

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 sul mercato bancario internazionale si riferiscono al primo trimestre 2007, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa sono invece relative al secondo trimestre di quest'anno.

Il mercato bancario internazionale

Statistiche bancarie su base locale

L'eccezionale espansione trainata dall'attività interbancaria ...

L'attività bancaria internazionale è cresciuta sensibilmente nel primo trimestre 2007. Gli impieghi transfrontalieri totali delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentati di \$2,2 trilioni (a \$28,5 trilioni), molto di più rispetto all'incremento massimo trimestrale precedente, registrato un anno prima. Il tasso annuo di crescita è salito così a oltre il 20% per la prima volta dal 1987. Il 74% di questa espansione è riconducibile ai maggiori prestiti interbancari². Le banche nel Regno Unito hanno da sole raccolto \$565 miliardi di depositi interbancari, mentre i trasferimenti intragruppo delle banche svizzere hanno accresciuto gli impieghi di oltre \$500 miliardi. La vivace attività interbancaria è stata accompagnata da un'intensa attività creditizia anche a favore dei soggetti non bancari. Gli impieghi verso questo settore sono aumentati di \$552 miliardi nel periodo in rassegna (del 20% sull'anno precedente), dopo aver già segnato un incremento simile nell'ultimo trimestre 2006.

... e i cospicui trasferimenti netti di fondi ...

La progressione delle attività lorde ha altresì concorso a determinare un volume eccezionale di flussi *netti* nel sistema bancario internazionale (grafico 1). Confrontando i diagrammi del grafico si evince che i flussi interbancari costituivano una quota consistente dei flussi netti totali. Essi

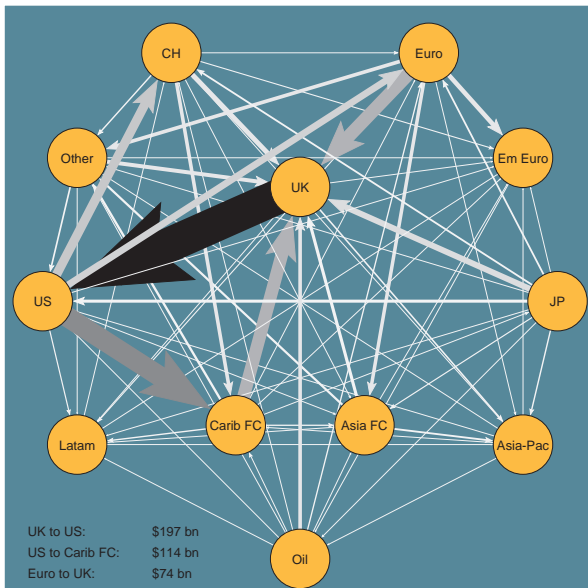
¹ Per eventuali quesiti si prega di contattare Goetz von Peter per le statistiche bancarie su base locale, Ryan Stever per le statistiche bancarie consolidate e le statistiche sui titoli di debito internazionali e Christian Upper per le statistiche sugli strumenti derivati.

² La crescita dei prestiti è risultata pertanto superiore a quella degli investimenti in titoli, la cui quota sulle attività totali è scesa di 1 punto percentuale, al 21%, in contrasto con la tendenza a lungo termine.

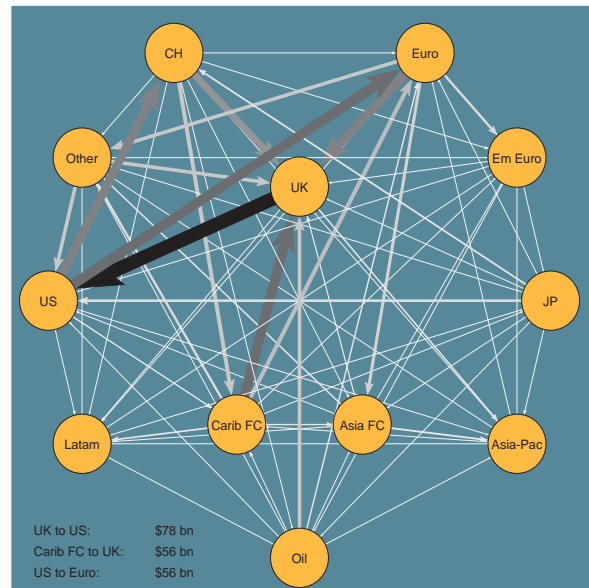
Flussi netti di fondi intermediati dal sistema bancario internazionale¹

Aggiustati in base ai tassi di cambio, primo trimestre 2007

Flussi netti totali



Flussi netti interbancari



Asia FC = centri finanziari dell'Asia (Hong Kong SAR, Macao SAR e Singapore); Asia-Pac = Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Taiwan (Cina) e Thailandia; Carib FC = centri finanziari dei Caraibi (Antille Olandesi, Aruba, Bahamas, Bermuda, Isole Cayman e Panama); CH = Svizzera; Em Euro = Europa emergente (Bulgaria, Cipro, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Turchia, Ucraina e Ungheria); Euro = Stati membri dell'area dell'euro, esclusa la Slovenia; JP = Giappone; Latam = Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù; Oil = Stati membri dell'OPEC (esclusa l'Indonesia), più la Russia; Other = Australia, Canada, Danimarca, Norvegia, Nuova Zelanda e Svezia; UK = Regno Unito, Guernsey, Isola di Man e Jersey; US = Stati Uniti.

¹ Lo spessore delle frecce è proporzionale all'ammontare di flussi netti bancari fra i paesi/gruppi indicati ed è comparabile da un diagramma all'altro. Una freccia che va da A a B indica un flusso netto positivo in tale direzione. I flussi netti sono calcolati come attività nette (attività meno passività) contabilizzate dalle banche in A nei confronti delle banche in B, più attività nette contabilizzate dalle banche in A nei confronti dei soggetti non bancari in B, meno attività nette delle banche in B nei confronti dei soggetti non bancari in A (quest'ultima componente viene a mancare laddove B non sia un paese dichiarante). Il grafico non rappresenta i flussi intraregionali né gli impieghi delle banche nei confronti di residenti nello stesso paese. Cfr. anche P. McGuire e N. Tarashev, "Tracking international bank flows", *BIS Quarterly Review*, December 2006.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

Grafico 1

rappresentavano la maggior parte dei flussi da e verso la Svizzera e di quelli dagli Stati Uniti verso l'area dell'euro, mentre altrove hanno prevalso i flussi netti riguardanti soggetti non bancari.

Il trasferimento netto più cospicuo del trimestre (\$197 miliardi) è stato quello proveniente dal Regno Unito in direzione degli Stati Uniti, denominato principalmente in dollari USA. Esso è ascrivibile soprattutto a un aumento delle attività segnalate dalle banche nel Regno Unito nei confronti del settore non bancario statunitense (mentre i flussi interbancari sono ammontati a \$78 miliardi). Ciò nonostante, i depositi collocati da tale settore hanno nel complesso superato i fondi da esso raccolti presso le banche dichiaranti alla BRI³. Di conseguenza, negli Stati Uniti l'afflusso netto di fondi dal Regno Unito è stato ampiamente compensato dai deflussi netti verso i centri offshore dei Caraibi (\$114 miliardi), la Svizzera (\$51 miliardi) e l'area dell'euro che hanno (\$38 miliardi), reso

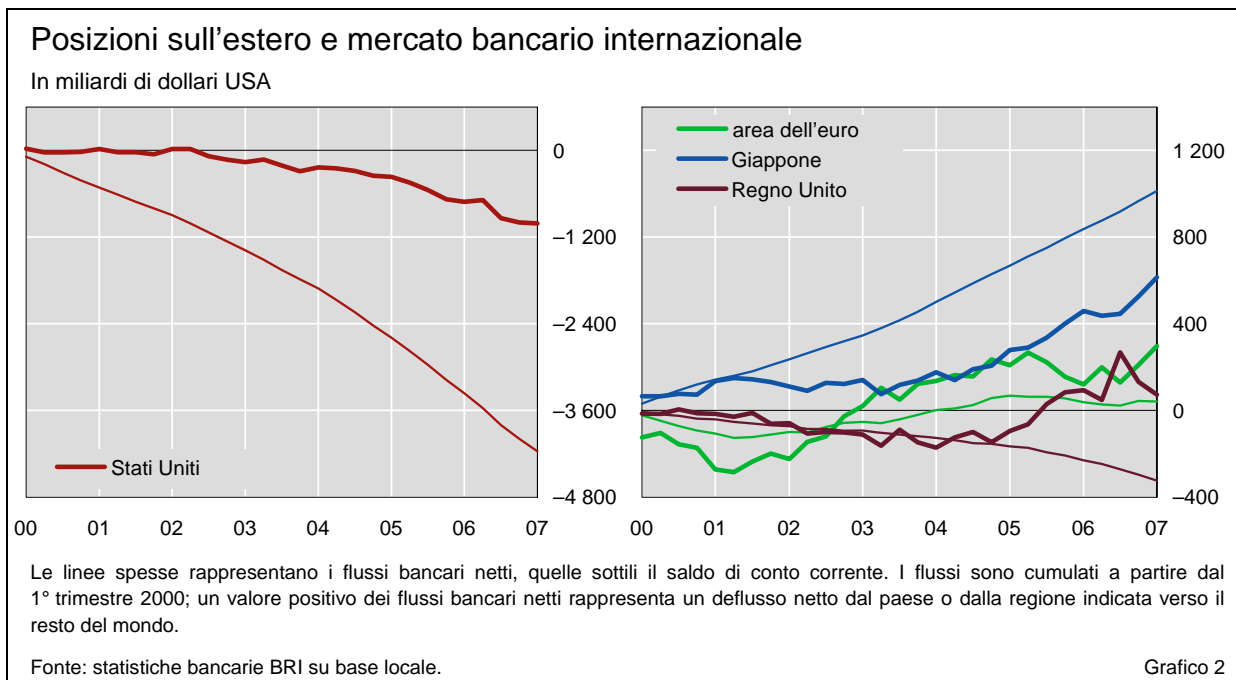
³ Questo andamento è sostanzialmente in linea con i riscontri di un lieve calo della domanda di gran parte delle tipologie di prestito negli Stati Uniti.

relativamente esiguo (\$13 miliardi) l'afflusso netto complessivo verso gli Stati Uniti⁴. Il trasferimento netto di fondi dagli Stati Uniti ai centri finanziari dei Caraibi è dovuto principalmente ai deflussi in dollari provenienti dal settore non bancario USA e diretti verso le banche ubicate in tali centri.

I residenti giapponesi hanno continuato a incanalare fondi verso quasi tutte le regioni, con un deflusso netto complessivo di \$87 miliardi. L'attività del settore non bancario è stata all'origine della maggior parte dei flussi netti dal Giappone verso il Regno Unito: in quest'ultimo paese le banche hanno ridotto gli impieghi in yen (comprese le partecipazioni azionarie) verso il settore non bancario nipponico e i soggetti non bancari hanno ritirato parte dei fondi in dollari depositati in Giappone. I flussi tra Regno Unito e Svizzera erano denominati principalmente in sterline. L'attività in questa moneta ha di fatto rappresentato una porzione insolitamente elevata (18,8%) dell'espansione totale, sospingendo la quota di mercato delle sterline a un picco storico (7,7%), a scapito di quella del dollaro USA, scesa di 1 punto percentuale, al 42%.

I fondi intermediati dal sistema bancario internazionale possono svolgere un ruolo importante nel finanziamento degli squilibri di parte corrente (grafico 2). Al primo trimestre 2007 il 24% dei fondi cumulati totali affluiti ai residenti USA dal 2000 erano veicolati attraverso il sistema bancario, in rialzo dal 12% di tre anni prima. Ciò trova riscontro nella posizione sull'estero del Giappone, i cui deflussi bancari netti ammontavano al 61% degli avanzi correnti cumulati del paese, contro il 35% di tre anni prima. Tuttavia, i flussi bancari netti non coincidono necessariamente con l'andamento del conto corrente: sebbene ciò si sia verificato per Stati Uniti, Giappone e, in misura minore, area dell'euro, la presenza di deflussi bancari netti dal Regno Unito dal

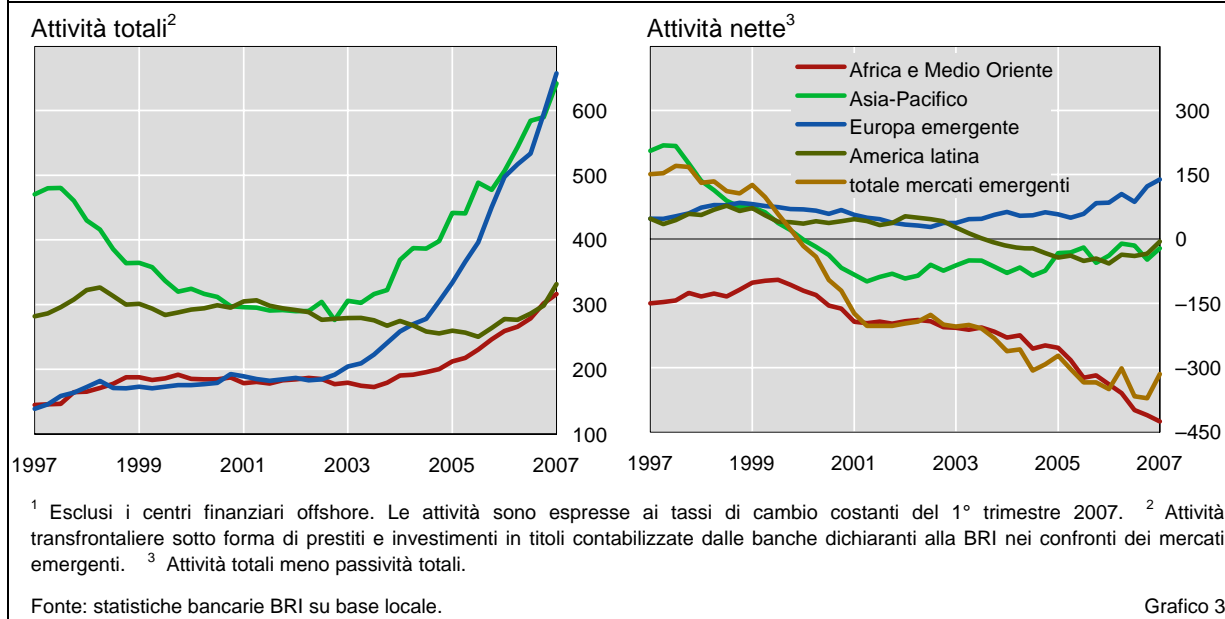
... finanziano i disavanzi esteri



⁴ Esso è stato inferiore alla media trimestrale dal 2000, pari a \$35 miliardi. Gli afflussi totali di capitali verso gli Stati Uniti durante il trimestre sono ammontati a \$176 miliardi.

Attività verso i mercati emergenti, per regione¹

In miliardi di dollari USA



2005 indica che i disavanzi correnti sono stati finanziati dai fondi veicolati dai mercati finanziari.

Le attività verso l'area emergente hanno continuato ad aumentare. La quota maggiore dei \$156 miliardi di nuovi crediti è nuovamente affluita all'Europa emergente (37%), seguita da Asia-Pacifico (33%), America latina (21%) e Africa e Medio Oriente (9%). Nell'arco di un decennio l'Europa emergente ha sopravanzato le altre aree emergenti quale destinataria della parte più ingente di credito lordo erogato dalle banche dichiaranti alla BRI (grafico 3, diagramma di sinistra).

Il trimestre più recente ha fatto registrare afflussi *netti* considerevoli verso i mercati emergenti per la prima volta in quattro anni, nella misura di \$51 miliardi. Ciò contrasta con la tendenza di lungo periodo, secondo la quale i nuovi crediti ai mercati emergenti sono generalmente stati inferiori ai loro depositi presso le banche dichiaranti alla BRI (grafico 3, diagramma di destra). Nell'ultimo trimestre, tuttavia, si sono registrati cospicui afflussi netti verso tutte le regioni, fatta eccezione per l'Africa e il Medio Oriente. Mentre le posizioni nette delle banche nei confronti dell'Europa emergente e dell'Africa e Medio Oriente si sono differenziate ulteriormente, le loro attività nette verso l'America latina e l'Asia-Pacifico si sono avvicinate allo zero. Di fatto, lo stock di depositi dei residenti dell'Asia-Pacifico (\$663 miliardi) viene pressoché interamente reindirizzato verso la regione, principalmente sotto forma di prestiti (\$500 miliardi).

La distribuzione dei flussi all'interno di queste regioni è stata in alcuni casi disomogenea. Nell'Europa emergente quasi tutti i paesi hanno registrato afflussi netti positivi. Fra i principali destinatari figuravano diversi mercati minori, compresi Cipro, Croazia e Malta. Gli afflussi netti totali alla regione sarebbero stati persino superiori se non fosse stato per il deflusso netto di \$30 miliardi dalla Russia, dovuto al collocamento di depositi per \$45 miliardi

Aumenta il credito ai mercati emergenti ...

... determinando afflussi netti complessivi

presso le banche dichiaranti⁵. Analogamente, i fondi depositati dai residenti di Kuwait, Libia e Sudafrica, pari a \$21 miliardi, hanno contribuito in modo sostanziale alla fuoriuscita netta di fondi dall'Africa e Medio Oriente. Gli afflussi netti verso l'Asia-Pacifico sono stati trainati dai maggiori impieghi verso Cina, Corea e India, principalmente sotto forma di prestiti al settore bancario. Attingendo ai depositi collocati presso le banche dichiaranti, la Cina è tornata a configurarsi come mutuuario netto per la prima volta dal 1999. In America latina oltre la metà dei flussi netti in entrata si è diretta verso il Brasile (\$17 miliardi), mentre Colombia, Messico e Perù hanno ricevuto complessivamente ulteriori \$10 miliardi, per oltre la metà sotto forma di crediti a soggetti non bancari.

Statistiche bancarie consolidate

Le attività estere crescono a \$25 trilioni ...

L'impennata delle attività nel primo trimestre 2007 è emersa anche dalle statistiche bancarie consolidate della BRI, che rilevano l'attività bancaria internazionale secondo la prospettiva del creditore⁶. Le attività estere totali delle banche dichiaranti alla BRI hanno raggiunto in base al rischio ultimo (RU) \$25 trilioni, dai \$17 trilioni di due anni prima. Un cambiamento nelle procedure di segnalazione ha prodotto un considerevole aumento nelle attività estere delle banche italiane⁷. Per quanto riguarda gli altri paesi, le attività delle banche britanniche, francesi e tedesche hanno segnato la crescita maggiore, principalmente ascrivibile ai prestiti al settore privato non bancario.

... alimentate in parte dai prestiti interbancari ...

I finanziamenti interbancari hanno rappresentato una parte rilevante dei nuovi impieghi. Le attività estere (su base RU) verso le banche sono cresciute a \$7 trilioni, ossia al 29% delle attività estere totali (percentuale invariata rispetto a un anno prima). Le banche dell'intera area dichiarante, ma in particolare quelle francesi, italiane e olandesi, hanno incanalato fondi verso gli istituti nel Regno Unito. A loro volta, le banche britanniche hanno accresciuto i propri impieghi interbancari di \$121 miliardi (soprattutto verso controparti nell'area dell'euro e negli Stati Uniti), portandoli al 28% delle loro attività estere totali.

Le banche nell'area dichiarante hanno continuato a dirigere fondi verso il settore privato non bancario. Nel complesso, le attività nei confronti del settore sono cresciute di \$1,5 trilioni, a \$13,6 trilioni, ossia al 54% delle attività estere totali (su base RU) delle banche dichiaranti. L'incremento maggiore si è avuto

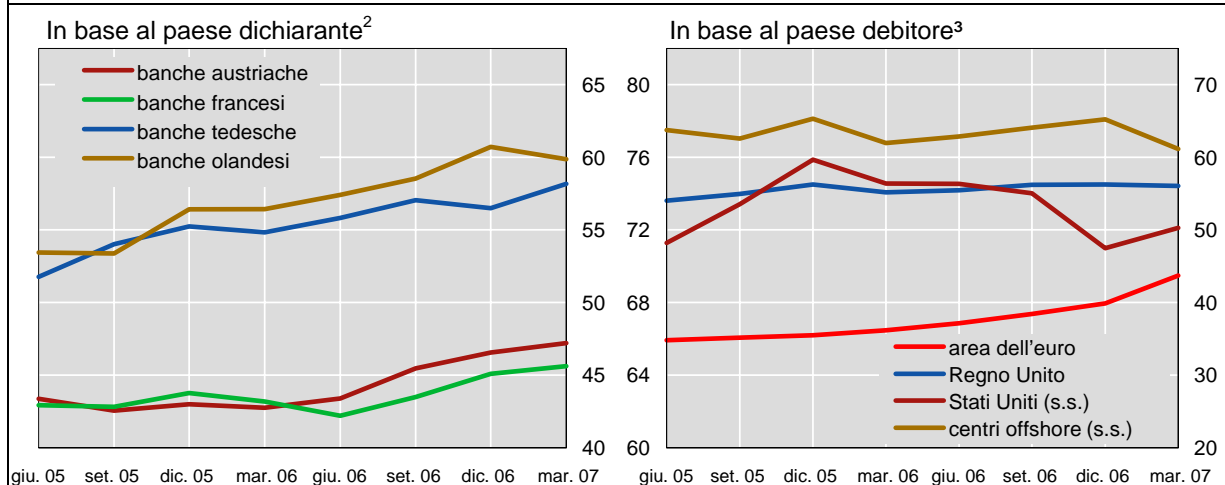
⁵ I dati dell'FMI indicano che le riserve ufficiali della Russia collocate presso banche al di fuori del paese sono aumentate di \$10 miliardi durante il primo trimestre 2007.

⁶ Le statistiche bancarie consolidate della BRI si basano sulla *nazionalità* della banca dichiarante, compensano le posizioni intragruppo e sono disponibili in base al mutuuario immediato (MI) e al rischio ultimo (RU). Le attività estere si compongono delle attività transfrontaliere più le attività locali erogate da dipendenze estere. A differenza delle attività estere (su base MI), le attività su base RU tengono conto delle garanzie di terzi e sono riallocate al paese di residenza dell'obbligato finale.

⁷ Le attività estere delle banche italiane (su base RU) sono cresciute di \$649 miliardi, un incremento quasi doppio rispetto a quello del trimestre precedente, in seguito a un cambiamento nelle segnalazioni che ha determinato la riclassificazione di diverse affiliate, in particolare di quelle situate in Germania.

Attività delle banche dichiaranti nei confronti del settore privato non bancario¹

Quote percentuali



¹ Attività estere in base al rischio ultimo segnalate dalle banche di nazionalità di 24 paesi dichiaranti. ² Quota sul totale delle attività estere dei rispettivi paesi nei confronti dell'insieme dei mutuatari. ³ Attività estere totali delle banche dichiaranti dell'area dell'euro nei confronti delle economie indicate.

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

Grafico 4

nel caso degli istituti dell'area dell'euro, in particolare di quelli tedeschi e francesi, la cui quota di attività estere (su base RU) verso il settore privato non bancario è salita al 53% delle loro attività estere totali nel trimestre più recente, dal 48% del giugno 2005 (grafico 4, diagramma di sinistra)⁸. Esso è stato destinato in particolare ai prenditori privati non bancari situati in Germania, Regno Unito e Stati Uniti, ma aumenti considerevoli si sono registrati anche nei confronti delle economie emergenti (grafico 4, diagramma di destra).

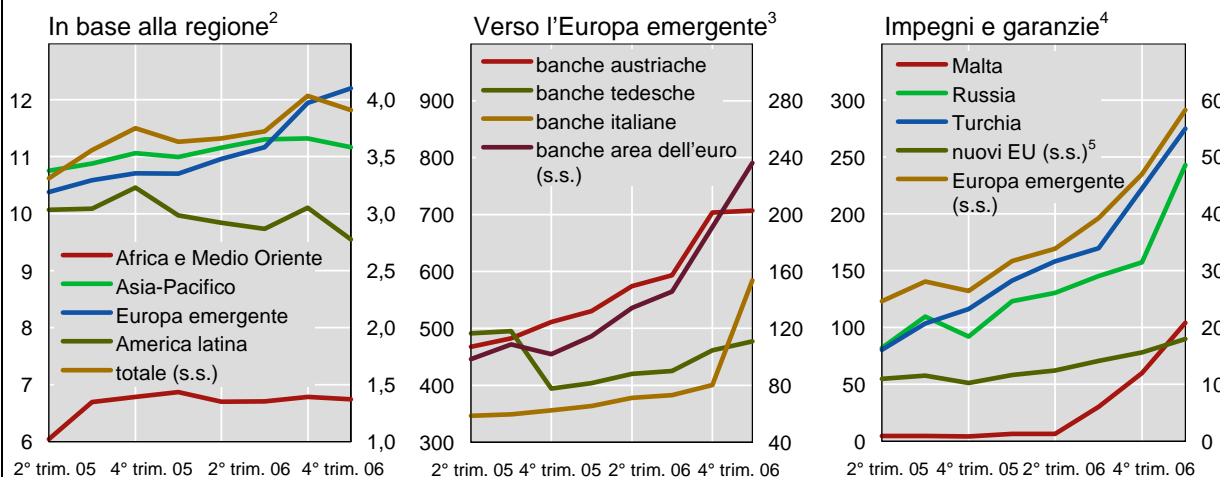
... e da un aumento degli impieghi verso il settore privato non bancario

L'aumento dei crediti al settore non bancario ha contribuito, sul più lungo periodo, a un incremento della quota dei mutuatari dei mercati emergenti all'interno dei portafogli delle banche dichiaranti. Le attività estere (su base RU) verso tali mutuatari hanno raggiunto \$3 trilioni, ossia il 12% delle attività estere totali a livello mondiale (dal 10% di due anni fa). Ciò ha coinciso con un aumento del 6% nella quota di attività verso il settore privato non bancario. Gran parte di questo andamento è riconducibile agli incrementi nei crediti concessi all'Europa emergente, principalmente da banche con sede nell'area dell'euro (grafico 5, diagramma di sinistra). Nell'ultimo trimestre le attività estere verso i prenditori di tale regione sono cresciute del 15%, a poco più di \$1 trilione. Le esposizioni maggiori nei confronti dell'Europa emergente sono quelle delle banche austriache e italiane, sebbene anche quelle degli istituti tedeschi, francesi e belgi siano andate aumentando (grafico 5, diagramma di centro).

Oltre ai maggiori crediti, le banche hanno continuato a rilasciare a mutuatari nell'Europa emergente anche garanzie e impegni. Tuttavia, mentre gran parte dei prestiti era destinata ai nuovi paesi membri dell'Unione europea,

⁸ Il balzo delle attività delle banche italiane verso questo settore è dovuto principalmente alla riclassificazione accennata in precedenza.

Attività estere nei confronti dei mercati emergenti¹



¹ Posizioni consolidate mondiali delle banche di nazionalità di 24 paesi dichiaranti. ² Quota percentuale sulle attività estere totali nei confronti di tutte le regioni. ³ Attività estere totali in base al paese dichiarante, in miliardi di dollari USA. ⁴ Impegni creditizi e garanzie concessi dalle banche di tutti i paesi dichiaranti, in miliardi di dollari USA. ⁵ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria.

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

Grafico 5

le garanzie e gli impegni sono stati rilasciati a soggetti di altre economie della regione (grafico 5, diagramma di destra). Le garanzie totali concesse a quest'area hanno raggiunto i \$118 miliardi, superando (nel quarto trimestre 2006) quelle rilasciate ai prenditori in Asia-Pacifico. Ad aggiudicarsene la parte preponderante sono stati i mutuatari in Turchia e Russia. Analogamente, gli impegni verso la regione sono saliti nel primo trimestre 2007 a \$174 miliardi, da meno di \$100 miliardi un anno prima. Essi sono stati rilasciati principalmente a prenditori in Polonia, Russia e Turchia.

Cala la quota di attività verso l'America latina

A differenza di quanto osservato per l'Europa emergente, l'esposizione relativa delle banche dichiaranti verso l'America latina è andata calando. Le attività totali verso la regione hanno raggiunto \$692 miliardi nel primo trimestre 2007, contro i \$575 miliardi di un anno prima. Tuttavia, il loro aumento risulta modesto (solo il 2% nel periodo in rassegna) se confrontato con quello in altri mercati emergenti e, di conseguenza, la quota di questa regione sulle attività totali delle banche dichiaranti è diminuita (grafico 5, diagramma di sinistra). Le banche spagnole e statunitensi, che rappresentano i maggiori sistemi bancari creditori verso la regione, hanno fatto registrare nell'ultimo trimestre cali modesti nelle loro esposizioni, cui avrebbe contribuito in entrambi i casi un ridimensionamento dell'esposizione verso il settore pubblico messicano.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni di obbligazioni e *note* internazionali sono notevolmente aumentate nel secondo trimestre 2007. La raccolta netta, pari a \$1 trilione, ha infatti spinto la crescita sull'anno precedente al 18%, dall'8% del primo trimestre. Le consistenze di obbligazioni e *note* in essere sono salite a quasi \$20 trilioni, il doppio rispetto ad appena quattro anni fa.

La vigorosa crescita dei collocamenti netti è stata alimentata dall'incremento del segmento del dollaro, nonché di quello dello yen. La

raccolta netta in dollari è aumentata del 17% sull'anno precedente (del 40% rispetto al primo trimestre) e ha rappresentato pressoché il 40% delle emissioni totali (grafico 6, diagramma di sinistra). I collocamenti netti in yen sono balzati a \$28 miliardi, quasi il doppio del precedente massimo degli ultimi 10 anni. La quota di emissioni in yen tende al rialzo dal secondo trimestre 2006 (grafico 6, diagramma di sinistra).

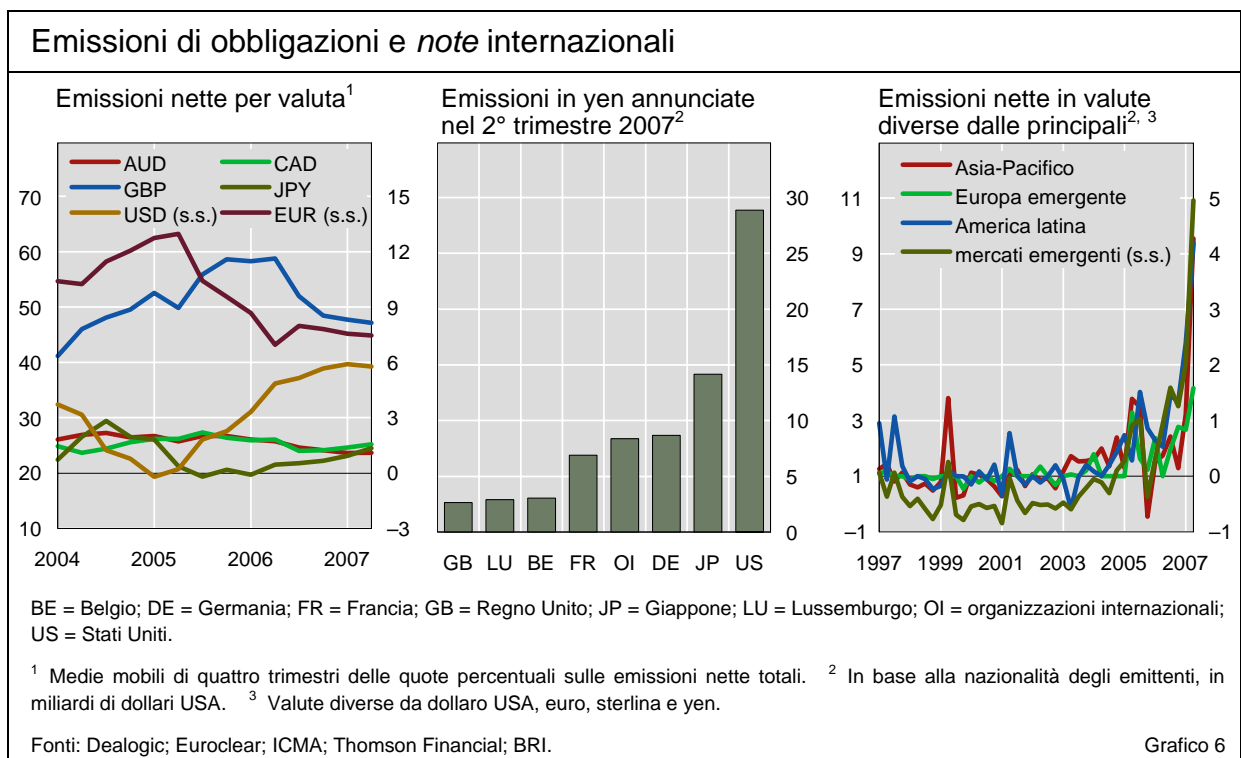
Vivace attività di emissione alimentata dai collocamenti in dollari e yen

La raccolta lorda in yen è stata sospinta principalmente dalle nuove obbligazioni e *note* emesse da istituzioni finanziarie private statunitensi e dell'area dell'euro. In effetti, i titoli denominati in yen emessi dalle imprese giapponesi (pari a \$7 miliardi) hanno rappresentato solo il 14% dei collocamenti globali in questa moneta (grafico 6, diagramma centrale). Gli istituti finanziari privati statunitensi hanno collocato obbligazioni e *note* in yen per \$14 miliardi, pressoché il doppio rispetto al precedente massimo storico del settore, mentre le imprese finanziarie francesi e tedesche hanno annunciato emissioni in yen per quasi \$8 miliardi.

Particolarmente vigorosa la raccolta in yen dei prenditori di Stati Uniti, Francia e Germania

L'impennata della raccolta netta in tutte le valute è principalmente ascrivibile all'espansione dei collocamenti delle istituzioni finanziarie non bancarie private e delle imprese, con le prime all'origine di ben il 48% della raccolta netta globale. I \$200 miliardi collocati dalle imprese USA hanno superato di oltre il 25% il precedente massimo di \$156 miliardi registrato appena due trimestri prima. Le emissioni nette delle istituzioni finanziarie non bancarie private dell'area dell'euro, pari a \$158 miliardi, sono state parimenti eccezionalmente sostenute. Fra di esse, le maggiori sono state per il terzo trimestre consecutivo quelle dei prenditori spagnoli, attestatesi a \$51 miliardi.

I collocamenti netti delle economie emergenti latinoamericane, asiatiche ed europee sono stati ingenti, nonostante la debole attività di emissione dei prenditori sovrani. L'Europa emergente ha fatto registrare la raccolta più



Aumenta la raccolta di soggetti privati nei mercati emergenti

consistente (\$20 miliardi), riconducibile per oltre un terzo alle istituzioni finanziarie private russe. I collocamenti netti di soggetti non governativi dell'America latina sono aumentati di oltre il 75% sull'anno precedente, sostenuti dalle emissioni di Brasile e Venezuela, quasi interamente opera di mutuatari di questa categoria. La riduzione della quota relativa del debito pubblico sul totale delle emissioni dei mercati emergenti è evidente già da tempo: negli ultimi tre anni essa è progressivamente passata dal 57% del terzo trimestre 2004 al 42% dell'ultimo trimestre.

Le istituzioni finanziarie private e le imprese dell'Asia emergente hanno contribuito a portare a \$19 miliardi la raccolta netta della regione, in rialzo del 24% sull'anno precedente. Il volume record di emissioni nette in dollari di prenditori coreani ha rappresentato quasi un terzo dell'offerta asiatica di titoli di debito. Gli altri due principali mutuatari della regione, le imprese indiane e cinesi, hanno effettuato collocamenti netti per rispettivamente \$4 e 3 miliardi. Come nel resto dell'Asia, le emissioni in questi due paesi sono state principalmente opera di istituzioni finanziarie e imprese; tra di esse figurava un ingente collocamento in yuan da parte di China Development Bank.

Nell'insieme dei mercati emergenti si è registrato un forte incremento della raccolta denominata nelle valute diverse da quelle principali (grafico 6, diagramma di destra). Su base netta, essa è stata pari a \$11 miliardi, ossia il doppio rispetto al precedente massimo, e ha portato le corrispondenti consistenze in essere a \$48 miliardi. Oltre ai \$4 miliardi di titoli collocati da prenditori dell'Asia, le emissioni nette di questo tipo sono state vigorose anche in America latina (\$4 miliardi) e nell'Europa emergente (\$2 miliardi). La crescita registrata in queste due ultime aree è ascrivibile, a differenza di quanto osservato nel segmento delle valute principali, alle nuove emissioni di titoli pubblici.

I mercati degli strumenti derivati

Stabili le contrattazioni sui mercati organizzati

Nel *secondo trimestre 2007* i volumi degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali si sono mantenuti stabili. Il turnover aggregato in contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è stato di \$536 trilioni, solo lievemente più elevato rispetto al trimestre precedente (\$532 trilioni). I rialzi dei corsi azionari hanno fatto lievitare il valore degli scambi dei contratti su indici azionari (13%), mentre gli scambi dei contratti valutari sono aumentati del 3%⁹. Tali incrementi, tuttavia, hanno a malapena compensato la lieve flessione registrata nel ben più ampio segmento dei tassi di interesse (-1%). Il turnover dei derivati su merci, non incluso nei totali summenzionati poiché gli importi nozionali non sono disponibili, è aumentato del 6% in termini di numero di contratti scambiati.

⁹ Se non altrimenti indicato, tutti i tassi di crescita riportati nella presente sezione sono calcolati sul trimestre precedente.

Gli scambi di futures e opzioni su indici azionari hanno raggiunto un nuovo massimo di \$68 trilioni, in rialzo del 13% rispetto ai primi tre mesi dell'anno, anche se principalmente per effetti di valutazione. Se misurato in termini di numero di contratti negoziati, il turnover è salito solo del 3%, un tasso ben inferiore alla media di lungo periodo. La bassa crescita dell'attività è parzialmente riconducibile a un effetto base, poiché nel primo trimestre i volumi erano stati alimentati dagli scambi frenetici seguiti all'ondata di vendite che aveva scosso i mercati finanziari a fine febbraio.

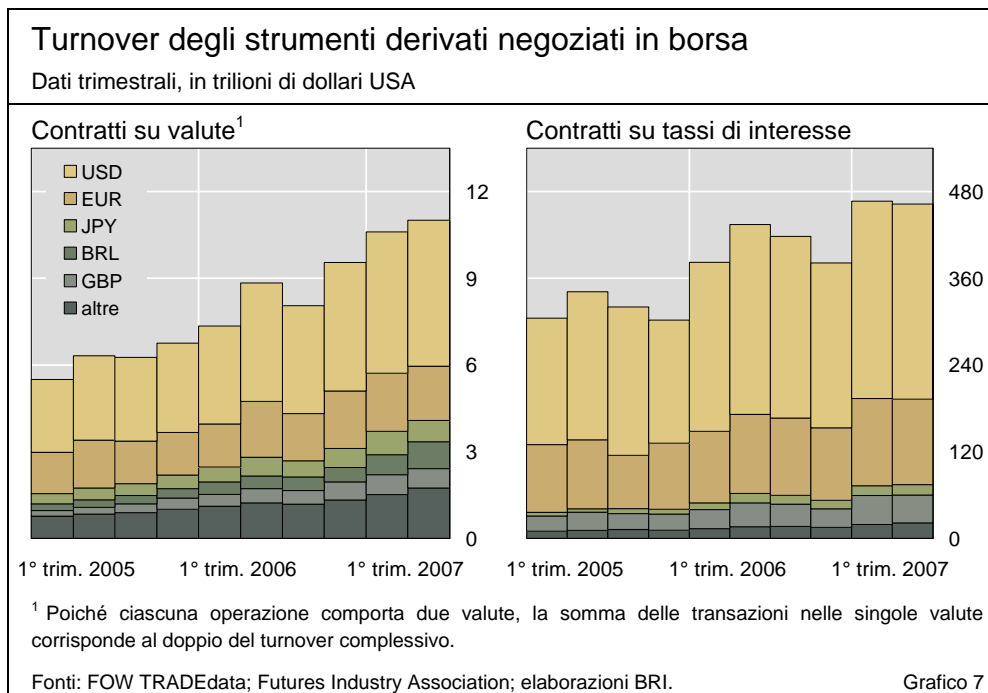
Gli effetti di valutazione sospingono i contratti su indici azionari

Dietro la modesta crescita del turnover aggregato (3%) nel segmento valutario si celano notevoli variazioni tra le valute (grafico 7, diagramma di sinistra). La flessione degli scambi di contratti con un lato denominato in euro (-6%) e in yen (-11%) è risultata in contrasto con il rapido incremento degli strumenti sul real brasiliano (34%). I mercati dei derivati in Brasile sono cresciuti rapidamente negli ultimi anni e il volume dei contratti sulla coppia real/dollaro ha raggiunto i \$0,9 trilioni nel secondo trimestre, scalzando la coppia yen-dollaro (\$0,7 trilioni) dal secondo posto tra le coppie valutarie più scambiate dopo quella euro-dollaro (\$1,7 trilioni). Un netto incremento dell'attività è stato registrato anche per i contratti sul dollaro canadese (26%).

Nel segmento valutario la bassa crescita complessiva cela forti variazioni

Gli scambi in derivati su tassi di interesse hanno segnato un lieve calo (grafico 7, diagramma di destra), non essendosi verificata la tradizionale ripresa stagionale¹⁰. Il volume delle contrattazioni nel periodo in rassegna, a \$463 trilioni, è risultato leggermente inferiore ai \$467 trilioni registrati nei tre mesi precedenti. Il calo relativamente contenuto dell'attività nelle tre valute principali è stato compensato da notevoli incrementi in molti mercati minori. Ad esempio, il volume degli scambi dei contratti sui tassi di interesse a breve

Ristagno del turnover su tassi di interesse nonostante i fattori stagionali favorevoli



¹⁰ Le stime dei fattori stagionali che influenzano il turnover degli strumenti derivati su tassi di interesse sono presentate nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2006, pagg. 47-48.

brasiliani è aumentato del 37% nel secondo trimestre, rispecchiando la decisa crescita dei contratti sul real. Un incremento rapido è stato riscontrato nei contratti del mercato monetario denominati in franchi svizzeri (23%), dollari australiani (19%) e corone svedesi (17%). Nel segmento a lungo termine, gli scambi di derivati su obbligazioni coreane e giapponesi sono saliti rispettivamente del 31 e 30%. Tali incrementi, tuttavia, non sono stati sufficienti a compensare le flessioni relativamente modeste dell'attività in contratti denominati in dollari USA (-1%), euro (-2%) e sterlina (-4%), il cui turnover supera di gran lunga quello degli altri comparti.

Lancio dei primi
derivati creditizi
scambiati in borsa

In marzo Eurex ha lanciato un contratto futures sull'indice iTraxx Crossover, dando inizio alla negoziazione dei derivati creditizi su un mercato regolamentato; in giugno numerose borse di Chicago hanno fatto altrettanto, introducendo contratti creditizi. Rispetto al derivato di Eurex, che funziona come un futures su un indice di *credit default swap* (CDS), i contratti statunitensi assomigliano a CDS con tassi di recupero fissi. Essi hanno inoltre scadenze relativamente lunghe (fino a dieci anni), contro al massimo un anno per il future dell'Eurex. Resta da vedere se, in futuro, i derivati creditizi scambiati su mercati regolamentati svolgeranno un ruolo importante. Con un turnover di \$148 milioni nel secondo trimestre, e posizioni aperte per \$127 milioni a fine giugno, il mercato dei futures creditizi è ancora molto modesto rispetto a quello fuori borsa (*over-the-counter*) dei *credit default swap*, che a fine 2006 presentava un ammontare nozionale in essere pari a \$29 trilioni.