

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. La trattazione che segue fa riferimento alle più recenti statistiche disponibili, ossia quelle relative al terzo trimestre 2006 per il mercato bancario internazionale e al quarto trimestre 2006 per i mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa.

Il mercato bancario internazionale

Statistiche bancarie su base locale

Crescita stabile delle attività transfrontaliere nel terzo trimestre

Nel terzo trimestre 2006 le attività transfrontaliere totali delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentate di \$808 miliardi, a \$25 trilioni, con un tasso di crescita su base annua del 16%, leggermente superiore rispetto al trimestre precedente e in linea con la media storica.

La crescita ha continuato a essere particolarmente vigorosa per le attività in sterline e dollari (grafico 1). Per il secondo trimestre consecutivo il tasso di incremento degli impieghi in sterline (23% sull'anno precedente) è risultato il più elevato fra quelli dei principali segmenti valutari. L'espansione del 18% dei crediti in dollari ha superato di gran lunga quella media degli ultimi sette anni (11%), mentre l'aumento delle attività in euro è stato leggermente più modesto, al 14%.

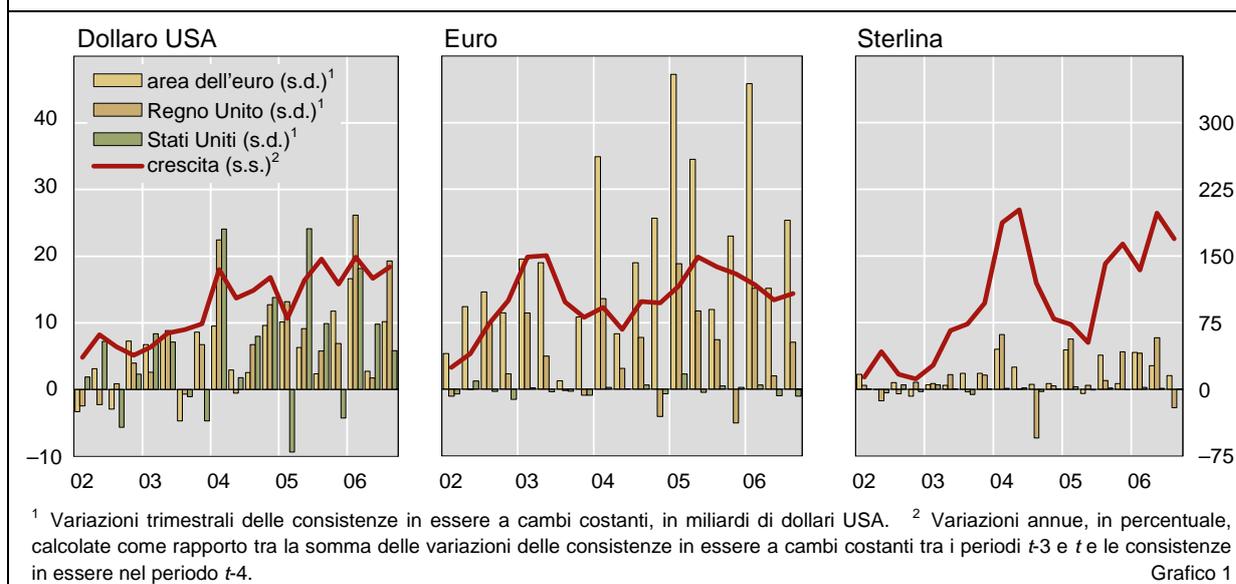
Gli impieghi in yen verso il settore non bancario sono saliti per la prima volta da tre trimestri, sospingendo la crescita su base annua al 2,5%. Sebbene le attività in questa valuta delle banche in Germania e in Giappone siano scese, quelle degli istituti in Francia, Regno Unito e Svizzera sono aumentate.

Raffreddamento del credito in franchi svizzeri

La crescita dell'attività creditizia in franchi svizzeri a favore di soggetti non bancari è stata più modesta che nei trimestri precedenti. Dopo essere aumentati rispettivamente di \$6 e 2 miliardi nel secondo trimestre, gli impieghi

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 paese dichiarante e alla valuta



di questo tipo delle banche nel Regno Unito e in Austria sono cresciuti di appena \$300 e 500 milioni. Il rallentamento è stato particolarmente evidente nel caso delle banche residenti in Austria, che nel periodo in rassegna hanno incrementato le attività in franchi svizzeri al tasso più basso degli ultimi tre anni.

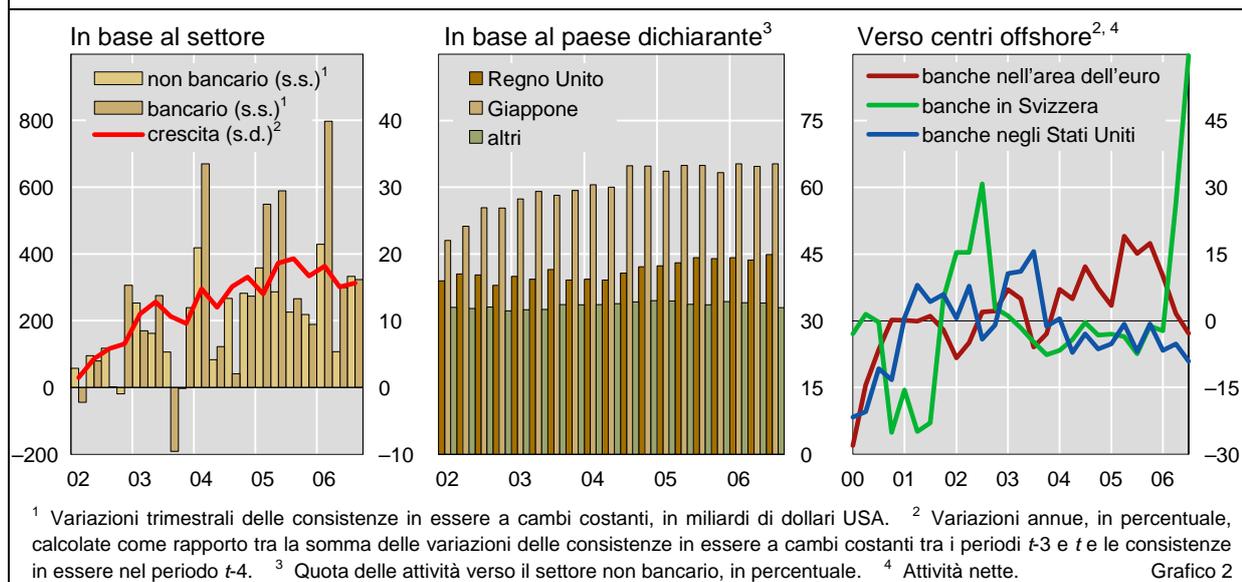
L'espansione delle attività delle banche nei paesi sviluppati è rimasta stabile, al 16%. Gli istituti nel Regno Unito sono stati all'origine di circa un terzo (\$208 miliardi) dei nuovi impieghi (grafico 2, diagramma centrale), erogati in ampia misura (\$155 miliardi) al settore non bancario (grafico 2, diagramma di sinistra). Le banche in Giappone e nel Regno Unito stanno destinando una parte sempre maggiore dei loro crediti totali a mutuatari non bancari (grafico 2, diagramma centrale).

Le banche in Canada sono state particolarmente attive rispetto al passato: nel terzo trimestre le loro attività transfrontaliere in dollari canadesi verso il settore non bancario sono salite di \$17 miliardi. La maggior parte di questi nuovi crediti è stata diretta a residenti negli Stati Uniti, in un periodo caratterizzato da differenziali insolitamente elevati tra i tassi di interesse a breve di Stati Uniti e Canada e da una volatilità inferiore alla media del rapporto di cambio fra le rispettive valute.

Particolarmente attive le banche in Canada

I fondi convogliati dalle banche in Svizzera verso i centri offshore sono cresciuti sensibilmente, sulla scia degli eccezionali incrementi già segnati nel secondo trimestre (grafico 2, diagramma di destra). Se pure in precedenza il loro massimo aumento trimestrale era stato di \$6 miliardi, nel secondo e nel terzo trimestre 2006 queste attività sono cresciute rispettivamente di ben \$51 e 66 miliardi su base netta. Tale impennata è largamente riconducibile alla crescita dei prestiti interbancari e delle operazioni intragruppo denominati in dollari statunitensi.

Attività totali delle banche dichiaranti alla BRI nei paesi sviluppati



Insolitamente intensa è stata anche l'attività interbancaria fra i centri offshore e gli Stati Uniti. Gli impieghi netti in dollari verso gli Stati Uniti hanno segnato un aumento record di \$147 miliardi, dovuto principalmente a una riduzione dei depositi in dollari da parte sia delle banche sia dei soggetti non bancari.

Cospicui depositi netti dei mercati emergenti

Su base netta i residenti dei mercati emergenti hanno depositato capitali considerevoli presso le banche dichiaranti (grafico 3, diagramma di sinistra). Mentre la crescita di questi depositi è fortemente aumentata, quella delle attività verso tali residenti è rimasta costante. Di conseguenza, gli impieghi netti delle banche dichiaranti verso i paesi emergenti sono scesi di \$64 miliardi, pari al 23% delle attività nette totali.

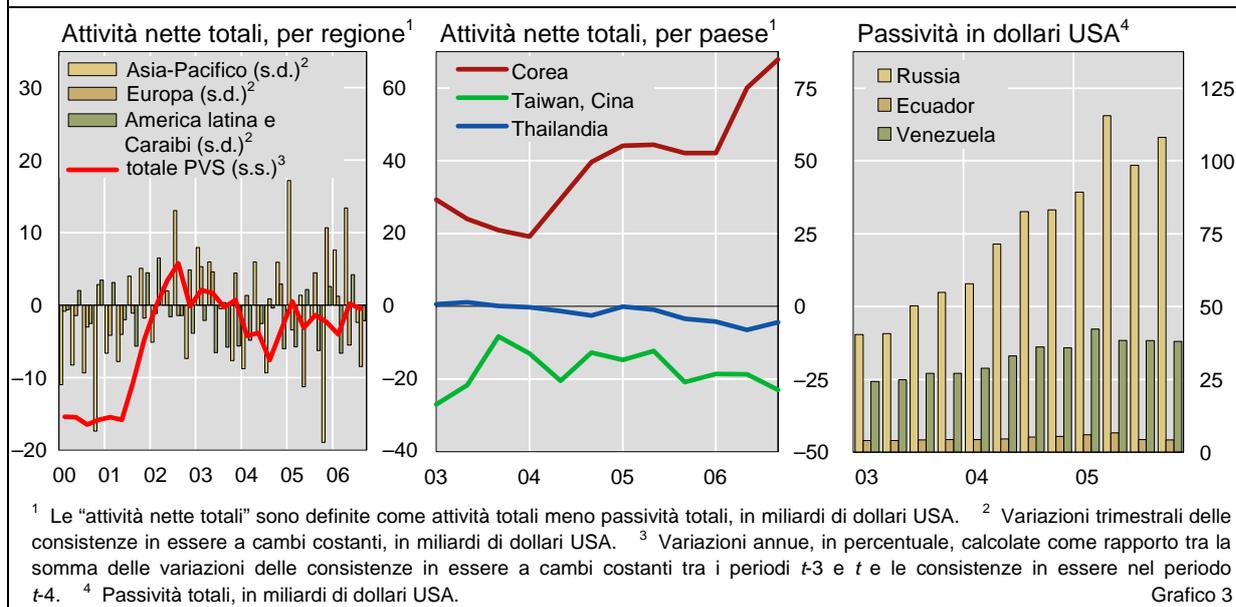
I residenti di Colombia e Messico hanno massicciamente contribuito all'incremento dei depositi dall'America latina. I nuovi fondi collocati dai residenti messicani (\$10 miliardi) presso le banche dichiaranti sono risultati pari a oltre il doppio del loro precedente massimo trimestrale. Essi sono affluiti principalmente alle banche nei centri offshore dei Caraibi, mentre i nuovi depositi dei residenti della Colombia sono stati collocati soprattutto presso banche nel Regno Unito.

Le posizioni creditorie delle banche dichiaranti nei confronti di Corea, Taiwan (Cina)² e Thailandia sono state il principale fattore trainante della crescita degli impieghi verso i paesi in via di sviluppo (PVS) asiatici (grafico 3, diagramma centrale). I nuovi crediti alla Thailandia (\$2 miliardi) erano denominati soprattutto in yen, quelli verso Taiwan (\$5 miliardi) in dollari. Gli impieghi verso i mutuatari coreani, saliti di \$27 miliardi, sono stati da soli all'origine di ben più della metà della crescita delle attività verso i PVS dell'Asia-Pacifico. Nel secondo e terzo trimestre 2006 lo stock di attività delle

² Di seguito, Taiwan.

Posizioni delle banche dichiaranti alla BRI verso le economie emergenti

In base ai paesi di residenza della controparte



banche dichiaranti verso la Corea è aumentato di oltre \$50 miliardi (il 50% su base annua), ossia più di quanto non avesse fatto nell'insieme degli ultimi cinque anni.

Buona parte dell'aumento dei prestiti verso la Corea era denominata in valuta estera, forse a causa dei tassi di interesse inferiori a quelli disponibili localmente e alle aspettative dei mutuatari di un apprezzamento del won. Nell'agosto 2006 le autorità hanno messo in atto misure volte a contenere tali afflussi, che tuttavia non hanno prodotto alcun impatto evidente nel periodo in rassegna, almeno sulla base dei dati trimestrali³.

L'offerta di fondi dei paesi esportatori di petrolio è cresciuta rapidamente nel terzo trimestre, con un'espansione di oltre \$13 miliardi dei depositi della Russia presso le banche dichiaranti. Mentre i depositi dei residenti russi denominati in sterline sono diminuiti di \$4 miliardi, quelli in dollari ed euro sono aumentati rispettivamente di \$6 e 10 miliardi (grafico 3, diagramma di destra). I nuovi depositi sono stati collocati per quasi la metà presso banche nell'area dell'euro e per ulteriori \$5 miliardi presso banche situate nel Regno Unito.

I depositi dei paesi membri dell'OPEC hanno segnato un recupero dal lieve calo del secondo trimestre. Tale andamento è principalmente riconducibile alla crescita di \$44 miliardi segnata dai depositi in dollari USA dopo una flessione di \$4 miliardi. Fra i paesi dell'OPEC, i maggiori depositanti di fondi nella moneta statunitense sono stati l'Arabia Saudita, gli Emirati Arabi Uniti e la Libia, mentre Ecuador e Venezuela hanno continuato a ridurre i propri collocamenti in questa valuta (grafico 3, diagramma di destra)⁴.

Sostenuta la raccolta in valuta estera di residenti coreani

³ Bank of Korea, *Financial Stability Report*, ottobre 2006.

⁴ Questi dati vanno interpretati con 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

Statistiche bancarie consolidate in base al mutuatario immediato

Banche francesi, britanniche e svizzere dietro l'espansione delle attività bancarie consolidate

Le statistiche bancarie consolidate indicano che l'espansione nel terzo trimestre 2006 è stata trainata principalmente dalle banche francesi, britanniche e svizzere. Le nuove attività estere⁵ sono affluite soprattutto a mutuatari negli Stati Uniti, nei mercati emergenti e nell'area dell'euro, nonostante una sensibile diminuzione dei crediti nei confronti di banche in Germania e nei Paesi Bassi. Le sole banche francesi sono state all'origine di oltre un quarto delle nuove attività estere e di oltre il 40% delle nuove attività locali in valuta locale, in gran parte dovute ad acquisizioni di banche in Italia e Grecia. Anche le banche australiane e canadesi hanno aumentato gli impieghi in valuta locale, specie verso i principali paesi delle rispettive regioni, mentre gli istituti svizzeri hanno accumulato attività locali verso gli Stati Uniti.

Le economie emergenti sono rimaste attive nel mercato bancario internazionale. In veste di prestatori, le banche brasiliane, indiane e turche hanno incrementato sostanzialmente le loro attività internazionali, seppure da un livello basso, mentre in veste di prenditori i residenti dei mercati emergenti hanno ricevuto il 20% dei nuovi crediti internazionali, una quota doppia rispetto a quella che detengono in termini di consistenze. Di questi nuovi crediti, circa l'80% è affluito ai paesi emergenti asiatici ed europei, mentre è rallentata la crescita delle attività verso i residenti dell'America latina. Degno di rilievo è il raddoppio degli impieghi delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei settori pubblici di Corea e Taiwan, principalmente nel segmento a breve termine. All'interno dei portafogli di crediti verso i mercati emergenti la quota delle attività verso il settore pubblico ha guadagnato 1 punto percentuale, portandosi al 17%, mentre quella degli impieghi con scadenza entro un anno è salita al 48%. Ciò contrasta con il perdurante calo delle corrispondenti quote all'interno dei portafogli complessivi delle banche dichiaranti.

Statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo

L'esposizione in base al rischio ultimo cresce nei confronti di quasi tutti i paesi

Le statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo segnalano un aumento delle esposizioni verso la quasi totalità dei paesi nel terzo trimestre 2006, nonostante le tensioni politiche e militari in numerose regioni. Le attività verso mutuatari in diversi mercati emergenti minori, come Egitto, Israele e Ucraina, sono balzate di un quarto o più. Dal punto di vista dei prestatori, le banche greche e norvegesi hanno incrementato la quota dei loro impieghi verso i mercati emergenti di oltre 10 punti percentuali sull'anno precedente, mentre le banche statunitensi hanno modificato la composizione dei loro portafogli nei confronti dell'area emergente privilegiando significativamente il settore pubblico.

Cala il valore delle posizioni in derivati

Le dimensioni relative delle posizioni a fronte di garanzie e impegni e di derivati nei portafogli delle banche dichiaranti sono mutate nel tempo. Da

paesi non appartenenti all'OPEC). Pertanto, le statistiche riguardanti diversi paesi singoli, nonché l'OPEC, non includono i dati delle banche negli Stati Uniti.

⁵ Le attività estere comprendono le attività internazionali e le attività locali in valuta locale. Per attività locali si intendono le attività contabilizzate da dipendenze estere degli istituti dichiaranti nei confronti dei residenti del paese dove sono ubicate.

quando sono cominciate le segnalazioni agli inizi del 2005, il valore delle posizioni in derivati è diminuito più spesso di quanto non sia aumentato. Ad esempio, la flessione del 9% dell'ultimo trimestre ha compensato il precedente aumento del valore di mercato dei derivati, rispecchiando in larga misura il calo dei tassi a lungo termine che ha ridotto il valore di mercato degli swap su tassi di interesse⁶. Per contro, garanzie e impegni sono cresciuti a un ritmo leggermente più sostenuto delle attività estere totali delle banche. All'interno di questa categoria, in percentuale delle attività estere le garanzie sono aumentate, mentre gli impegni sono calati. Dal punto di vista del mutuatario ultimo, gli Stati Uniti hanno continuato ad aggiudicarsi la quota di gran lunga più ingente degli impegni, mentre l'area dell'euro ha soppiantato il Regno Unito quale destinatario della quota maggiore di garanzie.

I trasferimenti di rischio continuano a rappresentare una quota relativamente ridotta delle esposizioni verso i mercati emergenti (grafico 4). Le banche possono ricorrere a tali trasferimenti per diminuire la loro esposizione in base al rischio ultimo⁷. Un trasferimento di rischio lordo in uscita ha luogo, ad esempio, quando un prestito bancario statunitense a favore di un'impresa messicana è garantito da una parte terza non residente in Messico. Se tuttavia il garante risiede in un altro paese emergente, l'operazione comporta anche un trasferimento di rischio in entrata verso quel paese. Nelle statistiche per il periodo in rassegna questi trasferimenti in entrata compensavano più della metà di quelli in uscita, determinando trasferimenti *netti* di rischio in uscita dai paesi emergenti nel loro insieme pari a solo il 7,2% delle attività estere⁸. I trasferimenti netti di rischio sono stati di fatto inferiori alle esposizioni aggiuntive assunte a fronte di garanzie accordate ai mutuatari dei mercati emergenti (pari al 10,5% delle attività estere). Ciò si è verificato sia per quanto riguarda la popolazione dichiarante nel suo insieme, sia per la maggior parte dei singoli paesi dichiaranti riportati nel grafico 4.

Il ricorso ai trasferimenti di rischio per modificare la propria esposizione varia a seconda della nazionalità delle banche. Gli istituti tedeschi hanno trasferito oltre il 30% della loro esposizione verso i mercati emergenti al di fuori di questi mercati, mentre le banche statunitensi, che pure presentano esposizioni ancora maggiori verso queste economie, ne hanno trasferito meno del 2%. Nella fattispecie, è possibile che per le banche statunitensi e spagnole la forte presenza locale in America latina costituisca un'alternativa ai trasferimenti di rischio⁹. Le banche brasiliane sembrano aver fatto affidamento su garanti al di fuori dei mercati emergenti, dato che i loro trasferimenti di

I trasferimenti di rischio sono una parte ancora ridotta dell'esposizione verso i mercati emergenti

Il ricorso ai trasferimenti di rischio varia a seconda della nazionalità delle banche

⁶ Sono segnalati solo i valori di mercato positivi delle posizioni in derivati.

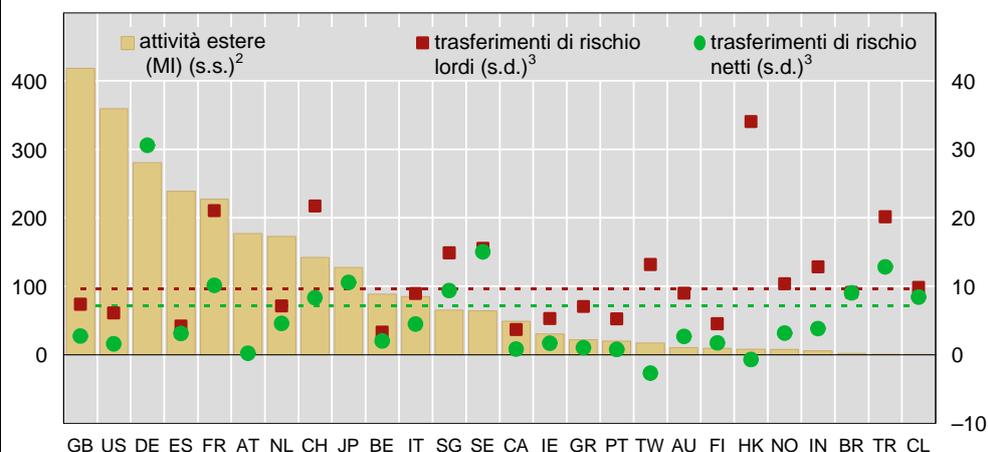
⁷ Cfr. P. McGuire e P. Wooldridge, "Le statistiche bancarie consolidate della BRI: struttura, applicazioni e recenti miglioramenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005.

⁸ Questa percentuale è rimasta piuttosto stabile e non ha mai superato il 10% dall'inizio delle segnalazioni.

⁹ Per una trattazione dal punto di vista del paese ospitante, cfr. P. McGuire e N. Tarashev, "Il mercato bancario internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2006.

Trasferimenti di rischio in uscita dai mercati emergenti, per paese dichiarante¹

Posizioni a fine settembre 2006



AT = Austria; AU = Australia; BE = Belgio; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; DE = Germania; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; HK = Hong Kong SAR; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; PT = Portogallo; SE = Svezia; SG = Singapore; TR = Turchia; TW = Taiwan, Cina; US = Stati Uniti.

Nota: le linee tratteggiate rappresentano la quota media ponderata dei trasferimenti di rischio (lordi e netti) complessivi in uscita dai mercati emergenti. Austria, Germania e Giappone segnalano solo i trasferimenti di rischio netti e sono esclusi dal calcolo della quota dei trasferimenti lordi (in uscita).

¹ Dei 30 paesi che segnalano statistiche bancarie consolidate (in base al mutuatario immediato, MI), quattro non forniscono informazioni sui trasferimenti di rischio e non vengono pertanto considerati. I trasferimenti di rischio sono calcolati a fronte dell'area emergente nel suo insieme; quelli netti non comprendono i trasferimenti da un mercato emergente all'altro. ² Attività transfrontaliere più attività locali in qualunque valuta contabilizzate da dipendenze estere di banche di nazionalità dei paesi dichiaranti; consistenze, in miliardi di dollari USA. ³ In percentuale delle attività estere (MI).

Fonte: statistiche bancarie internazionali consolidate della BRI.

Grafico 4

rischio misurati in termini netti e lordi erano uguali. Per contro, i maggiori trasferimenti di rischio in uscita delle banche di Hong Kong e Taiwan sono stati completamente controbilanciati da trasferimenti di rischio in entrata dai paesi emergenti.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Nel quarto trimestre 2006 l'attività di emissione di titoli di debito internazionali è stata sostenuta. Rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, i collocamenti lordi di obbligazioni e *note* sono aumentati di oltre il 10%, un tasso di crescita ampiamente superiore a quello medio del 4% registrato dal primo trimestre 2000 e il più elevato dal terzo trimestre 1999. Su base netta, la raccolta è salita del 14%, attestandosi a \$883 miliardi, nonostante il quarto trimestre tenda a essere caratterizzato da una certa debolezza stagionale. Di conseguenza, le consistenze complessive di obbligazioni e *note* internazionali sono cresciute dell'8% rispetto al trimestre precedente.

L'incremento più cospicuo delle emissioni nel 2006 si è registrato nel segmento del dollaro, sebbene anche in quelli dell'euro e dello yen il debito in essere sia aumentato in maniera significativa (grafico 5, diagramma di sinistra).

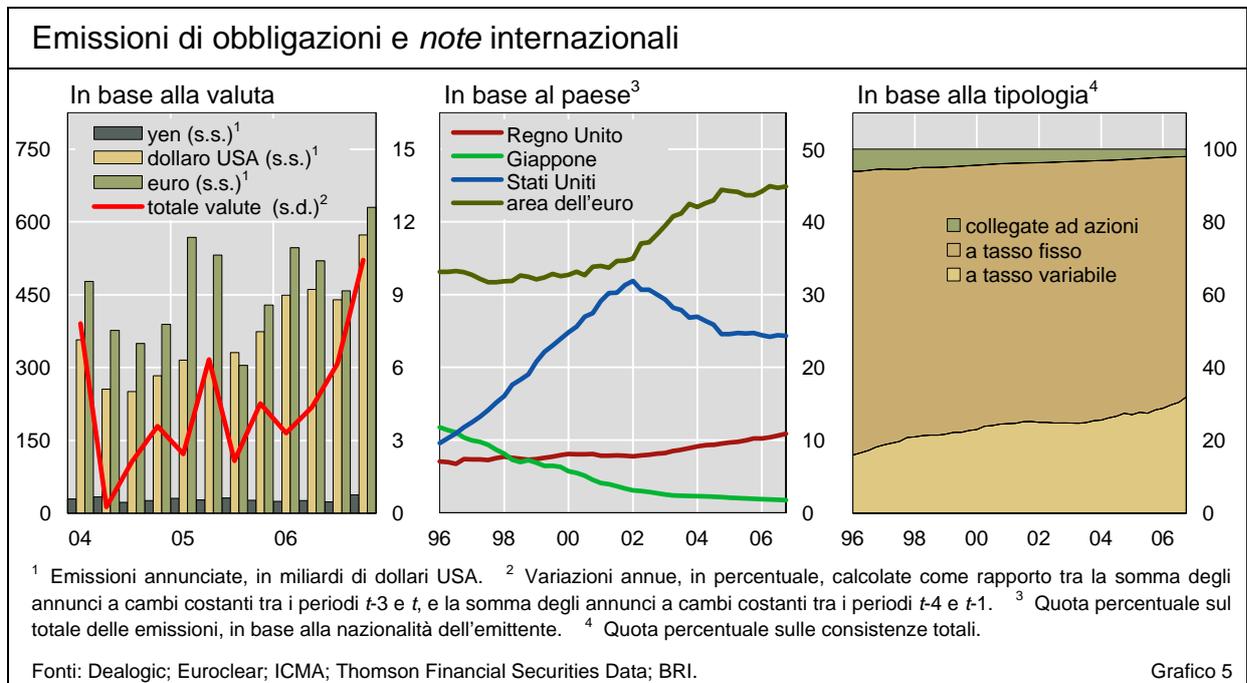
Intensa attività di emissione nel quarto trimestre

I collocamenti lordi in dollari sono cresciuti del 12% sull'anno precedente, il maggior rialzo da cinque anni, mentre quelli in euro e yen sono aumentati rispettivamente di \$630 e 37 miliardi. Il livello delle emissioni in euro rimane superiore a quello di qualsiasi altra moneta, su base sia lorda che netta.

Nei paesi sviluppati i collocamenti sono stati vigorosi quasi ovunque, crescendo soprattutto in Europa. All'area dell'euro sono attribuibili non meno del 41% dei \$2,1 trilioni di raccolta lorda complessiva e del 38% di quella netta. Per converso, la quota di emissioni lorde degli Stati Uniti, che aveva raggiunto la punta massima del 31% nel primo trimestre 2002, è scesa ulteriormente al 24% (grafico 5, diagramma centrale).

Il ritmo di crescita delle emissioni britanniche ha continuato ad accentuarsi, aumentando del 15% sull'anno precedente, dopo un incremento del 9% nel terzo trimestre. Ciò ha nuovamente innalzato la quota di debito in essere riconducibile a residenti del Regno Unito, passata all'11% (grafico 5, diagramma centrale).

Nel quarto trimestre sia il Canada che il Giappone hanno fatto registrare un'intensa attività di emissione nel mercato internazionale dei titoli di debito. I \$25 miliardi di collocamenti lordi del Canada rappresentano un aumento del 17% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, a fronte dell'incremento del 6% registrato nel terzo trimestre. Quanto al Giappone, anche in questo paese la raccolta lorda ha segnato un rialzo, ma il vero segnale di espansione è provenuto dalle emissioni nette, attestatesi a \$9 miliardi. A partire dal 2000, infatti, il Giappone aveva effettuato rimborsi trimestrali netti pari in media a \$111 milioni. Tuttavia, dall'inizio del 2006 vi sono stati quattro trimestri consecutivi di collocamenti netti positivi.



La quota di titoli a tasso variabile raggiunge il massimo storico del 32%

I titoli a tasso variabile hanno rappresentato un'ampia parte delle emissioni debitorie internazionali (grafico 5, diagramma di destra). Negli ultimi cinque anni circa un quarto dei collocamenti lordi di obbligazioni e *note* è stato a tasso variabile. Nel trimestre scorso questa quota ha raggiunto il livello record del 32%. La disaffezione per le emissioni a tasso fisso è ancora più evidente in termini netti, essendo la quota di collocamenti a tasso variabile salita di ben 5 punti percentuali sul trimestre precedente e di 20 punti percentuali rispetto alla media degli ultimi quattro anni.

I titoli garantiti da ipoteca (*mortgage-backed securities*) hanno ancora una volta rappresentato una percentuale rilevante dei collocamenti. Per il secondo trimestre consecutivo la singola emissione più ingente (pari a \$7 miliardi) è stata lanciata da una società per la cartolarizzazione (Canada Housing Trust), con la consulenza di Canada Mortgage and Housing Corporation. Inoltre, le statunitensi Federal Home Loan Bank, Fannie Mae e, in misura minore, Freddie Mac hanno tutte collocato diversi prestiti di elevato ammontare.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, la raccolta è sensibilmente aumentata in Europa, America latina e Asia-Pacifico. Nell'Europa emergente i collocamenti netti hanno superato di quasi il 50% il precedente massimo trimestrale dal 2001, mentre in America latina hanno segnato il maggiore tasso di crescita da quello stesso anno. Nella regione Asia-Pacifico si è parimenti registrato un aumento considerevole, pari a oltre il 10% sull'anno precedente.

Tra i paesi in via di sviluppo che hanno fatto registrare una raccolta netta particolarmente elevata figurano la Russia, gli Emirati Arabi Uniti, il Brasile, la Corea, il Messico e l'Indonesia. Le emissioni nette russe, a \$16 miliardi, sono aumentate sull'anno precedente del 78%, un tasso ben superiore al 24% del terzo trimestre ed equivalente a circa quattro volte quello medio trimestrale degli ultimi cinque anni. In Brasile e in Messico i collocamenti lordi sono stati pari rispettivamente a \$7,3 e 3,6 miliardi, mentre l'Indonesia ha fatto registrare per la prima volta da tre trimestri una raccolta netta positiva, pari a \$2,6 miliardi.

I mercati degli strumenti derivati

Nel quarto trimestre 2006 gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali hanno registrato un rallentamento. Tra ottobre e dicembre il turnover aggregato in contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è sceso del 7%¹⁰, a \$431 trilioni. Come nel trimestre precedente, la decelerazione è principalmente riconducibile a fattori stagionali che tendono a deprimere l'attività nel comparto dei tassi di interesse verso la fine dell'anno. Le negoziazioni di prodotti su indici azionari sono invece salite del 5%, a \$45 trilioni, pur mantenendosi appena al disotto del picco del secondo trimestre. Il volume delle contrattazioni di borsa in strumenti su valute è aumentato del 19%, raggiungendo un massimo storico a poco meno di \$5 trilioni. Infine, l'attività in futures e opzioni su merci – non ricompresa nel totale precedente poiché per

¹⁰ Tutti i tassi di crescita riportati nella presente sezione sono calcolati sul trimestre precedente.

tali prodotti non sono disponibili dati sugli importi nozionali – è cresciuta del 12% in termini di numero di contratti scambiati, grazie soprattutto al forte aumento delle negoziazioni su derrate agricole in Cina.

In assenza di sorprese significative sul piano della politica monetaria¹¹, il turnover di derivati su tassi di interesse a breve termine è sceso del 10%, in linea con le stime dei fattori stagionali presentate nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2006 (pagg. 47-48). Il calo è stato particolarmente pronunciato nel caso dei futures sui *federal fund*, il cui turnover si è più che dimezzato¹². Gli scambi di opzioni sui *federal fund* si sono mantenuti inizialmente robusti, ma sono poi diminuiti sostanzialmente in novembre. Ciò non ha tuttavia trovato riflesso in un ridimensionamento delle corrispondenti posizioni aperte, che anzi sono quasi raddoppiate nel corso del trimestre. Questo risultato indica che il calo dell'attività è principalmente riconducibile alla minore attività di negoziazione nel segmento a breve termine, più che al calo delle posizioni in essere. Le contrattazioni di derivati su tassi di interesse a tre mesi sono diminuite in misura molto inferiore rispetto a quelle su tassi *overnight*. Ad esempio, il volume di contratti in eurodollari a tre mesi è sceso del 6%, mentre quello degli equivalenti prodotti in euro e sterline si è ridotto rispettivamente dell'8 e 17%. L'attività in futures e opzioni sull'euroyen è rimasta stabile.

L'aumento dei corsi azionari ha spinto verso l'alto gli scambi di futures e opzioni su indici azionari in gran parte delle regioni. La crescita è stata particolarmente rapida in alcuni dei mercati minori, come ad esempio quelli dei contratti su azioni ungheresi (+210%), indiane (+78%), svedesi (+41%) e brasiliane (+37%). Il turnover di prodotti su indici statunitensi e dell'area dell'euro è aumentato rispettivamente del 9 e 17%. La Corea è stato l'unico fra i mercati maggiori a registrare un calo dell'attività (-10%). Dopo aver brevemente soppiantato gli Stati Uniti quale piazza più attiva a livello mondiale nel terzo trimestre 2005, il mercato coreano dei derivati su indici azionari ha successivamente ristagnato.

Gli scambi di contratti su tassi di cambio presso le borse internazionali sono aumentati notevolmente nell'ultimo trimestre del 2006, superando il massimo toccato nel secondo trimestre. Con riferimento alle valute principali, la crescita è stata particolarmente robusta nel segmento dei futures e delle opzioni sulla sterlina (+36%, a \$618 miliardi), ma tassi di incremento ancora più elevati si sono registrati per i contratti su valute dell'Europa centrale quali il fiorino ungherese (+151%), la corona ceca (+71%) e lo zloty polacco (+57%). L'insieme delle posizioni aperte in tali valute si è quasi triplicato tra la fine di settembre e la fine di dicembre, dopo le flessioni causate dalla forte ondata di vendite di maggio e giugno. Se nel caso del fiorino ungherese l'aumento può

I fattori stagionali incidono sul turnover in derivati del mercato monetario

Intensa attività di negoziazione in contratti su indici azionari

Si impenna il turnover dei contratti su valute dell'Europa centrale

¹¹ Agli inizi di gennaio sia la Bank of England sia la Bank of Japan hanno sorpreso i mercati, l'una innalzando e l'altra lasciando invariati i rispettivi tassi ufficiali (cfr. il Quadro generale degli sviluppi, pagg. 3 e 4). Ciò nonostante, nessuna delle due sorprese può avere influito sul turnover nell'ultimo trimestre del 2006.

¹² I derivati su *federal fund* hanno un *payoff* direttamente connesso ai tassi ufficiali, il che li rende particolarmente indicati per l'assunzione di posizioni sul corso futuro della politica monetaria. Cfr. C. Upper, "Attività in strumenti derivati e politica monetaria", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2006, pagg. 71-82.

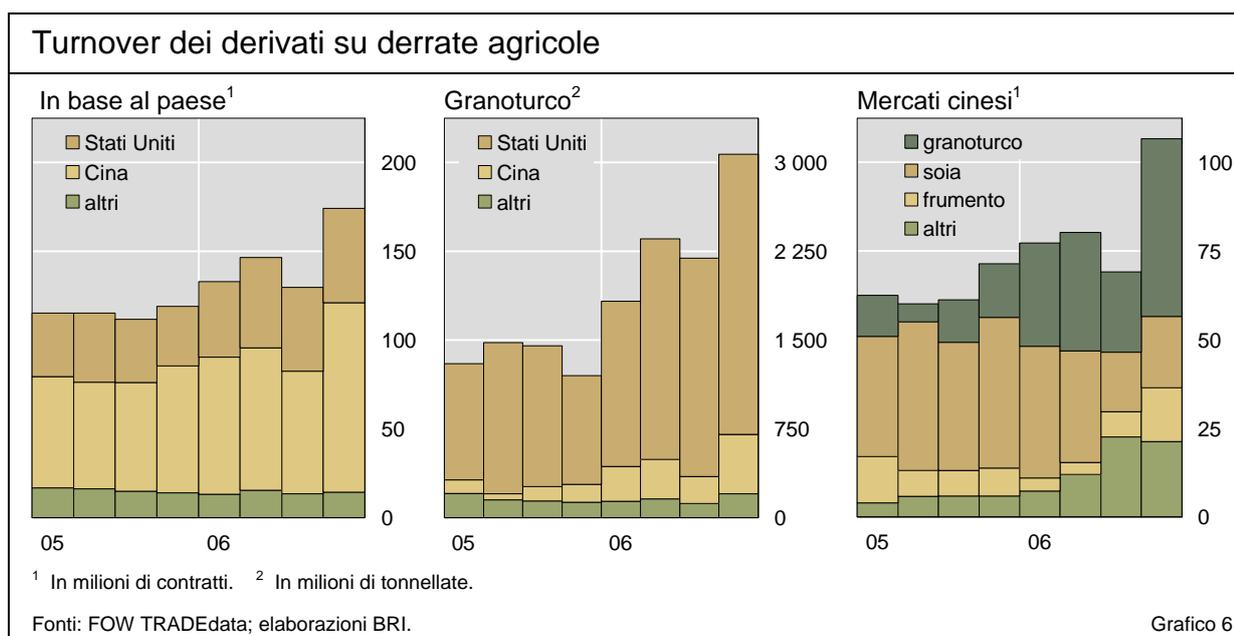
essere ricondotto all'attrattiva di tale divisa per le operazioni di *carry trade* (cfr. il riquadro a pag. 9), in quello dello zloty polacco o della corona ceca tale spiegazione appare molto meno plausibile, dal momento che nei rispettivi paesi i tassi di interesse sono decisamente più in linea con quelli dell'area dell'euro.

Gli intensi scambi di strumenti su derrate agricole ...

Nel periodo in rassegna il vigore delle contrattazioni di strumenti su derrate agricole (+34%) ha controbilanciato la debolezza nel comparto dei prodotti energetici (-9%) e dei metalli preziosi (-14%), mentre il turnover in derivati sui metalli di base si è mantenuto stabile.

L'attività in contratti su derrate agricole è stata in gran parte sospinta dall'impennata del numero di contratti sul granoturco (+84%), i cui prezzi sono saliti da circa \$200 a quasi \$400 per *bushel*¹³ nel periodo in esame. Benché l'aumento dei prezzi del granoturco sia stato generalmente attribuito alla maggiore produzione di etanolo connessa ai programmi di promozione dell'uso di carburanti alternativi negli Stati Uniti, è improbabile che tale fattore sia all'origine della forte espansione delle negoziazioni di derivati sul cereale. Queste sono infatti aumentate molto più rapidamente in Cina (+121%) che negli Stati Uniti (+30%), portando al 60% la quota cinese del turnover mondiale di derivati su derrate agricole misurato in termini di numero di contratti (grafico 6), a fronte del 30% degli Stati Uniti. Questa misura non rende tuttavia conto delle dimensioni molto più ridotte dei contratti cinesi. Ad esempio, il future sul granoturco scambiato al Dalian Commodity Exchange si riferisce a 10 tonnellate, mentre i contratti di dimensioni normali e i cosiddetti minicontratti negoziati presso il Chicago Board of Trade riguardano quantitativi rispettivamente pari a 5 000 e 1 000 *bushel* (125 e 25 tonnellate circa). Corretta per la dimensione dei contratti, la quota cinese del turnover mondiale di prodotti sul granoturco risulta pari ad appena il 16%, a fronte di un 77% degli Stati Uniti, e ancora inferiore è quella relativa ai prodotti sul frumento.

... rispecchiano il forte aumento dell'attività sulle borse cinesi



¹³ Un *bushel* di granoturco corrisponde a circa 25,5 kg.