</sup> Per eventuali quesiti si prega di contattare Patrick McGuire e Goetz von Peter per le statistiche bancarie e Naohiko Baba per le statistiche sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati.

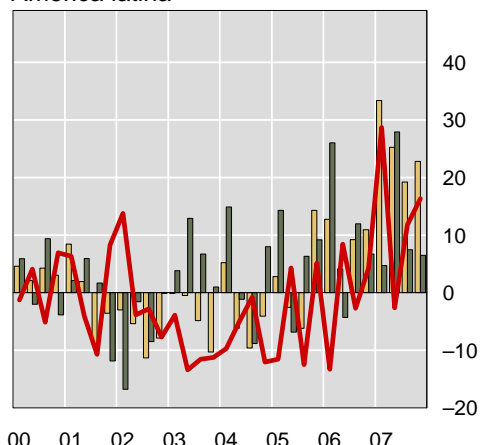
## Flussi bancari verso i mercati emergenti<sup>1</sup>

In miliardi di dollari USA

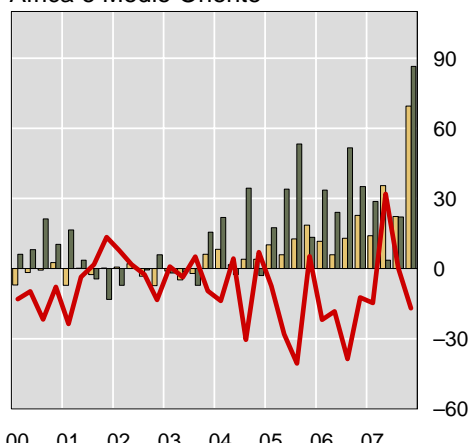
### Europa emergente



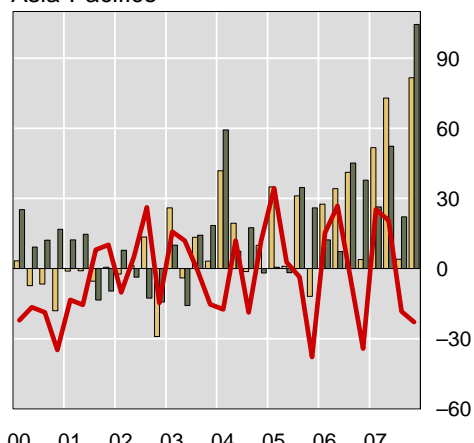
### America latina



### Africa e Medio Oriente



### Asia-Pacifico



<sup>1</sup> Variazioni trimestrali a cambi costanti delle posizioni delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei mercati emergenti aggregate in base alla regione (cfr. titolo dei diagrammi). Le attività nette sono date dalla differenza tra attività e passività.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

Grafico 1

espansioni record negli impieghi verso le regioni Asia-Pacifico e Africa e Medio Oriente (grafico 1). Le attività totali contabilizzate dalle banche dichiaranti sono aumentate di \$1,2 trilioni (del 21% sull'anno precedente), segnando per il quinto trimestre consecutivo un incremento pari o superiore al trilione di dollari. Di questi, una quota relativamente cospicua (\$232 miliardi, ossia il 20% dell'espansione totale) è fluita a mutuatari delle economie emergenti, sospingendo lo stock totale di crediti nei loro confronti a \$2,6 trilioni, pari al 7% delle attività transfrontaliere totali (dal 6% nel trimestre precedente e dal 5% agli inizi del 2005).

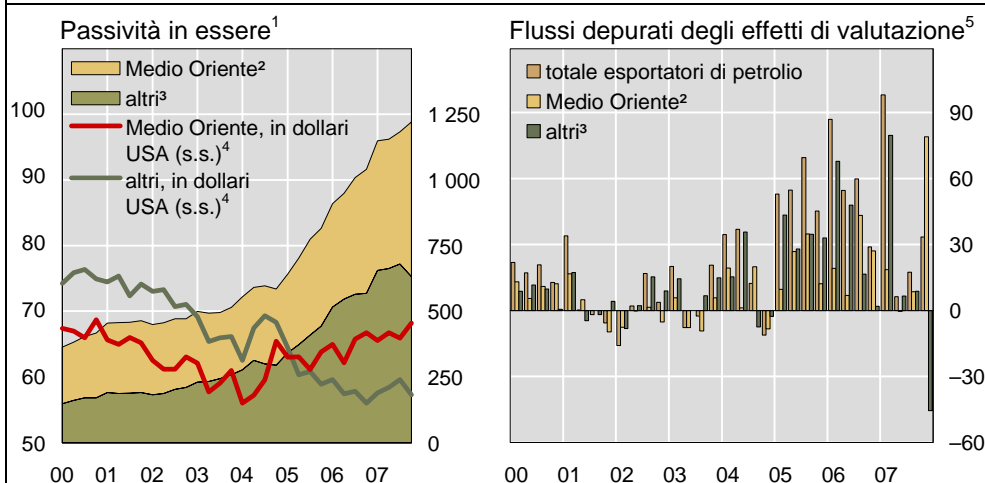
### Paesi esportatori di petrolio

Il credito transfrontaliero totale ai mutuatari in Africa e Medio Oriente è aumentato notevolmente nel periodo in rassegna (grafico 1, diagramma in basso a sinistra), segnando un incremento trimestrale di \$70 miliardi, il più

Impennata nel credito ai paesi esportatori di petrolio ...

## Depositi dei paesi esportatori di petrolio

In miliardi di dollari USA



<sup>1</sup> Stock delle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi esportatori di petrolio, espresse ai tassi di cambio costanti del quarto trimestre 2007. Le linee rappresentano le quote di passività denominate in dollari USA. <sup>2</sup> Arabia Saudita, Bahrain, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Iran, Iraq, Kuwait, Libia, Oman, Qatar, Siria e Yemen. <sup>3</sup> Algeria, Angola, Ecuador, Indonesia, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia e Venezuela. <sup>4</sup> Sulla base dei dati segnalati dai paesi che forniscono una scomposizione per valute. <sup>5</sup> Variazione trimestrale delle passività a cambi costanti.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

Grafico 2

ingente mai registrato verso questa regione. Le banche dichiaranti, soprattutto quelle nell'area dell'euro e nel Regno Unito, hanno diretto complessivamente \$23 miliardi verso gli Emirati Arabi Uniti, \$10 miliardi verso l'Arabia Saudita e \$6 miliardi verso il Kuwait. Nello stesso periodo, anche le banche negli Stati Uniti, che non forniscono una scomposizione per paese destinatario delle loro posizioni verso gli esportatori di petrolio del Medio Oriente, hanno segnalato un incremento di \$15 miliardi nelle attività aggregate.

Al contempo, i residenti dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno depositato importi significativi presso le banche all'estero (grafico 2), determinando un deflusso netto complessivo dalla regione. Le corrispondenti passività totali delle banche dichiaranti sono cresciute di \$80 miliardi, il maggiore aumento trimestrale nei depositi registrato nei confronti di questa regione. Gran parte di tali fondi era denominata in dollari USA, la cui incidenza stimata all'interno delle passività totali delle banche dichiaranti verso i residenti di questi paesi è passata al 68% (dal 66% nel trimestre precedente), il livello più alto da fine 2000<sup>2</sup>. Le banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro (principalmente nei Paesi Bassi) hanno segnalato un incremento di \$66 miliardi nelle passività, specie verso il settore bancario in Arabia Saudita e negli Emirati Arabi Uniti.

A differenza dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, i residenti russi hanno ridotto in misura significativa i depositi presso le banche in Europa (grafico 2, diagramma di destra). Le passività totali verso la Russia hanno

<sup>2</sup> Circa il 17% delle passività totali verso i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente sono segnalate da paesi che non forniscono una scomposizione per valuta.

... controbilanciata dal maggiore reimpiego dei petrodollari

evidenziato un calo (appena il terzo in cinque anni) pari a \$55 miliardi, il più ingente mai registrato per questo paese. Le banche nell'area dell'euro (principalmente in Germania, Francia e Belgio) e nel Regno Unito hanno tutte segnalato notevoli contrazioni. Nel complesso, le passività totali denominate in euro e in dollari USA sono diminuite rispettivamente di \$21 e 39 miliardi, portando l'incidenza complessiva stimata della moneta statunitense all'interno delle passività bancarie totali verso i residenti russi al 45%, il livello più basso da quando sono disponibili le statistiche relative a queste posizioni (ossia dal 1993). La diminuzione complessiva delle passività verso la Russia nel quarto trimestre sembra almeno in parte riconducibile all'azione della banca centrale. I dati sulle riserve valutarie ufficiali segnalati dal paese all'FMI indicano che le riserve detenute presso banche all'estero sono diminuite di oltre \$17 miliardi in quel periodo (e di ulteriori \$39 miliardi nel primo trimestre 2008), mentre le disponibilità in titoli sono cresciute di \$92 miliardi.

#### *Asia-Pacifico*

Anche il credito ai residenti nella regione Asia-Pacifico è stato eccezionalmente sostenuto nel quarto trimestre 2007 (grafico 1, diagramma in basso a destra). L'aumento trimestrale delle attività nei loro confronti è stato anche in questo caso il più ingente mai registrato verso la regione, raggiungendo \$82 miliardi, di cui \$36 miliardi affluiti ai residenti della Corea. Le banche negli Stati Uniti hanno segnalato un incremento di \$15 miliardi nelle attività (e un aumento simile nelle passività) nei confronti del settore bancario coreano, dopo un calo di importo analogo nel trimestre precedente. La crescita complessiva degli impieghi verso la Corea si deve inoltre ai maggiori investimenti in titoli di debito internazionali (\$11 miliardi) di mutuatari coreani, principalmente da parte di banche nel Regno Unito e nei centri offshore. La progressione del credito ai prenditori in India e Cina è stata parimenti vigorosa nel periodo in rassegna, pari rispettivamente a \$18 e 9 miliardi.

L'aumento delle attività complessive è stato più che compensato da un incremento cospicuo dei depositi presso le banche dichiaranti, dando luogo su base netta a un deflusso di fondi dalla regione. Le passività verso i residenti in Cina (soprattutto verso banche) sono cresciute di \$61 miliardi nel terzo trimestre 2007 e di \$72 miliardi nel quarto, due incrementi trimestrali record per questo paese. Un aumento di \$38 miliardi è stato segnalato dalle banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro nel loro insieme, e un incremento persino superiore (\$77 miliardi) da quelle nei centri offshore asiatici (Hong Kong SAR e Singapore). Tali collocamenti erano principalmente denominati in dollari USA, per cui la quota di questa moneta sulle passività totali verso la Cina delle banche dichiaranti alla BRI è passata al 77% a fine 2007, dal 64% di sei mesi prima<sup>3</sup>.

A differenza della Cina, le passività delle banche dichiaranti alla BRI verso i residenti in India sono diminuite considerevolmente nella seconda metà del

Le banche in Cina depositano fondi presso banche all'estero

---

<sup>3</sup> Questi dati si basano sulle posizioni segnalate dalle banche nei paesi che forniscono una scomposizione valutaria completa e da quelle a Hong Kong SAR, che fornisce una scomposizione solo per il dollaro USA. Nel quarto trimestre 2007 il 13% circa delle passività totali verso la Cina era segnalato da banche in paesi che non forniscono alcuna informazione in merito alla scomposizione per valute.

2007, segnando una contrazione complessiva di \$42 miliardi, ossia del 46% rispetto al loro livello di fine giugno (\$90 miliardi). Solo la metà circa di questo calo ha riguardato passività denominate in dollari USA, facendo salire al 67% – il massimo dal 1993 – la quota di tale moneta sulle passività delle banche dichiaranti alla BRI verso l'India (dal 64% nel trimestre precedente e dal 55% a fine 2006)<sup>4</sup>. La riduzione complessiva nelle passività delle banche dichiaranti verso il paese sembra essere almeno in parte collegata all'attività della banca centrale. I dati sulle riserve valutarie ufficiali segnalati dall'India all'FMI mostrano che le riserve detenute presso banche all'estero sono diminuite di \$36 miliardi nella seconda metà del 2007 e di ulteriori \$10 miliardi nel primo trimestre 2008.

### *Europa emergente e America latina*

Il credito ai mutuatari dell'Europa emergente ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto nel secondo semestre 2007. Le attività transfrontaliere verso la regione sono cresciute di ben \$130 miliardi (del 42% sull'anno precedente), portandosi a \$899 miliardi. Tale aumento, unitamente al prelievo dei depositi russi menzionato in precedenza, ha determinato per il quarto trimestre un afflusso netto di \$95 miliardi verso la regione, il più ingente mai registrato (grafico 1, diagramma in alto a sinistra). Sebbene i due terzi siano ascrivibili alla Russia, diversi paesi, fra cui Polonia, Ucraina, Turchia, Romania e Slovacchia, hanno ricevuto flussi netti di fondi per oltre \$4 miliardi ciascuno. L'unica diminuzione consistente (\$3 miliardi) nelle attività transfrontaliere lorde è stata segnalata nei confronti dei residenti di Cipro.

Analogamente, nel quarto trimestre sono cresciute anche le attività transfrontaliere verso l'America latina, che ha registrato un afflusso netto di fondi. Il tasso di incremento delle attività totali ha raggiunto il 34% sull'anno precedente, in contrasto con la crescita negativa osservata ancora nel 2005. Di conseguenza, la regione è tornata a essere un debitore netto (nei confronti delle banche internazionali) per la prima volta dal 2003. Gli impieghi verso il settore bancario, in rialzo del 75% l'anno, hanno rappresentato quasi la metà dei \$23 miliardi affluiti su base netta all'America latina nel quarto trimestre (grafico 1, diagramma in alto a destra). Nel complesso, le banche hanno incanalato fondi verso mutuatari in Brasile, Messico e Cile, i principali prenditori della regione; oltre la metà (52%) delle nuove attività verso il Brasile era composta da titoli di debito internazionali.

### *Attività estere verso le economie emergenti dal punto di vista dei creditori*

L'espansione del credito alle economie emergenti osservabile nelle statistiche BRI su base locale emerge anche dalle statistiche consolidate<sup>5</sup>. I mercati

---

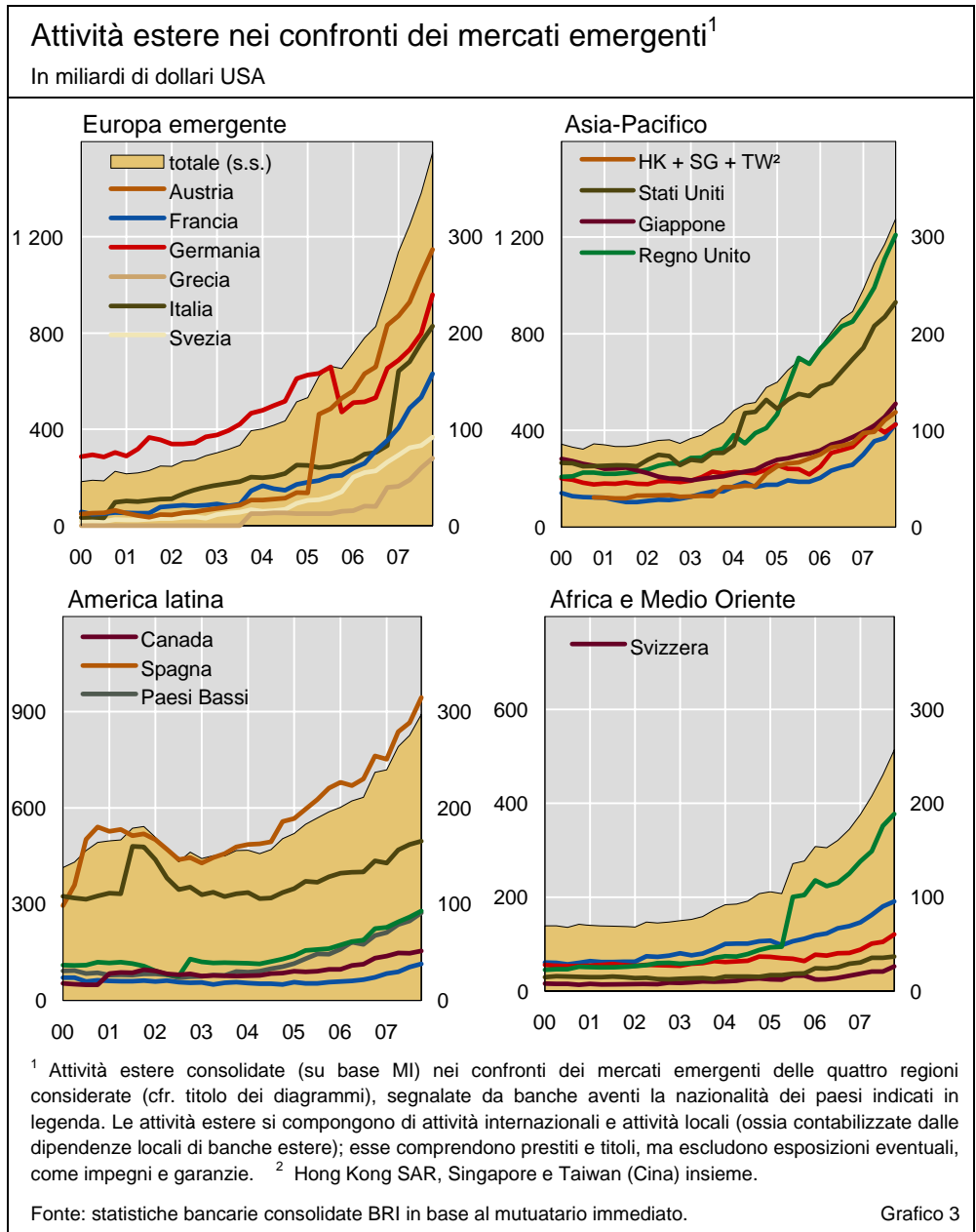
<sup>4</sup> Nel quarto trimestre 2007 il 16% circa delle passività totali verso l'India è stato segnalato da banche situate in paesi che non forniscono alcuna informazione in merito alla scomposizione per valute.

<sup>5</sup> Le statistiche bancarie consolidate sono compilate con riferimento alla nazionalità della banca dichiarante, compensano le posizioni intragruppo e sono disponibili in base al mutuatario immediato (MI) e al rischio ultimo (RU). Le statistiche su base RU tengono conto delle garanzie fornite da terzi riallocando le attività al paese di residenza dell'obbligato finale.

Afflusso netto  
record verso  
l'Europa emergente

emergenti hanno in effetti ricevuto il 92% dell'aumento complessivo delle attività estere (su base RU) nel quarto trimestre 2007. Gli impieghi verso tali mercati (su base RU) sono cresciuti di \$402 miliardi, a \$4 trilioni, ossia al 14% delle attività estere totali delle banche dichiaranti alla BRI (dal 12% agli inizi del 2007)<sup>6</sup>. Un confronto fra le varie regioni mostra che l'espansione maggiore ha interessato l'Europa emergente e l'Asia-Pacifico, destinatarie rispettivamente del 44 e 24% dei nuovi crediti verso l'area emergente.

I sistemi bancari che vantano la presenza locale più diffusa nei mercati emergenti (evidenziati nel grafico 3) sono anche quelli che hanno contribuito in



<sup>6</sup> Le statistiche consolidate non sono corrette per gli effetti di cambio, non essendo segnalate le corrispondenti scomposizioni valutarie. Il deprezzamento del dollaro USA nei trimestri recenti, pertanto, fa sì che gli stock di fine periodo nelle altre valute espressi in dollari siano generalmente sovrastimati.

misura maggiore alla recente crescita delle attività estere<sup>7</sup>. Le attività estere (su base MI) verso l'Europa emergente, a \$1,5 trilioni, sono contabilizzate principalmente dalle banche austriache, tedesche e italiane, e rispecchiano sia i maggiori crediti transfrontalieri sia le acquisizioni di banche estere (grafico 3, diagramma in alto a sinistra). A questi tre sistemi bancari nel loro insieme è ascrivibile anche la metà dei \$302 miliardi di nuovi crediti erogati alla regione da metà 2007. Le esposizioni delle banche greche e svedesi verso l'Europa emergente sono triplicate dal 2005, sebbene a partire da un livello inferiore.

Nelle altre tre regioni emergenti la prossimità geografica sembra aver avuto minore rilevanza. Nel caso dell'Asia, il 45% delle attività estere e quasi il 40% dei nuovi crediti erogati da metà 2007 proviene da banche britanniche e statunitensi. Le sole banche britanniche sono inoltre all'origine di una quota altrettanto ampia di attività estere verso l'Africa e il Medio Oriente, sia in termini di stock, sia di flussi recenti. Del pari, in America latina il 36% delle attività estere e il 34% dei flussi recenti, principalmente sotto forma di impieghi locali, si devono alle banche spagnole.

## Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nuovo calo delle emissioni nette di obbligazioni e *note* ...

La raccolta sui mercati internazionali dei titoli di debito è rimasta stagnante nel primo trimestre 2008, nel contesto burrascoso che ha continuato a caratterizzare i mercati finanziari. I collocamenti netti di obbligazioni e *note* sono ulteriormente diminuiti, a \$360 miliardi, un livello persino inferiore a quello del terzo trimestre 2007, quando era scoppiata la fase di turbolenza finanziaria globale. Ciò detto, ci sono stati chiari segnali di ripresa nel segmento dei titoli obbligazionari di qualità bancaria e, in particolare, in quello degli strumenti del mercato monetario, le cui emissioni nette sono salite da -\$24 miliardi al massimo storico di \$153 miliardi.

... ma chiara ripresa per i titoli di qualità bancaria e del mercato monetario

La flessione dei collocamenti netti di obbligazioni e *note* è ascrivibile principalmente al segmento dell'euro che, dopo la ripresa dell'ultimo trimestre 2007, nel periodo in rassegna ha evidenziato un calo delle emissioni nette a \$105 miliardi, un importo quasi dimezzato rispetto al trimestre precedente. Le contrazioni più ingenti si sono osservate, nell'ordine, in Spagna, Irlanda e Francia e vanno ascritte per la maggior parte alle istituzioni finanziarie private, nonché forse anche alla debolezza dei mercati collegati agli immobili residenziali.

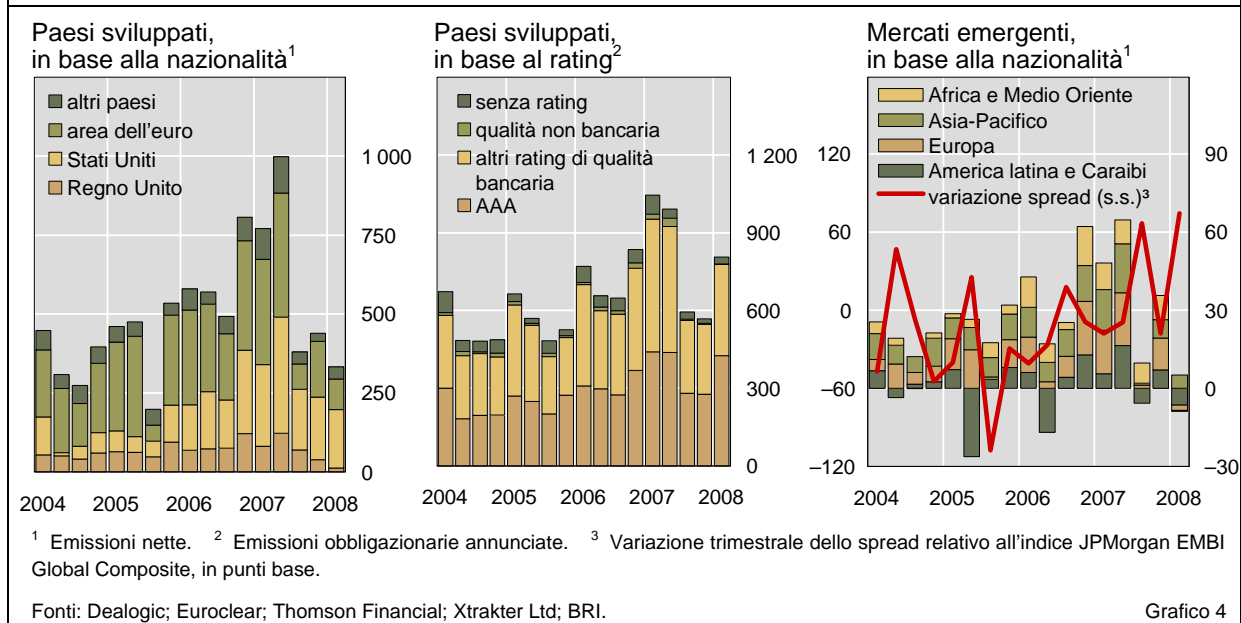
Il ristagno ha peraltro interessato diversi altri segmenti valutari: i collocamenti netti in dollari e in yen sono scesi rispettivamente da \$204 a

---

<sup>7</sup> Poiché le attività estere comprendono le attività locali contabilizzate da dipendenze locali di banche estere, esse risultano considerevolmente maggiori (\$4 trilioni su base RU) delle attività transfrontaliere verso i mercati emergenti (\$2,6 trilioni). La quota di attività locali sulle attività estere mondiali verso i mercati emergenti è stabile al 55%, un livello superiore a quello delle attività verso le economie avanzate (44%). L'incidenza dei prestiti locali è particolarmente elevata in America latina (71% delle attività estere totali, contabilizzate principalmente da banche spagnole), seguita da Europa emergente (55%), Asia-Pacifico (50%) e Africa e Medio Oriente (41%).

## Emissioni di obbligazioni e *note* internazionali

In miliardi di dollari USA e in punti base



180 miliardi e da \$14 a 6 miliardi. Nel contempo, su base lorda le emissioni di obbligazioni in yen nel mercato locale nipponico da parte di mutuatari non giapponesi (obbligazioni "samurai") hanno continuato a mostrare vivacità, salendo a \$7 miliardi, dai \$5 miliardi del trimestre precedente.

La scomposizione per nazionalità dei dati indica che le emissioni nette complessive di obbligazioni e *note* sono diminuite particolarmente nei paesi interessati dalla già citata flessione delle emissioni in euro, ossia Spagna, Irlanda e Francia (grafico 4, diagramma di sinistra). Anche nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono stati registrati cali pronunciati, mentre paesi come Svizzera, Australia e Germania hanno evidenziato un incremento.

L'analisi per settori mostra che sia le istituzioni finanziarie sia le imprese nei paesi sviluppati hanno rallentato la raccolta netta, passando rispettivamente da \$346 a 239 miliardi e da \$85 a 54 miliardi. In particolare, le emissioni nette di obbligazioni e *note* delle istituzioni finanziarie private nei paesi sviluppati hanno accusato una marcata flessione, scendendo da \$332 a 208 miliardi. Le istituzioni internazionali, invece, hanno incrementato i collocamenti netti da \$5 a 22 miliardi.

In base a una scomposizione per qualità creditizia (per la quale sono disponibili solo dati lordi), emerge una chiara distinzione nei profili delle emissioni tra i titoli obbligazionari di qualità bancaria (*investment grade*) e non bancaria (grafico 4, diagramma centrale). I collocamenti lordi di obbligazioni con rating AAA e quelli di altri titoli di qualità bancaria sono saliti rispettivamente da \$278 a 426 miliardi (importo superiore del 59% alla media quinquennale fino al 2007) e da \$270 a 352 miliardi. Per contro, le emissioni lorde di titoli di qualità inferiore sono ulteriormente diminuite, collocandosi a \$2 miliardi, un livello non più osservato dal quarto trimestre 2002.

Forte crescita delle emissioni lorde di obbligazioni di qualità bancaria



Continuano a calare le emissioni di titoli garantiti da ipoteche

Le obbligazioni garantite da ipoteche hanno continuato a seguire una significativa tendenza decrescente nel periodo in esame. I collocamenti lordi si sono ridotti rispetto al trimestre precedente da \$71 a 33 miliardi, l'importo più basso registrato dal terzo trimestre 2003. In base alla nazionalità degli emittenti, la flessione maggiore ha riguardato i Paesi Bassi, seguiti da Stati Uniti, Canada e Spagna. In tale contesto, le agenzie governative USA hanno iniziato a svolgere un ruolo più importante sul mercato internazionale dei titoli di debito. Ad esempio, Federal Home Loan Banks e Fannie Mae hanno raccolto rispettivamente \$97 e 60 miliardi, due massimi storici per quanto riguarda le loro emissioni lorde.

Nelle economie emergenti le emissioni nette di obbligazioni e *note* nel primo trimestre 2008 sono risultate negative, in concomitanza con un notevole ampliamento dei corrispondenti spread, che si erano ristretti nel trimestre precedente (grafico 4, diagramma di destra). Il calo delle emissioni è stato particolarmente marcato nei paesi emergenti europei, seguiti da America latina e Africa e Medio Oriente.

Massimo storico per le emissioni nette di strumenti del mercato monetario

In netto contrasto col persistente ristagno delle emissioni di obbligazioni e *note* di cui sopra, quelle di strumenti del mercato monetario hanno registrato un incremento senza precedenti nel periodo in rassegna. In particolare, i collocamenti netti di *commercial paper* (CP) sono notevolmente saliti, da -\$88 a 76 miliardi, segnando il rialzo maggiore (da -\$65 a 68 miliardi) nel segmento dell'euro. I principali emittenti sono state le istituzioni finanziarie europee. Tale andamento è sostanzialmente in linea con le osservazioni di mercato secondo cui gli investitori in CP avrebbero iniziato a ritrovare una certa propensione al rischio, in particolare per la CP denominata in euro emessa da istituzioni finanziarie con rating relativamente elevato.

## I mercati degli strumenti derivati

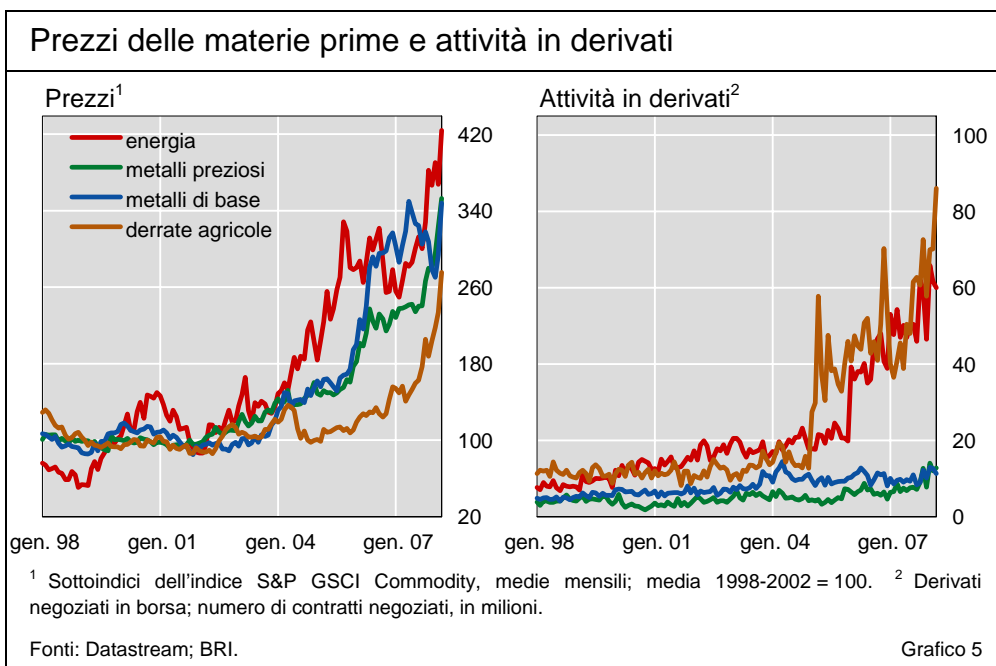
### *Derivati negoziati in borsa*

Ripresa del turnover di futures e opzioni ...

Nel primo trimestre 2008 si è verificata una notevole ripresa degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali. Il volume totale degli scambi sulla base degli importi nozionali è salito dai \$539 trilioni del trimestre precedente al massimo storico di \$692 trilioni, con una crescita del 30% sull'anno precedente. L'aumento è ascrivibile per la maggior parte ai derivati sui tassi di interesse a breve termine, ma è cresciuto anche il volume dei derivati su tassi di interesse a lungo termine e dei derivati valutari. Gli scambi di derivati su indici azionari hanno invece mostrato una lieve flessione, riconducibile forse alla debolezza generalizzata dei mercati di riferimento nel periodo in rassegna. Quanto al turnover dei derivati su materie prime, non inclusi nel totale sopra riportato essendo disponibile solo il dato relativo al numero dei contratti, si è registrato un notevole incremento, con un tasso di crescita del 52% sull'anno precedente.

... in particolare dei derivati su tassi di interesse a breve

Nel trimestre in esame le contrattazioni in derivati su tassi di interesse a breve termine sono passate a \$548 trilioni, dai \$406 trilioni del quarto trimestre 2007, con una crescita del 32% sull'anno precedente. L'incremento è da



attribuire soprattutto ai comparti valutari che avevano accusato una notevole contrazione nel quarto trimestre 2007: i contratti in dollari statunitensi e in euro hanno fatto segnare un consistente recupero, mentre gli scambi di contratti in sterline sono cresciuti lievemente. In particolare, le negoziazioni di futures e opzioni su tassi in eurodollari a tre mesi hanno registrato una forte ripresa, a indicazione che le condizioni di liquidità sui mercati monetari a termine potrebbero essere leggermente migliorate dopo le tensioni di fine 2007. Al contrario, il turnover in futures e opzioni relativi ai tassi sui *federal fund* è diminuito nonostante i tagli ai tassi ufficiali negli Stati Uniti.

Anche gli scambi di derivati valutari sono aumentati: il turnover di borsa è infatti salito da \$6,0 a 6,7 trilioni nel primo trimestre, in rialzo del 32% sull'anno precedente. L'incremento si deve in gran parte agli strumenti su euro, yen e franchi svizzeri, che hanno compensato le flessioni dei contratti su dollaro canadese e sterlina.

Per contro, fra il quarto trimestre 2007 e il primo trimestre 2008 l'attività in derivati azionari ha segnato un lieve rallentamento, da \$75 a 73 trilioni, pur continuando a registrare un tasso di crescita elevato (22%) sull'anno precedente. In termini di valuta di denominazione, la maggiore flessione ha interessato gli strumenti in won coreani, seguiti da quelli in rupie indiane e sterline, mentre il maggiore incremento è stato quello dei contratti in euro, seguiti dai derivati in dollari USA e in dollari canadesi.

Gli scambi di futures e opzioni su materie prime sono stati ancora vigorosi nel primo trimestre 2008. Il loro turnover complessivo, misurato in termini di numero di contratti (non essendo disponibili dati sui valori nozionali) è salito da \$420 a 489 milioni, in crescita del 52% sull'anno precedente. I contributi più rilevanti sono venuti dalle negoziazioni di contratti su prodotti energetici e derrate agricole, che da vari anni tendono a replicare le oscillazioni di prezzo dei rispettivi sottostanti in misura molto maggiore rispetto ad altri strumenti derivati su materie prime (grafico 5).

Ancora vivaci gli scambi di derivati su materie prime

## Derivati negoziati fuori borsa

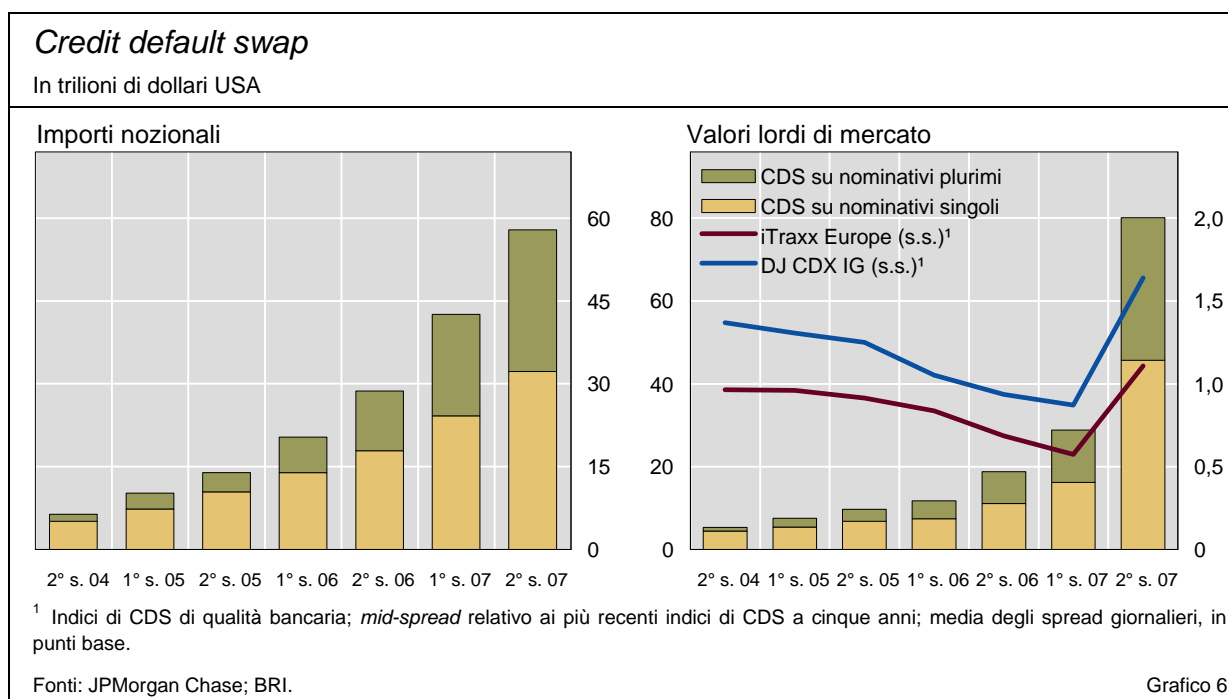
Crescita sostenuta  
dei derivati OTC

Nonostante le continue turbolenze sui mercati finanziari mondiali, nel secondo semestre 2007 il mercato dei derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) ha registrato una crescita relativamente sostenuta. L'espansione è stata particolarmente robusta nel segmento del rischio di credito, forse a causa della maggiore domanda di copertura delle esposizioni creditizie. A fine dicembre l'ammontare nozionale aggregato per l'insieme delle tipologie di contratti OTC è salito del 15%, a \$596 trilioni, dopo l'incremento del 24% già registrato nel primo semestre<sup>8</sup>. Anche altri comparti, compresi quelli dei derivati su valute, tassi di interesse e materie prime, hanno mostrato vigore, registrando tutti aumenti a due cifre, mentre la crescita del segmento azionario è stata negativa.

A fine dicembre 2007 i valori lordi di mercato, che misurano il costo di sostituzione di tutti i contratti esistenti, erano cresciuti del 30%, raggiungendo un totale di \$15 trilioni. Quelli dei *credit default swap* (CDS), in particolare, sono quasi triplicati, a \$2 trilioni. Anche le esposizioni creditorie lorde, al netto degli accordi di compensazione, sono aumentate (del 22%), collocandosi complessivamente a \$3 trilioni.

Forte espansione  
dei CDS nel  
contesto di  
turbolenza

Pur se in rallentamento rispetto all'incremento del 49% del semestre precedente, il valore nozionale dei CDS ha continuato a crescere nel periodo in esame (del 36%, a \$58 trilioni) (grafico 6, diagramma di sinistra). I valori lordi di mercato dei CDS hanno evidenziato un tasso di espansione del 178% (a \$2 trilioni), molto più elevato rispetto al 53% del primo semestre (grafico 6, diagramma di destra). Questo incremento senza precedenti riflette



<sup>8</sup> I tassi di crescita dei derivati OTC sono calcolati sul semestre precedente.

l'aumento delle quotazioni sia dei CDS in essere sia dei nuovi contratti, nel contesto di turbolenza dei mercati finanziari mondiali.

Quanto ai derivati su cambi, il valore nozionale ha segnato una crescita robusta, del 16%, sebbene lievemente inferiore a quella del primo semestre (21%). In base alla scomposizione per valute, i contratti con un lato denominato in dollari USA, euro, yen o franchi svizzeri sono aumentati a un ritmo particolarmente vigoroso, compreso tra il 16 e il 21%. In base alla scadenza, invece, è degno di nota l'incremento del 104% dei contratti oltre i cinque anni. I valori lordi di mercato complessivi hanno registrato un tasso di crescita del 34%, notevolmente superiore al 6% del primo semestre. I derivati in euro, sterlina e dollaro USA sono cresciuti in misura significativa, del 73, 50 e 32% rispettivamente, mentre quelli in yen sono scesi del 5%.

Per quanto riguarda i valori nozionali delle altre categorie, i derivati su tassi di interesse hanno segnato un aumento, seppur modesto, del 13%, mentre quelli azionari hanno bruscamente rallentato il passo, passando da una crescita del 15% nel primo semestre 2007 al -1%, il tasso più basso dal secondo semestre 2004.

## I mercati dei titoli di debito in moneta locale nelle economie emergenti: un aggiornamento

*Michael Pomerleano e Karsten von Kleist*

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha pubblicato nel giugno 2007 un rapporto sui mercati del debito in moneta locale<sup>®</sup> e ha incaricato la BRI di aggiornare con cadenza annuale le principali statistiche in materia al fine di poter diffondere regolarmente dati sulla vita residua e la scadenza originaria, nonché sulla struttura degli strumenti del debito interno per una più ampia gamma di economie di mercato emergenti (EME). Il presente riquadro riassume i dati relativi al 2006 e al 2007 a fronte delle tendenze globali di crescita di questi mercati; serie temporali più estese e statistiche dettagliate per paese sono reperibili nel sito internet della BRI ([www.bis.org/statistics/secstats.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats.htm)).

Nel complesso, i mercati emergenti dei titoli di debito in moneta locale sono cresciuti rapidamente nel periodo 2005-07. Le consistenze dei titoli interni, che fungono da *proxy* del debito in essere nelle valute locali, sono aumentate<sup>®</sup> a un ritmo annuo del 23% in termini di dollari USA correnti (tabella A, ultima colonna). Al netto degli effetti di cambio i tassi di incremento risultano leggermente inferiori (pari in media al 18%), in ragione dell'apprezzamento delle monete locali nei confronti del dollaro.

### Variazioni delle consistenze di titoli di debito interni<sup>1</sup>: totale emittenti

In miliardi di dollari USA e in percentuale

	2005	2006	2007	Consistenze nel 2007	Incremento annuo a tassi costanti <sup>2</sup>	Incremento annuo a tassi correnti <sup>2,3</sup>
Asia	406,8	432,5	653,1	3 908,9	19%	23%
America latina	229,7	279,7	91,2	1 647,0	17%	29%
Europa centrale	21,1	21,1	20,9	337,1	9%	16%
Altre EME	28,9	21,5	15,0	381,4	7%	8%
Totale	686,5	754,8	780,2	6 274,4	18%	23%

Questa tabella costituisce un aggiornamento della tabella C3 contenuta nel rapporto del CSFG del giugno 2007 e include gli strumenti del mercato monetario. Informazioni dettagliate per i singoli paesi sono consultabili nel sito internet della BRI ([www.bis.org/statistics/secstats.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats.htm)).

<sup>1</sup> Obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario emessi da residenti e destinati a investitori residenti. Le variazioni delle consistenze sono state calcolate nelle valute locali dei singoli paesi e convertite in dollari USA ai tassi di cambio medi trimestrali, ottenendo variazioni nette che escludono l'effetto dei movimenti del dollaro USA sul debito in essere. <sup>2</sup> Media geometrica dei tassi di crescita per il periodo 2005-07. <sup>3</sup> In termini di dollari USA, a tassi di cambio correnti.

Fonti: autorità nazionali; BRI.

Tabella A

L'Asia rimane la regione dotata dei mercati obbligazionari più ampi e in più rapida espansione, con un tasso di crescita annuo del 19% (a cambi costanti). Incrementi rilevanti sono stati registrati in Cina (34%) e India (27%) nel 2007. Il debito in moneta locale in Asia è stato alimentato, in particolare, dal maggior volume di emissioni delle banche centrali, in concomitanza con l'accumulo di riserve ufficiali. In Cina i titoli di debito in essere a breve termine impiegati dalle banche centrali a fini di sterilizzazione hanno segnato un ulteriore aumento di \$172 miliardi nel 2006-07, rispetto a \$273 miliardi nel 2000-05<sup>®</sup>. Su base netta, le banche centrali di Thailandia e Indonesia hanno emesso titoli rispettivamente per circa \$13 e 7 miliardi nel 2007, mentre la Corea ha effettuato rimborsi di obbligazioni della banca centrale per \$9 miliardi.

Nel 2005-07 il debito interno in essere in America latina è aumentato del 29% in termini di dollari USA correnti, ma solo del 17% a cambi costanti. Anche nell'Europa centrale una parte consistente dell'incremento nominale dei titoli di debito in essere è attribuibile all'apprezzamento del cambio e in termini di valuta locale la crescita è stata di appena il 9% circa.

Vi sono indicazioni che nelle EME la struttura dei mercati obbligazionari interni (per la negoziazione di titoli con scadenza superiore all'anno) stia convergendo verso quella dei paesi sviluppati. La quota delle obbligazioni a tasso fisso è andata aumentando dal 2000, specie in America latina, mentre è calata quella dei titoli a tasso variabile. Le EME dell'Asia, ad esempio, hanno quasi completamente eliminato il debito a tasso variabile, che nel 2000 rappresentava ancora una quota dell'8%. Di conseguenza, l'esposizione di molti paesi alle variazioni dei tassi di interesse a breve termine pare essersi ridotta.

Inoltre, alcuni paesi dell'America latina, in particolare il Brasile, hanno gradualmente estinto il debito collegato a valute, nel quadro di politiche macroeconomiche volte a ridurre la vulnerabilità a shock esterni. Ciò ha consentito di ridurre in misura sostanziale i disallineamenti valutari, un fattore che aveva accentuato diverse crisi del passato. Nondimeno, la quota di titoli collegati a valute continua a essere significativa in alcuni paesi considerati nell'indagine, tra cui il Perù (sebbene sia scesa dal massimo del 42% nel 2000 al 14% nel 2007) e l'Argentina (dove di recente è leggermente aumentata, al 23%). In Venezuela tale quota ha segnato un netto aumento. D'altra parte, le obbligazioni indicizzate all'inflazione in America latina sono salite dal 13% nel 2000 al 25% nel 2007.

### Scadenza del debito interno in essere delle amministrazioni centrali<sup>1</sup>

Scadenze originaria<sup>2</sup> e residua medie, in anni

	2005		2006		2007	
	Originaria	Residua	Originaria	Residua	Originaria	Residua
America latina	7,5	3,9	13,7	4,0	13,6	4,4
di cui:						
Brasile	...	2,3	...	2,6	...	3,0
Messico	...	3,4	...	4,4	...	5,9
Asia, econ. maggiori	10,1	7,0	11,2	6,9	10,9	7,1
di cui:						
Corea	6,1	4,1	6,6	4,2	7,0	4,4
India	14,0	10,0	16,9	10,0	14,7	10,0
Altre econ. asiatiche	8,0	5,5	9,1	5,6	10,1	7,0
di cui:						
Indonesia	7,6	7,6	11,5	7,1	13,3	12,7
Malaysia	8,6	5,0	8,4	5,2	10,0	5,4
Europa centrale	6,6	4,0	7,4	4,4	8,1	4,6
di cui:						
Polonia	6,2	3,6	6,9	3,9	8,0	4,3
Ungheria	...	4,1	...	4,3	...	4,7
Altri	7,9	4,4	8,3	4,4	8,2	4,0
di cui:						
Sudafrica	16,0	8,1	16,8	8,3	17,3	8,3
Turchia	4,3	2,1	4,7	2,4	4,9	2,0
Totale	8,8	5,0	10,1	5,1	10,1	5,3

<sup>1</sup> Questa tabella costituisce un aggiornamento della tabella D4 contenuta nel rapporto del CSFG del giugno 2007 e include obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario. I totali regionali si basano sui dati per i paesi elencati nella tabella D4 e sono ponderati in base ai corrispondenti importi in essere. <sup>2</sup> Queste stime vanno considerate come indicative e potrebbero non essere perfettamente comparabili fra i vari paesi. Informazioni dettagliate per i singoli paesi sono consultabili nel sito internet della BRI ([www.bis.org/statistics/secstats.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats.htm)).

Fonti: indagine del gruppo di lavoro del CSFG; BRI.

Tabella B

Il graduale allungamento della scadenza del debito interno delle amministrazioni centrali è proseguito, con un'estensione generale della vita residua delle obbligazioni a tasso fisso (tabella B). In Asia il fenomeno è stato particolarmente evidente in Indonesia. Nel caso del Brasile e del Messico, la vita residua media si è ulteriormente allungata, rispettivamente a tre e sei anni. Per contro, quella del debito turco è scesa ad appena due anni.

<sup>①</sup> "Financial stability and local currency bond markets", *CGFS Publications*, n. 28, giugno 2007 ([www.bis.org/publ/cgfs28.htm](http://www.bis.org/publ/cgfs28.htm)).

<sup>②</sup> I dati raccolti sulla base del rapporto del CSFG comprendono le emissioni in valuta locale di non residenti. <sup>③</sup> *Ibid.*, tabella D5.