

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale¹

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Le statistiche più recenti disponibili per il mercato bancario internazionale si riferiscono al secondo trimestre 2006, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa sono relative al terzo trimestre 2006, mentre i dati sulle posizioni in derivati *over-the-counter* (OTC) vanno sino a fine giugno 2006. Il presente capitolo contiene inoltre un riquadro sui prestiti sindacati in Asia.

Il mercato bancario internazionale

Statistiche bancarie su base locale

Le attività transfrontaliere totali delle banche dichiaranti alla BRI sono cresciute di \$602 miliardi nel *secondo trimestre 2006*, portandosi a \$24 trilioni, con un incremento del 15% sull'anno precedente. Pur rappresentando una decelerazione rispetto al 18% del primo trimestre, questo tasso di aumento risulta maggiormente in linea con la media dell'11% degli ultimi cinque anni.

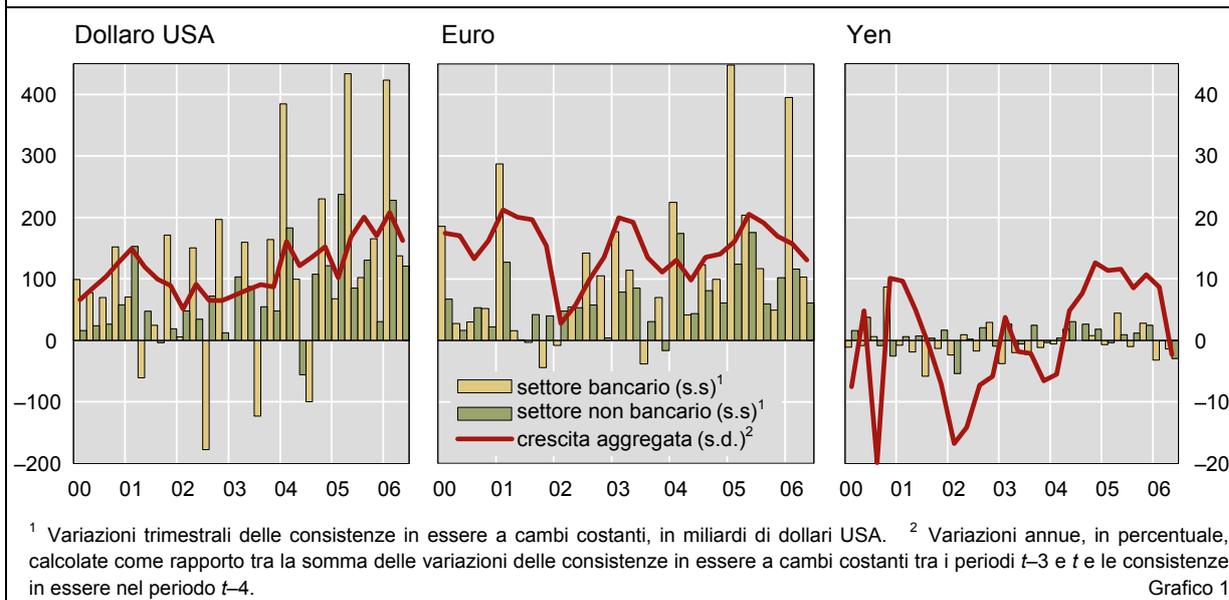
Il ritorno a una crescita più moderata delle attività transfrontaliere totali rispecchia un rallentamento degli impieghi delle banche nell'area dell'euro e nel Regno Unito, che nel primo trimestre avevano registrato un'impennata. Con \$92 miliardi di nuovi prestiti, l'attività di credito di queste banche si è riallineata nel trimestre in rassegna all'esperienza pregressa. Il tasso di crescita sull'anno precedente è diminuito in ognuna delle tre valute principali (grafico 1).

Le operazioni interbancarie e intragruppo sono state all'origine di una parte considerevole della crescita delle attività transfrontaliere. Il 79% dei \$363 miliardi di incremento degli impieghi verso il settore bancario era rappresentato da trasferimenti intragruppo. Se si escludono tali operazioni, l'espansione maggiore delle attività transfrontaliere è stata registrata dalle

L'espansione delle attività transfrontaliere ritorna a ritmi più consueti

¹ Per eventuali quesiti si prega di contattare Ryan Stever per quanto riguarda le statistiche bancarie su base locale e quelle sui titoli di debito internazionali, Goetz von Peter per le statistiche bancarie consolidate e Christian Upper per le statistiche sugli strumenti derivati.

Attività transfrontaliere in base al settore e alla valuta



banche in Francia, in Germania e nelle Isole Cayman (\$22, 27 e 82 miliardi rispettivamente).

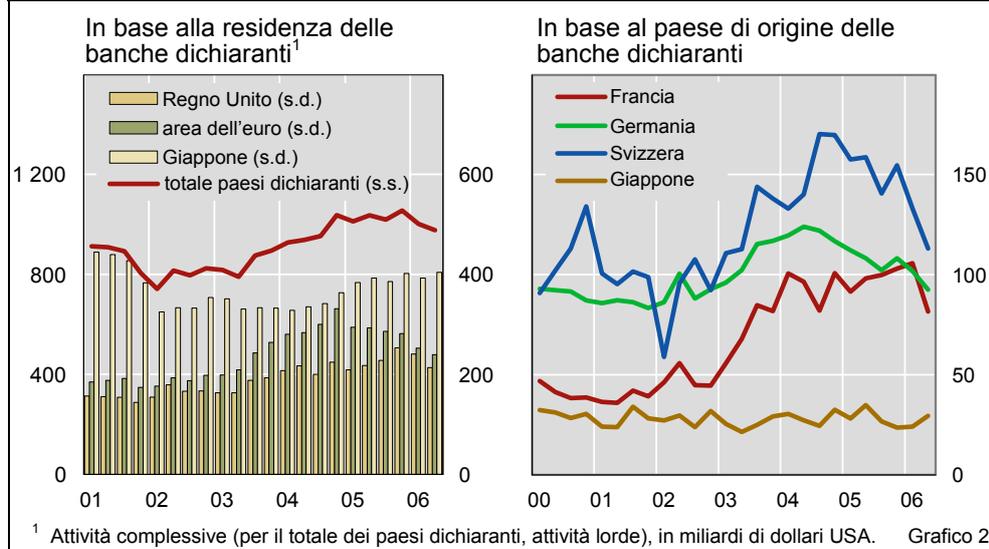
Lo stock delle attività in essere denominate in yen delle banche dichiaranti è diminuito per il secondo trimestre consecutivo. Dopo aver mostrato una tendenza ascendente dagli inizi del 2002, raggiungendo un picco di \$1,1 trilioni nel quarto trimestre 2005, esso è sceso a \$1,0 trilioni nel periodo in esame (grafico 2, diagramma di sinistra), principalmente in seguito al calo degli impieghi delle banche situate nel Regno Unito, nei centri offshore e nell'area dell'euro. Le attività in yen delle banche giapponesi a livello mondiale (escluse quelle verso residenti in Giappone) sono rimaste relativamente stabili, a \$30 miliardi, dal 2000 (grafico 2, diagramma di destra). Per contro, quelle delle banche svizzere sono calate nettamente, dal recente massimo di \$170 miliardi nel terzo trimestre 2004 a \$113 miliardi nel trimestre in rassegna. Anche gli impieghi in yen di istituti tedeschi e francesi sono scesi dal quarto trimestre 2005, rispettivamente di \$22 e 16 miliardi.

Le attività denominate in yen calano per il secondo trimestre consecutivo

La crescita delle attività nette verso i paesi emergenti è ritornata positiva per la prima volta da cinque trimestri. Gli impieghi transfrontalieri totali verso i paesi in via di sviluppo (PVS) delle banche dichiaranti sono aumentati di \$66 miliardi. Contemporaneamente, è rallentata la crescita delle loro passività nei confronti delle stesse economie, da \$115 miliardi nel trimestre precedente a \$61 miliardi. L'incremento più pronunciato delle attività nette si è avuto verso l'America latina e i PVS asiatici (\$22 e 11 miliardi rispettivamente).

L'espansione dell'attività creditizia a favore delle economie emergenti dell'Asia-Pacifico si è concentrata in Cina e in Corea. Gli impieghi verso la Cina delle banche dichiaranti sono saliti di \$7,2 miliardi, dopo aver già registrato un incremento analogo nel trimestre precedente. Data la variazione

Credito bancario in yen



minima delle passività nei confronti di questo paese, le attività nette verso la Cina sono cresciute di \$5,4 miliardi. In Corea i crediti netti delle banche dichiaranti hanno segnato un aumento record di \$21,7 miliardi, alimentato dai prestiti al settore bancario e non bancario.

I paesi esportatori di petrolio hanno continuato a collocare fondi presso le banche dichiaranti, sebbene a ritmi leggermente inferiori rispetto ai trimestri precedenti. Nel complesso, i residenti dei paesi OPEC hanno effettuato depositi presso banche dichiaranti per un importo stimato a \$8 miliardi, mentre quelli russi hanno collocato fondi per ulteriori \$16 miliardi, facendo salire a \$632 miliardi le passività totali delle banche dichiaranti alla BRI verso questo gruppo di economie (grafico 3, diagramma di sinistra). Proprio la Russia ha fatto registrare il più ingente deflusso netto di fondi tra tutti i paesi emergenti, in seguito al forte aumento dei depositi collocati all'estero, in particolare nel Regno Unito (grafico 3, diagramma centrale), saliti a \$220 miliardi.

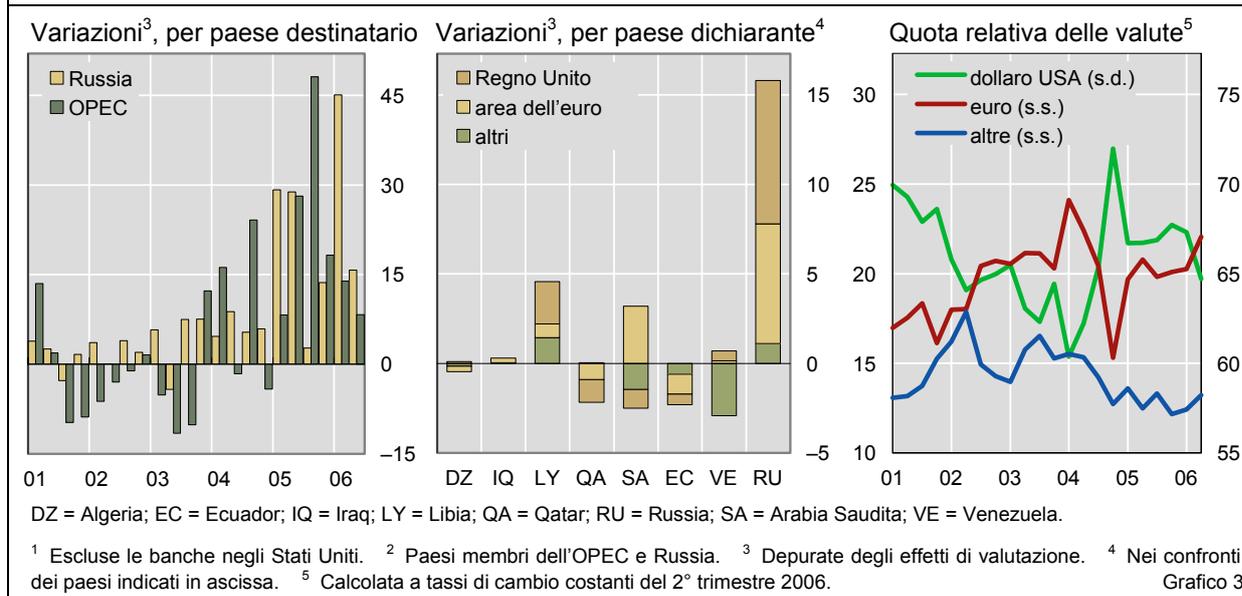
Sebbene non esaustivi, i dati disponibili sembrano indicare per il trimestre in esame una leggera variazione nella quota del dollaro USA all'interno delle passività delle banche dichiaranti verso i paesi esportatori di petrolio². Nell'insieme, i depositi in dollari dei paesi OPEC sono diminuiti di \$5,3 miliardi, mentre quelli denominati in euro e yen sono cresciuti rispettivamente di \$2,8 e 3,8 miliardi. In realtà, i collocamenti in dollari di residenti russi sono aumentati, di \$5 miliardi, ma la maggior parte dei \$16 miliardi di loro depositi addizionali presso le banche dichiaranti era denominata in euro. Di conseguenza, la quota delle passività verso i paesi esportatori di petrolio denominate in dollari è

Rilevante aumento
dei depositi russi ...

... mentre cala la
quota del dollaro
nei depositi dei
paesi esportatori
di petrolio

² Le cifre che seguono vanno interpretate con una certa cautela dato che gli Stati Uniti non forniscono una scomposizione completa delle posizioni verso i singoli paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente, ma solo nei confronti della regione mediorientale nel suo insieme (comprendente paesi non appartenenti all'OPEC). Pertanto, le statistiche riguardanti i diversi paesi singoli, nonché l'OPEC, non includono i dati delle banche negli Stati Uniti.

Passività delle banche dichiaranti¹ nei confronti dei paesi esportatori di petrolio²



calata dal 67 al 65% in un solo trimestre, mentre quella in euro è salita di due punti percentuali, al 22% (grafico 3, diagramma di destra).

La variazione nella quota del dollaro è evidente per alcuni ma non per tutti i paesi OPEC. Ad esempio, i residenti dell'Iran hanno prelevato \$4 miliardi a valere su depositi denominati in dollari presso banche nei paesi europei sviluppati. Analogamente, i residenti dell'Arabia Saudita hanno ridotto (di \$3 miliardi) i collocamenti nella valuta statunitense presso banche nel Regno Unito, aumentando di un importo simile i depositi in yen. Sempre per quanto riguarda i paesi OPEC, anche i residenti di Ecuador, Indonesia e Qatar hanno diminuito i depositi in dollari presso istituti dichiaranti alla BRI, rispettivamente di \$2,3, 1,9 e 2,4 miliardi. Per contro, i residenti in Libia hanno accresciuto (di \$5 miliardi) i collocamenti in dollari, principalmente presso banche nel Regno Unito, nell'area dell'euro e in Svizzera.

Statistiche bancarie consolidate in base al mutuario immediato

Le statistiche consolidate, che si basano sulla nazionalità delle banche dichiaranti e compensano le posizioni intragruppo, indicano un'espansione complessiva, a \$24,7 trilioni, delle attività estere³. La variazione di \$1,3 trilioni (+5,5%) segnalata negli stock durante il trimestre in esame è stata amplificata da effetti di cambio, essendosi il dollaro USA deprezzato nei confronti di diverse importanti valute tra fine marzo e fine giugno⁴. La maggiore espansione

Forte espansione dovuta in parte a effetti di cambio

³ Le attività estere comprendono le attività internazionali (che si compongono delle attività transfrontaliere in tutte le valute e delle attività locali in valuta estera) e le attività locali in valuta locale. Per attività locali si intendono le attività contabilizzate dalle dipendenze estere nei confronti dei residenti del paese dove sono ubicate.

⁴ A tassi di cambio costanti si stima che \$700 miliardi (+3,3%) possano essere attribuiti a un aumento di prestiti e disponibilità in titoli. Poiché le statistiche consolidate non forniscono una scomposizione per valuta, le variazioni depurate degli effetti di valutazione (a tassi di cambio costanti) possono essere stimate solo approssimativamente utilizzando le informazioni ottenute dalle statistiche su base locale.

delle attività in essere è stata registrata dalle banche olandesi, francesi e tedesche, che hanno accresciuto i crediti a mutuatari nel Regno Unito, negli Stati Uniti e nei mercati emergenti.

La quota dei crediti ai mercati emergenti rimane stabile ...

Gli impieghi verso i mercati emergenti delle banche dichiaranti si sono mantenuti stabili. Le attività estere nei confronti di questi prenditori, pari a \$2,73 trilioni, rappresentavano l'11% delle attività estere totali, con un incremento del 10% sull'anno precedente. L'aumento più ingente della posizione creditoria verso i mercati emergenti è stato registrato dalle banche austriache e si è concentrato quasi esclusivamente nell'Europa emergente. Gli istituti austriaci concorrono per meno del 2% alle attività estere a livello mondiale, ma per ben il 20% a quelle nei confronti dei paesi emergenti europei. Tale quota si è triplicata dal marzo 2005, grazie anche all'espansione della rete di succursali e alle nuove acquisizioni. Gli impieghi verso i mercati emergenti rappresentano il 50% circa delle attività estere totali delle banche austriache e greche, una quota ben superiore a quelle di altri sistemi bancari.

La composizione settoriale e la struttura per scadenze delle attività internazionali verso i mercati emergenti sono rimaste sostanzialmente invariate negli ultimi sette anni. La quota degli impieghi con scadenza pari o inferiore a un anno è calata di un punto percentuale, al 47%, in seguito alla crescente incidenza delle attività a più lungo termine verso l'Europa emergente. La distribuzione settoriale ha evidenziato un leggero spostamento verso il settore privato. Lo scorso anno la quota dei crediti a mutuatari del settore pubblico è scesa di quattro punti percentuali, al 16%, mentre quelle verso banche e soggetti privati non bancari sono aumentate di due punti percentuali ciascuna. Ciò è attribuibile più all'espansione complessiva delle attività verso i mercati emergenti che non alla modesta contrazione di quelle verso il settore pubblico.

Statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo

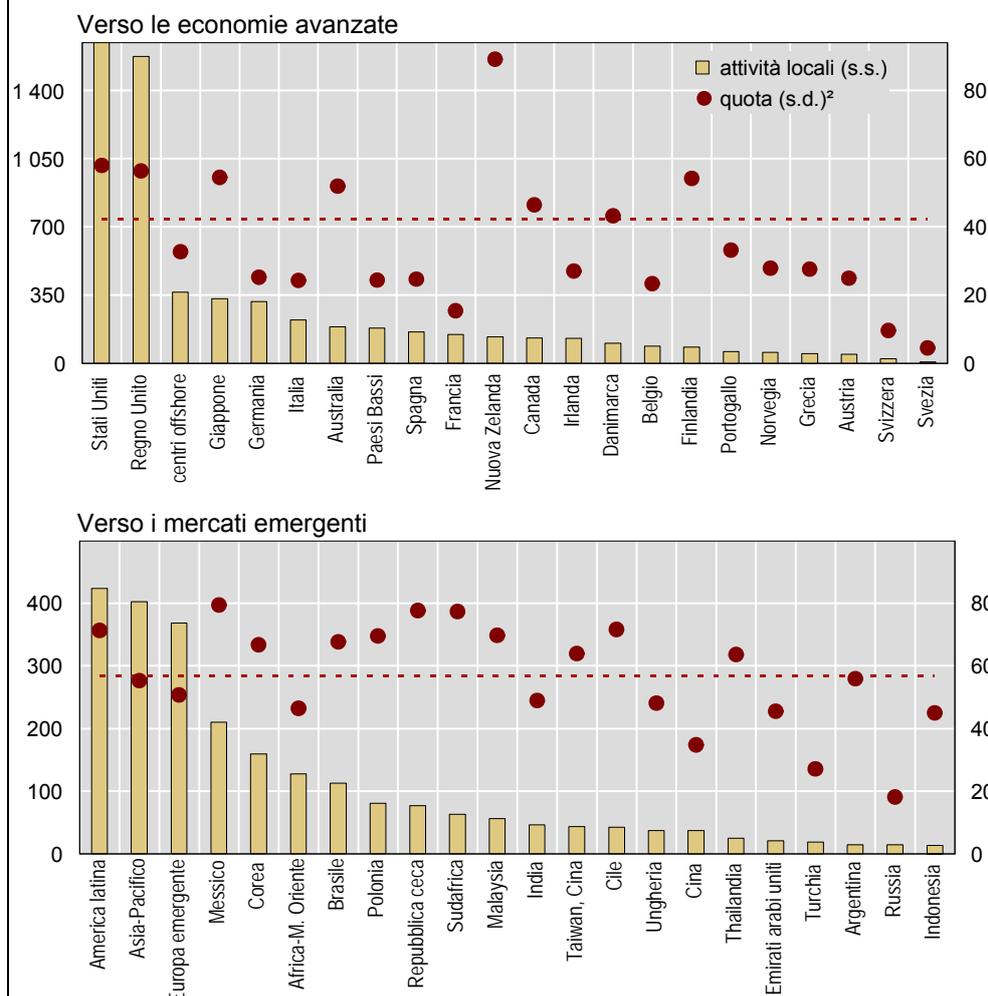
Le esposizioni delle banche al rischio paese possono essere valutate mediante le statistiche consolidate sulla base del rischio ultimo (RU), che tengono conto dei trasferimenti di rischio da un paese all'altro e comprendono dati sulle esposizioni delle banche a fronte di garanzie e impegni. Le attività estere aggregate delle banche dichiaranti non sembrano aver risentito della diffusa ondata di vendite nei mercati finanziari in maggio e giugno: nel secondo trimestre le esposizioni verso la maggior parte dei paesi hanno anzi segnato un aumento. Il totale delle attività estere (su base RU) è salito da 19,2 trilioni nel trimestre precedente a \$20,3 trilioni. Il valore di mercato delle esposizioni in derivati è aumentato specialmente nei confronti dei paesi dove si era osservata una certa volatilità del mercato finanziario, tra cui Cile, Corea, India, Indonesia, Sudafrica e Ungheria.

... e le esposizioni sono ampiamente ripartite

Le banche dichiaranti hanno accresciuto l'esposizione nei confronti di vari mercati emergenti, e in particolare verso i residenti di Cina, Corea e Russia. La quota delle attività nei confronti di Cina e Corea detenuta dai tre maggiori creditori è rimasta praticamente immutata, mentre nel caso della Russia si sono registrate variazioni più significative: durante lo scorso anno la corrispondente quota di attività estere verso questo paese è scesa dal 57 al 44%.

Attività locali su base consolidata a livello mondiale¹

Importo, in miliardi di dollari USA; quota, in percentuale



Alcuni singoli mercati emergenti sono contabilizzati anche all'interno del rispettivo gruppo regionale (ad esempio il Messico in America latina).

¹ Attività degli uffici esteri di banche dichiaranti, in tutte le valute, nei confronti di residenti locali; nel 2° trimestre 2006 le attività locali verso gli Stati Uniti ammontavano a \$3 059 miliardi. Le attività consolidate a livello mondiale in base al rischio ultimo sono segnalate dalle banche di proprietà nazionale in 26 paesi dichiaranti. ² Attività locali in percentuale delle attività estere. La linea tratteggiata rappresenta la quota complessiva, calcolata come media ponderata di tutte le economie avanzate e dei centri offshore nel diagramma superiore, e di tutti i mercati emergenti (non soltanto quelli elencati) nel diagramma inferiore.

Fonte: statistiche bancarie internazionali consolidate della BRI.

Grafico 4

Una parte rilevante delle attività estere è rappresentata da prestiti erogati da dipendenze e filiazioni locali (qui denominate "attività locali"), piuttosto che da crediti transfrontalieri. Per l'insieme dei 26 paesi dichiaranti, il 44% dello stock di attività estere (su base RU) è stato erogato da dipendenze locali. Anche per i sistemi bancari con l'ammontare più elevato di attività locali (oltre \$600 miliardi ciascuno) la quota di credito stanziato *in loco* è considerevole. Essa risulta pari a oltre il 50% per gli istituti olandesi, spagnoli, svizzeri e britannici, al 50% per quelli statunitensi e al 30% per le banche tedesche e francesi.

Erogazione di credito tramite dipendenze locali: un fenomeno importante ...

Prestiti ad alto rischio e integrazione finanziaria in Asia: il finanziamento dei casinò

Blaise Gadanecz e Robert N. McCauley

In che misura le banche dell'Asia finanziano la spesa per investimenti del continente? A questo proposito, il recente boom delle costruzioni di hotel e casinò a Macao e, ultimamente, a Singapore costituisce un interessante esempio sotto tre aspetti. In primo luogo, tali progetti di investimento contribuiscono in senso lato alla domanda interna (attraverso la spesa dei turisti venuti dalla Cina continentale). Essi rappresentano pertanto un'eccezione alla carente spesa per investimenti in rapporto al risparmio nell'Asia orientale, da molti osservatori indicata come un possibile fattore all'origine degli avanzi di conto corrente del continente. In secondo luogo, le strutture alberghiere e le case da gioco sono in Asia uno dei pochi settori finanziati negli ultimi due anni con prestiti ad alto rischio (*leveraged*), stante la bassa propensione dei residenti a investire in prestiti ad elevato rendimento in dollari o in moneta locale. Infine, nel finanziamento di questo tipo di edilizia i mutui denominati in moneta locale hanno un ruolo preminente.

Per valutare il grado di integrazione dei sistemi bancari asiatici in questa sfera operativa, il presente riquadro analizza la composizione dei consorzi costituiti per finanziare tali progetti, a livello di partecipanti senior e junior[®]. In linea con McCauley et al. (2002)[®], si rileva che sono le banche statunitensi ed europee, più che quelle asiatiche, a ricoprire il ruolo più redditizio di organizzatrici (*arranger*). Al tempo stesso, le indicazioni emerse in passato secondo cui una quota elevata dei finanziamenti – in media quasi la metà – era concessa da banche asiatiche continua a valere per gran parte delle operazioni, ma non per tutte, essendo la partecipazione asiatica maggiore per i prestiti denominati nelle monete locali.

Negli ultimi dodici mesi dai consorzi bancari sono stati erogati in totale prestiti per oltre \$4 miliardi a favore di quattro progetti di costruzione di complessi alberghieri e casinò a Macao. A ciò si aggiungono \$2,9 miliardi di prestiti in fase di allestimento per progetti a Macao e Singapore. Di questi progetti, uno è interamente ascrivibile a un gruppo di case da gioco statunitense, vari altri sono *joint venture* con gruppi USA e uno fa capo a un gruppo australiano. Tutti sono finanziati in misura massiccia con debito, per cui i prestiti presentano spread sul Libor pari o superiori a 250 punti base. Per almeno il 17% i crediti sono denominati nei dollari di Hong Kong e Singapore (il finanziamento in renminbi non è consentito per i progetti edili a Macao), la parte restante in dollari USA.

Un'analisi della composizione dei consorzi ai livelli più alti mostra che le banche organizzatrici provengono principalmente da Stati Uniti ed Europa (specie dal Portogallo, tramite affiliate situate a Macao). Di norma, i gruppi di casinò statunitensi hanno conferito a banche del loro paese il mandato per l'allestimento dei prestiti, attività di prestigio e fruttifera di commissioni. A riprova del fatto che i mutuatari attribuiscono il ruolo di *arranger* alle banche con cui intrattengono relazioni più strette, all'interno dei consorzi costituiti per finanziare *joint venture* con partner asiatici è generalmente maggiore la presenza di banche asiatiche in veste di organizzatrici.

La composizione dei consorzi a livello di cofinanziatori risulta alquanto eterogenea a seconda dei prestiti. In base ai dati pubblicati sull'esatta partecipazione delle banche, le quote più elevate di fondi sono in genere fornite dagli istituti europei, cui seguono quelli asiatici con percentuali del 30-50%, nonostante la scarsissima partecipazione delle banche giapponesi. Come prevedibile, le banche locali sono fortemente presenti nelle facilitazioni o tranche denominate nei dollari di Hong Kong o di Singapore, talvolta espressamente mirate agli istituti asiatici e assistite da forme specifiche di rafforzamento del credito (garanzie reali o personali). Inoltre, la partecipazione asiatica risulta spesso maggiore nel caso sia dei progetti misti alberghi-casinò (più che quelli per la costruzione di sole case da gioco) – e ciò per effetto dei vincoli concernenti fra l'altro la partecipazione delle banche della Cina continentale al finanziamento di casinò –, sia dei prestiti erogati in favore di *joint venture* con partner asiatici[®]. In un'operazione rilevante allestita per la costruzione a Macao di un complesso alberghiero collegato agli Stati Uniti, i canali del consorzio sono stati in parte scavalcati e, per il tramite di un intermediario del Delaware, un'ampia quota del prestito (denominata "term loan B") è stata collocata presso investitori istituzionali basati negli Stati Uniti e nei Caraibi. Così come altri prestiti ad alto rendimento dello stesso tipo, essa è attivamente negoziata ed è stata in parte cartolarizzata in *collateralised loan obligation*.

In sintesi, seppure in questo ristretto campione di prestiti appaia significativa la partecipazione delle banche asiatiche, le banche di investimento statunitensi hanno la possibilità di rivolgersi anche alle istituzioni finanziarie non bancarie connazionali, estromettendo dall'operazione le banche dell'Asia, grazie alla crescente partecipazione diretta degli investitori istituzionali nei prestiti ad alto rischio di grandi dimensioni.

[®] In un prestito sindacato i creditori possono essere suddivisi in due gruppi. Il primo è composto dai membri "senior" del consorzio, che ricoprono in genere i ruoli di *mandated arranger*, *arranger*, *lead manager* o agenti, e sono incaricati di mettere assieme un gruppo di banche disposte a erogare finanziamenti alle condizioni specificate. Il consorzio prende forma attorno alle banche senior, spesso quelle con cui il mutuatario intrattiene rapporti stretti, che si riservano una parte del prestito e ricercano altri partecipanti. Il secondo gruppo è formato dalle banche "junior", con il ruolo di *manager* o partecipanti. Per maggiori dettagli, cfr. B. Gadanecz, "Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2004. [®] R.N. McCauley, S.S. Fung e B. Gadanecz: "Integrazione finanziaria dell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2002. [®] Più in generale, la partecipazione delle banche asiatiche risulta maggiore in gran parte dei prestiti ad alto rendimento allestiti negli ultimi due anni nell'Est asiatico, denominati non in dollari USA, ma nelle monete locali ed erogati a *joint venture* con partner asiatici (piuttosto che con affiliate locali di società USA).

I principali beneficiari dei prestiti erogati da filiali e filiazioni locali risiedono in aree con un'importante attività finanziaria: Stati Uniti e Regno Unito, seguiti da centri offshore, paesi dell'area dell'euro e Giappone (grafico 4). I mercati emergenti hanno ricevuto \$1,3 trilioni (15%) delle attività locali complessive delle banche dichiaranti. Il 90% di questo importo totale è ripartito in parti pressoché uguali tra America latina, Asia-Pacifico ed Europa, mentre Africa e Medio Oriente hanno assorbito il restante 10%.

La *quota* delle attività estere erogata da dipendenze locali evidenzia considerevoli variazioni a seconda del paese destinatario (grafico 4). Essa risulta più elevata in media nei mercati emergenti (57%, diagramma inferiore) che nei paesi avanzati (42%, diagramma superiore), sebbene all'interno di entrambi i gruppi sussistano rilevanti differenze. L'89% registrato dalla Nuova Zelanda, ad esempio, è riconducibile all'eccezionale diffusione di istituti di proprietà di banche estere, specie australiane, mentre la percentuale del Regno Unito (56%) è dovuta al ruolo di centro bancario internazionale che riveste Londra. Gli alti livelli associati al Messico e, più in generale, all'America latina rispecchiano la presenza locale di banche spagnole e statunitensi nell'intermediazione di fondi.

Le statistiche consolidate consentono inoltre di rilevare in che misura le banche con sede nei mercati emergenti hanno istituito dipendenze in altri paesi⁵. Le banche di India, Taiwan (Cina) e Turchia hanno segnalato una quota di impieghi locali rispettivamente pari al 23, 13 e 18% delle attività estere, inferiore a quella delle banche nei principali paesi avanzati. La configurazione dei prestiti locali desumibile dai dati lascia supporre l'esistenza di legami economici e culturali; ad esempio, le banche brasiliane detengono lo stock più cospicuo di attività locali⁶ verso il Portogallo, gli Stati Uniti e l'Argentina, mentre gli istituti indiani registrano impieghi maggiori verso Regno Unito, Canada e Singapore.

... con notevoli differenze a seconda dei paesi destinatari

Presenza estera delle banche dei mercati emergenti

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le solide condizioni dei mercati finanziari internazionali hanno trovato riscontro nella sostenuta attività di emissione durante il *terzo trimestre 2006*. I collocamenti lordi di obbligazioni e *note* hanno totalizzato quasi \$1,1 trilioni, facendo del 2006 il primo anno in cui il loro ammontare ha superato per tre trimestri consecutivi la soglia del trilione di dollari. Sebbene essi siano diminuiti di quasi il 5% rispetto al trimestre precedente, la loro flessione è stata comunque inferiore alla metà di quella che mediamente si registra nel terzo trimestre per effetto di fattori stagionali. Poiché i rimborsi anticipati si sono anch'essi mantenuti su valori storicamente elevati, su base netta le emissioni di obbligazioni e *note* (pari a \$506 miliardi) hanno segnato un rallentamento

Rallentano le emissioni lorde di obbligazioni e *note*

⁵ I mercati emergenti che segnalano statistiche consolidate in base al rischio ultimo sono Cile, India, Taiwan (Cina) e Turchia. Altri due mercati emergenti, Brasile e Messico, forniscono statistiche consolidate in base al mutuatario immediato (MI).

⁶ Questo dato si riferisce alle attività sull'interno in valuta locale (MI); cfr. la nota precedente.

maggiore di quanto giustificato dalle normali dinamiche stagionali, pur restando ben al di sopra del livello di un anno prima.

Eccezionalmente sostenuti i collocamenti netti del Regno Unito

Le emissioni nette hanno seguito andamenti significativamente diversi a seconda delle regioni. Quelle dell'area dell'euro hanno registrato il calo più cospicuo, pari a \$76 miliardi (più del doppio di quello medio stagionale), scendendo a \$200 miliardi, mentre la flessione da \$179 a 154 miliardi delle emissioni nette negli Stati Uniti è risultata persino maggiore su base destagionalizzata. Il Regno Unito è stato uno dei pochi paesi sviluppati in cui le emissioni debitorie sono aumentate vigorosamente, in linea con la tendenza di più lungo termine che vede una crescente partecipazione di questo paese al mercato internazionale dei titoli di debito (grafico 5, diagramma di sinistra). Nel trimestre in rassegna la raccolta britannica è stata trainata dalle emissioni delle istituzioni finanziarie private, comprese numerose cartolarizzazioni. Ad esempio, i due maggiori collocamenti avevano come oggetto fondi ipotecari lanciati dalla Royal Bank of Scotland.

Varie cartolarizzazioni di importo molto elevato

Sull'insieme del campione, il rallentamento delle emissioni nette di obbligazioni e *note* risulta meno pronunciato nel settore finanziario, e in particolare per i mutuatari finanziari non bancari. I collocamenti netti delle istituzioni finanziarie, pari a \$492 miliardi, sono rimasti pressoché invariati su base destagionalizzata rispetto al trimestre precedente. Le cartolarizzazioni hanno continuato a rappresentare una quota importante di tali emissioni, tra cui figurano alcune delle operazioni singole più ingenti poste in essere nel trimestre. Ad esempio, la società veicolo per la cartolarizzazione Canada Housing Trust No 1, avvalendosi della consulenza di Canada Mortgage and Housing Corporation, ha collocato l'emissione debitoria singola più rilevante del settore finanziario pubblico, pari a \$5,7 miliardi.

Le emissioni delle società non finanziarie (\$449 miliardi), benché diminuite rispetto al trimestre precedente, hanno continuato a essere elevate rispetto alla media storica. Le società di erogazione dei servizi di pubblica utilità, come quelle di distribuzione del gas naturale e dell'elettricità, hanno contribuito con una quota rilevante alle emissioni societarie totali. In particolare, il maggiore collocamento da parte di una società pubblica non finanziaria, per \$1,6 miliardi, è stato effettuato da Ras Laffan Liquefied Natural Gas Company, impresa fornitrice di gas naturale del Qatar.

Aumentano le emissioni dei mercati emergenti ...

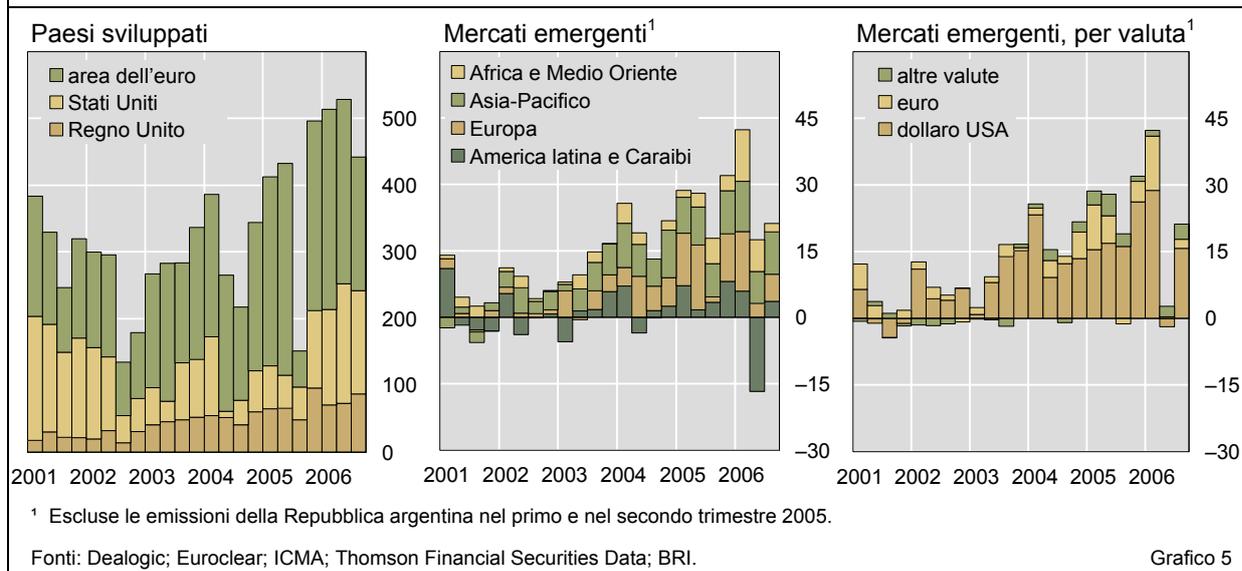
Nei mercati emergenti l'attività di emissione è stata più sostenuta che nei paesi industriali. Su base lorda, le emissioni sono salite da \$31 a 39 miliardi, nonostante la tendenza stagionale decrescente che caratterizza il terzo trimestre. Anche su base netta i collocamenti hanno segnato un netto balzo, da \$0,8 a 21,2 miliardi, grazie all'aumento generalizzato dell'attività nelle aree emergenti di America latina, Asia ed Europa (grafico 5, diagramma centrale). In America latina, in particolare, si è assistito a un recupero della raccolta, dopo i rimborsi netti per \$16,8 miliardi registrati nel secondo trimestre.

... ad opera di importanti prenditori dei PVS asiatici ...

Fra le economie in via di sviluppo dell'Asia, la Corea e le Filippine sono state le più attive nel mercato internazionale dei titoli di debito. La raccolta totale coreana è fortemente cresciuta nel terzo trimestre, a \$6,8 miliardi, attribuibili per la quasi totalità alle istituzioni finanziarie private, sia bancarie sia

Emissioni nette di obbligazioni e *note* internazionali

In base alla nazionalità dell'emittente, in miliardi di dollari USA



non bancarie. La moneta di denominazione del 90% circa del nuovo debito della Corea e dell'insieme dei nuovi collocamenti filippini (pari a \$1,5 miliardi) è stata il dollaro statunitense, che rimane la principale valuta di emissione per i mercati emergenti, in termini sia lordi sia netti (grafico 5, diagramma di destra).

Diversamente dal trimestre precedente, quando i soggetti sovrani dei mercati emergenti erano stati praticamente assenti dal mercato internazionale dei titoli di debito, nel terzo trimestre le emissioni sovrane dei PVS sono state ingenti (\$8,2 miliardi su base lorda). I collocamenti netti sono tornati in positivo, a \$2,4 miliardi, dopo i rimborsi netti per oltre \$20 miliardi del secondo trimestre. Fra i nuovi importanti emittenti di *note* figura il Brasile (\$1,1 miliardi). Viceversa, alcuni paesi hanno fatto registrare rimborsi netti. È questo il caso del Venezuela, che per il terzo trimestre consecutivo ha estinto parte del suo debito internazionale. Anche il Messico ha di recente effettuato rimborsi netti, pari a \$847 milioni nel secondo trimestre e a \$1,3 miliardi nel periodo in rassegna.

... e grazie al ritorno sul mercato degli emittenti sovrani

I mercati degli strumenti derivati

Derivati negoziati in borsa

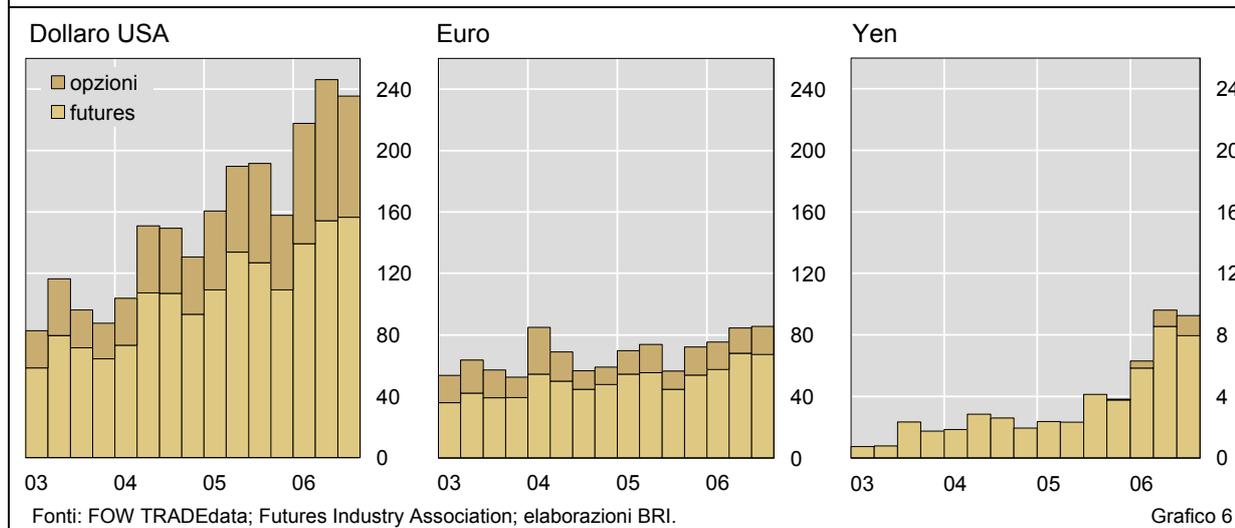
Nel *terzo trimestre 2006* gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali sono rallentati. Tra luglio e settembre⁷ il turnover aggregato in contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è sceso del 4%, a \$465 trilioni, dopo un aumento del 13% nel trimestre precedente. Benché i

Flessione stagionale del turnover in derivati di borsa

⁷ Tutti i tassi di crescita riportati nella presente sezione concernente i derivati negoziati in borsa sono calcolati sul trimestre precedente.

Volume degli scambi di derivati su tassi di interesse a breve termine

Turnover trimestrale, in trilioni di dollari USA



volumi siano calati in tutte e tre le categorie di rischio, gran parte della decelerazione sarebbe connessa a fattori stagionali che nella seconda metà dell'anno deprimono l'attività nel comparto dei tassi di interesse.

Scarsi effetti della politica monetaria sull'attività in strumenti a breve

A differenza dei trimestri precedenti, le mutate prospettive per la politica monetaria sono state di scarso stimolo alle contrattazioni in derivati del mercato monetario. L'aumento dei tassi giapponesi in luglio, il primo da anni, era stato ampiamente anticipato e pertanto non ha influito in misura rilevante sugli scambi. Il turnover di *future* e opzioni su contratti in yen a breve è calato del 4%, a \$9 trilioni (grafico 6). Negli Stati Uniti una temporanea revisione delle aspettative degli investitori circa i tassi ufficiali in agosto e settembre ha avuto effetti sorprendentemente limitati sulle negoziazioni di strumenti su tassi a breve in dollari, scese del 4%, a \$235 trilioni⁸. Nell'area dell'euro l'orientamento monetario è stato sostanzialmente in linea con le attese e l'attività in derivati su tassi a breve in euro si è mantenuta stabile a \$86 trilioni.

In calo gli scambi di contratti su indici azionari

Gli scambi di *future* e opzioni su indici azionari sono diminuiti del 7%, a \$43 trilioni⁹. Con riferimento ai mercati maggiori, il turnover misurato in termini di ammontari nozionali è sceso in Giappone (-23%), Regno Unito (-13%), Stati Uniti (-12%) e Corea (-5%). Solo l'area dell'euro ha registrato un incremento (+5%), riconducibile peraltro a effetti di cambio. Anche l'attività in opzioni su azioni singole di imprese domiciliate negli Stati Uniti o nell'area dell'euro (misurata in termini di numero di contratti, non essendo disponibili dati sugli ammontari nozionali) ha subito un calo.

⁸ Lavori precedenti mostrano che il mutare delle attese circa i tassi di interesse futuri costituisce in genere una determinante importante degli scambi di borsa di derivati su tassi a breve, e in particolare dei contratti sui tassi in eurodollari a tre mesi. Cfr. C. Upper, "Attività in strumenti derivati e politica monetaria", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2006, pagg. 71-82.

⁹ Non è chiaro quanta parte del calo sia riconducibile a meri fattori stagionali, non essendo stato possibile stimare un profilo stagionale stabile per il turnover in questo mercato.

Le negoziazioni di contratti su merci sono rimaste stabili su livelli elevati durante i mesi estivi, pur con sostanziali variazioni all'interno delle singole categorie. Il numero di contratti su prodotti energetici scambiati presso le borse internazionali (per i quali non sono disponibili dati sugli ammontari nozionali) è aumentato del 22%, raggiungendo un nuovo massimo, mentre le contrattazioni riguardanti altre tipologie di merci hanno subito una contrazione nonostante i prezzi fossero stabili o in aumento.

Crescita dei contratti sull'energia controbilanciata da un minor turnover su altre merci

*Derivati negoziati fuori borsa*¹⁰

I volumi dei contratti derivati in essere negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) sono cresciuti a ritmo sostenuto nella *prima metà del 2006*. A fine giugno l'ammontare nozionale aggregato per l'insieme delle tipologie di contratti si collocava a \$370 trilioni, in rialzo del 24% rispetto a sei mesi prima. I *credit default swap* (CDS) hanno registrato un'espansione particolarmente robusta (+46%). Le posizioni aperte sono aumentate rapidamente anche in altri comparti: i derivati su tassi di interesse, valute, azioni e merci sono saliti rispettivamente del 24, 22, 17 e 18%. I valori lordi di mercato, che rispetto agli ammontari nozionali forniscono una misurazione migliore del rischio di mercato in un dato momento, si sono incrementati del 3% e a fine giugno erano pari a \$10 trilioni.

Rapida espansione dei derivati OTC ...

La crescita dei CDS sarebbe stata ancora superiore se non fosse aumentato anche il numero di estinzioni anticipate di tali contratti. Essa ha risentito in misura sostanziale delle operazioni di estinzione multilaterale¹¹. Nel periodo in rassegna sono stati estinti contratti per poco meno di \$4 trilioni, comprimendo di quasi 30 punti percentuali il tasso di espansione del mercato (grafico 7). Nei semestri precedenti questo stesso effetto di compressione era stato nell'ordine di meno di 20 punti percentuali.

... nonostante l'aumento delle estinzioni multilaterali di CDS

Il tasso di espansione è stato particolarmente vigoroso nel comparto dei CDS su nominativi plurimi, che comprende le tranche di indici CDS. I corrispondenti ammontari nozionali sono saliti dell'86%, a \$6,5 trilioni, mentre quelli dei contratti su nominativi singoli si sono incrementati di poco meno di un terzo, a \$13,9 trilioni.

L'attività in CDS si è distribuita in modo più omogeneo lungo l'intera gamma di scadenze. Benché gran parte di questi prodotti rimanga concentrata nella fascia compresa tra uno e cinque anni, le scadenze più brevi e più lunghe hanno segnato una crescita decisamente superiore. In termini di ammontari

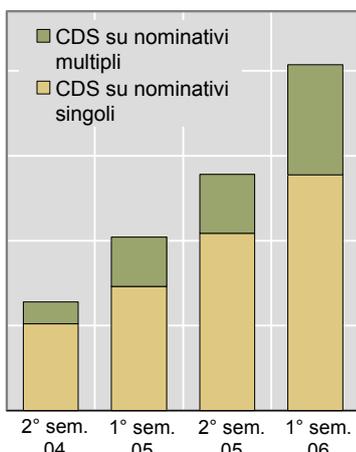
¹⁰ Per una trattazione più dettagliata degli andamenti sul mercato dei derivati negoziati fuori borsa, cfr. www.bis.org/publ/otc_hy0611.htm.

¹¹ Dagli inizi del 2003 la società privata TriOptima offre agli intermediari in derivati OTC servizi di estinzione multilaterale, dapprima limitati agli swap su tassi di interesse e successivamente estesi ai CDS. Il ciclo di estinzione consta di due fasi. Nella prima gli intermediari forniscono informazioni dettagliate sui singoli contratti che formano le rispettive posizioni in derivati e TriOptima verifica se ogni contratto viene segnalato con condizioni identiche da entrambe le controparti. Durante la seconda fase la società calcola una serie di contratti bilaterali tra i partecipanti, che permettono di ridurre l'esposizione lorda mantenendo invariata quella netta.

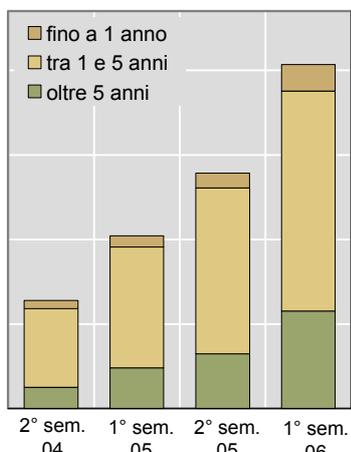
Credit default swap

In trilioni di dollari USA

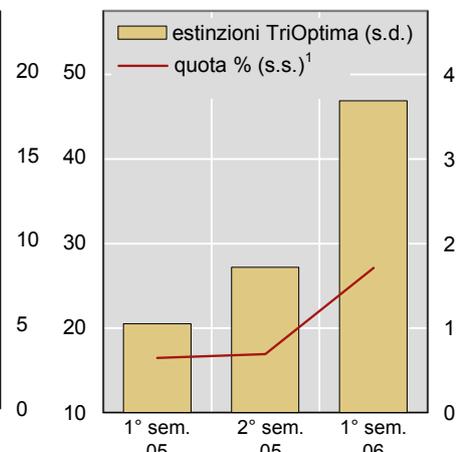
Per strumento



Per scadenza



Estinzioni multilaterali



¹ Estinzioni multilaterali per ciascun semestre, in percentuale degli importi nozionali di CDS in essere a inizio periodo.

Fonti: TriOptima; BRI.

Grafico 7

nozionali i CDS con durata inferiore a un anno sono aumentati dell'83% e quelli con durata superiore a cinque anni del 79%. Nel primo caso l'espansione potrebbe essere in parte riconducibile alla minore vita residua dei contratti di più vecchia data, mentre nel comparto a lungo termine essa è indicativa di una crescente liquidità sul corrispondente segmento della struttura per scadenze.