

### 3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Il brusco rallentamento della raccolta osservato di recente sul mercato internazionale dei titoli di debito ha trovato conferma nel quarto trimestre 2002. Sullo sfondo di una decelerazione della crescita economica, specie negli Stati

#### Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito

in miliardi di dollari USA

	2001	2002	2001	2002				Stock a fine dic. 2002
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 348,3	1 024,1	339,4	309,7	344,2	185,1	185,2	9 218,9
Strumenti del mercato monetario <sup>1</sup>	-78,9	1,6	-9,3	-7,8	8,3	11,8	-10,7	438,0
<i>Commercial paper</i>	26,9	23,6	6,5	5,5	1,8	19,3	-3,0	292,2
Obbligazioni e notes <sup>1</sup>	1 427,2	1 022,5	348,8	317,5	335,8	173,3	195,9	8 780,8
<i>A tasso variabile</i>	391,4	208,5	95,9	60,5	74,8	30,1	43,0	2 205,7
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	996,4	801,7	237,5	253,5	247,1	146,5	154,7	6 263,1
<i>Collegate ad azioni</i>	39,4	12,3	15,3	3,4	13,9	-3,2	-1,9	312,1
Paesi sviluppati	1 261,4	956,3	324,8	285,5	326,8	169,4	174,5	8 124,4
<i>Stati Uniti</i>	597,6	343,1	139,0	138,1	115,7	37,6	51,6	2 749,3
<i>Area dell'euro</i>	551,2	473,9	147,9	128,7	154,3	91,4	99,5	3 591,2
<i>Giappone</i>	-10,1	-21,9	-1,8	-10,2	3,2	-4,2	-10,7	258,2
Centri offshore	25,3	8,6	5,1	4,2	-0,2	0,3	4,3	106,9
Paesi in via di sviluppo	45,4	37,3	8,3	12,0	10,8	5,7	8,8	549,0
Istituzioni finanziarie	1 038,5	843,1	259,4	237,2	280,1	156,8	169,0	6 630,2
<i>Private</i>	959,6	721,5	242,8	216,7	243,7	120,8	140,4	5 705,8
<i>Pubbliche</i>	78,9	121,5	16,6	20,4	36,4	36,1	28,6	924,4
Imprese	208,1	60,0	59,3	13,1	41,6	1,0	4,3	1 270,6
<i>Private</i>	171,7	58,0	49,6	19,4	41,3	-1,4	-1,2	1 053,3
<i>Pubbliche</i>	36,4	2,0	9,7	-6,2	0,3	2,5	5,4	217,3
Governi	85,5	99,2	19,5	51,4	15,7	17,6	14,4	879,5
Organizzazioni internazionali	16,3	21,8	1,3	8,0	6,8	9,6	-2,5	438,5
<i>Per memoria: CP sull'interno<sup>2</sup></i>	-144,8	-100,1	31,2	-70,9	-65,8	-0,3	36,9	1 898,3
<i>di cui: USA</i>	-161,2	-98,0	28,3	-63,3	-57,0	0,2	22,1	1 342,9

<sup>1</sup> Escluse le notes emesse sul mercato interno da non residenti. <sup>2</sup> Per il quarto trimestre 2002, dati parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Tabella 3.1

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2001	2002			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	2 306,3	2 116,1	554,1	607,1	571,1	436,9	501,0
Obbligazioni	1 349,8	1 181,3	338,7	376,0	315,8	212,1	277,4
Notes	956,5	934,8	215,4	231,1	255,3	224,8	223,6
A tasso variabile	643,4	607,5	168,7	142,5	160,2	145,9	159,0
Ordinarie a tasso fisso	1 590,7	1 464,6	359,1	454,9	389,5	286,1	334,1
Collegate ad azioni <sup>1</sup>	72,2	44,1	26,3	9,7	21,4	4,9	8,0
Dollaro USA	1 131,9	992,4	243,6	311,0	258,4	200,7	222,3
Euro	841,6	811,8	221,3	228,8	229,3	163,6	190,1
Yen	125,3	90,2	26,2	16,3	25,8	23,5	24,5
Altre valute	207,5	221,7	62,9	50,9	57,6	49,1	64,1
Istituzioni finanziarie	1 709,1	1 643,6	409,0	448,6	430,8	354,3	409,8
<i>Private</i>	1 478,7	1 386,3	352,7	392,5	363,8	295,2	334,8
<i>Pubbliche</i>	230,4	257,3	56,3	56,1	67,1	59,1	75,0
Imprese	348,2	212,2	99,4	63,8	74,9	33,9	39,7
<i>di cui: settore telecom</i>	135,6	45,8	35,7	11,9	16,1	7,8	10,0
<i>Private</i>	287,1	187,9	80,8	57,2	71,3	28,3	31,1
<i>Pubbliche</i>	61,1	24,4	18,6	6,6	3,6	5,6	8,6
Governi	174,2	174,2	30,9	68,6	44,9	28,3	32,4
Organizzazioni internazionali	74,8	86,1	14,8	26,0	20,5	20,5	19,2
Emissioni perfezionate	2 306,1	2 105,4	568,4	588,5	579,0	443,8	494,1
<i>Per memoria: rimborsi</i>	878,9	1 082,9	219,6	271,0	243,1	270,5	298,2

<sup>1</sup> Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

Uniti, le emissioni nette sono ammontate a soli \$185 miliardi (tabella 3.1). Era dalla seconda metà del 1998, periodo di forti turbolenze del mercato, che non si registrava un simile calo semestrale; il fenomeno ha interessato in modo particolare le istituzioni finanziarie private. In termini lordi, l'attività totale di emissione è salita a \$501 miliardi, con un incremento del 15% rispetto al terzo trimestre (tabella 3.2), ma l'ammontare record di rimborsi ha di fatto impedito un aumento dei collocamenti netti nel periodo in esame.

Considerato il restringimento degli spread sul credito societario nel trimestre sotto rassegna, la causa principale della protratta debolezza delle emissioni nette va ricercata nella minore richiesta di fondi da parte delle imprese. Il calo della domanda rispecchia a sua volta la riluttanza di queste ultime a contrarre nuovi prestiti in un contesto di attività economica globale in rallentamento e di maggiore incertezza circa le prospettive di sviluppo, determinata in parte dall'acuirsi dei rischi geopolitici. Nondimeno, per alcuni mutuatari – specie gli emittenti di carta commerciale a basso rating – le condizioni creditizie sono rimaste tese.

## Rallentamento record delle emissioni nette

Il rallentamento  
senza precedenti  
delle emissioni ...

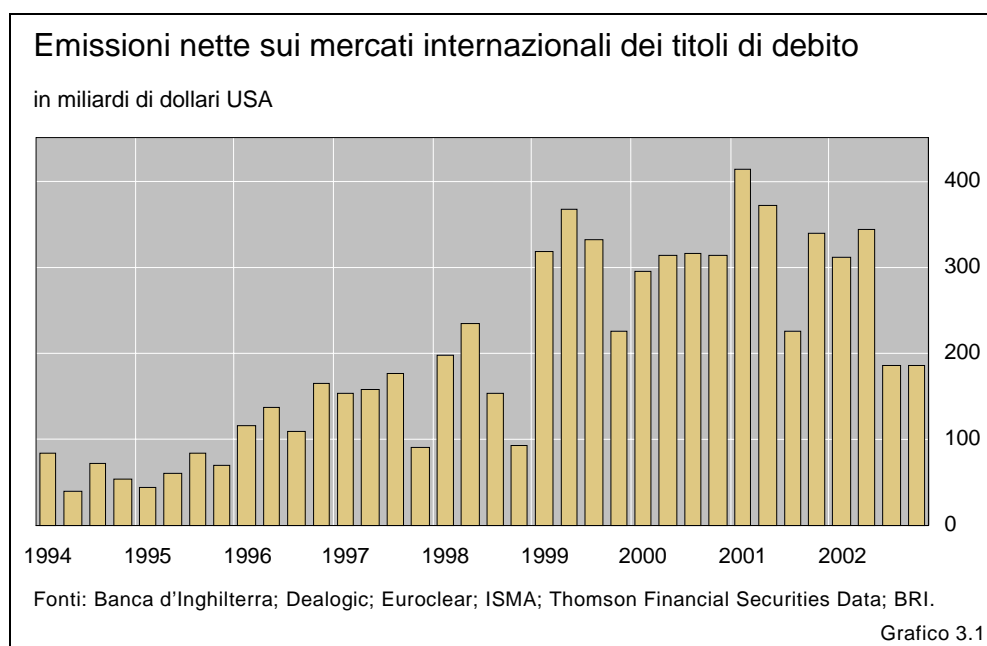
Nel corso dell'ultimo semestre 2002 le emissioni nette di titoli di debito internazionali hanno fatto segnare quello che è forse il maggiore rallentamento sostenuto mai osservato. Esse risultano inferiori di quasi \$320 miliardi all'ammontare che si sarebbe registrato se il ritmo di emissione del secondo trimestre fosse proseguito per il resto dell'anno (grafico 3.1). L'ultimo periodo in cui la raccolta netta si era situata per due trimestri consecutivi al disotto dei \$200 miliardi risale alla seconda metà del 1998, allorché la moratoria sul debito russo e il quasi fallimento di un importante hedge fund provocarono gravi tensioni sui mercati finanziari e un netto ampliamento degli spread societari. Diversamente da allora, tuttavia, la recente contrazione sembra essere associata al rallentamento dell'attività economica mondiale, ed è intervenuta in un contesto di generale declino dei tassi passivi.

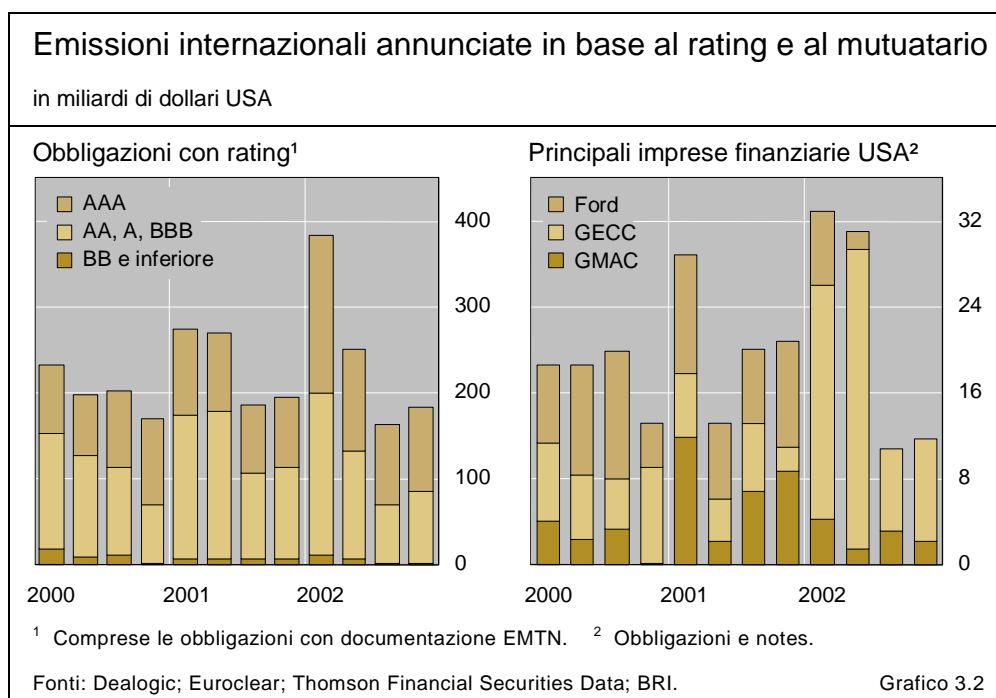
... cela differenze  
tra i vari paesi

La stabilità della raccolta netta aggregata tra il terzo e il quarto trimestre 2002 cela differenze fra le economie avanzate nei profili del finanziamento. Al netto dei rimborsi, le emissioni dei mutuatari USA e dell'area dell'euro sono aumentate, mentre hanno subito un calo quelle dei prenditori giapponesi e britannici (scese, queste ultime, del 32%, a \$20 miliardi). Anche all'interno dell'area dell'euro non sono mancate flessioni di rilievo: la raccolta netta dei mutuatari tedeschi, ad esempio, si è più che dimezzata, scendendo a \$25 miliardi. Il modesto incremento registrato dalle economie avanzate negli ultimi due trimestri del 2002 è stato più che compensato dal calo dei fondi raccolti dalle organizzazioni internazionali, passati da \$9,6 a -2,5 miliardi; per l'anno nel suo insieme, tuttavia, le emissioni nette di questa categoria di prenditori sono aumentate del 34% rispetto al 2001.

## Le emissioni del settore privato rimangono modeste

Le istituzioni finanziarie private sono i principali emittenti sul mercato internazionale dei titoli di debito. Nel quarto trimestre 2002 la loro raccolta





netta, benché aumentata del 16%, a \$140 miliardi, è nondimeno rimasta sostanzialmente al disotto del recente picco toccato nel secondo trimestre. Negli Stati Uniti, in presenza di un'economia stagnante, tali istituti hanno accresciuto le loro emissioni nette in misura solo modesta, da \$42 a 48 miliardi; quest'ultima cifra rappresenta appena il 38% di quella raccolta nel primo trimestre 2002. In termini lordi, le emissioni delle maggiori società finanziarie USA sono rimaste pressoché invariate nel periodo sotto rassegna, dopo essere diminuite di circa due terzi nel trimestre precedente (grafico 3.2). In parte, ciò potrebbe aver rispecchiato i più onerosi costi di finanziamento. Come rilevato nel "Quadro generale degli sviluppi", verso la fine del 2002 Ford Motor Credit e General Motors Acceptance Corporation sono state entrambe declassate a causa dell'ingente sottofinanziamento dei loro piani pensionistici.

All'accentuarsi dei timori circa la futura dinamica dei profitti bancari, anche le emissioni nette delle istituzioni finanziarie private tedesche e giapponesi sono divenute mediocri. In Giappone, la maggiore risolutezza che avrebbe mostrato il governo nell'affrontare il problema dei crediti in sofferenza – unitamente a indicazioni secondo cui le difficoltà al riguardo sarebbero più gravi di quanto ritenuto in precedenza – si è accompagnata a un cedimento delle quotazioni bancarie e a un forte declino dei collocamenti netti delle istituzioni finanziarie private, passati da \$1 a –8 miliardi fra il terzo e il quarto trimestre. Si tratta della seconda più ampia contrazione mai registrata in Giappone nello stock di titoli di debito internazionali in essere di questa categoria di mutuatari. I declassamenti del rating di alcune grandi banche tedesche potrebbero essere all'origine della flessione nell'indebitamento delle istituzioni finanziarie private in Germania, le cui emissioni nette sul mercato internazionale dei titoli di debito sono ammontate ad appena \$7 miliardi, meno della metà rispetto al trimestre precedente. Sull'arco dell'intero anno esse hanno mutuato fondi per soli \$85 miliardi, 63 miliardi in meno del 2001. I dati per i primi tre trimestri del 2002 indicano che le società finanziarie tedesche,

Debole attività di emissione delle società finanziarie private ...

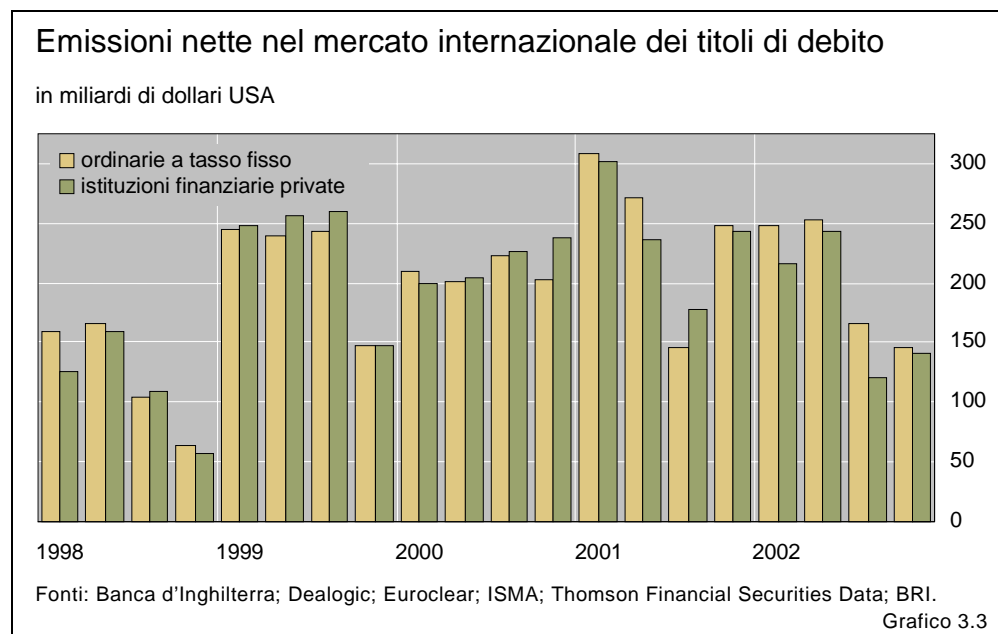
... banche giapponesi e tedesche in particolare ...

sia pubbliche che private, hanno ridotto la raccolta anche sul mercato nazionale: l'ammontare in essere dei loro collocamenti sull'interno è diminuito in quel periodo di \$57 miliardi, dopo il calo di \$178 miliardi registrato nel 2001.

Storicamente, esiste una correlazione abbastanza stretta fra emissioni convenzionali a tasso fisso ed emissioni totali delle istituzioni finanziarie private in termini netti (grafico 3.3), dovuta all'incidenza elevata e relativamente costante delle obbligazioni e notes ordinarie sul totale. Non sorprende pertanto il fatto che i collocamenti netti di tali strumenti abbiano registrato un picco nel secondo trimestre 2002 e che siano in seguito calati in misura notevole. L'emissione più ingente di questo tipo effettuata nel quarto trimestre da una società finanziaria privata è stata quella di Lehman Brothers, per un valore di €5 miliardi.

... e delle società  
private non  
finanziarie USA

Nuovo stallo per le emissioni nette delle imprese private non finanziarie, rimaste al livello di -\$1 miliardo nel periodo sotto rassegna, con una flessione di circa \$50 miliardi rispetto al corrispondente trimestre del 2001. Il calo è da imputare principalmente alla minore raccolta netta delle imprese USA. Nel quarto trimestre 2001 queste avevano collocato \$32 miliardi, quasi due terzi del totale; nel periodo in esame, tuttavia, tale importo è sceso a \$1,5 miliardi soltanto, un livello comunque superiore ai -\$3,4 miliardi del trimestre precedente. La contrazione di più lungo periodo delle emissioni di società non finanziarie è in parte riconducibile alla minore attività delle imprese di telecomunicazioni. Nel quarto trimestre 2001 alla sola AT&T Corporation facevano capo emissioni lorde di obbligazioni e notes per \$10,1 miliardi, pari a un quarto del totale raccolto dal settore non finanziario USA. Un anno dopo, per converso, si rileva la totale assenza degli operatori telecom statunitensi dal mercato internazionale dei titoli di debito. Tra l'ultimo trimestre 2001 e l'ultimo del 2002 le emissioni lorde del settore sono complessivamente scese del 72%, a \$10 miliardi. Tale flessione rispecchia in certa misura i tentativi degli



operatori telecom di ristrutturare i propri bilanci, e si inquadra nell'attuale tendenza delle società a ridurre il proprio grado di leva sulla scia dei recenti declassamenti del rating (cfr. "Quadro generale degli sviluppi").

## Permangono difficoltà sul mercato della commercial paper

Le condizioni creditizie sembrano essere rimaste tese per alcuni mutuatari del mercato della commercial paper (CP), giacché gli spread sulle emissioni a più basso rating hanno continuato a essere relativamente ampi per quasi tutto il quarto trimestre. Inoltre, l'aumento della raccolta netta sul mercato interno potrebbe essere dovuto soprattutto a fattori stagionali, nella fattispecie all'attività dei mutuatari statunitensi, che è generalmente intensa nell'ultimo trimestre dell'anno. Le società finanziarie sono solite ricorrere all'emissione di CP nel mese di dicembre per far fronte all'utilizzo delle linee di credito da parte della loro clientela societaria. Fra l'ultimo trimestre 2001 e l'ultimo del 2002 i collocamenti netti di CP sul mercato interno USA sono di fatto diminuiti.

## Recupero delle emissioni dei paesi in via di sviluppo

Fra il terzo e il quarto trimestre 2002 la raccolta sul mercato internazionale dei titoli di debito da parte dei paesi in via di sviluppo è cresciuta grazie al diffuso calo dei costi di finanziamento applicati ai mutuatari dell'area. I collocamenti netti sono saliti a \$8,8 miliardi, con un aumento del 54%, sebbene da un livello

Crescono i collocamenti delle economie emergenti ...

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta <sup>1</sup>								
in miliardi di dollari USA								
Area geografica/valuta		2001	2002	2001	2002			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Nord America	Dollaro USA	525,5	310,1	121,3	126,4	93,5	37,7	52,5
	Euro	65,1	40,0	22,0	18,3	14,7	7,3	-0,4
	Yen	19,1	-7,2	2,6	-4,1	1,0	-1,5	-2,5
	Altre valute	7,2	12,5	0,5	3,5	6,0	-0,8	3,8
Europa	Dollaro USA	56,4	73,4	15,3	6,6	44,1	5,1	17,6
	Euro	520,1	469,6	141,8	137,6	134,3	101,5	96,1
	Yen	-2,9	-26,3	-3,3	-12,6	-4,0	-7,1	-2,5
	Altre valute	72,4	88,8	28,5	17,0	31,3	24,3	16,1
Altre aree	Dollaro USA	70,6	46,3	7,6	23,2	12,4	5,6	5,1
	Euro	12,0	14,4	2,2	3,1	7,1	5,5	-1,2
	Yen	0,5	-8,8	0,9	-12,5	6,0	2,1	-4,4
	Altre valute	2,2	11,4	0,1	3,2	-2,3	5,4	5,1
Totale	Dollaro USA	652,6	429,8	144,2	156,2	150,0	48,4	75,2
	Euro	597,3	524,0	166,0	159,1	156,2	114,3	94,5
	Yen	16,7	-42,4	0,1	-29,3	3,0	-6,6	-9,5
	Altre valute	81,8	112,7	29,1	23,7	35,0	28,9	25,0
<sup>1</sup> In base alla nazionalità del mutuatario.								
Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.								Tabella 3.3

insolitamente basso. L'espansione è quasi interamente ascrivibile alle emissioni di mutuatari delle economie europee in transizione, cresciute da -\$0,3 a 3,2 miliardi. La raccolta dei paesi in via di sviluppo dell'Asia-Pacifico è invece rallentata da \$5,4 a 4 miliardi; analogamente al terzo trimestre, le nuove emissioni nette del gruppo dei prestatori latino-americani sono state pressoché nulle.

... specie quelli  
della Russia

La metà dell'aumento della raccolta delle economie europee in transizione è riconducibile ai mutuatari russi, che nel quarto trimestre hanno ottenuto finanziamenti netti per \$1,7 miliardi, a fronte di \$2,3 miliardi di nuovi annunci. In termini lordi, si tratta dell'ammontare più elevato dall'epoca della moratoria sul debito pubblico a fine 1998. Il maggior prestatore del paese è stato OAO Gazprom, che ha collocato due emissioni per complessivi \$700 milioni.

Sebbene nel periodo sotto rassegna le nuove emissioni nette del gruppo dei prestatori latino-americani siano state praticamente nulle, in termini lordi esse hanno raggiunto ammontari significativi. In Messico, ad esempio, sono stati annunciati collocamenti per \$2,3 miliardi, tra cui il più cospicuo prestito lanciato da un mutuatario emergente nel quarto trimestre, quello di Pemex per \$1 miliardo, quotato con uno spread di 335 punti base. Sulla scia delle elezioni presidenziali il Brasile ha beneficiato di un netto miglioramento del clima di fiducia: nonostante gli spread sovrani siano rimasti ampi, i mutuatari del paese hanno fatto prontamente ritorno sui mercati internazionali, dove hanno collocato \$2,7 miliardi di nuovi titoli per rifinanziare passività in scadenza. Due quinti della raccolta complessiva fanno capo a un singolo prestatore, una società finanziaria brasiliana. Il Venezuela, per contro, è stato completamente assente dal mercato fin dal dicembre 2001, allorché la Repubblica aveva emesso una nota da €250 milioni con uno spread di 710 punti base.

Rapido ritorno del  
Brasile sui mercati  
obbligazionari  
internazionali

Anche la Turchia ha beneficiato di un sensibile miglioramento del clima di mercato a seguito delle elezioni politiche. Tra la metà di novembre e gli inizi di dicembre 2002, la Repubblica turca ha collocato \$1,15 miliardi in tre prestiti obbligazionari, il maggiore dei quali quotato a uno spread di 780 punti base.

## Le disponibilità internazionali di titoli toccano i \$12 trilioni

*Philip D. Wooldridge*

Gli investimenti di portafoglio superano ormai i prestiti quale più importante fonte di finanziamento internazionale. In base all'ultima indagine "Coordinated Portfolio Investment Survey" (CPIS) condotta dall'FMI, a fine 2001 il totale degli investimenti in azioni e obbligazioni internazionali era pari a \$12,5 trilioni. A titolo di confronto, lo stock in essere di prestiti e depositi sull'estero si ragguagliava a \$8,8 trilioni, mentre gli investimenti diretti esteri (IDE) ammontavano a ulteriori \$6,8 trilioni.

L'indagine CPIS per il 2001 raccoglie informazioni sugli investimenti internazionali di portafoglio di residenti in 67 economie, escludendo IDE e strumenti diversi dai titoli, in particolare prestiti e depositi. La precedente indagine, cui presero parte 29 paesi, risale al 1997, ma a partire da quella per il 2002 essa assumerà cadenza annuale. La metodologia utilizzata dall'FMI è simile a quella impiegata dalla BRI nell'elaborazione delle statistiche bancarie su base locale, il che accresce l'utilità reciproca dei due studi. Le statistiche locali della BRI rilevano le attività e le passività sull'estero delle istituzioni raccogliatrici di depositi in 32 giurisdizioni.

Tra il 1997 e il 2001 le posizioni internazionali complessive in titoli di debito sono quasi raddoppiate, a \$7,4 trilioni. Le statistiche elaborate in materia dalla BRI rilevano lo stesso tasso di crescita e consistenze di fine periodo di ammontare analogo. Ciò indica che, almeno a livello globale, l'attività di emissione internazionale rappresenta una proxy affidabile degli investimenti esteri nel quinquennio in esame. La relazione tra queste due grandezze va tuttavia affievolendosi nella misura in cui sempre più paesi liberalizzano movimenti di capitale e mercati finanziari. Inoltre, a livello disaggregato sussistono importanti discrepanze. A fine 2001 le disponibilità internazionali in titoli di debito delle economie emergenti (\$297 miliardi) risultavano notevolmente inferiori allo stock di titoli internazionali emessi da mutuatari di quest'area (\$516 miliardi). Tale differenza è in parte ascrivibile alla sottoscrizione di obbligazioni destinate al mercato internazionale da parte di soggetti residenti nel paese dell'emittente: gli investitori asiatici, ad esempio, detengono quasi la metà delle obbligazioni internazionali emesse da prestatori del continente. Vi potrebbero altresì contribuire lacune nella copertura dell'indagine. Molti partecipanti alla CPIS hanno incontrato difficoltà nel reperire informazioni sui titoli detenuti dalle famiglie presso depositari non residenti. Inoltre, mentre la segnalazione dei volumi di emissione viene effettuata al valore nominale, gli investimenti mobiliari sono registrati al valore di mercato.

Nel periodo 1997-2001 il ruolo delle obbligazioni quali strumenti per la raccolta di finanziamenti internazionali si è notevolmente accresciuto rispetto a quello dei prestiti bancari. Se nel 1997 lo stock in essere di prestiti e depositi sull'estero ammontava a oltre il doppio delle posizioni internazionali in titoli di debito, nel 2001 esso superava queste ultime di appena il 20%. Anche l'importanza dei titoli azionari è aumentata rispetto ai crediti bancari (ma non nei confronti dei titoli debitori).

Allo spostamento dai prestiti ai titoli hanno contribuito le banche stesse, aumentando i propri IDE e gli acquisti di titoli tra il 1997 e il 2001. Conseguentemente, l'incidenza di crediti e depositi sulle attività internazionali contabilizzate dagli istituti dichiaranti alla BRI è scesa dall'85 al 76%. Nello stesso periodo è diminuita l'importanza relativa delle banche quali investitori sul mercato obbligazionario internazionale. Nondimeno, a fine 2001 esse continuavano a detenere ben il 30% dei \$7,4 trilioni investiti in titoli di debito esteri.

Residenza del mutuatario	Prestiti e depositi <sup>1,2</sup>		Titoli di debito <sup>1</sup>				Titoli azionari <sup>1</sup>	
			Totale <sup>3</sup>		% presso banche <sup>2</sup>		Totale <sup>3</sup>	
	1997	2001	1997	2001	1997	2001	1997	2001
Totale paesi	7 903	8 836	3 520	7 412	35%	30%	2 568	5 134
Paesi sviluppati	5 402	6 737	2 823	6 267	37%	30%	2 157	4 325
Area dell'euro	1 699	2 390	1 111	2 917	43%	35%	811	1 811
Giappone	840	444	152	194	42%	29%	242	334
Stati Uniti	1 219	1 652	923	2 071	36%	26%	428	998
Paesi in via di sviluppo	946	712	319	297	30%	35%	232	300
Asia-Pacifico	412	222	88	62	41%	50%	61	147
Europa, Medio Oriente e Africa	272	271	72	94	32%	32%	53	62
America latina	262	219	159	141	23%	31%	119	91

<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA, se non altrimenti specificato. <sup>2</sup> Attività sull'estero di banche residenti nell'area dichiarante alla BRI. <sup>3</sup> Portafogli di titoli internazionali detenuti da investitori domiciliati nei paesi partecipanti all'indagine CPIS dell'FMI.