

---

## 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 si riferiscono al terzo trimestre 2009, quelle sui mercati dei titoli di debito e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al quarto trimestre 2009.*

I bilanci delle banche internazionali si sono nuovamente contratti nel terzo trimestre 2009, sebbene a un ritmo molto più contenuto che nei tre periodi precedenti. Le attività internazionali lorde totali delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$360 miliardi. Gli impieghi transfrontalieri verso i mutuatari dei paesi emergenti sono aumentati lievemente per il secondo trimestre consecutivo, principalmente per effetto degli incrementi delle attività verso i residenti di Asia-Pacifico e America latina e Caraibi. I prestiti locali in valuta locale corretti per gli effetti di cambio sono anch'essi cresciuti in queste due regioni, mentre sono diminuiti nell'Europa emergente. I portafogli internazionali delle banche dichiaranti hanno continuato a evidenziare una ricomposizione a favore delle attività verso il settore pubblico, aumentate in termini sia relativi sia assoluti.

L'attività nel mercato primario dei titoli di debito internazionali ha registrato un marcato indebolimento nel quarto trimestre 2009. Le emissioni lorde annunciate sono diminuite del 10% sul periodo precedente, a \$1 778 miliardi, mentre quelle nette sono scese a \$303 miliardi, ben al disotto dei \$485 miliardi registrati nel terzo trimestre.

Gli scambi nelle borse internazionali dei derivati hanno segnato una modesta espansione nell'ultimo trimestre 2009. In termini di valori nozionali il turnover è aumentato del 5%, a \$444 trilioni, un livello superiore del 22% al minimo del primo trimestre, ma ancora decisamente inferiore al massimo (\$690 trilioni) degli inizi del 2008.

---

<sup>1</sup> Per eventuali quesiti si prega di contattare Stefan Avdjiev per le statistiche bancarie e Christian Upper per quelle sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati.

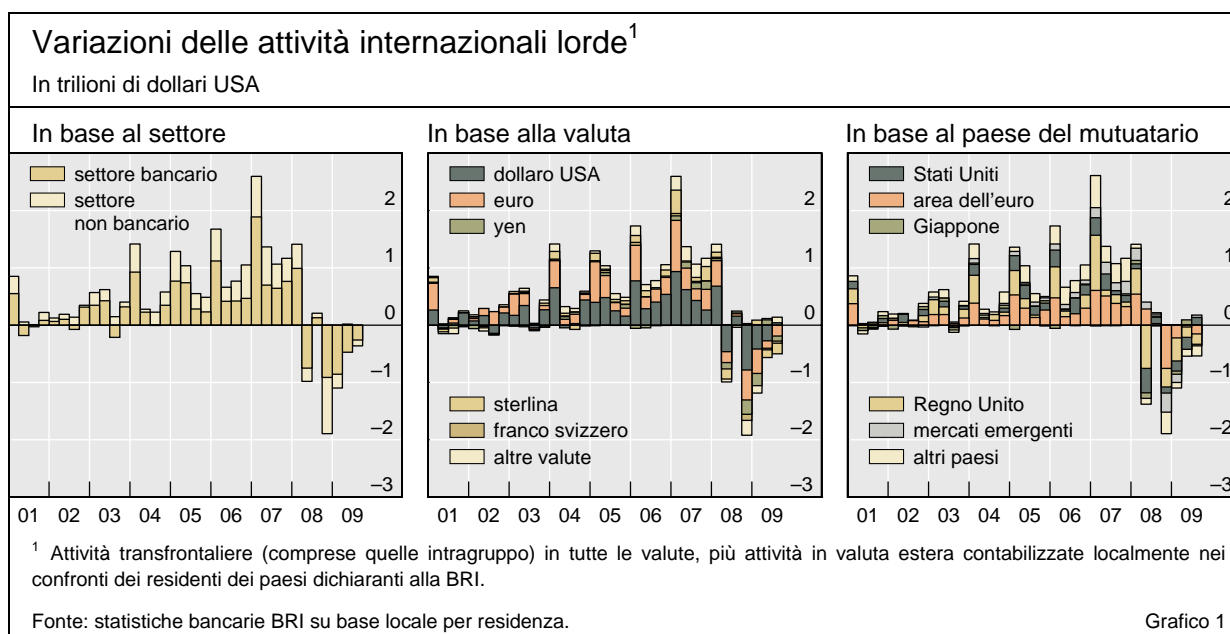
## Il mercato bancario internazionale

I bilanci delle banche internazionali si sono nuovamente contratti nel terzo trimestre 2009, sebbene a un ritmo molto più contenuto che nei tre periodi precedenti. Le attività internazionali lorde totali delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$360 miliardi (grafico 1, diagramma di sinistra), la flessione minore dall'inizio della crisi. Gran parte (71%) della contrazione è riconducibile alla diminuzione degli impieghi interbancari (-\$257 miliardi), mentre la parte restante al calo delle attività verso il settore non bancario (-\$103 miliardi). I portafogli internazionali delle banche dichiaranti hanno continuato a evidenziare una ricomposizione a favore delle attività verso il settore pubblico. Gli impieghi transfrontalieri verso i mutuatari dei paesi emergenti sono aumentati lievemente per il secondo trimestre consecutivo, principalmente per effetto degli incrementi nelle attività verso i residenti di Asia-Pacifico e America latina e Caraibi. I prestiti locali in moneta locale depurati degli effetti di cambio sono anch'essi cresciuti in queste due regioni, mentre sono diminuiti nell'Europa emergente.

*Le attività denominate in dollari USA aumentano per la prima volta in quattro trimestri*

Le attività internazionali denominate in dollari USA sono cresciute per la prima volta dal terzo trimestre 2008, mentre quelle in tutti gli altri segmenti valutari principali sono diminuite (grafico 1, diagramma centrale). Tale andamento è in netta controtendenza rispetto a quello osservato durante la crisi, quando gli impieghi in dollari si erano ridotti a un ritmo molto più rapido di quelli denominati in altre valute. L'espansione delle posizioni in dollari delle banche dichiaranti, pari a \$45 miliardi, è ascrivibile a un incremento delle attività interbancarie (\$121 miliardi), il primo in quattro trimestri e il più cospicuo dagli inizi del 2008. Esso è stato parzialmente compensato da una flessione degli impieghi in dollari verso il settore non bancario (-\$76 miliardi). Nel contempo,

Si espandono le attività denominate in dollari USA



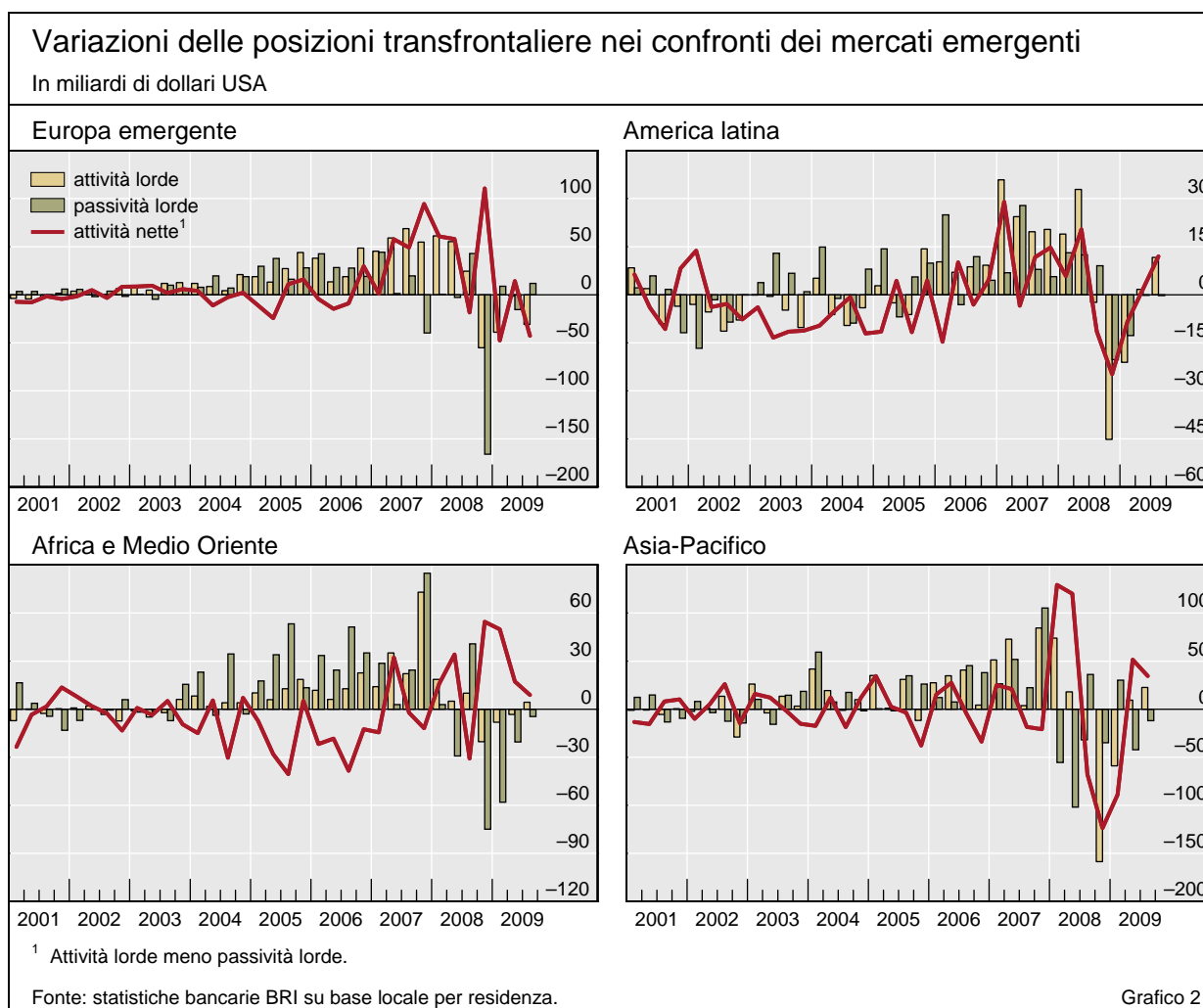
le attività denominate in sterline hanno registrato la più ingente flessione del decennio (-\$183 miliardi) e quelle denominate in euro si sono ridotte per il quarto trimestre consecutivo (-\$191 miliardi).

Diminuiscono gli impieghi verso i residenti di Regno Unito e area dell'euro

La scomposizione in base alla residenza della controparte riflette in larga misura quella per valute (grafico 1, diagramma di destra). Buona parte della contrazione complessiva nelle attività internazionali è imputabile ai cali degli impieghi verso i residenti di Regno Unito (-\$183 miliardi) e area dell'euro (-\$151 miliardi), mentre quelli verso i residenti degli Stati Uniti sono aumentati di \$134 miliardi. La flessione nei confronti dell'area dell'euro è quasi interamente riconducibile all'attività interbancaria (-\$138 miliardi), che ha concorso altresì a buona parte della contrazione degli impieghi verso i residenti del Regno Unito (-\$131 miliardi). Le attività internazionali verso i prenditori dei mercati emergenti sono cresciute di \$42 miliardi, quasi unicamente per effetto dell'espansione dei prestiti al settore non bancario, pari a \$41 miliardi.

*Aumenta l'esposizione verso Asia-Pacifico e America latina, ma si riducono le posizioni nell'Europa emergente*

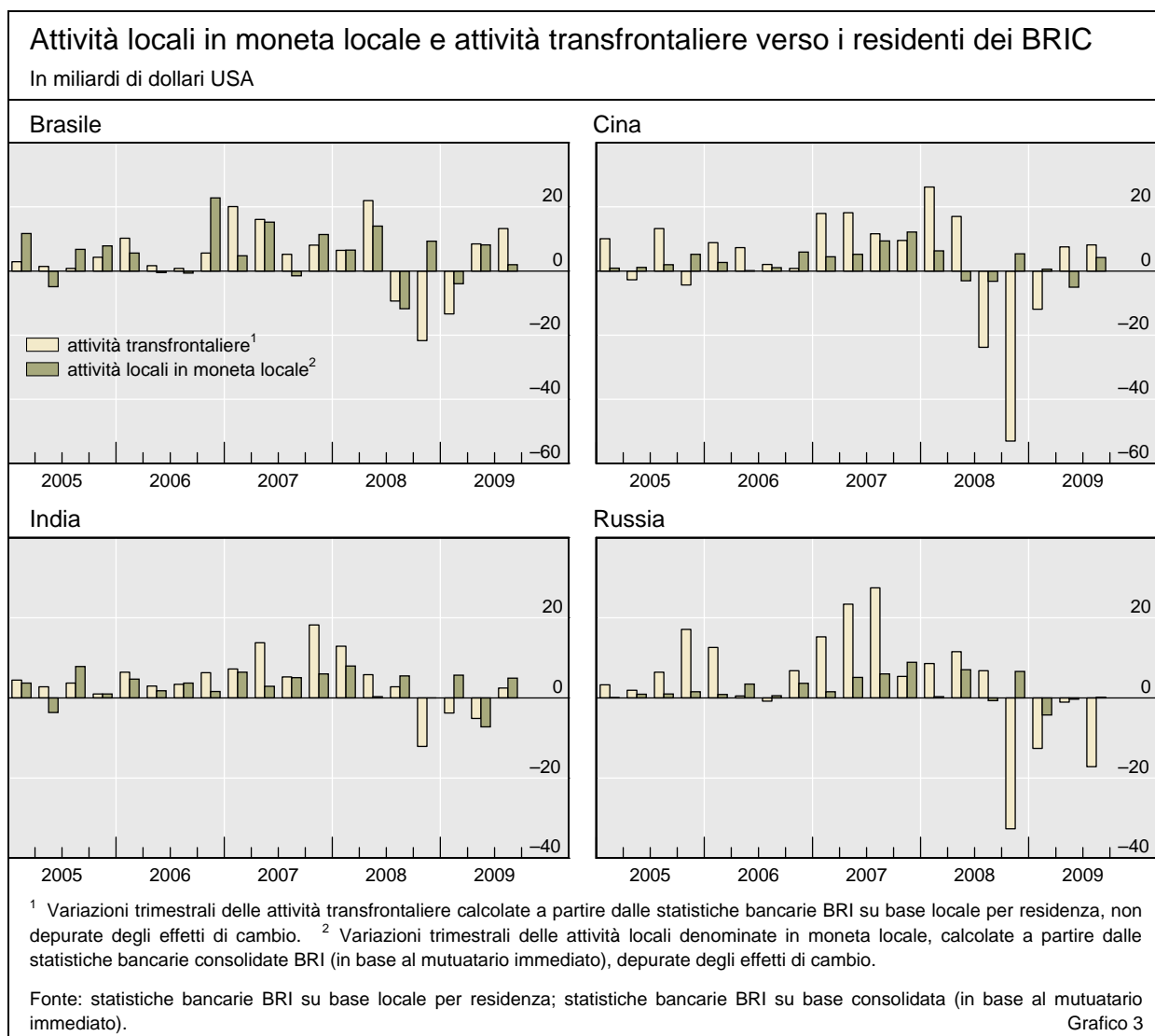
Le esposizioni transfrontaliere nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i mercati emergenti sono cresciute di \$12,6 miliardi (grafico 2), per l'effetto congiunto delle maggiori attività (\$7,8 miliardi) e delle minori passività



(\$4,8 miliardi). Gli impieghi verso il settore non bancario sono saliti di \$35,5 miliardi, l'aumento più cospicuo dal secondo trimestre 2008, mentre quelli verso il settore bancario sono diminuiti di \$27,7 miliardi.

Le dinamiche del credito hanno mostrato divergenze significative nelle varie regioni. Le statistiche bancarie BRI su base locale indicano che le attività transfrontaliere verso i residenti di Asia-Pacifico e America latina e Caraibi sono aumentate durante il terzo trimestre 2009 (rispettivamente di \$22,7 e 11,7 miliardi). Inoltre, dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al mutuatario immediato emerge che in queste due regioni anche i prestiti locali in moneta locale, depurati degli effetti di cambio e delle discontinuità nella serie, sono cresciuti (rispettivamente di \$10,9 e 8,2 miliardi)<sup>2</sup>. Per contro, nell'Europa emergente sia le attività transfrontaliere sia quelle locali in valuta locale sono diminuite durante il periodo (rispettivamente di \$30,1 e 6,8 miliardi).

Le banche accrescono le esposizioni nette verso Asia-Pacifico e America latina e Caraibi ...



<sup>2</sup> La vendita al governo venezuelano di un'affiliata di una banca spagnola ha determinato, depurata degli effetti di cambio, un calo di circa \$12,1 miliardi delle attività locali in valuta locale verso i residenti del Venezuela. Il dato sulla variazione delle attività locali in valuta locale per America latina e Caraibi riportato nel testo è depurato di questa discontinuità nella serie.

... ma riducono le posizioni nell'Europa emergente

Lo sganciamento dell'Europa emergente dal resto dei paesi in via di sviluppo potrebbe essere dovuto a fattori sia di domanda sia di offerta nei mercati internazionali del credito. La minore crescita del prodotto complessivo nell'Europa emergente durante il terzo trimestre 2009 potrebbe aver ridotto la domanda di credito nella regione, concorrendo quindi almeno in parte alla contrazione delle attività verso i suoi residenti. Inoltre, le aspettative meno ottimistiche per la crescita in quest'area potrebbero aver reso le banche più restie a erogare prestiti ai residenti. Infine, è possibile che anche fattori politici abbiano avuto un effetto contrattivo sulla domanda e sull'offerta di credito verso la regione: l'incertezza riguardo all'esito delle allora imminenti elezioni in Romania e Ucraina potrebbe essere all'origine dei cali (rispettivamente -\$6,3 e -\$2,9 miliardi) delle attività transfrontaliere verso questi paesi, fra i più cospicui osservati a livello di singolo paese durante il periodo in esame.

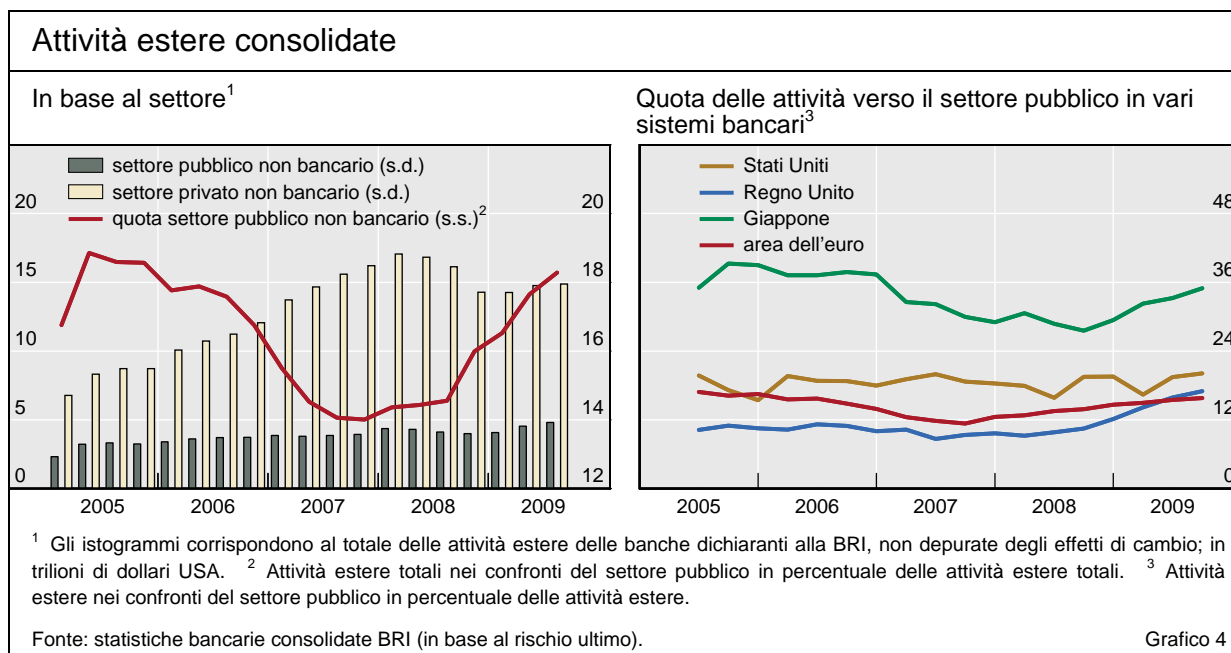
La crescita del credito estero all'Asia-Pacifico e all'America latina e Caraibi durante il terzo trimestre è stata trainata dall'espansione delle attività verso i residenti delle principali economie di queste regioni (Brasile, Cina e India). Gli impieghi transfrontalieri verso questi paesi hanno registrato gli incrementi più ingenti dalla prima metà del 2008 (grafico 3), pari a \$13,2 miliardi in Brasile, \$8,2 miliardi in Cina e \$2,5 miliardi in India. Gli impieghi locali in moneta locale sono anch'essi aumentati in questi paesi (rispettivamente di \$4,9, 4,2 e 2,0 miliardi in India, Cina e Brasile). Nel contempo, le banche dichiaranti hanno ridotto per il quarto trimestre consecutivo le attività transfrontaliere verso i residenti della quarta economia BRIC, la Russia (di \$17,1 miliardi).

#### *Le banche accrescono il peso del settore pubblico all'interno dei loro portafogli internazionali*

Aumentano le attività estere verso il settore pubblico

La quota delle attività estere delle banche dichiaranti alla BRI verso il settore pubblico è andata aumentando in tutti gli ultimi sette trimestri per i quali sono disponibili dati<sup>3</sup>. Tale andamento ha fatto seguito a un periodo, durato dalla prima metà del 2005 fino alla fine del 2007, in cui tale quota era costantemente calata (grafico 4, diagramma di sinistra). Durante la maggior parte del 2008 le attività estere verso il settore pubblico (istogrammi verdi) sono diminuite in termini assoluti, ma aumentate in termini relativi, dal momento che quelle verso il settore privato non bancario (istogrammi gialli) si sono contratte a un ritmo più rapido. Tuttavia, dagli inizi del 2009 gli impieghi verso il settore pubblico sono cresciuti in termini sia assoluti sia relativi. Nei primi tre trimestri dello scorso anno essi sono aumentati di \$806 miliardi, in rialzo di oltre il 20%, portandosi dal 16,0 al 18,3% delle attività estere totali.

<sup>3</sup> Va notato che le cifre indicate in questa sezione sono ricavate dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al *rischio ultimo*. Il motivo per cui si è scelto di incentrare l'analisi su tali dati, piuttosto che sulle statistiche bancarie consolidate BRI in base al *mutuatario immediato*, risiede nel fatto che le prime offrono una scomposizione settoriale delle attività estere, le seconde delle attività internazionali. Dato che queste ultime non includono le attività locali in moneta locale, le attività estere forniscono un quadro più completo degli andamenti sui mercati bancari internazionali. Ad esempio, gli impieghi denominati in dollari USA verso il settore pubblico statunitense detenuti da una filiale di New York di una banca tedesca sarebbero contabilizzati nelle attività estere, ma non in quelle internazionali.



L'aumento degli impieghi verso il settore pubblico osservato nei recenti trimestri è stato alquanto diffuso (grafico 4, diagramma di destra). Ad esempio, le banche giapponesi, che tradizionalmente allocano a questo settore una quota più ampia delle loro attività internazionali, hanno accresciuto tali impieghi di \$166 miliardi (pari al 26,4%) dalla fine del 2007. Le banche statunitensi e quelle dell'area dell'euro, che sotto questo aspetto sono storicamente più prossime alla media internazionale, hanno parimenti registrato forti incrementi durante lo stesso periodo (rispettivamente \$228 e 171 miliardi)<sup>4</sup>. Persino gli istituti del Regno Unito, che solitamente presentano esposizioni contenute verso il settore pubblico, hanno ampliato significativamente il volume delle attività verso questo settore (di \$250 miliardi, pari al 64,6%) dagli inizi del 2008.

Gran parte della recente espansione delle attività estere verso il settore pubblico è ascrivibile al maggiore volume di debito degli Stati Uniti e di vari paesi europei detenuto dalle banche dichiaranti (grafico 5). Durante i primi tre trimestri del 2009 le attività verso il settore pubblico statunitense sono aumentate di \$146 miliardi (20%). Nello stesso periodo le banche dichiaranti hanno accresciuto considerevolmente anche gli impieghi verso i settori pubblici di Germania (\$72 miliardi, 15%), Italia (\$49 miliardi, 11%), Francia (\$51 miliardi, 29%), Regno Unito (\$26 miliardi, 13%) e Irlanda (\$11 miliardi, 68%)<sup>5</sup>. Per contro, sono stati relativamente modesti i corrispondenti incrementi

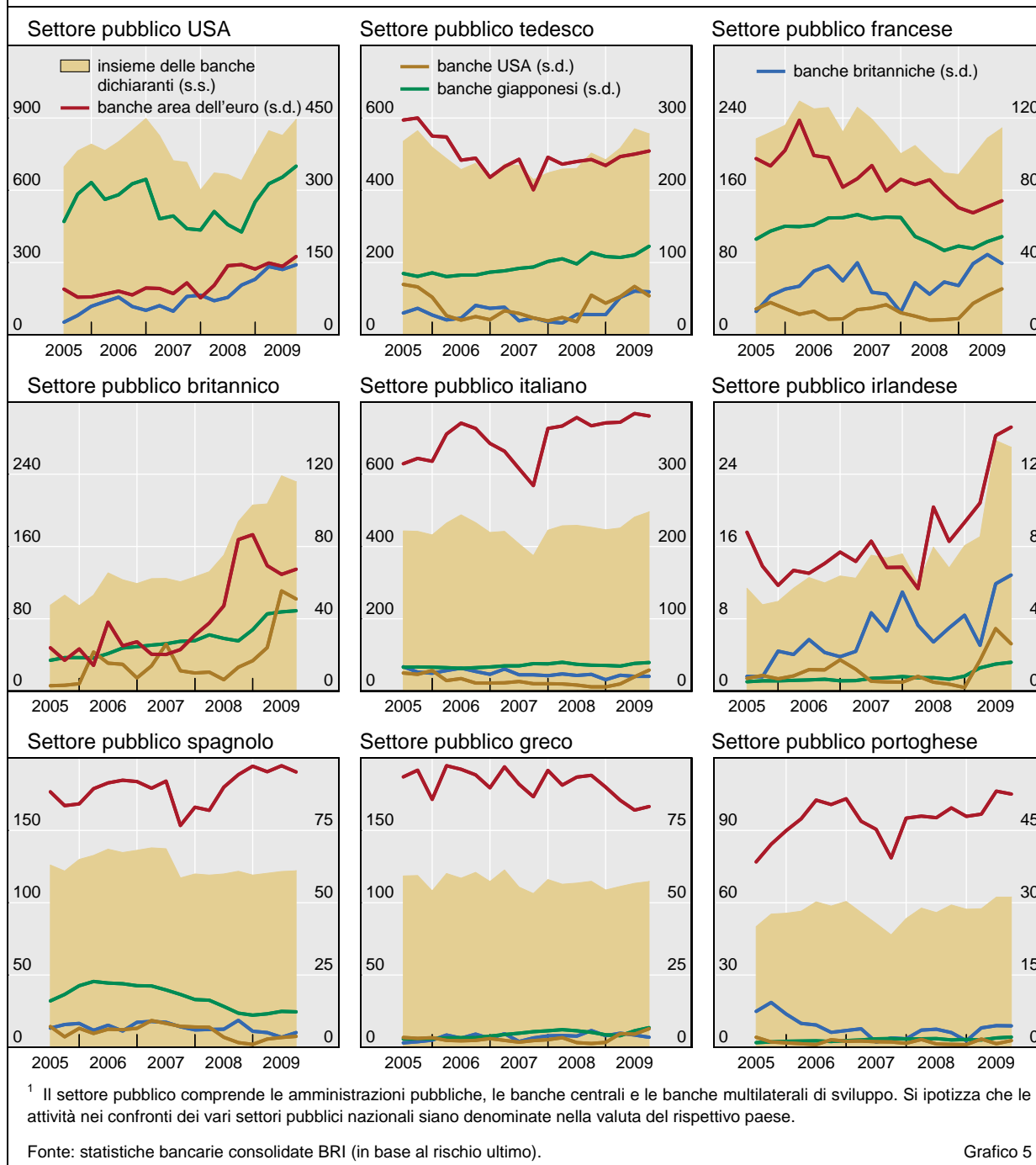
Le banche accrescono gli impieghi verso i settori pubblici di Stati Uniti e area dell'euro

<sup>4</sup> L'aumento delle attività delle banche statunitensi verso il settore pubblico durante tale periodo è riconducibile per circa \$71 miliardi alla variazione della popolazione dichiarante statunitense nelle statistiche bancarie consolidate BRI, avvenuta nel primo trimestre 2009 per effetto della riclassificazione delle restanti banche di investimento statunitensi come società holding bancarie (cfr. riquadro).

<sup>5</sup> Le cifre riportate in questo paragrafo sono depurate degli effetti di cambio ipotizzando che l'insieme delle attività estere verso il settore pubblico di un determinato paese sia denominato nella rispettiva moneta ufficiale.

## Attività estere nei confronti del settore pubblico, in base alla nazionalità delle banche dichiaranti<sup>1</sup>

A tassi di cambio costanti di fine 3° trimestre 2009, in miliardi di dollari USA



delle attività verso i settori pubblici di Grecia (\$6 miliardi, 5%), Portogallo (\$5 miliardi, 9%) e Spagna (\$3 miliardi, 2%).

Il grafico 5 evidenzia il diverso grado di concentrazione delle attività estere verso i settori pubblici di vari paesi e regioni in determinati sistemi bancari. Ad esempio, i principali detentori di attività estere verso i settori pubblici dell'area dell'euro sono le banche con sede nell'area stessa. A fine settembre 2009 i loro impieghi ammontavano a \$1,2 trilioni, più del 60% delle

consistenze totali di attività estere verso i settori pubblici della regione. Nondimeno, la loro presenza nei mercati del debito pubblico dell'area non è uniforme, essendo pari rispettivamente al 32 e 46% delle attività estere in essere verso il settore pubblico in Francia e Germania, e a più del 70% in Portogallo (84%), Spagna (78%), Italia (77%) e Grecia (73%). Per contro, nessun sistema bancario detiene da solo più del 50% delle attività estere in essere verso i settori pubblici di Stati Uniti, Giappone e Regno Unito.

## Il mercato internazionale dei titoli di debito

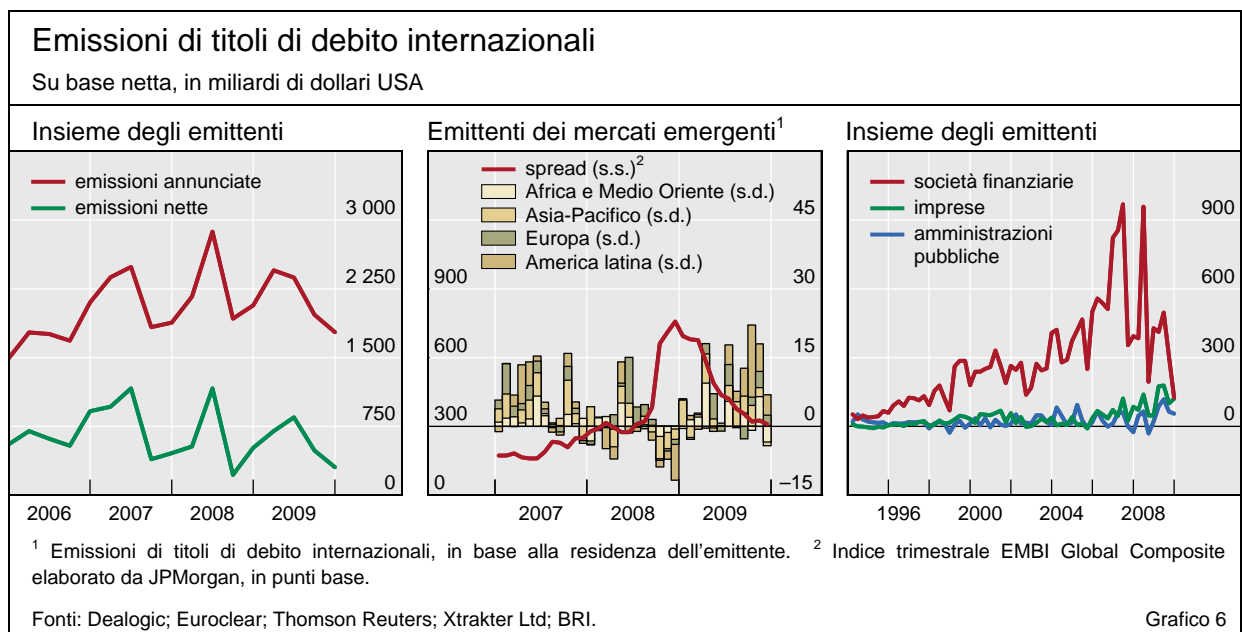
L'attività nel mercato primario dei titoli di debito internazionali si è sensibilmente indebolita negli ultimi tre mesi del 2009. Le emissioni lorde annunciate sono scese del 10% sul trimestre precedente, a \$1 778 miliardi (grafico 6, diagramma di sinistra). In presenza di un aumento dei rimborsi pari al 4%, i collocamenti netti sono calati a \$303 miliardi, ben al disotto dei \$485 miliardi registrati nel terzo trimestre.

Il profilo regionale dell'attività ha riflesso in parte la natura disomogenea della ripresa economica. La raccolta internazionale dei prenditori dei mercati emergenti è cresciuta del 19% rispetto al terzo trimestre, mentre quella dei mutuatari delle economie avanzate è diminuita del 38%.

Differenze nel ritmo della ripresa sono apparse evidenti non soltanto tra paesi in via di sviluppo e sviluppati, ma anche fra singole economie, in particolare quelle avanzate di maggiori dimensioni. I residenti dei paesi dove la crescita stagnava hanno in generale fatto minore ricorso al mercato rispetto al trimestre precedente, mentre quelli delle economie in più rapida espansione hanno aumentato la raccolta. Le emissioni dei mutuatari dell'area dell'euro si sono ad esempio dimezzate, a \$111 miliardi. I prenditori del Regno Unito, la cui ripresa economica è stata debole nel quarto trimestre, hanno di fatto ridotto il debito in essere sul mercato internazionale effettuando rimborsi netti per \$26 miliardi. Ciò contrasta con la raccolta molto più intensa nelle economie

Si conclude la fase di forte crescita delle emissioni

Stretto legame tra i collocamenti e la crescita economica nelle economie mature ...



contraddistinte da una ripresa più solida. Le emissioni australiane e canadesi sono aumentate rispettivamente a \$34 e 28 miliardi. I collocamenti internazionali netti dei residenti statunitensi sono più che raddoppiati, a \$108 miliardi, pur rimanendo al disotto dei \$259 miliardi osservati tra aprile e giugno.

... ma non in quelle emergenti

La relazione tra raccolta e crescita è apparsa più incerta per i mutuatari delle economie emergenti (grafico 6, diagramma centrale). I collocamenti di soggetti latinoamericani sono saliti al livello più elevato dagli anni novanta (a \$26 miliardi, dai \$13 miliardi osservati tra luglio e settembre), risultando particolarmente sostenuti in Brasile, Messico e Venezuela. Di questi tre paesi, solo il Brasile ha registrato una crescita rapida nel periodo in rassegna. Le emissioni dei prenditori dell'Europa emergente si sono quasi quadruplicate, a \$8 miliardi, nonostante la debolezza economica della regione. I residenti nelle economie in via di sviluppo dell'Asia e del Pacifico, caratterizzate da una crescita molto più rapida, hanno invece effettuato collocamenti per \$6 miliardi, la metà rispetto al terzo trimestre. Infine, i residenti in Medio Oriente e Africa hanno emesso titoli di debito internazionali per \$2 miliardi, contro gli \$8 miliardi del terzo trimestre. Ai \$5 miliardi di rimborsi netti delle società finanziarie negli Emirati Arabi Uniti hanno fatto riscontro emissioni nette per \$7 miliardi da parte del Governo del Qatar, che ha approfittato delle condizioni di mercato favorevoli per prefinanziare il suo fabbisogno.

La possibilità di una dilazione di pagamento per Dubai World pesa sulle emissioni

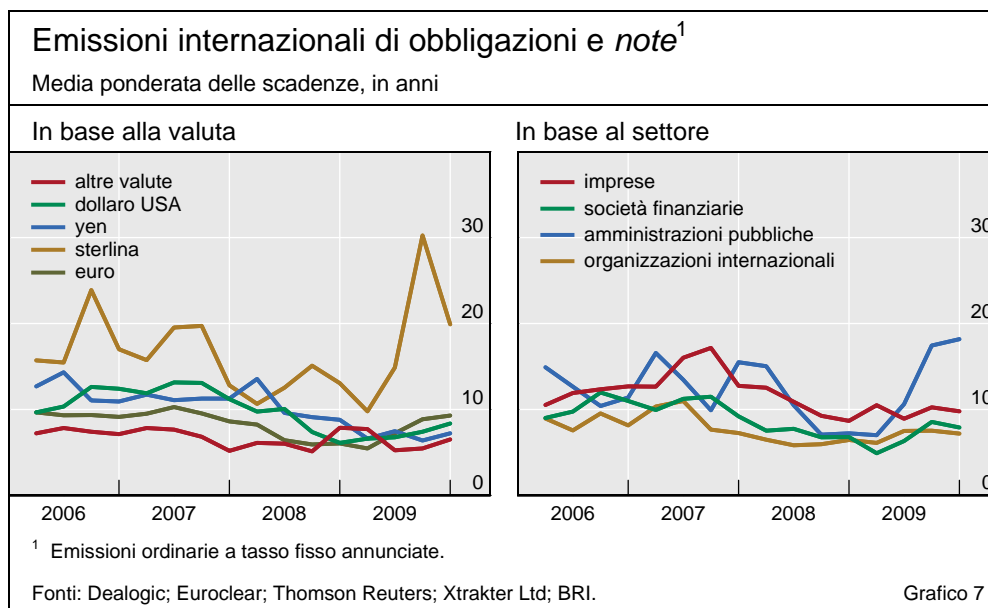
Le condizioni di mercato per i mutuatari delle economie emergenti si sono bruscamente deteriorate a fine novembre, alla richiesta annunciata dalla società pubblica Dubai World di una dilazione di pagamento sul suo debito. L'impatto di questa notizia sulle emissioni è in verità difficile da isolare da quello dei fattori stagionali. La raccolta dei mercati emergenti tende a indebolirsi verso la fine dell'anno; nondimeno, il calo osservato a fine 2009 è stato molto maggiore rispetto agli anni precedenti. I collocamenti netti sono scesi da \$21 miliardi in ottobre e \$18 miliardi in novembre a meno di \$3 miliardi in dicembre. Il calo osservato nell'ultimo mese dell'anno ha riguardato tutte le regioni, ma è stato particolarmente pronunciato in Medio Oriente e Africa.

Le imprese non finanziarie recuperano terreno rispetto alle società finanziarie

L'attività di raccolta delle imprese non finanziarie si è avvicinata a quella delle società finanziarie per la prima volta da quando quest'ultima ha iniziato a crescere vigorosamente nei primi anni novanta (grafico 6, diagramma di destra). Nel quarto trimestre 2009 le imprese non finanziarie hanno raccolto \$121 miliardi, un livello del 20% superiore rispetto ai tre mesi precedenti e di poco inferiore ai \$126 miliardi collocati dalle società finanziarie. Le emissioni di queste ultime sono state particolarmente deboli nelle economie emergenti (\$0,3 miliardi, dai \$10 miliardi del terzo trimestre) e nel Regno Unito (con rimborsi netti per \$37 miliardi, contro \$78 miliardi di emissioni nette nel terzo trimestre). Esse sono invece aumentate in Australia (del 27%, a \$31 miliardi), Canada (dell'870%, a \$12 miliardi) e Stati Uniti (dell'885%, a \$43 miliardi).

Alcune banche continuano a dipendere dalle garanzie pubbliche

Non tutte le società finanziarie hanno potuto accedere ai mercati esclusivamente in virtù della propria solidità patrimoniale, e alcune di loro hanno continuato a dipendere dalle garanzie fornite dai governi (cfr. la monografia di P. Gerlach in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). La quota di emissioni garantite sul totale dei collocamenti del settore



finanziario ha continuato a scendere, ma all'8% delle emissioni lorde annunciate è parsa avvicinarsi al suo limite inferiore.

I mutuatari hanno aggiustato la struttura del loro debito per assicurarsi bassi costi di finanziamento. Da un lato, hanno effettuato rimborsi di strumenti del mercato monetario (con scadenze inferiori a un anno) oltre che di obbligazioni e *note* a tasso variabile, rispettivamente per \$141 e 71 miliardi. Dall'altro, hanno collocato obbligazioni e *note* a tasso fisso per \$492 miliardi. La scadenza media di queste ultime è salita da un minimo di 6,3 anni nel primo trimestre 2009 a 9,8 anni nel terzo, per poi scendere lievemente – a 9,3 anni – nel quarto. Ciò è tuttavia riconducibile interamente alla durata media eccezionalmente lunga delle obbligazioni in sterline emesse nel terzo trimestre (grafico 7, diagramma di sinistra), quando il governo britannico e alcune società veicolo attive nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari hanno effettuato diverse grandi emissioni con scadenze fino a 57 anni. Nel quarto trimestre la durata media delle obbligazioni denominate in sterline è rimasta superiore a quella dei titoli in altre monete, forse per l'elevato interesse che tali strumenti rivestono per i fondi pensione britannici, tenuti a mantenere una corrispondenza fra attività e passività valutate ai prezzi correnti di mercato<sup>6</sup>. Gli emittenti sovrani, in particolare, hanno allungato la durata del loro debito a quasi 20 anni (grafico 7, diagramma di destra).

Allungamento delle scadenze per approfittare delle condizioni favorevoli

## Derivati negoziati in borsa

Dopo aver segnato il passo nel trimestre precedente, la ripresa dell'attività nelle borse internazionali dei derivati è proseguita a ritmi modesti negli ultimi tre mesi del 2009. Il turnover in termini di valori nozionali è salito del 5%, a \$444 trilioni, un livello superiore del 22% al minimo del primo trimestre ma ancora ben inferiore al massimo (\$690 trilioni) degli inizi del 2008. L'aumento si

Moderato aumento dell'attività

<sup>6</sup> Questo aspetto è analizzato in maggiore dettaglio nel riquadro a pag. 8 dell'edizione di marzo 2006 della *Rassegna trimestrale BRI*.

è distribuito abbastanza uniformemente tra le diverse categorie di rischio. Le posizioni aperte, anch'esse misurate sulla base dei valori nozionali, sono cresciute in linea con il turnover (del 6%, a \$73 trilioni).

Crescita modesta nel segmento dei tassi di interesse

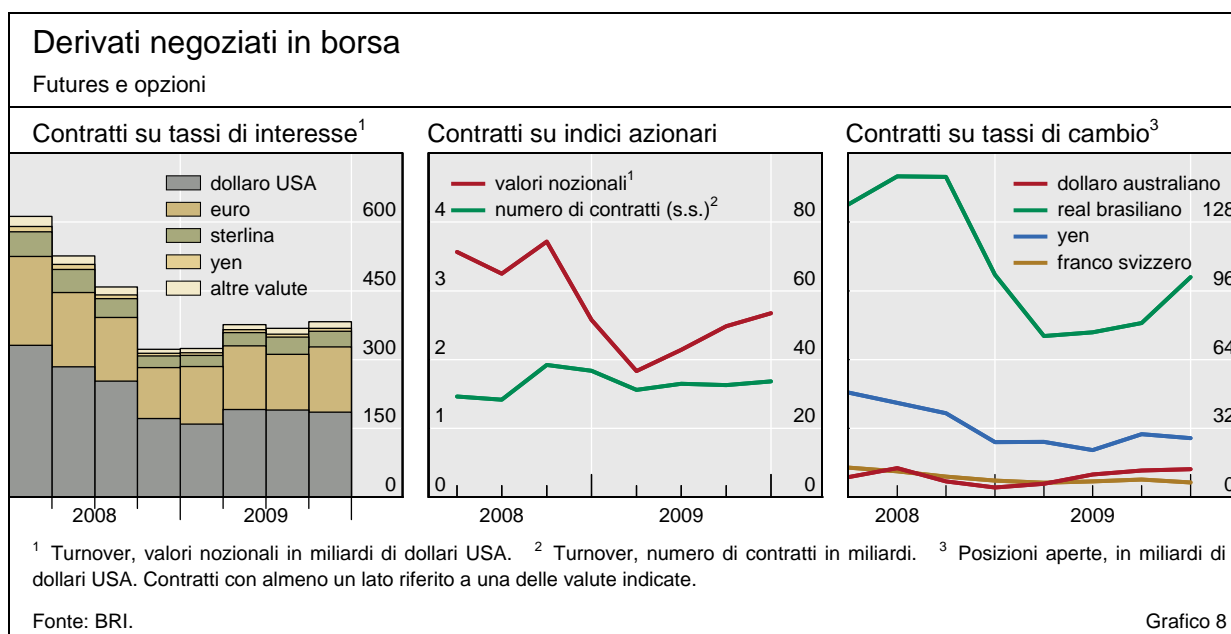
Le contrattazioni di strumenti derivati su tassi di interesse sono aumentate del 4%, a \$383 trilioni (grafico 8, diagramma di sinistra), con differenze notevoli tra valute. All'espansione dei contratti denominati in euro (17%), dollari neozelandesi (37%) e dollari canadesi (59%) ha fatto riscontro il calo del 10% di quelli in sterline e la stabilità dei futures e delle opzioni su tassi di interesse statunitensi e giapponesi.

Il rialzo dei corsi azionari fa salire il turnover in derivati su indici di borsa

L'aumento delle valutazioni azionarie ha alimentato gli scambi di derivati su indici di borsa in termini di valori nozionali, cresciuti dell'8%, mentre il numero di contratti è aumentato di appena il 3% (grafico 8, diagramma centrale). Tra i pochi mercati dove l'attività si è effettivamente fatta più vigorosa figura quello brasiliano, che ha registrato un aumento delle contrattazioni in termini di valori nozionali del 58%, a \$0,7 trilioni, un livello molto prossimo al massimo di fine 2007. Nel primo trimestre 2009 il turnover di contratti su indici azionari brasiliani era pari ad appena \$0,2 trilioni. Gran parte della ripresa dell'attività è riconducibile al rialzo delle quotazioni di borsa (l'indice Bovespa ha guadagnato l'11% nel quarto trimestre), ma anche il numero di contratti scambiati è aumentato (del 21%) nell'ultimo trimestre, dopo aver ristagnato nei primi tre mesi dell'anno.

Crescono le contrattazioni di derivati valutari

Le negoziazioni nel mercato dei derivati valutari sono aumentate nell'ultimo trimestre 2009. Gli scambi misurati in termini di valori nozionali sono saliti del 15%, raggiungendo il massimo storico di \$8 trilioni. I contratti in essere hanno registrato una crescita dell'11%, a \$310 miliardi. L'incremento dell'attività è stato particolarmente robusto nel segmento del franco svizzero (38%). Ciò sembra riflettere perlopiù le intense contrattazioni a breve termine piuttosto che l'assunzione di posizioni a più lunga scadenza, dal momento che le posizioni aperte in derivati sul franco sono scese del 17%.



I dati confermano in certa misura la tesi del (rinnovato) interesse per le operazioni di *carry trade* in cambi (cfr. la monografia di M. Kohler in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*). Tali operazioni possono essere realizzate in diversi modi, uno dei quali associa una posizione lunga in futures od opzioni in una valuta ad alto rendimento a una corta in contratti aventi per oggetto una moneta a basso rendimento. Di fatto, risulta impossibile individuare le motivazioni alla base delle singole posizioni nei dati osservabili. È tuttavia degno di nota che le posizioni aperte in due tra le valute ad alto rendimento più appetibili per le operazioni di *carry trade* siano aumentate notevolmente da quando la crisi ha raggiunto il suo culmine. I contratti in essere sul dollaro australiano (la linea rossa nel diagramma di destra del grafico 8) sono saliti da \$4 miliardi a fine 2008 a \$13 miliardi un anno dopo, sebbene gran parte dell'aumento abbia avuto luogo nella prima metà dell'anno. Anche le posizioni sul real brasiliano (linea verde) sono notevolmente aumentate (del 26% nel solo quarto trimestre 2009). Rispetto ai precedenti episodi di elevata attività di *carry trade*, le divise di finanziamento sono cambiate. I tassi di interesse a breve termine sono bassi in diverse economie di grandi dimensioni, rendendo più ampio il ventaglio di possibili valute di finanziamento. Le posizioni aperte nelle due monete di finanziamento tradizionali, lo yen giapponese e il franco svizzero, si sono ridotte nell'ultimo trimestre 2009. È tuttavia difficile, sulla base delle statistiche disponibili, stabilire quali altre divise ne abbiano preso il posto.

Attività di *carry trade* in cambi

I futures e le opzioni su merci hanno evidenziato una crescita modesta negli ultimi tre mesi del 2009. Il numero di contratti negoziati (non essendo disponibili i valori nozionali per questa categoria di rischio) è salito del 7%, seppure con differenze considerevoli tra le varie tipologie di materie prime. I volumi degli scambi di contratti su metalli preziosi sono aumentati di quasi il 50%, alimentati dall'attività in derivati sull'oro nelle borse cinesi, quasi raddoppiata. Il turnover in strumenti su derrate agricole e prodotti energetici è cresciuto rispettivamente del 5 e 2%. Per contro, le contrattazioni di derivati su metalli non preziosi sono diminuite del 31%.

L'aumento degli scambi su metalli preziosi compensa il calo dei contratti su altre merci

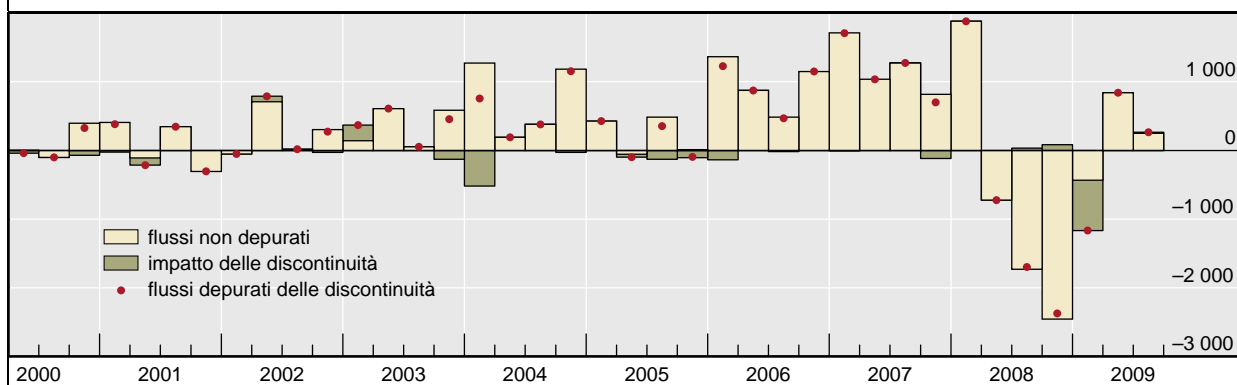
## Impatto della riclassificazione delle banche di investimento USA

Nel settembre 2008 le rimanenti banche di investimento USA si sono trasformate in holding bancarie. Di conseguenza, nelle statistiche bancarie consolidate della BRI i dati relativi agli Stati Uniti includono ora le posizioni internazionali di queste istituzioni. L'ampliamento della popolazione dichiarante, avvenuto nel primo trimestre 2009, ha determinato un'espansione di \$696 miliardi delle attività internazionali aggregate nelle statistiche bancarie consolidate in base al mutuatario immediato e di \$903 miliardi nelle statistiche consolidate della BRI in base al rischio ultimo.

A questa discontinuità nella serie, nel primo trimestre 2009 se ne sono aggiunte altre minori, quantificabili in \$36 miliardi circa per le attività consolidate in base al mutuatario immediato. Pertanto, anche se i dati su tali attività segnalavano un calo di \$434 miliardi per quel trimestre, la loro contrazione effettiva, ove si tenga conto del cambiamento intervenuto nella popolazione dichiarante in tale periodo, ammontava a circa \$1 166 miliardi (grafico A). Nel caso delle statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo, le ulteriori discontinuità nella serie assommano a \$106 miliardi, portando a \$1 009 miliardi il loro impatto complessivo.

## Impatto delle discontinuità nella serie sulle attività internazionali consolidate

In miliardi di dollari USA



Fonte: statistiche bancarie internazionali consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

Grafico A

I dati delle statistiche bancarie consolidate della BRI non sono depurati delle discontinuità nella serie. Tuttavia la BRI comunica tutte le principali discontinuità nel comunicato stampa che accompagna la pubblicazione dei dati. Inoltre, un apposito documento, aggiornato ogni trimestre e disponibile sul sito internet della BRI ([www.bis.org/statistics/breakstablescons.pdf](http://www.bis.org/statistics/breakstablescons.pdf)), fornisce informazioni dettagliate riguardanti il periodo del cambiamento, il paese dichiarante, le ragioni della discontinuità e le variazioni nette nelle attività e passività aggregate che ne derivano.