

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale¹

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 secondo trimestre 2008, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa al terzo trimestre 2008, mentre quelle sui derivati negoziati fuori borsa sono relative alla prima metà di quest'anno.

Il mercato bancario internazionale

Le attività bancarie internazionali in essere sono fortemente diminuite nel secondo trimestre 2008. Gli impieghi internazionali delle banche dichiaranti alla BRI² hanno infatti subito la contrazione record di \$1,1 trilioni (grafico 1, diagramma centrale), con cali considerevoli in gran parte dei segmenti valutari. Benché la flessione sia perlopiù imputabile alla minore attività interbancaria (-\$812 miliardi) (grafico 1, diagramma di sinistra), anche le posizioni verso il settore non bancario hanno registrato un decremento, il primo dal 1998, principalmente nei confronti di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone. Nello stesso tempo, i residenti dei mercati emergenti e numerose banche centrali in varie parti del mondo hanno ridotto l'ammontare di fondi depositati presso le banche dichiaranti (grafico 1, diagramma di destra).

Contrazione dell'attività interbancaria

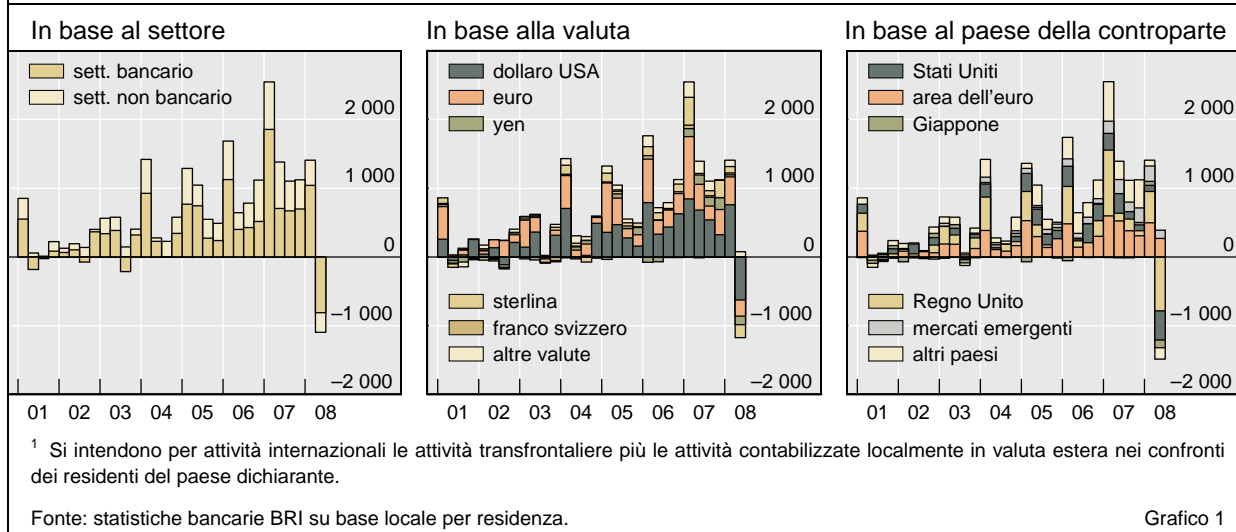
Le banche in tutta l'area dichiarante hanno continuato a effettuare svalutazioni e a liquidare le loro posizioni internazionali. La flessione maggiore (pari all'81% di quella complessiva) è stata registrata dalle attività degli istituti situati nel

¹ Per eventuali quesiti si prega di contattare Patrick McGuire e Blaise Gadanecz per le statistiche bancarie, Naohiko Baba per le statistiche sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati negoziati in borsa e Jacob Gyntelberg per quelle sui derivati negoziati fuori borsa. Gli autori ringraziano Carlos Mallo, Denis Pêtre e Swapan-Kumar Pradhan per l'assistenza statistica.

² Nelle statistiche bancarie BRI su base locale per residenza, le attività (passività) internazionali comprendono le attività (passività) transfrontaliere e quelle contabilizzate localmente in valuta estera nei confronti dei residenti del paese dichiarante.

Variazioni delle attività internazionali¹

In miliardi di dollari USA



Regno Unito, di cui il grafico 2 riporta le variazioni *nette* (attività meno passività) cumulate verso il settore bancario (linee continue) e non bancario (linee tratteggiate), disaggregate per valuta (diagramma di sinistra) e per paese di residenza della controparte (diagramma di destra). A partire dal 2000 tali banche hanno accumulato uno stock considerevole di impieghi netti nei confronti di mutuatari non bancari, finanziato da passività nette di ammontare comparabile verso il settore bancario (le quali includono i prestiti ricevuti da banche centrali). Queste posizioni nette sono diminuite dall'inizio della crisi a metà 2007, e in particolare nel trimestre in rassegna. La raccolta sul mercato interbancario (comprendente i prestiti intragruppo) è calata su base netta di \$352 miliardi (diagramma di sinistra, linea continua rossa), in seguito a una contrazione di \$545 miliardi delle attività lorde e a una flessione persino maggiore (-\$897 miliardi) delle passività lorde. Al contempo, gli impieghi netti verso i soggetti non bancari sono scesi di \$307 miliardi (diagramma di sinistra, linea tratteggiata rossa), per effetto di una riduzione di \$339 miliardi dei crediti lordi, principalmente verso gli Stati Uniti (diagramma di destra, linea tratteggiata verde).

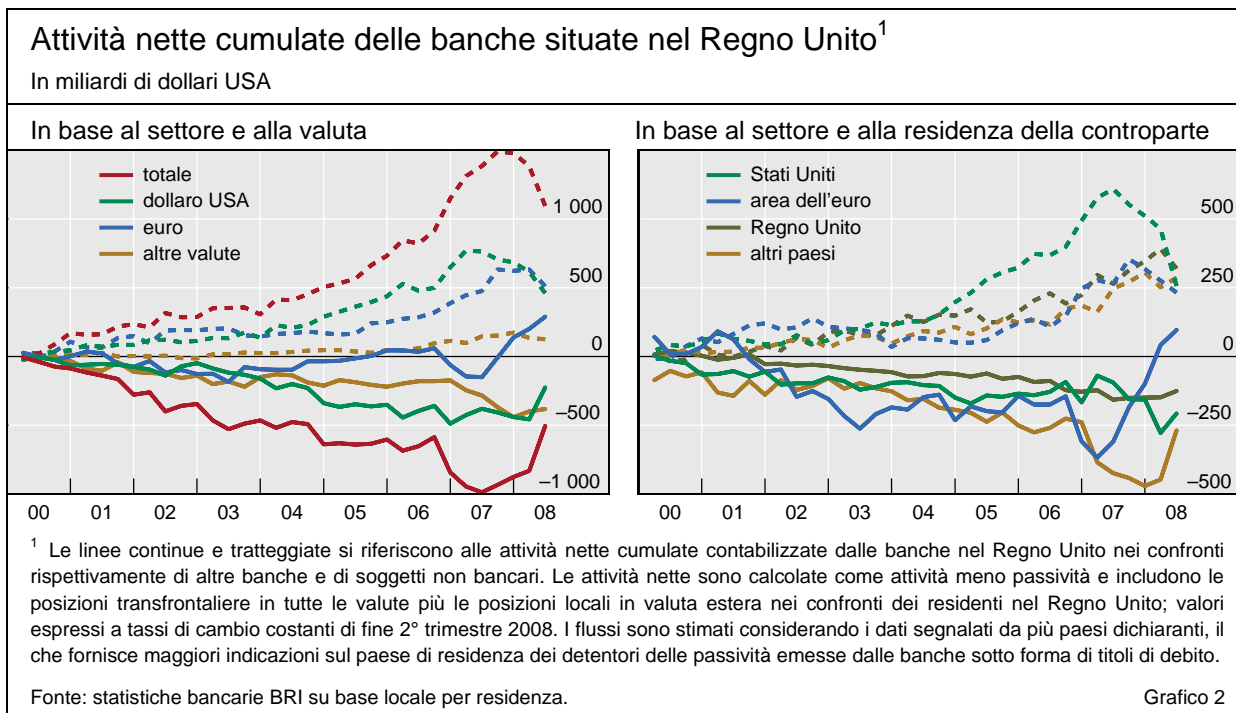
La contrazione della raccolta interbancaria, che pure ha interessato vari segmenti valutari, è stata particolarmente pronunciata nel caso del dollaro USA. In aggregato sull'insieme dei paesi dichiaranti le passività interbancarie nella moneta statunitense sono diminuite di \$693 miliardi. Le banche nel Regno Unito hanno contribuito alla flessione per \$423 miliardi, di cui circa la metà nei confronti di prenditori negli Stati Uniti e per il resto soprattutto verso centri finanziari offshore, Asia-Pacifico, Africa e Medio Oriente e altre banche nel Regno Unito. Anche gli istituti bancari in Svizzera e in molti centri finanziari offshore hanno ridotto considerevolmente le passività interbancarie in dollari, mentre nel caso delle banche nell'area dell'euro tali passività hanno registrato un incremento di \$76 miliardi, principalmente verso gli Stati Uniti.

Calano i prestiti alle banche nel Regno Unito ...

... soprattutto quelli in dollari USA

Le statistiche bancarie consolidate BRI³, che riportano le esposizioni interbancarie sull'estero degli istituti dichiaranti al netto dell'attività intragruppo, sono utili per capire quali sistemi bancari abbiano fatto registrare movimenti ingenti nel periodo in esame (grafico 3). Per l'insieme dei sistemi bancari le attività interbancarie consolidate (lorde) aggregate si sono contratte di \$298 miliardi, segnando il primo decremento assoluto dal 2005. Ciò si deve principalmente alle minori posizioni interbancarie degli istituti britannici (-\$171 miliardi) e francesi (-\$102 miliardi), soprattutto nei confronti dei sistemi bancari di Stati Uniti, Paesi Bassi, Germania e Regno Unito. Gli istituti statunitensi, invece, hanno segnalato riduzioni per soli \$9 miliardi.

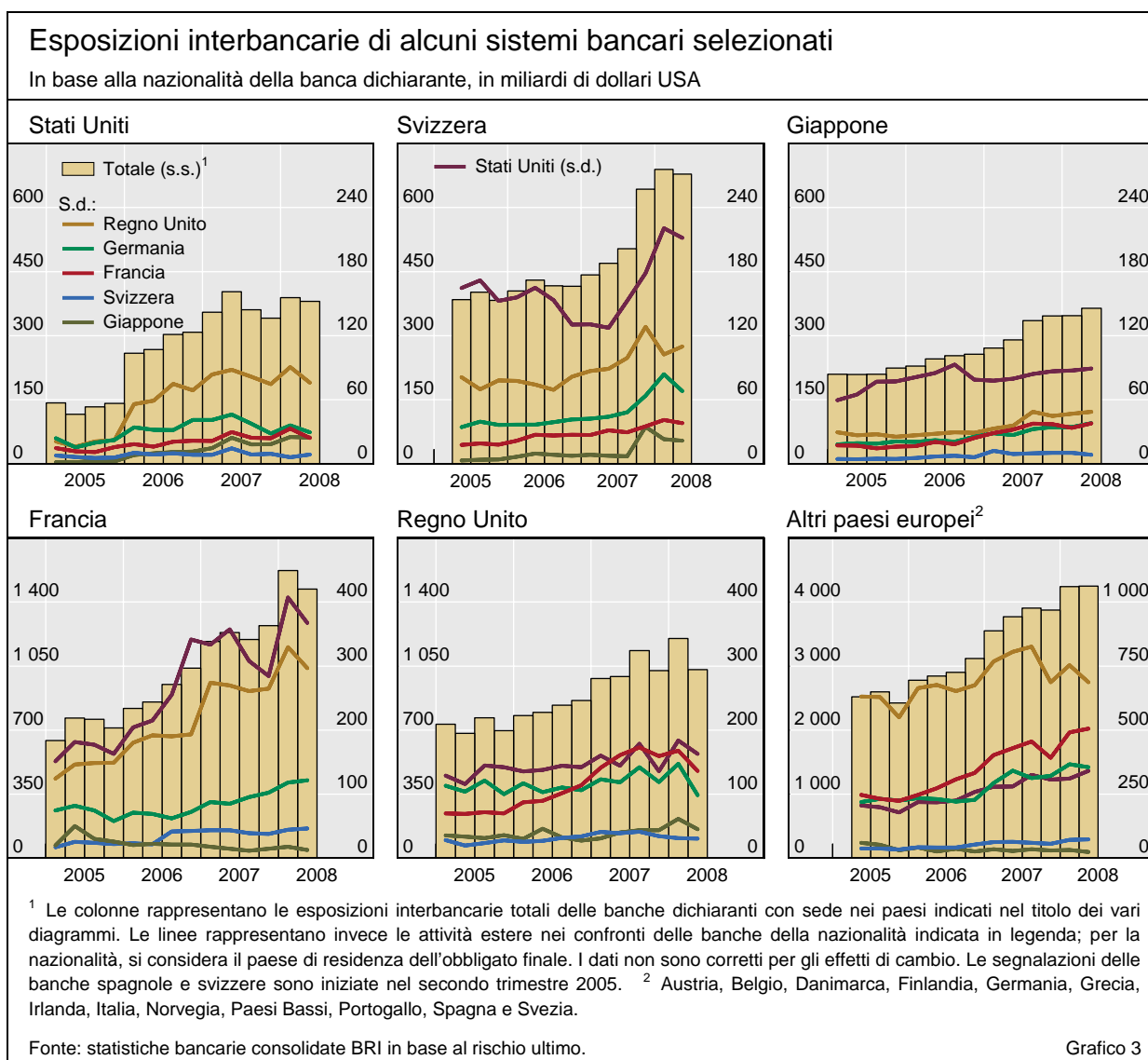
Negli ultimi trimestri le esposizioni interbancarie sono diminuite in rapporto alla base patrimoniale delle banche (grafico 4, diagramma di destra). Il calo, particolarmente pronunciato nel caso degli istituti olandesi, riflette soprattutto la contrazione delle attività interbancarie esaminata in precedenza, ma anche l'aumento del patrimonio di vigilanza di base nella maggior parte dei sistemi bancari.



³ Le statistiche bancarie consolidate della BRI (in base al rischio ultimo, RU) riportano le attività estere dei singoli sistemi bancari (al netto di quelle intragruppo). Le segnalazioni in base al rischio ultimo, abbinate alla scomposizione settoriale, forniscono una stima approssimativa delle esposizioni interbancarie bilaterali dei sistemi bancari nazionali. Ad esempio, su base RU le attività interbancarie segnalate dagli Stati Uniti verso il Regno Unito offrono una stima delle attività estere delle banche statunitensi nei confronti di quelle britanniche (piuttosto che una stima delle attività delle banche statunitensi verso gli istituti situati nel Regno Unito, com'è il caso nelle statistiche consolidate della BRI in base al mutuatario immediato).

Primo calo delle attività verso il settore non bancario da un decennio

Nel secondo trimestre 2008 le attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari sono diminuite per la prima volta dal 1998⁴. Sebbene la flessione complessiva (-\$286) sia scaturita per quasi l'80% da una contrazione dei prestiti, anche le consistenze di titoli di debito sono calate (-\$23 miliardi), rispecchiando sia svalutazioni sia vere e proprie vendite⁵. A segnare il decremento maggiore sono stati gli impieghi verso i soggetti non bancari negli Stati Uniti (-\$191 miliardi), seguiti da quelli verso Regno Unito (-\$144 miliardi), Isole Cayman (-\$62 miliardi) e Giappone (-\$55 miliardi). Gran

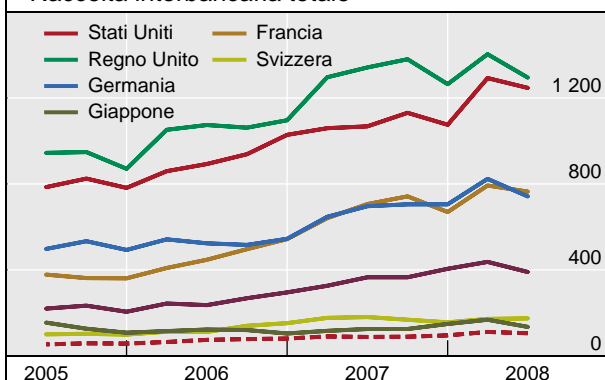


⁴ La riduzione, pari in totale a \$286 miliardi, è riconducibile soprattutto alle banche situate nel Regno Unito (-\$339 miliardi), negli Stati Uniti (-\$78 miliardi), in Giappone e nelle Isole Cayman (-\$36 miliardi ciascuno). All'opposto, le attività transfrontaliere delle banche nell'area dell'euro verso soggetti non bancari hanno registrato un'espansione di \$125 miliardi, principalmente ascrivibile all'attività intra-area.

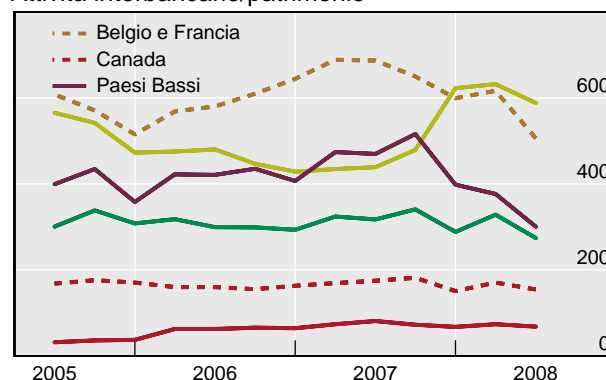
⁵ La riduzione degli stock di attività in essere potrebbe rispecchiare una combinazione di fattori, fra cui le svalutazioni, l'estensione o l'utilizzo di linee di credito, l'inclusione in bilancio di veicoli di investimento strutturato affiliati e la contrazione vera e propria dell'attività di prestito.

Esposizioni interbancarie a livello mondiale

Raccolta interbancaria totale¹



Attività interbancarie/patrimonio²



I dati non sono corretti per gli effetti di cambio poiché le statistiche bancarie consolidate non prevedono una scomposizione valutaria.

¹ Attività estere contabilizzate dall'insieme dei sistemi bancari dichiaranti nei confronti dei sistemi bancari dei paesi indicati in legenda, in miliardi di dollari USA, in base al rischio ultimo. ² Attività estere nei confronti di banche non collegate contabilizzate da banche della nazionalità indicata in legenda, in percentuale del loro patrimonio di base (*Tier 1*). I dati sul patrimonio si riferiscono alle banche con operatività internazionale che partecipano alla segnalazione delle statistiche bancarie consolidate BRI. I dati di bilancio semestrali (Francia, Regno Unito e Svizzera) sono convertiti alla frequenza trimestrale mediante interpolazione esponenziale fino al trimestre disponibile più recente.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo.

Grafico 4

parte della flessione ha riguardato le attività in dollari (\$229 miliardi), benché siano diminuite anche quelle in euro e in yen⁶.

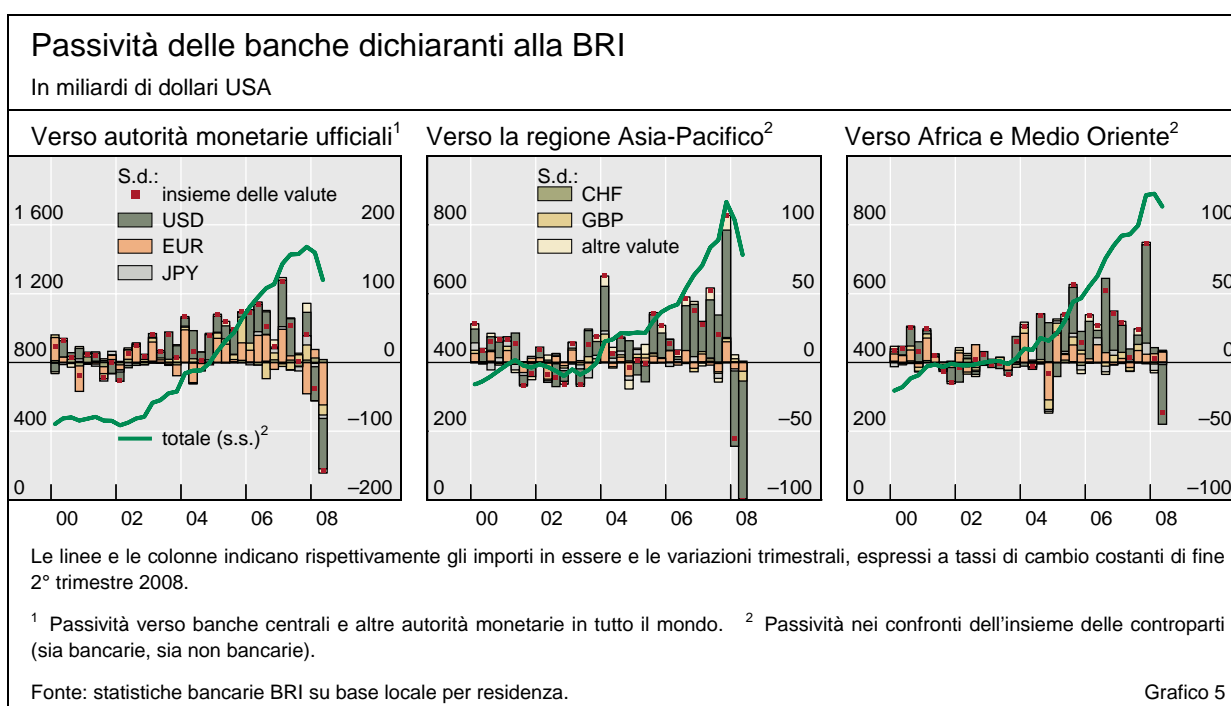
Le statistiche bancarie consolidate BRI, che misurano l'esposizione dei sistemi bancari nazionali e prevedono una scomposizione settoriale più dettagliata delle controparti, aiutano a capire meglio questi movimenti. Le attività estere verso i soggetti non bancari statunitensi contabilizzate dalle banche dichiaranti sono scese di \$259 miliardi nel periodo in rassegna; le contrazioni maggiori sono state registrate dai sistemi bancari svizzero e britannico (rispettivamente -\$72 e -\$66 miliardi). Per l'insieme delle banche dichiaranti le attività estere verso il settore *pubblico* non bancario statunitense sono rimaste stabili in termini assoluti, a \$666 miliardi, mentre quelle verso il settore *privato* non bancario sono diminuite di \$253 miliardi, a \$4,3 trilioni. Di conseguenza, la quota degli impieghi verso il settore privato non bancario all'interno delle attività estere totali verso gli Stati Uniti è calata al 69%, dal massimo del 72% di fine 2007.

⁶ Anche dalle statistiche di Dealogic sulle sottoscrizioni di prestiti consorziali internazionali emerge una diminuzione del credito a soggetti non bancari nelle principali economie. Le nuove sottoscrizioni di prestiti a favore di mutuatari non bancari sono calate a \$462 e a 401 miliardi rispettivamente nel secondo e terzo trimestre 2008, contro il massimo di \$768 miliardi raggiunto nel secondo trimestre 2007. Il calo è stato particolarmente pronunciato per i residenti di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro e ha colpito soprattutto le società finanziarie non bancarie, così come i settori fortemente sensibili al ciclo economico. Per l'insieme dei mutuatari non bancari in tutto il mondo il rapporto fra le operazioni non perfezionate (annunciate ma non sottoscritte) e quelle perfezionate è salito nel secondo trimestre al 7% (e a un livello leggermente superiore per i prestiti legati a fusioni e acquisizioni e *leveraged buyout*), dopo essersi collocato in media al 5% tra il 2004 e il 2007.

Pressioni sulle passività delle banche

Le passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle autorità monetarie ufficiali hanno continuato a diminuire nel secondo trimestre (grafico 5, diagramma di sinistra), segnando nel complesso una contrazione record di \$157 miliardi, di cui \$73 miliardi denominati in dollari e \$62 miliardi in euro. I cali più ingenti hanno riguardato i sistemi bancari di Regno Unito, Francia e Svizzera. Le statistiche BRI non contengono indicazioni sulle autorità monetarie ufficiali all'origine di tali movimenti⁷, ma alcune informazioni al riguardo possono essere desunte dai dati sulle riserve ufficiali segnalati da 63 autorità monetarie all'FMI. Come già nel primo trimestre 2008, tali statistiche mostravano riduzioni relativamente ingenti dei fondi depositati presso banche commerciali da parte delle banche centrali nelle economie emergenti, in particolare Russia (-\$42 miliardi) e alcuni paesi asiatici (-\$96 miliardi)⁸.

Diminuiscono le passività verso le autorità monetarie ufficiali ...



⁷ All'interno delle statistiche BRI le posizioni delle banche nei confronti delle autorità monetarie ufficiali sono segnalate per memoria e, pertanto, non sono disaggregate in base al paese di residenza. Le passività segnalate includono i fondi depositati dalle banche centrali presso le banche dichiaranti nel quadro della gestione delle riserve, le posizioni in pronti contro termine attivi conclusi con le banche dichiaranti ed eventuali prestiti erogati nel contesto di operazioni di rafforzamento della liquidità da parte delle banche centrali. Vi sono alcune differenze fra i paesi dichiaranti quanto alla definizione di autorità monetarie ufficiali. Ad esempio, nelle statistiche statunitensi questa voce include le posizioni nei confronti delle amministrazioni centrali e di organizzazioni internazionali.

⁸ I cali maggiori sono stati segnalati da Hong Kong SAR (-\$18 miliardi), Giappone (-\$17 miliardi), Corea (-\$16 miliardi), Malaysia (-\$15 miliardi) e Filippine (-\$10 miliardi). Queste riduzioni potrebbero anche rispecchiare il passaggio, da parte delle banche centrali, da prestiti non garantiti a prestiti garantiti (pronti contro termine attivi), non inclusi nei dati SDDS qui riportati. Si noti, inoltre, che vari paesi con uno stock ingente di riserve, come la Cina e alcuni produttori petroliferi del Medio Oriente, non partecipano alle segnalazioni SDDS.

... e i paesi emergenti

Cospicue flessioni hanno interessato anche le passività delle banche dichiaranti nei confronti di alcune regioni emergenti (grafico 5, diagramma centrale e di destra)⁹. Le passività verso l'insieme dei settori in Asia sono diminuite di \$100 miliardi, principalmente nei confronti di Cina (-\$56 miliardi), Hong Kong SAR (-\$22 miliardi), Singapore (-\$21 miliardi), Tapei Cinese (-\$18 miliardi) e Corea (-\$14 miliardi). La contrazione ha riguardato soprattutto le passività denominate in dollari, che sono così scese al 68% delle passività totali nei confronti della regione, dal 70% del trimestre precedente. Le passività delle banche verso Africa e Medio Oriente hanno subito un calo record di \$36 miliardi, che ha portato al 63%, dal 65% del primo trimestre, l'incidenza del dollaro sulle passività totali nei confronti di questa regione.

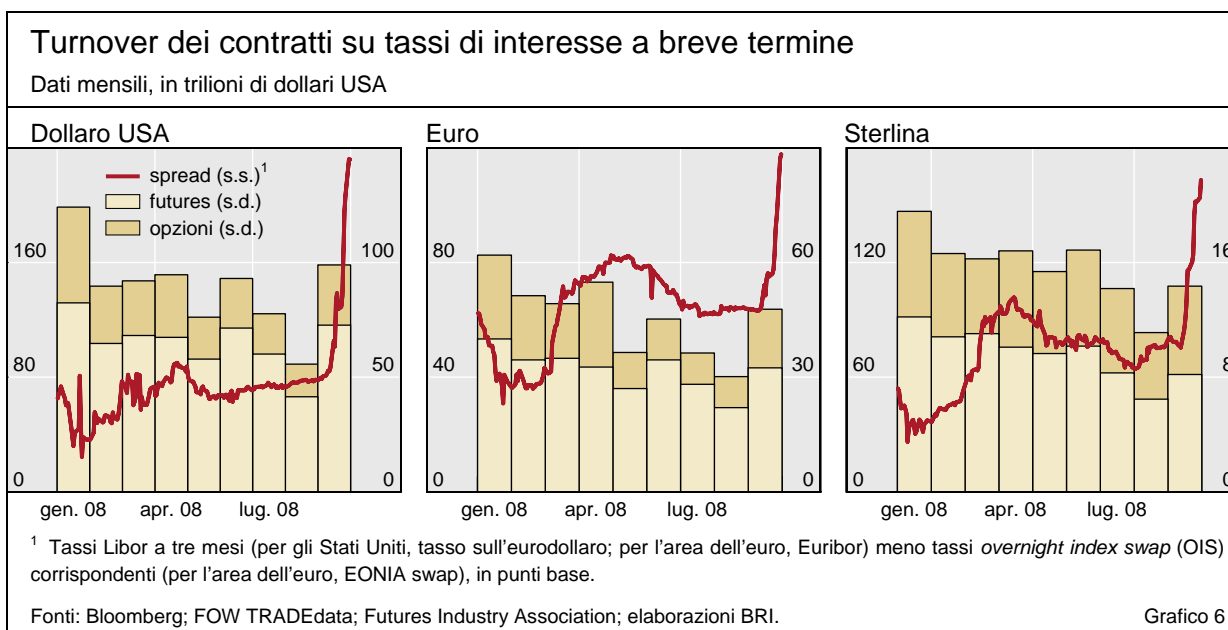
I mercati degli strumenti derivati

Derivati negoziati in borsa

Cala il turnover di futures e opzioni ...

Nel terzo trimestre 2008 si è verificata una contrazione degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali. Il turnover totale in termini di importi nozionali è sceso a \$542 trilioni, dai \$600 trilioni del secondo trimestre. Gran parte del calo è ascrivibile agli strumenti su tassi di interesse a breve termine, mentre le contrattazioni su tassi a lunga sono diminuite solo lievemente. All'opposto, ha segnato un incremento il turnover dei prodotti valutari e su indici. L'attività in derivati su materie prime, misurata unicamente in termini di numero di contratti, si è ridotta per il secondo trimestre consecutivo.

Le negoziazioni di derivati su tassi di interesse a breve termine sono scese a \$407 trilioni, dai \$473 trilioni del trimestre precedente. La flessione più



⁹ Tali flessioni potrebbero in parte rispecchiare le variazioni delle passività nei confronti di autorità monetarie ufficiali esaminate in precedenza.

significativa ha riguardato il segmento del dollaro USA, seguito da quelli in euro e sterline (grafico 6). In particolare, sono diminuiti gli scambi di futures e opzioni sia sui tassi in eurodollari a tre mesi sia sui *federal fund*, anche se i dati mensili segnalavano per settembre una ripresa del turnover di entrambi i contratti nel contesto delle acute tensioni sui mercati finanziari.

... in particolare su tassi di interesse a breve termine

L'attività in derivati azionari si è ripresa, salendo da \$67 a 76 trilioni. In base alla denominazione valutaria, l'aumento più pronunciato è stato quello degli strumenti in dollari USA, seguiti da quelli in won coreani. I contratti in rupie indiane e yen giapponesi hanno invece subito un lieve calo.

Gli scambi di derivati valutari sono cresciuti lievemente, da \$7,5 a 7,9 trilioni, principalmente per l'incremento dei contratti in euro, che ha compensato il calo dei volumi in valute quali il dollaro USA e il franco svizzero.

Le contrattazioni di derivati su materie prime si sono ridotte nel periodo in rassegna. Complessivamente, in termini di numero di contratti (non essendo disponibili dati sui valori nozionali), il turnover è sceso da 425 a 410 milioni. Gran parte del calo è stata attribuita ai derivati su derrate agricole, negoziati perlopiù nelle borse statunitensi. L'attività in strumenti collegati al petrolio è scesa da 98 a 92 milioni di contratti in presenza di una flessione significativa delle quotazioni del greggio, benché gli scambi nella categoria più ampia dei derivati su prodotti energetici siano rimasti su livelli elevati (140 milioni).

Si indeboliscono gli scambi di derivati su materie prime

Derivati negoziati fuori borsa

In novembre la BRI ha pubblicato le ultime statistiche sulle posizioni nel mercato internazionale degli strumenti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) relative a fine giugno 2008¹⁰. Il valore nozionale dei derivati OTC in essere ha continuato a crescere nella prima metà del 2008, collocandosi a fine giugno, per l'insieme delle tipologie di contratti, a \$683,7 trilioni, in rialzo del 15% rispetto a sei mesi prima. Mentre in termini di volume i *credit default swap* (CDS) sono risultati per la prima volta in calo, i derivati su tassi di interesse e valute, oltre che quelli su azioni e materie prime, hanno registrato un aumento significativo.

Scendono i volumi di CDS sulla scia della turbolenza

Per la prima volta dall'inizio della pubblicazione di queste statistiche nel dicembre 2004, gli importi nozionali in essere di contratti CDS sono scesi nel confronto con il periodo precedente (-1% rispetto a fine 2007). Ciò contrasta con il tasso medio di crescita semestrale del 45% registrato negli ultimi tre anni. Il calo è in larga misura riconducibile al significativo aumento delle estinzioni multilaterali per effetto della turbolenza finanziaria (cfr. il riquadro). Nonostante la flessione dei volumi in essere, i valori lordi di mercato dei CDS (che misurano il costo di sostituzione di tutti i contratti esistenti e rappresentano pertanto una misura migliore del rischio di mercato rispetto agli ammontari nozionali) sono cresciuti del 58%, sulla scia dell'aumento dei rischi di credito e di controparte durante la turbolenza. L'espansione ha riguardato sia i contratti su nominativi singoli (*single-name*) sia quelli su nominativi plurimi (*multi-name*).

¹⁰ Per maggiori informazioni sulla metodologia dell'indagine, cfr. il comunicato statistico del novembre 2008 disponibile all'indirizzo www.bis.org/publ/otc_hy0811.htm.

Cessazioni volontarie dei contratti di *credit default swap*

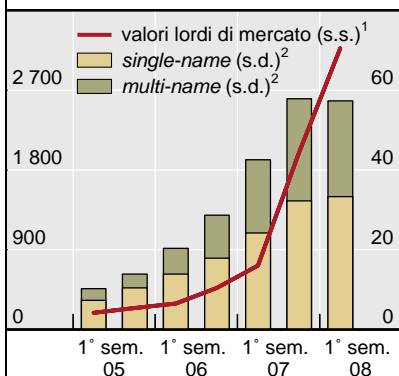
Jacob Gyntelberg e Carlos Mallo

La turbolenza abbattutasi sui mercati creditizi e monetari nella prima metà del 2008 ha portato a un aumento significativo delle estinzioni multilaterali dei contratti di *credit default swap* (CDS) da parte degli operatori. Di conseguenza, per la prima volta dall'inizio della diffusione delle statistiche sui CDS nel dicembre 2004, nel periodo in rassegna il valore nozionale in essere di tali contratti ha segnato un calo, pari all'1% rispetto al livello di fine 2007 (grafico A, diagramma di sinistra).

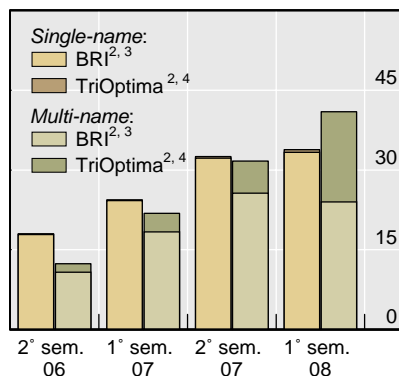
La flessione è in gran parte riconducibile al volume insolitamente elevato di estinzioni volontarie multilaterali di contratti CDS in essere (altresì note come "tear-up", letteralmente "strappi"), soprattutto nel segmento degli strumenti *multi-name* (diagramma centrale). Senza tali cessazioni, che hanno raggiunto \$17,4 trilioni, il valore nozionale dei contratti sarebbe infatti cresciuto di quasi il 30%. L'attività di estinzione dei contratti ha riguardato in particolare gli indici di CDS (diagramma di destra) e si è fatta più intensa dopo che gli spread creditizi si sono ampliati. Pur essendo il maggiore del mercato, il segmento dei CDS fra intermediari dichiaranti è rimasto invariato in termini di volumi di contratti in essere. All'opposto, i contratti in essere fra intermediari e altre istituzioni finanziarie sono calati del 7%, con una contrazione del 21% per i CDS delle società di assicurazione e del 2% per quelli di società di intermediazione mobiliare (che rappresentano il sottosegmento principale).

Credit default swap

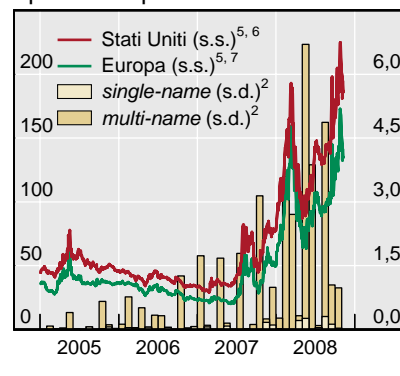
In base allo strumento



Estinzioni multilaterali



Spread e liquidazione di contratti



¹ In miliardi di dollari USA. ² In trilioni di dollari USA. ³ Importi nozionali in essere a fine periodo, in base alle segnalazioni fornite alla BRI. ⁴ Importi nozionali in essere dei contratti estinti da TriOptima durante il periodo. ⁵ *Mid-spread* relativo alla serie più recente di indici di CDS a cinque anni di qualità bancaria, in punti base. ⁶ Indice DJ CDX IG. ⁷ Indice iTraxx Europe.

Fonti: JPMorgan Chase; TriOptima; BRI.

Grafico A

Nel 2003 la società privata TriOptima ha cominciato a offrire agli intermediari in derivati OTC servizi di estinzione multilaterale dei contratti, inizialmente per gli swap di tasso di interesse e successivamente anche per i CDS. Il ciclo di estinzione prevede due fasi. Nella prima gli intermediari forniscono le informazioni relative ai singoli contratti che formano le loro posizioni e TriOptima verifica che vi sia corrispondenza fra le segnalazioni fornite dalle due controparti relativamente a ciascun contratto. Nella seconda fase TriOptima calcola per i partecipanti una serie di contratti bilaterali che produce le medesime esposizioni nette, ma riduce quelle lorde.

Più di recente Markit e Creditex, società specializzate rispettivamente nella fornitura di dati e nel brokeraggio su CDS, hanno lanciato una "piattaforma di compressione" per i contratti CDS *single-name*. La prima "compressione" si è conclusa il 27 agosto 2008, e a fine novembre ne erano state condotte 26, 14 in Europa e 12 negli Stati Uniti, dando luogo a una riduzione lorda totale di oltre \$1,1 trilioni dei valori nozionali in essere dei contratti CDS *single-name*.

La crescita degli ammontari nozionali in essere nel segmento dei derivati su tassi di interesse si è intensificata nel periodo in esame, dopo essersi collocata su valori medi nella seconda metà del 2007. A fine giugno il valore nozionale di questi strumenti era salito a \$458,3 trilioni, ossia del 17% rispetto

a sei mesi prima. I valori lordi di mercato dei derivati OTC su tassi di interesse hanno segnato un incremento del 29%, a \$9,3 trilioni, riconducibile in larga misura agli swap su tassi di interesse, che costituiscono il segmento di gran lunga più ampio di questo mercato. Nello stesso periodo anche l'attività in derivati valutari ha registrato una robusta espansione, con un aumento del 12% (a \$63,0 trilioni) degli ammontari nozionali e del 25% (a \$2,3 trilioni) dei valori lordi di mercato.

Robusta attività in derivati valutari ...

Gli importi nozionali dei derivati azionari in essere sono cresciuti del 20% nel periodo in rassegna, riassorbendo il calo dell'1% della seconda metà del 2007. A fine giugno 2008 essi erano pari a \$10,2 trilioni, riconducibili per oltre la metà ai contratti su titoli europei.

Gli scambi sono stati vivaci anche nel mercato dei derivati OTC su merci, che in termini di valori nozionali sono saliti del 56%, collocandosi a fine giugno a \$13 trilioni. L'aumento è in gran parte riconducibile alla robusta espansione dei contratti su materie prime diverse dall'oro, saliti a \$12,6 trilioni, con un aumento del 49%, a \$7,6 trilioni, dei contratti a termine e degli swap e dell'81%, a \$5 trilioni, delle opzioni. La crescita dei derivati sull'oro è invece scesa al 9% (dal 40% del periodo precedente). In termini di valori lordi di mercato, gli strumenti su materie prime sono aumentati nell'insieme del 16%, a \$2,2 trilioni.

... e forte aumento dei derivati su merci

Il mercato internazionale dei titoli di debito

La raccolta nei mercati internazionali dei titoli di debito è bruscamente diminuita durante il terzo trimestre, nel contesto di perdurante turbolenza sui mercati finanziari. I collocamenti netti di obbligazioni e *note* sono scesi a soli \$247 miliardi, rispetto ai \$1 086 miliardi del secondo trimestre. La flessione, ben maggiore di quanto giustificato dal normale profilo stagionale, ha portato le emissioni nette ai livelli più bassi dal terzo trimestre 2005¹¹. Anche i collocamenti di strumenti del mercato monetario hanno ristagnato, e su base netta sono entrati in territorio negativo.

Forte calo della raccolta ...

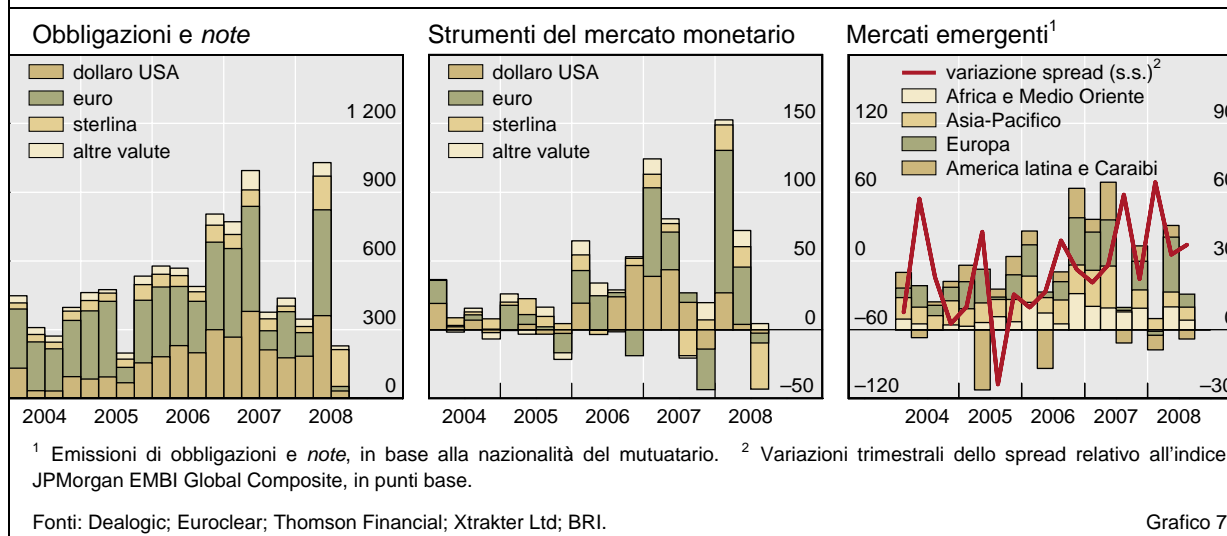
In termini di valuta di denominazione il calo più pronunciato delle emissioni è avvenuto nel segmento in euro, seguito da vicino da quello in dollari (grafico 7, diagramma di sinistra). I collocamenti netti di obbligazioni e *note* denominate in euro sono crollati da \$466 a 28 miliardi fra il secondo e il terzo trimestre, ma anche quelli in dollari hanno subito una brusca riduzione, passando da \$396 a 40 miliardi. Per contro, la raccolta netta di obbligazioni e *note* in sterline è rimasta elevata, salendo da \$144 a 153 miliardi. Quest'ultimo andamento è ascrivibile soprattutto alla vivace attività di emissione di titoli garantiti da ipoteca. I collocamenti in yen sono scesi da \$16 a 8 miliardi, ma la flessione sarebbe stata ancora maggiore senza le forti emissioni di obbligazioni "samurai" (titoli in yen collocati da prenditori non giapponesi nel mercato nipponico), pari a \$7 miliardi su base netta.

... in particolare di obbligazioni e *note* in euro

¹¹ Per una descrizione del profilo stagionale dei collocamenti, cfr. J. Amato e J. Sobrun, "Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e *note*", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005.

Emissioni nette di titoli di debito internazionali

In miliardi di dollari USA



La scomposizione per nazionalità degli emittenti mostra che il calo più cospicuo ha riguardato i collocamenti netti di mutuatari statunitensi, scesi a \$46 miliardi, dai \$308 miliardi del secondo trimestre. Una forte contrazione si è osservata anche nella raccolta di prenditori belgi, francesi e britannici.

Per quanto riguarda i settori, la flessione più consistente è stata quella dei collocamenti netti di obbligazioni e note delle istituzioni finanziarie (scesi a \$246 miliardi, dagli \$888 miliardi del secondo trimestre), ma anche le emissioni nette delle imprese sono fortemente calate, seppur in misura minore, passando da \$133 a 47 miliardi.

Le emissioni internazionali di obbligazioni garantite da ipoteca (per le quali sono disponibili solo dati lordi) sono rimaste relativamente sostenute nel periodo in esame, collocandosi a \$139 miliardi, in calo rispetto al massimo di \$188 miliardi del periodo precedente. Una flessione sensibile è stata registrata dai collocamenti di mutuatari belgi, irlandesi e spagnoli, oltre che da quelli delle agenzie statunitensi di emanazione governativa, in particolare Fannie Mae e Freddie Mac. Le emissioni dei prenditori britannici hanno invece evidenziato un ulteriore incremento (da \$90 a 98 miliardi), probabilmente per effetto dello Special Liquidity Scheme della Bank of England, che permette alle banche britanniche di scambiare attività illiquide, come titoli garantiti da ipoteca, con obbligazioni del Tesoro del Regno Unito.

Nelle economie emergenti le emissioni nette di obbligazioni e note sono scese da \$45 miliardi nel secondo trimestre a \$11 miliardi nel terzo (grafico 7, diagramma di destra). Il calo è stato maggiore nei paesi emergenti europei (dove la raccolta netta degli emittenti russi è passata da \$13 a 3 miliardi), seguiti da quelli di America latina e della regione Africa e Medio Oriente. In base alla denominazione valutaria, la contrazione maggiore ha riguardato il segmento in dollari, seguito da quello in euro.

Le emissioni di obbligazioni garantite da ipoteca restano relativamente sostenute

Anche le emissioni internazionali di strumenti del mercato monetario hanno ristagnato. I collocamenti netti sono entrati in territorio negativo, passando da \$69 a -30 miliardi nel terzo trimestre, il livello minimo dal terzo trimestre 2003 (grafico 7, diagramma centrale). Il calo più marcato è avvenuto nel segmento della sterlina, seguito da quello dell'euro.

Gli strumenti del mercato monetario ristagnano