

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale

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 primo trimestre 2010, quelle sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al secondo trimestre 2010.

Il mercato bancario internazionale¹

La contrazione dei bilanci internazionali delle banche dichiaranti alla BRI iniziata nel quarto trimestre 2008 è giunta a termine nei *primi tre mesi del 2010*. La svolta, ascrivibile a forti aumenti delle attività internazionali verso i residenti di Regno Unito e Stati Uniti, è stata favorita anche dalla protratta accelerazione degli impieghi transfrontalieri verso Asia-Pacifico e America latina e Caraibi, le prime due regioni a registrare una crescita positiva dell'attività creditizia internazionale dopo la crisi nel secondo trimestre 2009. Le attività nei confronti dell'area dell'euro e dell'Europa emergente hanno continuato a diminuire. Ciò nonostante, le banche con operatività internazionale hanno aumentato le esposizioni verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, soprattutto tramite un incremento delle voci fuori bilancio. Le statistiche BRI indicano che a fine marzo 2010 i portafogli di crediti al settore pubblico dell'area dell'euro detenuti dagli istituti della regione presentavano una maggiore incidenza di debito a rendimento più elevato rispetto a quelli di altri importanti sistemi bancari, in cui era più alta la quota di debito a rendimento inferiore.

Le attività internazionali crescono per la prima volta in sei trimestri²

Nel periodo in rassegna le attività internazionali³ delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate per la prima volta dal terzo trimestre 2008. L'incremento

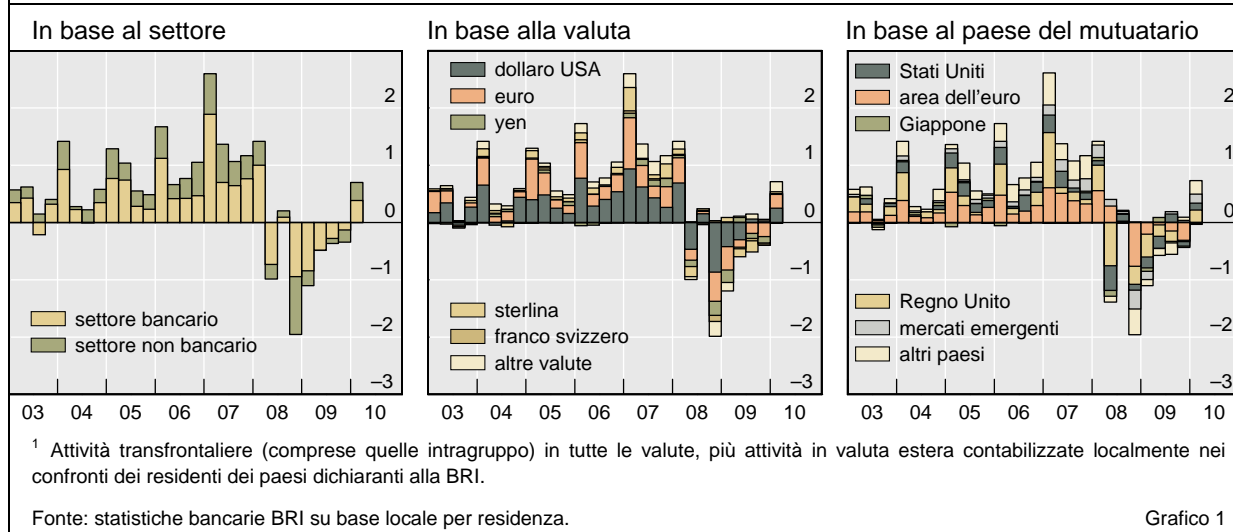
¹ Per eventuali quesiti sulle statistiche bancarie si prega di contattare Stefan Avdjiev.

² L'analisi contenuta in questa sottosezione e in quella successiva poggia sulle statistiche bancarie BRI su base locale per residenza. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività internazionali sono state depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie.

³ Le attività internazionali comprendono quelle transfrontaliere e quelle locali denominate in valuta estera.

Variazioni delle attività internazionali lorde¹

In trilioni di dollari USA



di \$700 miliardi (2,1%)⁴ ha portato le consistenze aggregate di tali impieghi a \$33,4 trilioni (grafico 1, diagramma di sinistra). L'espansione è riconducibile a un marcato incremento sia delle attività interbancarie (\$383 miliardi, 1,8%) sia di quelle verso soggetti non bancari (\$317 miliardi, 2,5%).

La crescita complessiva degli impieghi si è distribuita sui vari comparti valutari (grafico 1, diagramma centrale). I maggiori incrementi si sono registrati in quelli del dollaro USA (\$253 miliardi, 1,9%) e dell'euro (\$238 miliardi, 1,9%), ma anche gli impieghi in sterline e yen sono aumentati, rispettivamente di \$30 miliardi (1,6%) e \$15 miliardi (1,3%). L'unico segmento a evidenziare una contrazione è stato quello del franco svizzero, in calo di \$14 miliardi (2,1%).

Il quadro che emerge dalla scomposizione in base alla residenza della controparte è meno netto (grafico 1, diagramma di destra). Le attività internazionali verso i residenti del Regno Unito sono aumentate (di \$217 miliardi, 3,5%) per la prima volta dal primo trimestre 2008. Le banche dichiaranti hanno altresì accresciuto gli impieghi verso i residenti statunitensi (di \$120 miliardi, 2,4%). Si sono invece ridotte, per il terzo trimestre consecutivo, le attività verso i residenti del Giappone (di \$9 miliardi, 1,0%). Inoltre, le attività verso i residenti dell'area dell'euro sono diminuite di \$21 miliardi (0,2%), sebbene gli impieghi in euro verso l'area si siano accresciuti di \$72 miliardi (0,9%). Il loro calo complessivo riflette in larga misura una contrazione di \$100 miliardi (8,4%) delle attività in dollari USA verso le banche situate nell'area dell'euro, dovuta per oltre un terzo (\$37 miliardi) a banche negli Stati Uniti.

Le attività in dollari USA e in euro registrano un incremento

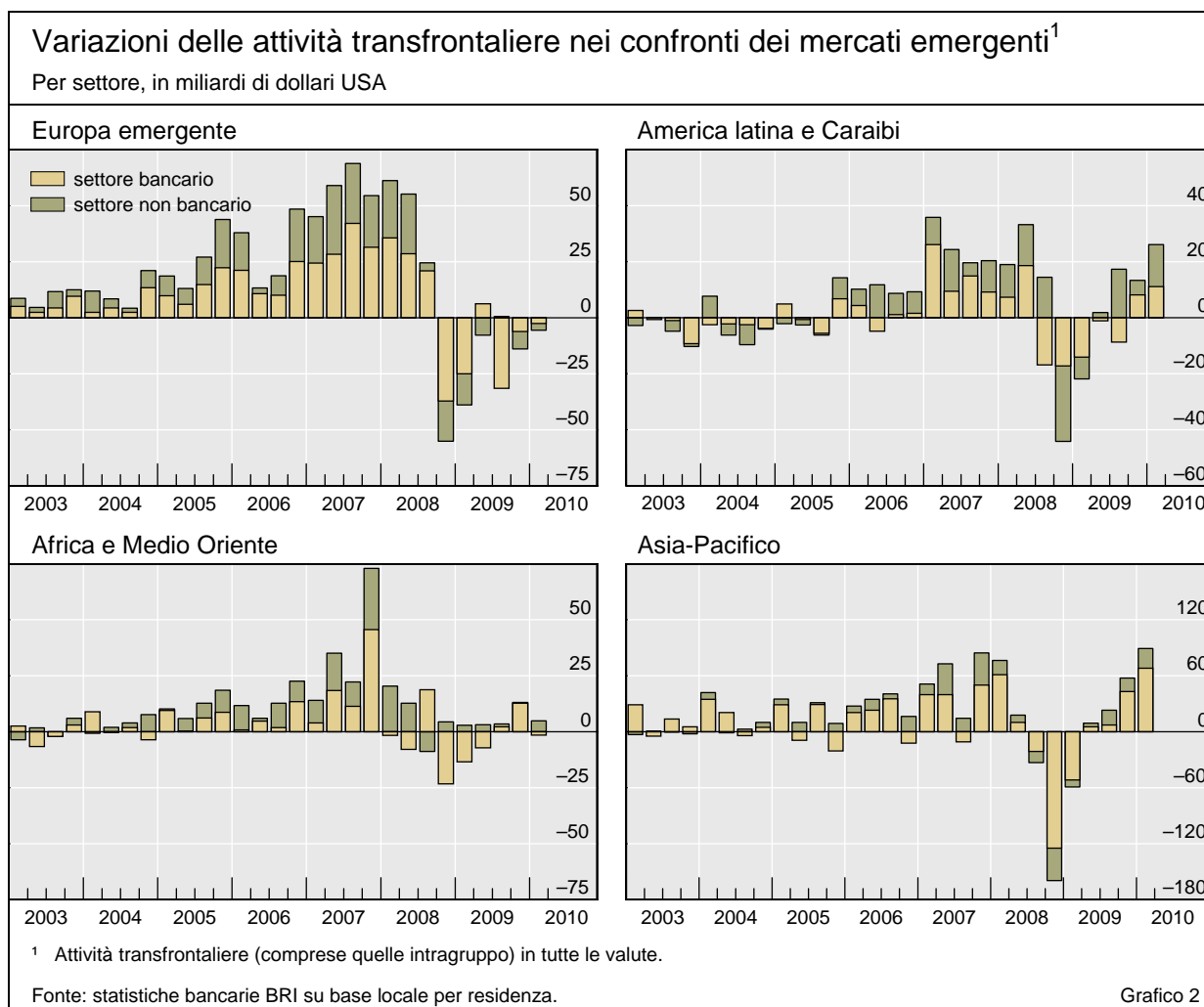
⁴ Tutti i dati percentuali fanno riferimento alla variazione rispetto alle consistenze in essere alla fine del trimestre precedente.

Le attività transfrontaliere verso Asia-Pacifico e America latina e Caraibi crescono vigorosamente

Le attività transfrontaliere verso i residenti delle economie emergenti sono aumentate per il quarto trimestre consecutivo (grafico 2). L'espansione di \$113 miliardi (4,6%) ha superato di circa il 40% l'insieme degli incrementi dei tre trimestri precedenti. Essa è in gran parte ascrivibile a una crescita di \$75 miliardi (6,4%) delle attività interbancarie, sebbene anche quelle verso il settore non bancario siano aumentate significativamente (di \$38 miliardi, 3,0%). Come già nei tre trimestri precedenti, l'incremento complessivo riflette l'ingente raccolta dei residenti di Asia-Pacifico e America latina e Caraibi, regioni in più rapida crescita. Per contro, gli impieghi verso l'Europa emergente, dove la ripresa dell'attività economica è più lenta, si sono ridotti per il sesto trimestre consecutivo, seppur a un ritmo più contenuto.

Aumenta la crescita delle attività transfrontaliere verso l'Asia-Pacifico ...

In linea con la vigorosa espansione economica nell'Asia-Pacifico, le banche dichiaranti alla BRI hanno accresciuto per il quarto trimestre consecutivo le attività transfrontaliere verso i residenti della regione. Quasi la metà dell'incremento complessivo di \$89 miliardi (11,4%) va ricondotta a un'impennata senza precedenti degli impieghi verso i residenti in Cina, saliti di \$42,1 miliardi (23,8%). Nel contempo, le attività verso i residenti in India hanno



evidenziato un aumento di \$18,1 miliardi (13,5%), il secondo mai registrato in ordine di grandezza. Le banche hanno inoltre accresciuto significativamente i prestiti transfrontalieri a Corea (di \$11,0 miliardi, 5,5%), Taipei Cinese (di \$6,3 miliardi, 11,7%), Indonesia (di \$4,7 miliardi, 10,2%) e Malaysia (di \$2,9 miliardi, 7,6%). Tali incrementi potrebbero essere in parte connessi a operazioni di *carry trade* condotte durante il periodo per sfruttare i considerevoli differenziali di interesse tra alcuni dei suddetti paesi e le principali economie sviluppate (per un'analisi dettagliata sugli andamenti e le tendenze recenti dei *carry trade*, cfr. il Capitolo IV della 80^a Relazione annuale della BRI).

Sebbene lievemente più moderato rispetto a quello dei prestiti alla regione Asia-Pacifico, l'aumento delle attività transfrontaliere nei confronti di America latina e Caraibi è stato anch'esso consistente. L'espansione, di \$26 miliardi (6,4%), è stata la quarta consecutiva e la maggiore dal secondo trimestre 2008. Ancora una volta, le banche dichiaranti hanno convogliato la maggior parte dei prestiti alla regione verso il Brasile. Le attività transfrontaliere verso i residenti di questo paese sono aumentate di \$18,7 miliardi (11,3%). Un rialzo notevole, di \$7,3 miliardi (7,7%), è stato registrato anche dagli impieghi a favore di residenti del Messico. Per contro, i prestiti all'Argentina si sono contratti per il settimo trimestre consecutivo (di \$0,3 miliardi, 2,3%). Nondimeno, il loro decremento è stato di gran lunga il più contenuto dall'inizio della contrazione.

... e verso la regione America latina e Caraibi

Il rallentamento della crescita economica nell'Europa emergente ha contribuito alla sesta flessione consecutiva delle attività transfrontaliere verso i suoi residenti. Ciò nonostante, la contrazione di \$6 miliardi (0,7%) è stata decisamente inferiore a quelle dei due trimestri precedenti. I cali più pronunciati sono stati registrati dagli impieghi verso i residenti di Russia (\$4,2 miliardi, 2,9%), Croazia (\$1,6 miliardi, 3,5%) e Repubblica Ceca (\$1,5 miliardi, 3,3%). Le attività verso la Polonia sono invece aumentate per il quarto trimestre consecutivo (di \$4,0 miliardi, 3,3%), mentre quelle all'Ungheria hanno evidenziato un lieve incremento (\$0,5 miliardi, 0,6%) prima delle elezioni parlamentari di aprile.

Prosegue il calo del credito all'Europa emergente

Aumentano le esposizioni bancarie verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna⁵

Le banche dichiaranti alla BRI hanno incrementato le esposizioni totali⁶ nei confronti dei residenti di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, nonostante le crescenti pressioni di mercato di cui sono stati oggetto questi paesi (grafico 3). L'espansione complessiva di \$109 miliardi (4,3%) ha portato l'esposizione

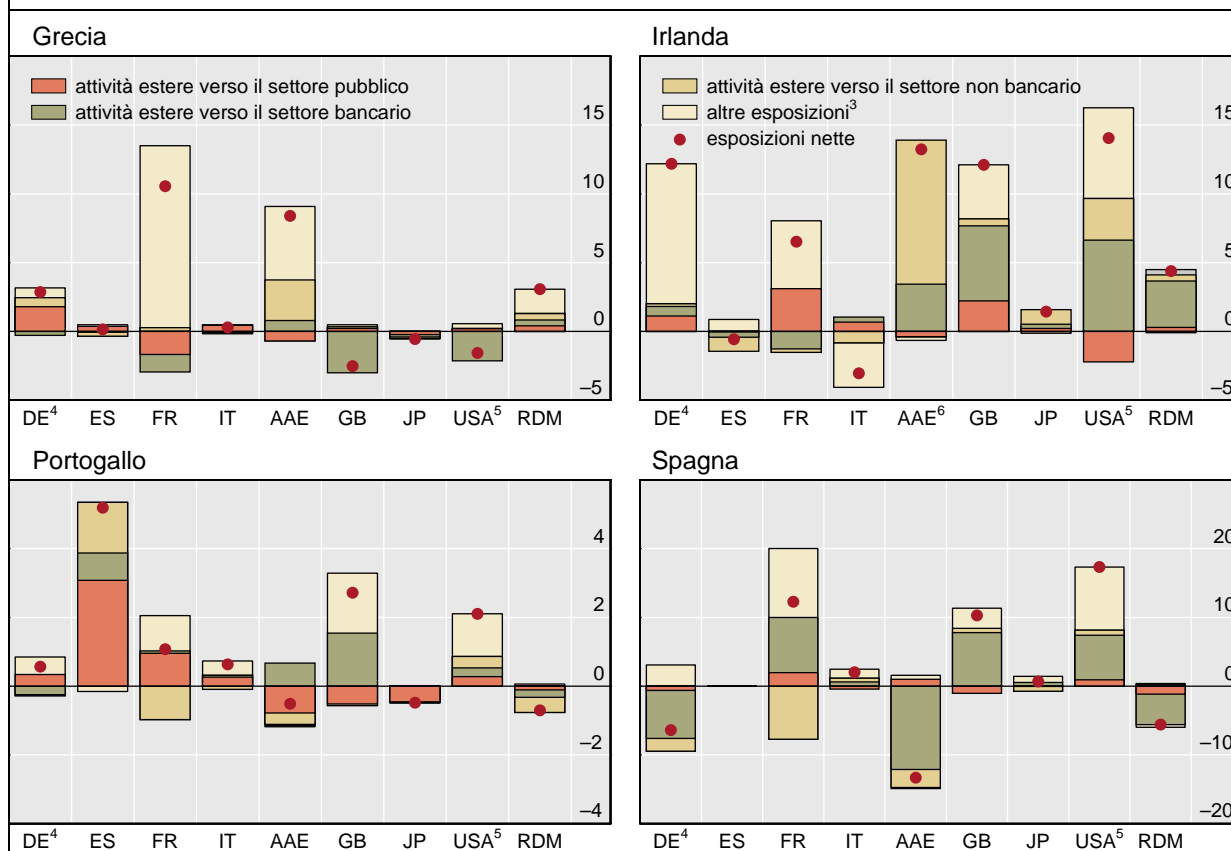
Aumentano le esposizioni totali verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna

⁵ L'analisi nelle due sottosezioni seguenti riposa sulle statistiche bancarie internazionali consolidate BRI in base al rischio ultimo. Poiché questa serie di dati non contempla una scomposizione per valute, tutte le variabili di flusso sono depurate degli effetti di cambio ipotizzando che l'insieme delle esposizioni verso i residenti di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna sia denominato in euro.

⁶ Le *esposizioni totali* sono costituite da due componenti principali: le *attività estere* e le *altre esposizioni*. A loro volta, le *attività estere* si compongono di attività transfrontaliere e attività locali in tutte le valute, mentre le *altre esposizioni* sono date dal valore di mercato positivo di contratti derivati, garanzie rilasciate e impegni creditizi.

Esposizioni sull'estero verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, in base alla nazionalità delle banche¹

Variazioni nel 1° trimestre 2010, a tassi di cambio costanti di fine 1° trimestre 2010²; in miliardi di dollari USA



DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; IT = Italia; AAE = altri paesi dell'area dell'euro; GB = Regno Unito; JP = Giappone; USA = Stati Uniti; RDM = resto del mondo.

¹ Non comprendono le esposizioni delle banche con sede legale nei singoli paesi considerati, non trattandosi di esposizioni sull'estero. ² Si ipotizza che tutte le esposizioni siano denominate in euro. ³ Valore di mercato positivo di contratti derivati, garanzie rilasciate e impegni creditizi. ⁴ Le scomposizioni settoriali delle attività delle banche tedesche si basano sulle attività internazionali desunte dalle statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato). ⁵ Le esposizioni delle banche statunitensi verso i quattro paesi considerati sono attualmente oggetto di esame e passibili di correzione. ⁶ Le esposizioni delle banche degli "altri paesi dell'area dell'euro" verso l'Irlanda sono attualmente oggetto di esame e passibili di correzione.

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

Grafico 3

aggregata delle banche dichiaranti verso questo gruppo di economie a \$2,6 trilioni (tabella 1).

Nel caso della Grecia, le esposizioni totali sono cresciute di \$20,7 miliardi (7,1%), di riflesso a un incremento di \$21,6 miliardi (29,3%) della voce "altre esposizioni", che va ricondotto per la maggior parte a un aumento di \$18,1 miliardi (54,0%) degli impegni creditizi. Per contro, le attività estere sono diminuite di \$0,9 miliardi (0,4%). Al loro interno, si sono accresciuti gli impieghi sia verso i soggetti non bancari sia verso il settore pubblico, rispettivamente di \$4,0 miliardi (4,7%) e \$0,8 miliardi (0,8%), ma il loro aumento è stato più che compensato da una contrazione di \$5,7 miliardi (16,9%) di quelli verso banche.

Gli istituti dichiaranti alla BRI hanno altresì aumentato le esposizioni verso i residenti di Spagna e Portogallo. Sebbene nel periodo le attività estere verso la Spagna siano diminuite di \$10,3 miliardi (1,2%), le esposizioni totali nei

Esposizioni sull'estero verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, in base alla nazionalità delle banche¹

Fine 1° trimestre 2010; in miliardi di dollari USA

Esposizioni verso	Tipo di esposizione	Nazionalità delle banche									
		DE ²	ES	FR	IT	AAE	GB	JP	US	RDM	Totale
Grecia	Settore pubblico	23,1	0,9	27,0	3,3	22,9	3,6	4,3	5,4	2,0	92,5
	+ Settore bancario	10,5	0,0	3,9	1,2	2,6	2,2	0,5	3,1	2,1	26,1
	+ Settore privato non bancario	10,0	0,2	40,2	2,2	14,5	6,0	0,9	5,2	3,9	83,2
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
	= Attività estere	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	5,8	13,6	8,1	202,0
	+ Altre esposizioni ³	7,4	0,5	40,5	2,0	7,8	4,7	0,2	27,5	4,6	95,2
	= Totale esposizioni	51,0	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	5,9	41,2	12,7	297,2
Irlanda ⁴	Settore pubblico	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,8	1,9	1,8	29,7
	+ Settore bancario	46,0	2,5	21,1	3,6	14,0	42,3	1,8	24,6	12,7	168,6
	+ Settore privato non bancario	118,1	9,6	20,5	12,0	66,8	114,4	18,3	34,1	27,9	421,7
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1
	= Attività estere	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164,0	21,9	60,6	43,1	621,1
	+ Altre esposizioni ³	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	1,0	53,2	12,7	222,7
	= Totale esposizioni	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	22,9	113,9	55,8	843,8
Portogallo	Settore pubblico	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	2,3	1,6	1,7	62,9
	+ Settore bancario	20,3	7,4	7,3	3,1	7,0	6,6	0,4	2,0	1,4	55,4
	+ Settore privato non bancario	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	0,9	1,6	1,5	118,4
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Attività estere	38,4	84,7	42,1	6,5	26,7	25,0	3,6	5,2	4,6	236,7
	+ Altre esposizioni ³	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	0,4	32,1	1,4	85,6
	= Totale esposizioni	46,6	108,0	49,7	9,4	29,1	32,4	4,0	37,3	6,0	322,4
Spagna	Settore pubblico	30,0	.	46,9	2,3	19,1	7,6	12,5	4,9	4,4	127,6
	+ Settore bancario	95,0	.	69,7	11,1	68,7	27,6	4,5	28,6	12,1	317,4
	+ Settore privato non bancario	55,2	.	83,1	16,4	98,3	75,0	9,4	28,7	12,1	378,2
	+ Non classificato	0,0	.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
	= Attività estere	180,2	.	199,8	29,9	186,1	110,2	26,4	62,2	29,3	824,1
	+ Altre esposizioni ³	37,7	.	44,4	12,6	14,4	31,5	3,6	124,1	10,0	278,5
	= Totale esposizioni	217,9	.	244,2	42,5	200,6	141,7	30,0	186,4	39,3	1 102,6

DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; IT = Italia; AAE = altri paesi dell'area dell'euro; GB = Regno Unito; JP = Giappone; USA = Stati Uniti; RDM = resto del mondo.

¹ Non comprendono le esposizioni delle banche con sede legale nei singoli paesi considerati, non trattandosi di esposizioni sull'estero. ² Le scomposizioni settoriali delle attività delle banche tedesche si basano sulle attività internazionali desunte dalle statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato). ³ Valore di mercato positivo di contratti derivati, garanzie rilasciate e impegni creditizi. ⁴ Le esposizioni delle banche degli "altri paesi dell'area dell'euro" verso l'Irlanda sono attualmente oggetto di esame e passibili di correzione.

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

Tabella 1

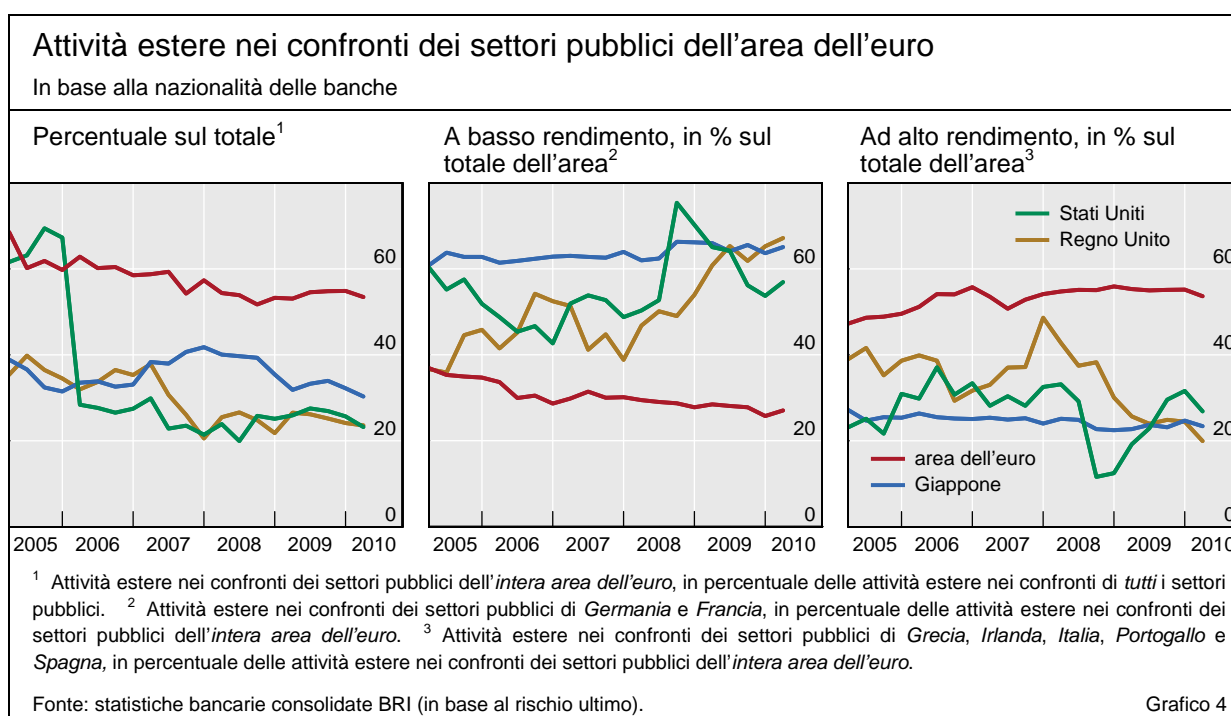
confronti dei residenti del paese sono salite di \$17,3 miliardi (1,5%) per effetto di un incremento di \$27,6 miliardi (11,8%) delle altre esposizioni. Le esposizioni totali verso il Portogallo sono aumentate di \$10,6 miliardi (3,2%), con una crescita sia delle attività estere sia delle altre esposizioni (rispettivamente di \$5,8 miliardi, 2,3%, e di \$4,8 miliardi, 6,1%). Le banche spagnole hanno incrementato le esposizioni verso i residenti del Portogallo per \$5,2 miliardi (4,7%), ossia in misura maggiore rispetto alle banche in altri paesi.

Composizione dei portafogli di crediti al settore pubblico

I portafogli di crediti al settore pubblico delle banche con sede legale nell'area dell'euro presentavano sostanziali differenze di composizione rispetto a quelli delle banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone. A fine marzo 2010 la quota di debito dell'area dell'euro al loro interno era infatti molto più elevata (54%) rispetto a quella degli analoghi portafogli bancari in Giappone (30%), Regno Unito (24%) e Stati Uniti (23%) (grafico 4, diagramma di sinistra). Ciò non desta sorpresa, data la possibilità per le banche dell'area dell'euro di finanziare le attività verso le amministrazioni pubbliche della regione mediante la raccolta di depositi sull'interno e di utilizzare i titoli di Stato dell'area come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso la BCE.

I portafogli di crediti al settore pubblico dell'area dell'euro detenuti dalle banche dell'area stessa comprendevano una quota assai maggiore di debito a rendimento più elevato (ad esempio di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna) rispetto a quelli delle banche con sede in altre regioni, i quali presentavano invece una maggiore incidenza di debito a rendimento inferiore (ad esempio di Germania e Francia). Alla fine del periodo in rassegna le attività estere delle banche di Regno Unito, Giappone e Stati Uniti verso i settori

Notevoli differenze fra i portafogli di crediti al settore pubblico dell'area euro delle banche dell'area stessa e quelli degli istituti di Regno Unito, Giappone e Stati Uniti



L'indebitamento in valuta nell'Europa emergente: le famiglie come *carry trader*

Robert N. McCauley

La debolezza delle monete dell'Europa centrale e orientale durante la crisi ha posto in evidenza i rischi collegati all'indebitamento in valuta estera. Tale forma di indebitamento può essere utile agli esportatori per tutelarsi dal rischio di cambio, ma può altresì mettere in difficoltà le famiglie che non dispongono di un reddito in valuta, comportando improvvisi aumenti del costo per servire i mutui denominati in moneta estera.

Il presente riquadro si avvale delle statistiche bancarie internazionali BRI per misurare l'indebitamento in valuta estera nell'Europa emergente alla vigilia della crisi finanziaria globale. Successivamente mostra come un semplice modello possa spiegare gran parte delle differenze riscontrabili fra paesi in termini di entità del ricorso al debito in moneta estera e di valuta utilizzata. In particolare, un mutuatario considererà i vantaggi in termini di minori oneri per interessi offerti dal prestito in valuta a fronte dell'instabilità attesa dei costi per il servizio del debito espressi nella moneta nazionale. Lo stesso modello è utilizzabile in un altro contesto per rappresentare l'attrattiva per gli speculatori di indebitarsi in una moneta a basso rendimento per finanziare l'investimento in una moneta ad alto rendimento (c.d. *carry trade*).

L'analisi rileva anzitutto che l'indebitamento in moneta estera nell'Europa emergente era maggiore di quanto inizialmente ritenuto. Inoltre, la sua entità nei vari paesi dipendeva dal rapporto fra il risparmio conseguibile in termini di minori interessi e la volatilità del tasso di cambio. Gli stessi fattori possono poi spiegare perché in alcuni paesi prevalessero l'indebitamento in euro, mentre in altri si privilegiava il franco svizzero. La domanda di indebitamento in valuta estera è stata pertanto foggata dalle politiche di tasso di interesse e di tasso di cambio, mentre l'offerta si è adattata di conseguenza: le banche svedesi hanno prestato euro ai residenti dei paesi baltici, mentre le affiliate delle banche italiane, statunitensi e tedesche (e non delle banche svizzere) hanno prestato franchi svizzeri ai residenti di Polonia e Ungheria.

L'entità dell'indebitamento in valuta estera nell'Europa emergente

Nel terzo trimestre 2007 le consistenze di debito in valuta estera nell'Europa emergente erano maggiori di quanto ritenuto. Includendo i prestiti transfrontalieri contabilizzati altrove in Europa e segnalati alla BRI, la loro quota sui prestiti totali aveva raggiunto in aggregato circa il 50%, passando dal 25% della Repubblica Ceca a quasi il 90% della Lettonia. Tutte queste percentuali superavano quelle osservabili per i prestiti contabilizzati all'interno della regione⁹. Sebbene ci si riferisca spesso a questo fenomeno con il termine di "euroizzazione", il 20% circa dei prestiti in valuta estera era denominato in franchi svizzeri.

Cosa contribuisce a spiegare le diverse quote di prestiti in valuta nei vari paesi? La prossima sezione cerca di rispondere a questa domanda.

Il ruolo di carry trader di famiglie e imprese

L'entità dell'indebitamento in valuta estera nell'Europa emergente può essere spiegata in ampia misura dal lato della domanda. I mutuatari privati delle economie di questa regione hanno ponderato i risparmi (minori interessi) conseguibili indebitandosi in valuta a fronte dei rischi di vedere le proprie passività dilatarsi in termini di moneta nazionale. Dato un certo livello dei tassi di interesse in euro e franchi svizzeri, tale considerazione rifletteva le diverse politiche adottate nei vari paesi dell'Europa emergente per quanto riguarda sia la fissazione dei tassi di interesse sia la gestione del cambio.

È possibile equiparare le famiglie e le imprese in queste economie ai *carry trader*, che assumono a fronte della propria posizione un rischio in linea capitale in cambio di un guadagno in termini di interessi netti ("carry" positivo). Così come i *carry trader*, le famiglie e le imprese nella regione accettano di incorrere in un rischio in linea capitale sul valore in moneta nazionale del prestito contratto al fine di poter pagare tassi di interesse inferiori. La convenienza di tali operazioni per questi mutuatari è sintetizzata dall'indice di Sharpe, che presenta al numeratore il risparmio in termini di interessi espresso in percentuale e al denominatore la volatilità del tasso di cambio pertinente, anch'essa in percentuale. Quanto maggiore l'indice, tanto maggiore l'attrattiva della posizione.

È facile capire come sia possibile conseguire un risparmio di interessi contraendo un debito denominato in euro o in franchi svizzeri. Le economie dell'Europa centrale e orientale stanno recuperando terreno rispetto a quelle dell'Europa occidentale, per cui la loro produttività sta crescendo velocemente nel settore dei beni *tradable* (ad esempio gli autoveicoli). Qualora essa aumenti in misura minore nel settore dei servizi (ad esempio parrucchieri), il costo relativo di questi ultimi crescerà in modo più rapido durante il processo di recupero. Poiché in un mercato integrato i beni *tradable* sono generalmente valutati in maniera analoga, l'inflazione sarà più elevata nel paese in via di recupero, richiedendo tassi di interesse maggiori[®].

In effetti negli ultimi anni i tassi di interesse nell'Europa centrale e orientale, a eccezione della Repubblica Ceca, sono risultati in genere più elevati di quelli dell'area dell'euro. I tassi sui prestiti in franchi svizzeri erano poi addirittura inferiori.

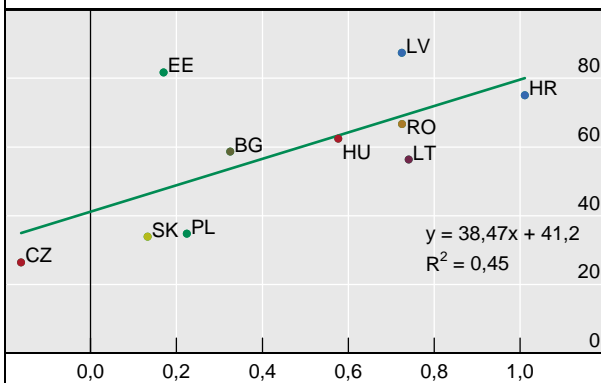
Il *vantaggio* di un minore tasso di interesse va ponderato a fronte del potenziale *svantaggio* di un aumento del costo del servizio del debito in termini di moneta nazionale. Alcuni paesi hanno mantenuto un tasso di cambio piuttosto rigido nei confronti dell'euro, mentre altri hanno tollerato una maggiore flessibilità. Al riguardo, si misura la variabilità effettiva del tasso di cambio nei confronti dell'euro nel periodo ottobre 2004-settembre 2007. La volatilità (ossia la deviazione standard in ragione d'anno delle variazioni percentuali giornaliere) della moneta nazionale nei confronti dell'euro era compresa fra lo 0-2% di Bulgaria, Croazia e paesi baltici e quasi l'8% di Polonia, Romania e Ungheria. Un ampio differenziale di interesse e una bassa volatilità (ossia un indice di Sharpe elevato) hanno favorito l'indebitamento in valuta estera, viceversa un differenziale di interesse ristretto e una forte volatilità lo hanno disincentivato.

Indici di Sharpe e scelte degli operatori

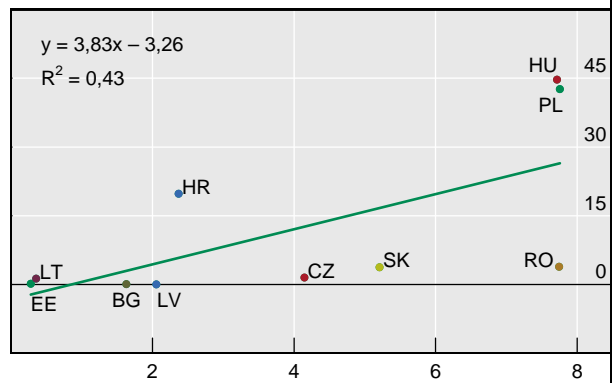
Il processo decisionale degli operatori può essere scomposto in due fasi. Famiglie e imprese valutano anzitutto l'attrattiva del risparmio di interessi conseguibile indebitandosi in euro a fronte della volatilità del tasso di cambio della moneta nazionale nei confronti di quella unica europea. Per ciascuna moneta nazionale considerata, la media del differenziale di interesse a tre mesi rispetto all'euro nel periodo ottobre 2004-settembre 2007 è divisa per la volatilità del tasso di cambio bilaterale nei confronti della moneta unica. Mettendo a confronto il valore di questo rapporto con la quota di indebitamento in valuta estera si riscontra che a un valore più elevato dell'indice di Sharpe corrisponde una quota maggiore di debito in valuta. Da solo, l'indice di Sharpe è all'origine di oltre il 40% della variabilità trasversale (*cross-section*) di tale quota nella regione (grafico A, diagramma di sinistra[®]).

Debito in valuta estera nell'Europa emergente

Indice di Sharpe e quota dei prestiti in valuta¹



Volatilità del cambio con l'euro e quota del franco svizzero²



BG = Bulgaria; CZ = Repubblica Ceca; EE = Estonia; HR = Croazia; HU = Ungheria; LT = Lituania; LV = Lettonia; PL = Polonia; RO = Romania; SK = Slovacchia.

¹ L'asse delle ascisse riporta l'indice di Sharpe delle monete nazionali considerate, avente per numeratore la media di 36 mesi del differenziale del tasso di interesse a tre mesi nel periodo ottobre 2004-settembre 2007 e per denominatore la volatilità annualizzata del rispettivo tasso di cambio nei confronti dell'euro nello stesso periodo; l'asse delle ordinate riporta la quota percentuale dei prestiti in valuta estera sul totale dei prestiti nel settembre 2007. ² L'asse delle ascisse riporta la volatilità annualizzata del tasso di cambio della moneta nazionale rispetto all'euro nel periodo ottobre 2004-settembre 2007; l'asse delle ordinate riporta i prestiti in franchi svizzeri in percentuale del totale dei prestiti in valuta nel settembre 2007.

Fonti: Brown et al. (2009); Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico A

Il passo seguente consiste nello scegliere la moneta di denominazione del prestito in valuta estera. In termini di tasso di interesse, si sarebbe conseguito lo stesso risparmio dell'1½% indebitandosi in franchi piuttosto che in euro in tutti i paesi, dal Mar Baltico alla Bulgaria. Tuttavia, la volatilità del tasso di cambio non sarebbe stata la stessa. Laddove la moneta nazionale seguiva da vicino l'euro, la volatilità del franco svizzero rispetto all'euro rendeva meno appetibile indebitarsi in franchi. Laddove, invece, la moneta nazionale fluttuava considerevolmente rispetto a quella unica europea, come in Polonia e Ungheria, la volatilità aggiuntiva che comportava l'indebitamento in franchi era scarsa e non controbilanciava il risparmio in termini di interessi. Il differenziale dell'1½% di interesse appariva appetibile se raffrontato all'½% (Polonia) o ai ¾% (Ungheria) di volatilità addizionale del debito in franchi svizzeri, che in questi casi raggiungeva quote più elevate (grafico A, diagramma di destra). Ironia della sorte, proprio la flessibilità del tasso di cambio ha fatto propendere per l'indebitamento in franchi svizzeri, che in definitiva si è rivelato assai oneroso per i mutuatari, considerato l'aumento del 20% del tasso di cambio del franco svizzero rispetto all'euro nel periodo settembre 2007-agosto 2010.

① I prestiti transfrontalieri segnalati alla BRI rappresentavano circa il 19% dei prestiti contabilizzati sull'interno riportati da M. Brown, M. Peter e S. Wehrmüller, "Swiss franc lending in Europe", *Aussenwirtschaft*, n. 64(2), 2009, pagg. 167-181. ② In ipotesi di stabilità dei tassi di cambio nominali; cfr. D. Mihaljek e M. Klau: "Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited", *BIS Working Papers*, n. 270, dicembre 2008. ③ M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski e J. Niedźwiedzińska, "Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?", *ECB Working Paper Series*, n. 1187, maggio 2010, mostrano che il debito in valuta estera risponde alle variazioni dei tassi di interesse cechi, polacchi, slovacchi e ungheresi.

pubblici di Germania e Francia rappresentavano rispettivamente il 67, 65 e 57% delle attività estere verso l'insieme dei settori pubblici dell'area dell'euro (grafico 4, diagramma centrale). Per contro, tale porzione era pari ad appena il 27% per le banche dell'area stessa. Tale ordine risultava completamente invertito se si considerano le disponibilità di debito dell'area dell'euro a rendimento più elevato (grafico 4, diagramma di destra). Le attività delle banche dell'area dell'euro verso i settori pubblici di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna rappresentavano infatti quasi il 54% delle loro disponibilità complessive di debito pubblico dell'area, mentre le quote corrispondenti per le banche di Stati Uniti, Giappone e Regno Unito erano pari rispettivamente al 27, 23 e 20%.

Varie sono le ragioni che possono spiegare tali differenze. Anzitutto, è possibile che le banche con sede al di fuori dell'area dell'euro abbiano riscontrato maggiori difficoltà rispetto alle loro omologhe al suo interno nel valutare il rischio di credito di uno Stato membro dell'area stessa. Ciò le avrebbe naturalmente indotte a maggiore prudenza, facendole investire quote relativamente inferiori dei rispettivi portafogli di debito pubblico dell'area dell'euro in strumenti a rendimento più elevato. In secondo luogo, durante il periodo in esame tutti i titoli di Stato dell'area dell'euro potevano essere stanziati in garanzia nelle operazioni con la BCE alle medesime condizioni. Di conseguenza, la minore liquidità di mercato dei titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche di Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna (rispetto a quelli di Germania e Francia) risultava meno problematica per le banche dell'area dell'euro, che li potevano smobilizzare nell'ambito delle operazioni presso la BCE. Infine, le banche detengono solitamente titoli di Stato non solo come strumento di investimento a sé stante, ma anche a sostegno dell'attività di negoziazione in derivati. Nell'ipotesi che le banche all'esterno dell'area dell'euro detenessero portafogli di investimento di

dimensioni più ridotte per quanto riguarda il debito pubblico della regione, ma fossero attive nella negoziazione di derivati su tassi di interesse denominati in euro, la seconda tipologia di disponibilità di debito pubblico avrebbe rappresentato una quota maggiore dei rispettivi portafogli di crediti al settore pubblico dell'area. Tali disponibilità si sarebbero naturalmente concentrate nei titoli di Stato *benchmark* tedeschi e francesi, in ragione della loro liquidità e del rischio di credito relativamente modesto a essi associato.

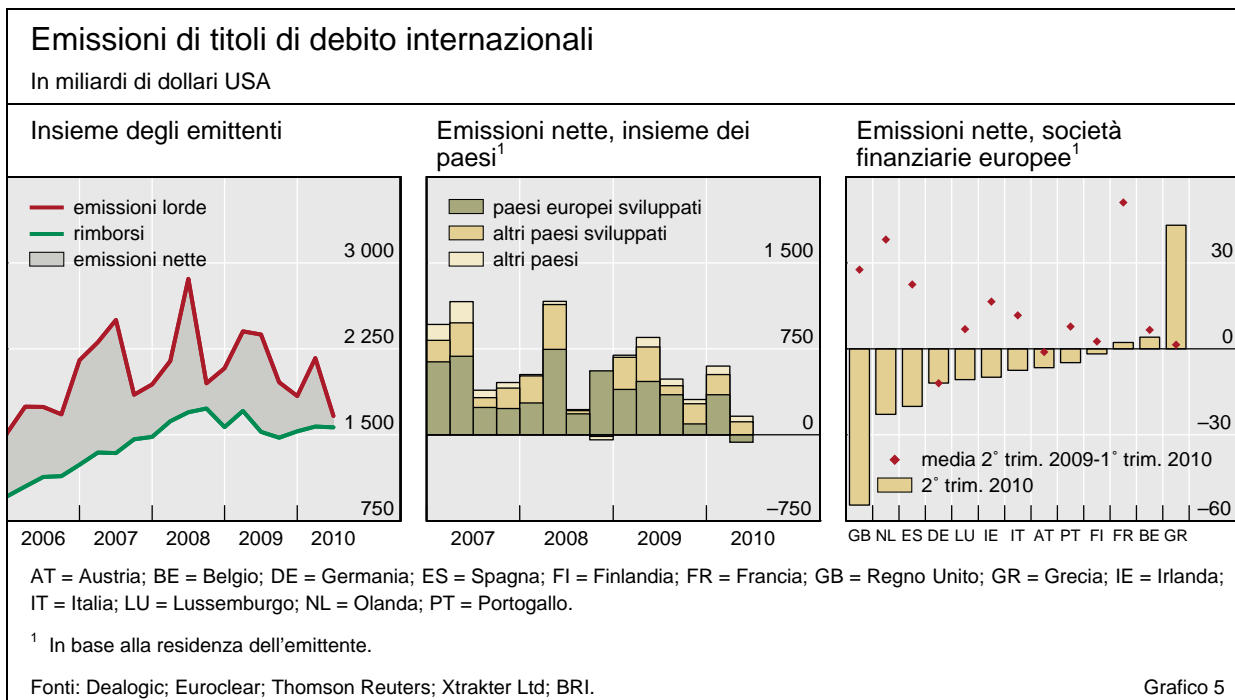
Il mercato internazionale dei titoli di debito⁷

Le emissioni nette scendono ai livelli più bassi dalla fine degli anni novanta

Le turbolenze nel mercato europeo delle obbligazioni sovrane hanno determinato un netto calo dell'attività nel comparto primario dei titoli di debito internazionali nel *secondo trimestre 2010*. Le emissioni lorde perfezionate sono scese del 23%, a \$1 664 miliardi, un minimo non più osservato dalla fine del 2005 e ben inferiore ai livelli raggiunti durante la crisi finanziaria (grafico 5, diagramma di sinistra). In presenza di rimborsi stabili, i collocamenti netti sono diminuiti dell'83%, a \$99 miliardi, il valore più basso dalla fine degli anni novanta.

Il netto calo delle emissioni nei paesi sviluppati contrasta con l'aumento della raccolta nei mercati emergenti

I mutuatari delle economie avanzate, in particolare, hanno incontrato difficoltà nel collocare titoli di debito a condizioni appetibili. La loro raccolta netta è scesa del 90%, ad appena \$51 miliardi (grafico 5, diagramma centrale), con rimborsi netti per \$64 miliardi in Europa, \$7 miliardi in Giappone e \$3 miliardi in Australia. I prenditori statunitensi hanno collocato \$94 miliardi, il 38% in meno rispetto al trimestre precedente. Per contro, l'attività dei residenti nelle economie in via di sviluppo ha mostrato una buona tenuta, essendo aumentata del 20%, a \$30 miliardi. Le società finanziarie internazionali hanno



⁷ Per eventuali quesiti concernenti le statistiche sul mercato internazionale dei titoli di debito si prega di contattare Christian Upper.

attinto fondi sul mercato per \$31 miliardi, un livello inferiore del 28% al trimestre precedente ma ancora ben al disopra della media trimestrale degli ultimi anni.

Le emissioni dei paesi sviluppati sono diminuite in tutti i settori. Il calo più consistente va tuttavia attribuito alle società finanziarie, che su base netta hanno rimborsato \$55 miliardi, dopo aver raccolto \$292 miliardi nei primi tre mesi dell'anno. Le emissioni nette del settore pubblico sono scese del 78%, a \$26 miliardi, e quelle delle imprese non finanziarie del 31%, a \$80 miliardi.

Alle società finanziarie europee è riconducibile la percentuale di gran lunga maggiore dei rimborsi netti del settore. Benché il calo delle emissioni lorde perfezionate sia stato approssimativamente in linea con quello delle omologhe di altre regioni (22% contro, ad esempio, il 26% negli Stati Uniti), il livello pressoché invariato dei riscatti ha dato origine a consistenti rimborsi netti. Le emissioni su base netta sono diventate positive in giugno, senza tuttavia compensare la raccolta decisamente negativa di aprile e maggio.

Il dato aggregato per l'Europa cela ampie differenze tra paesi, inclusi quelli al centro dell'attenzione degli operatori. Le banche greche hanno raccolto \$43 miliardi sul mercato internazionale, soprattutto attraverso l'emissione di *covered bond* e *medium-term note* con garanzia statale⁸. I collocamenti delle società finanziarie greche sono stati molto maggiori che negli altri paesi e ben superiori ai livelli dei trimestri precedenti (grafico 5, diagramma di destra). In gran parte delle altre economie europee le società finanziarie hanno effettuato rimborsi su base netta. Ciò vale anche per Spagna e Portogallo, due paesi nei quali sono altresì aumentati sostanzialmente i differenziali sul debito sovrano. Tra aprile e giugno le società finanziarie spagnole e portoghesi hanno ridotto il debito obbligazionario in essere sui mercati internazionali rispettivamente di \$20 e 5 miliardi.

Una delle poche economie sviluppate (oltre alla Grecia) in controtendenza rispetto al calo delle emissioni nette è il Canada, i cui residenti hanno raccolto \$30 miliardi sul mercato internazionale dei titoli di debito, il livello più alto dal secondo trimestre 2008 e superiore di circa tre volte a quello del trimestre precedente. Le società finanziarie canadesi hanno collocato circa \$19 miliardi. Anche le amministrazioni provinciali, con in testa Ontario, hanno mutuato importi rilevanti (\$9 miliardi), mentre le imprese non finanziarie hanno effettuato emissioni per \$2 miliardi, con un leggero calo rispetto al trimestre precedente.

I mutuatari dei mercati emergenti hanno risentito in misura molto minore delle peggiorate condizioni finanziarie, accrescendo il loro debito internazionale del 20%, a \$30 miliardi. Particolarmente sostenuta è stata l'attività di emissione delle imprese non finanziarie, salita dell'84%, a \$16 miliardi, livello simile a quelli osservati nella seconda metà dello scorso anno. Gli emittenti pubblici hanno raccolto \$15 miliardi sul mercato

Rimborsi netti delle società finanziarie europee

La sostenuta attività delle banche in Grecia ...

... contrasta con i rimborsi netti delle società finanziarie negli altri paesi europei

Aumenta la raccolta dei residenti canadesi

Vivace attività di emissione nei mercati emergenti

⁸ Non è possibile stabilire quale sia stato il costo della raccolta per le banche greche, in quanto i prezzi delle emissioni non sono di norma disponibili. Tuttavia, il fatto che alcuni di questi titoli siano stati scambiati a forte sconto, nell'ordine del 30-40%, subito dopo l'emissione fa ritenere che tale costo sia stato rilevante.

internazionale, l'8% in più del trimestre precedente. Viceversa, le società finanziarie hanno rimborsato \$1 miliardo, rispetto a emissioni nette per \$2 miliardi tra gennaio e marzo.

I residenti di America latina e Caraibi, in particolare, hanno collocato più obbligazioni che in passato (\$17 miliardi, contro \$11 miliardi nel primo trimestre). Circa due terzi delle loro emissioni internazionali sono riconducibili ai mutuatari di Messico e Brasile, che hanno raccolto rispettivamente \$7 e 5 miliardi (\$4 e 7 miliardi nei primi tre mesi dell'anno). La raccolta nell'Europa emergente, regione strettamente collegata all'area dell'euro, è aumentata di \$2 miliardi, a \$9 miliardi. I residenti delle economie in via di sviluppo dell'Asia-Pacifico e quelli di Africa e Medio Oriente hanno ridotto le emissioni rispettivamente del 59 e 9%, a circa \$2 miliardi.

Derivati negoziati in borsa⁹

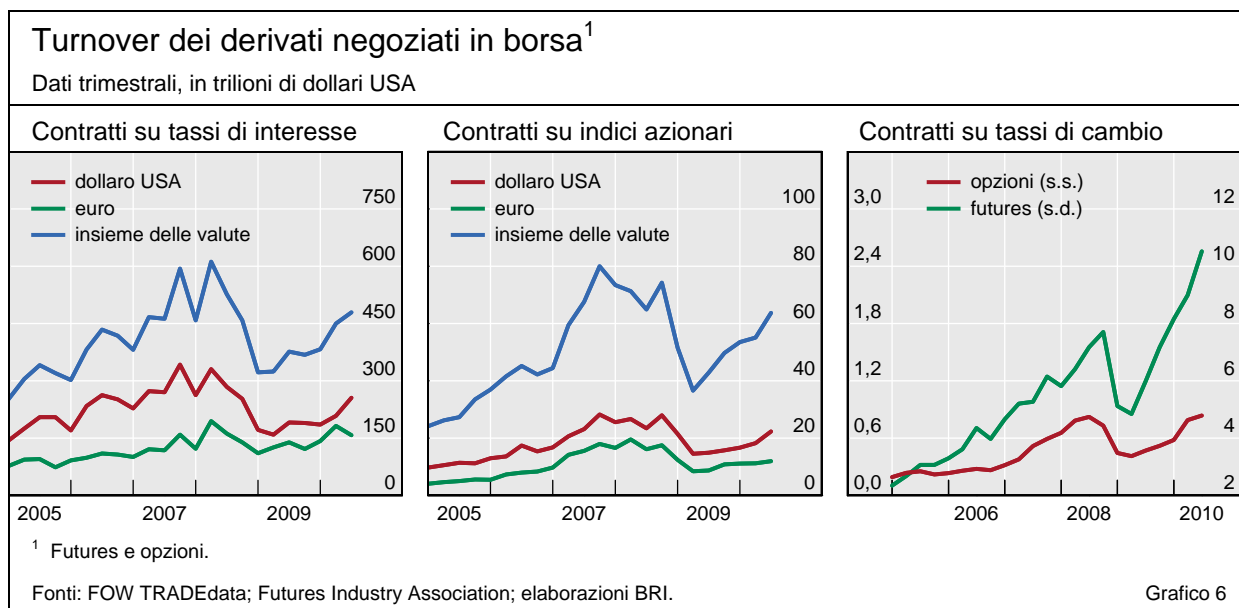
Nel *secondo trimestre 2010* la crescita delle contrattazioni di borsa in strumenti derivati è alquanto rallentata rispetto alla vigorosa dinamica del primo trimestre. Il turnover di futures e opzioni su tassi di interesse, indici azionari e valute è salito in termini di valori nozionali dell'8% sul trimestre precedente, a \$555 trilioni, contro il 16% nei primi tre mesi dell'anno. L'espansione relativamente modesta rispecchia andamenti divergenti negli Stati Uniti e in Europa. In un contesto in cui i differenziali di rendimento delle emissioni sovrane nell'area dell'euro rispetto ai Bund tedeschi si ampliavano e l'euro si deprezzava nei confronti delle valute principali (perdendo il 10% sul dollaro USA), gli scambi di opzioni denominate in euro su queste categorie di rischio sono scesi di quasi il 30%, una flessione molto superiore a quella spiegabile con il solo effetto di valutazione, mentre il turnover di futures in euro è rimasto pressoché invariato. Ciò contrasta con il forte aumento dell'insieme di opzioni e futures denominati in dollari, saliti rispettivamente del 35 e 18%. Le posizioni aperte in derivati finanziari negoziati in borsa, espresse in termini di valori nozionali in essere, sono scese dell'8%, a \$75 trilioni. Mentre le consistenze di strumenti denominati in dollari sono rimaste invariate, quelle dei contratti in euro sono scese del 22% durante il trimestre, principalmente a causa del calo dei derivati su tassi di interesse. L'accresciuto rischio di base connesso alle emissioni sovrane ha probabilmente contribuito al ridotto impiego dei derivati di borsa per la copertura transfrontaliera delle esposizioni nei mercati minori dell'area dell'euro.

Il differente ritmo di crescita nei diversi segmenti valutari va ricondotto principalmente agli andamenti nel comparto dei tassi di interesse. Il turnover dei contratti del mercato monetario è aumentato del 23%, a \$235 trilioni, nel segmento del dollaro, mentre è diminuito del 15%, a \$162 trilioni, in quello dell'euro. Analogamente, l'aumento delle negoziazioni di derivati su obbligazioni in dollari (22%, a \$20 trilioni) contrasta con il calo del 3% degli strumenti a lungo termine in euro, anche se le opzioni sull'Euro Bund sono

Andamenti
divergenti negli
Stati Uniti e in
Europa

Raddoppiano le
opzioni sull'Euro
Bund

⁹ Per eventuali quesiti concernenti le statistiche sui mercati degli strumenti derivati si prega di contattare Karsten von Kleist.



approssimativamente raddoppiate in termini sia di valori nozionali in essere, sia di numero dei contratti.

Il turnover in futures e opzioni su indici di borsa è cresciuto notevolmente, sulla scia del brusco aumento della volatilità dei corsi azionari. L'ascesa e il successivo calo di questi ultimi negli Stati Uniti e in Europa sono stati accompagnati da un'impennata della volatilità implicita nelle opzioni, giunta a sfiorare livelli non più osservati dal primo trimestre 2009. Gli scambi di derivati su indici azionari in termini di valori nozionali sono saliti del 15%, a \$64 trilioni, dopo essere rimasti pressoché stabili nei primi tre mesi del 2010, quando la volatilità implicita era scesa ai minimi dagli inizi del 2009. Il numero di contratti su indici di borsa negoziati nei mercati organizzati internazionali è aumentato di circa il 20% nel periodo. In termini nozionali le negoziazioni di borsa sono cresciute del 22% negli Stati Uniti e di appena il 5% in Europa. I volumi delle contrattazioni sono saliti anche in molte borse asiatiche, e in particolare in India (36%).

L'attività in futures e opzioni su tassi di cambio è aumentata, ma le consistenze in essere sono diminuite. I volumi delle contrattazioni di futures su valute sono saliti del 17%, a \$11 miliardi, superando nettamente il precedente picco del terzo trimestre 2008 (grafico 6, diagramma di destra), mentre le posizioni in essere sono scese del 12%, a \$188 miliardi. Per le opzioni la crescita è stata molto minore (6%), e l'ammontare in essere è calato dell'8% rispetto al picco del primo trimestre.

Il turnover dei futures su valute supera di gran lunga il precedente picco del 2008

Le negoziazioni nelle borse merci internazionali (in termini di numero di contratti, non essendo disponibili dati sui valori nozionali) sono aumentate dell'8%. I contratti su metalli preziosi hanno messo a segno una crescita notevole, pari al 32%, di riflesso al rialzo delle quotazioni dell'oro, che hanno superato il precedente picco di fine 2009. Il turnover in derivati su metalli non preziosi e prodotti energetici è salito rispettivamente del 24 e 13%, di fronte al calo di un quinto rispetto al massimo degli inizi del secondo trimestre registrato dai corsi dei metalli e del petrolio. Nel comparto delle derrate agricole gli scambi di contratti sono invece diminuiti del 5%.