

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 sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa sono relative al terzo trimestre 2007 e coprono quindi parte del recente periodo di turbolenza nei mercati finanziari. Quelle sui derivati negoziati fuori borsa e sul mercato bancario internazionale si riferiscono rispettivamente al primo semestre e al secondo trimestre di quest'anno.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

I collocamenti netti di obbligazioni e *note* sono meno della metà del trimestre precedente

La raccolta sui mercati internazionali dei titoli di debito ha subito un brusco calo nel terzo trimestre 2007, nel contesto di turbolenza che caratterizzava i mercati finanziari. Le emissioni nette di obbligazioni e *note*, a \$396 miliardi, rappresentavano meno della metà di quelle del secondo trimestre. La crescita sull'anno precedente è stata negativa (-4%) per la prima volta in due anni e ben inferiore sia a quella del secondo trimestre (18%) sia alla media dal 2003 (7%).

Il ristagno ha interessato diversi segmenti valutari, anche se non tutti (grafico 1, diagramma di destra). I nuovi collocamenti di obbligazioni e *note* in euro (\$90 miliardi) hanno accusato una flessione del 9% sull'anno precedente (contro un calo del 17% nel secondo trimestre), mentre quelli in dollari e sterline sono cresciuti rispettivamente dello 0 e del 2% (a fronte del 17 e 14% del trimestre precedente). Riflettendo forse la relativa stabilità dei mercati monetari giapponesi nel trimestre, la raccolta in yen non sembra avere risentito particolarmente della turbolenza, continuando anzi a evidenziare un tasso di crescita elevato sull'anno precedente, pari al 30%. I \$18 miliardi di collocamenti netti in yen nel terzo trimestre rappresentavano quasi il 4% delle emissioni totali, la quota più alta degli ultimi tre anni per questa valuta.

¹ Per eventuali quesiti si prega di contattare Christian Upper per le statistiche sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati e Goetz von Peter per le statistiche bancarie.

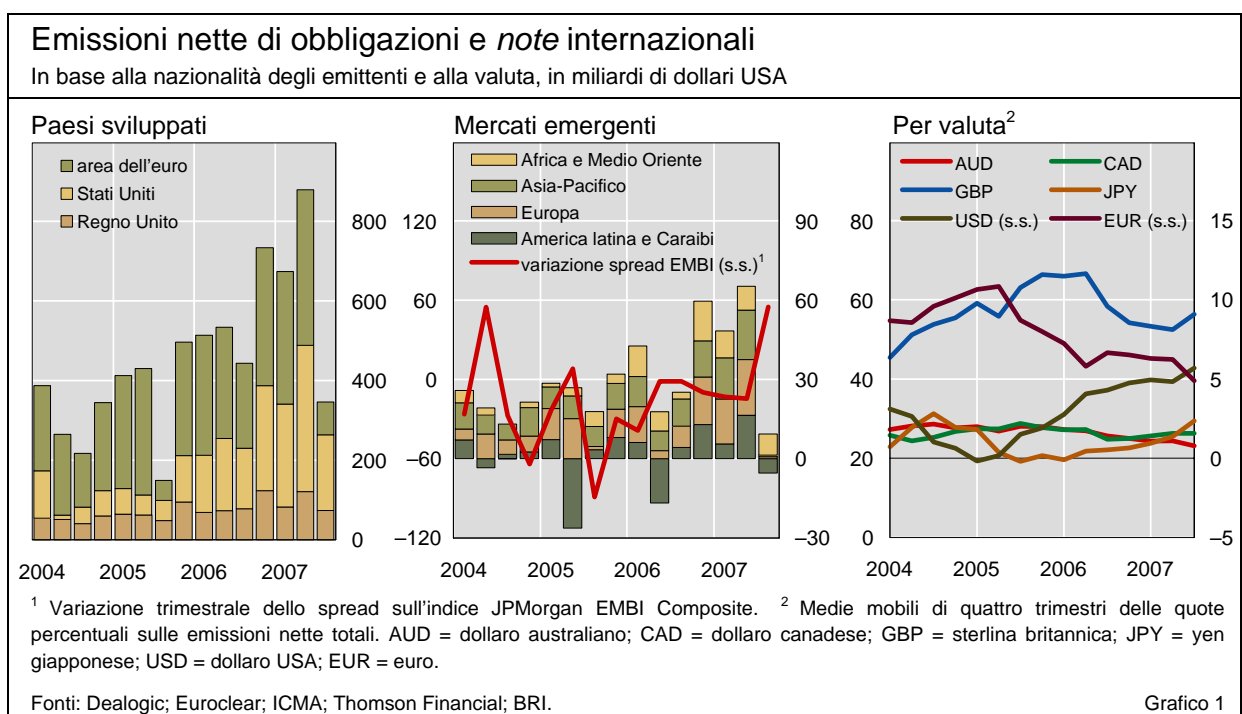
La contrazione delle emissioni in euro è ascrivibile alla debole attività nella stessa area dell'euro, in particolare da parte dei residenti di Francia e Germania (grafico 1, diagramma di sinistra). I mutuatari dell'area hanno effettuato nuovi collocamenti per appena \$82 miliardi, contro i \$392 miliardi del trimestre precedente. Per la prima volta dagli anni ottanta la raccolta netta tedesca è stata negativa (-\$20 miliardi), mentre i \$10 miliardi collocati dai residenti francesi sono risultati notevolmente inferiori alla media di \$34 miliardi degli ultimi cinque anni. In entrambi i casi il calo va ricondotto alla minore attività del settore finanziario e in particolare delle banche private.

La flessione più pronunciata riguarda la raccolta in euro

Sebbene in misura meno pronunciata, anche le emissioni nette negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Australia sono scese rispetto al trimestre precedente. Nel periodo in esame i collocamenti statunitensi sono ammontati a circa \$190 miliardi, segnando una crescita del 4% sull'anno precedente, molto al disotto del 22% del secondo trimestre. I \$74 miliardi di nuovi titoli di debito internazionali emessi da prenditori britannici hanno rappresentato il primo caso di crescita negativa sull'anno precedente dal 2004. La raccolta dei residenti australiani, perlopiù istituzioni finanziarie private, pari a \$11 miliardi, ha registrato un calo del 3% sull'anno precedente (contro un aumento del 13% nel secondo trimestre), risultando ben inferiore a quella di ciascuno dei tre trimestri precedenti (\$20 miliardi).

Per quanto concerne le economie emergenti, il decremento delle emissioni è stato ancor più significativo e ha coinciso con un sensibile ampliamento degli spread obbligazionari corrispondenti (grafico 1, diagramma centrale). La flessione ha riguardato in particolare i paesi emergenti dell'Europa e dell'Asia. Nei primi, le emissioni annunciate sono scese di oltre il 75% rispetto al secondo trimestre e del 7% sull'anno precedente. Nei mercati emergenti della regione Asia-Pacifico i collocamenti netti sono stati pari ad appena \$1 miliardo, il livello più basso dal terzo trimestre 2001.

Rallentano le emissioni dei mercati emergenti ...

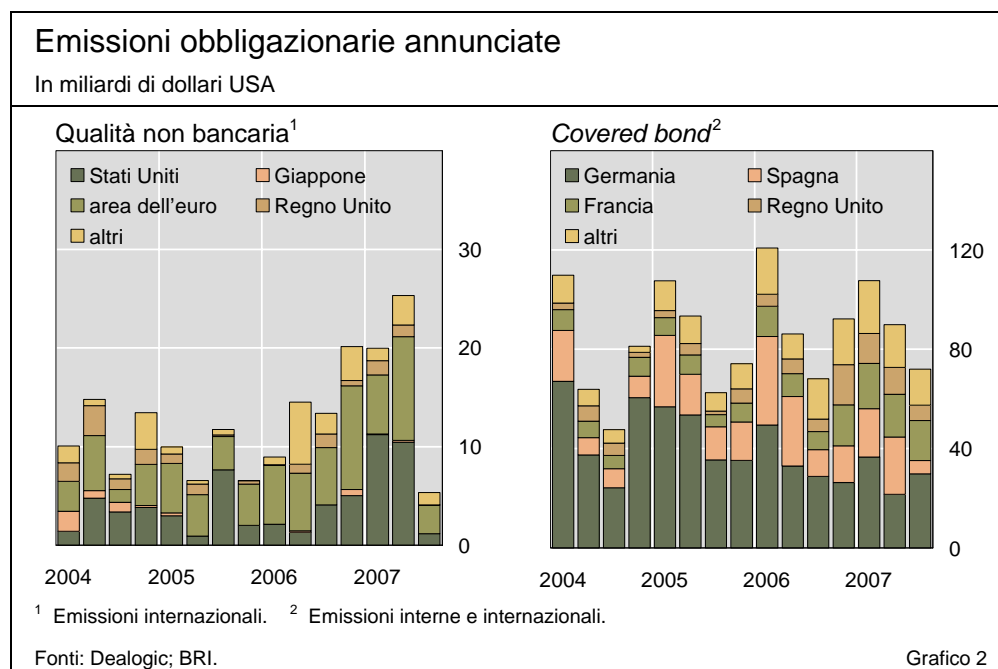


... e quelle di strumenti di qualità non bancaria

La minore attività di raccolta nelle economie emergenti potrebbe aver rispecchiato un più generale calo della propensione al rischio degli investitori. La scomposizione delle emissioni lorde di titoli di debito internazionali nel terzo trimestre in base alla qualità creditizia mostra che il rallentamento più marcato è riferibile alle obbligazioni di qualità non bancaria (grafico 2, diagramma di sinistra). Nel trimestre in rassegna queste emissioni sono crollate a quasi un quinto del livello del secondo trimestre, e sul corrispondente periodo del 2006 hanno evidenziato una crescita del -10%, contro una media dell'11% nei due anni precedenti. I collocamenti statunitensi di obbligazioni di qualità non bancaria sono scesi a \$1 miliardo, dai \$10 miliardi del secondo trimestre, mentre quelli dell'area dell'euro sono passati da \$11 a 3 miliardi.

In ogni caso, anche le emissioni in alcuni dei segmenti di qualità più elevata hanno risentito delle turbolenze sui mercati creditizi. I collocamenti di obbligazioni garantite (*covered bond*), che sono emesse da istituzioni finanziarie e assistite da ipoteche o da titoli di debito del settore pubblico, e che sono di norma ritenute quasi esenti dal rischio di credito, hanno subito una brusca contrazione nella seconda metà del terzo trimestre (grafico 2, diagramma di destra). I \$27 miliardi di emissioni annunciate in settembre rappresentano il minimo dal 2004 per questo mese. Il calo più pronunciato si è verificato in Spagna, dove i nuovi collocamenti di obbligazioni garantite sono precipitati nel terzo trimestre a \$5 miliardi, con un tasso di crescita del -8% sull'anno precedente, il più basso dal terzo trimestre 2003.

In termini di settori, è stata la raccolta delle imprese non finanziarie private a subire il rallentamento più modesto, con una crescita quasi nulla sull'anno precedente. Tra i collocamenti di rilievo che hanno attratto gli investitori figurano quelli di alcuni titoli annunciati il 13 agosto dalla società americana Johnson & Johnson. L'emissione a cinque anni quotata AAA è stata venduta con uno spread di 62 punti base sul benchmark e ha attratto un numero di richieste tale da giustificare un aumento di \$100 milioni rispetto ai



volumi iniziali. Persino alcune imprese con merito di credito inferiore hanno collocato titoli a spread nella norma. L'obbligazione a 10 anni con rating BBB+ annunciata il 20 agosto da Comcast è stata venduta con un differenziale di rendimento di 170 punti base, teoricamente superiore di appena 10 punti base circa a quello usuale per questo tipo di titolo.

I mercati degli strumenti derivati

Derivati negoziati in borsa

Le turbolenze nei mercati finanziari hanno sospinto verso massimi storici gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali. L'attività è stata particolarmente intensa nel segmento dei contratti su tassi di interesse a breve termine, i cui volumi sono saliti del 31% nel terzo trimestre², ma anche gli strumenti su indici azionari e su valute hanno fatto segnare una rapida espansione (rispettivamente pari al 19 e 18%). Il tasso di incremento dell'attività in derivati su titoli pubblici è stato invece più moderato (8%). Tra luglio e settembre il turnover aggregato di borsa in contratti su tassi di interesse, valute e indici azionari è salito del 27%, a \$681 trilioni, dopo essere rimasto stabile nel secondo trimestre precedente. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del 2006 è salito al 46%, dall'11% del secondo trimestre.

Impennata del turnover di futures e opzioni ...

L'impennata delle negoziazioni in futures e opzioni su tassi di interesse a breve contrasta con le segnalazioni di un calo dell'attività in altri segmenti del mercato monetario. Anche se l'aumento del turnover in derivati in questo mercato ha riguardato diverse valute, gli incrementi maggiori sono stati registrati per i contratti in sterline (47%) ed euro (43%), seguiti da quelli in dollari USA (28%). Le contrattazioni in tutte e tre le valute sono fortemente aumentate all'ampliarsi, in agosto, del differenziale fra i tassi interbancari a tre mesi e quelli sugli swap di tasso di interesse *overnight*, un indicatore delle pressioni nel mercato monetario (grafico 3). In settembre l'attività è calata nel caso dei contratti in dollari e in euro, mentre ha continuato a crescere per quelli in sterline. Analoghi picchi del turnover di borsa in derivati del mercato monetario si erano già osservati durante precedenti episodi di tensione del mercato. Le negoziazioni di futures e opzioni sull'eurodollaro segnarono ad esempio un balzo del 241% tra agosto e settembre 1998, in concomitanza con i gravi disordini di mercato occasionati dal quasi fallimento di un importante *hedge fund*.

... soprattutto nel mercato monetario

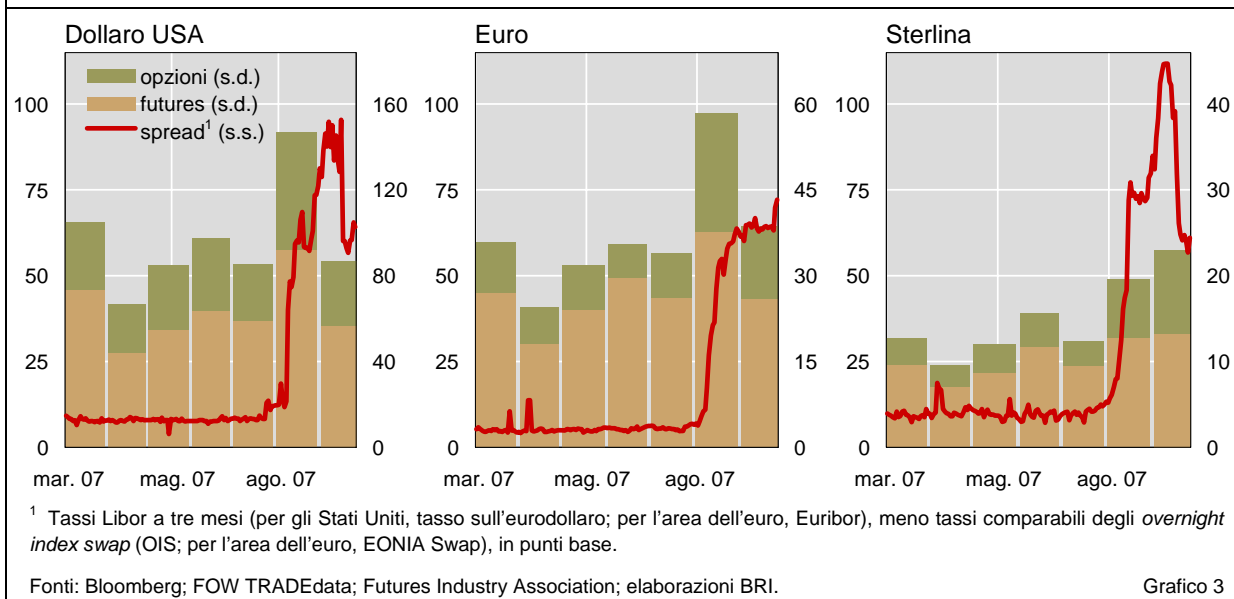
Non si conoscono tuttavia con esattezza i canali attraverso i quali le turbolenze finanziarie alimentano il turnover. Fra i fattori verosimilmente intervenuti in agosto figurano le esigenze di copertura delle banche, costrette a finanziarsi sul mercato *overnight* per l'esaurirsi della liquidità nei segmenti a più lungo termine del mercato monetario. Ciò trova conferma nel fatto che in agosto la crescita dei derivati sui *federal fund* (158% sul mese precedente) è stata superiore a quella dei contratti su tassi in eurodollari a tre mesi (65%). È

Cause potenziali

² Se non altrimenti indicato, tutti i tassi di crescita riportati nella presente sezione sono calcolati sul trimestre precedente.

Turnover dei contratti su tassi di interesse a breve termine

Dati mensili, in trilioni di dollari USA



inoltre possibile che gli operatori abbiano spostato parte della loro attività dal mercato a pronti o da quello fuori borsa verso i mercati organizzati, per il minore rischio di controparte percepito in ragione della presenza di una controparte centrale oppure per la maggiore trasparenza che caratterizza tali mercati.

Vivaci contrattazioni nel segmento dello yen

La turbolenza sui mercati finanziari internazionali ha influito anche sul segmento dei derivati valutari, il cui turnover è salito del 18% (a \$6 trilioni) nel terzo trimestre. L'aumento va ricondotto in larga misura alla netta espansione dei contratti sullo yen (55%) e sul franco svizzero (24%). Benché ciò sia in linea con le segnalazioni di una massiccia liquidazione di *carry trade* in agosto e settembre, un incremento analogo dell'attività non è stato registrato in nessuna delle principali valute di investimento. Ad esempio gli scambi di contratti su dollaro australiano, sterlina, real brasiliano e dollaro neozelandese sono aumentati rispettivamente del 17, 12, 9 e 3%³.

Attività elevata sui mercati delle materie prime

Un forte aumento dell'attività nelle borse cinesi ha sospinto il turnover nei mercati delle materie prime nel terzo trimestre. Le negoziazioni globali in derivati su merci (calcolate in termini di numero di contratti, non essendo disponibili dati sui valori nozionali) sono salite del 26% grazie alla rapida espansione del comparto delle derrate agricole (53%). Gli scambi di derivati su metalli preziosi sono aumentati del 10%, mentre il numero di contratti su altri metalli e su prodotti energetici è rimasto pressoché stabile. La maggiore attività in derrate agricole è quasi interamente riconducibile all'aumento delle negoziazioni sulle borse cinesi, dove i contratti riguardano di norma quantitativi fisici considerevolmente inferiori a quelli trattati sulle borse principali a

³ Per un'indicazione di come i dati disponibili possano essere utilizzati per misurare l'entità delle posizioni in *carry trade*, cfr. G. Galati et al. "Evidenze statistiche dell'attività di *carry trade*", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2007.

Chicago (cfr. la sezione sui mercati degli strumenti derivati nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2007).

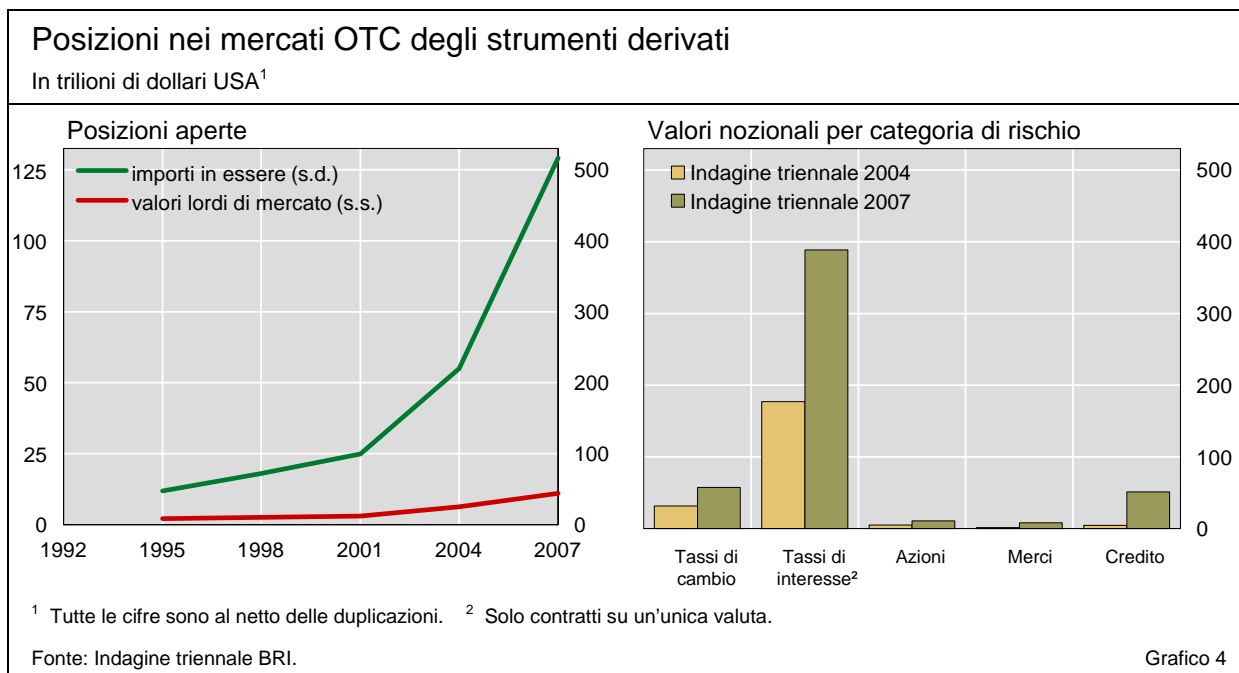
Derivati negoziati fuori borsa

In novembre la BRI ha pubblicato le ultime statistiche sulle posizioni nel mercato internazionale degli strumenti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC), che comprendono sia i risultati della seconda parte dell'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati, sia le regolari statistiche semestrali sui mercati derivati OTC⁴. Le due indagini presentano una struttura identica ma differiscono quanto alla copertura. Quella triennale è più ampia e contiene informazioni su strumenti non inclusi in quella semestrale, come in particolare i derivati creditizi diversi dai *credit default swap* (CDS). Inoltre, mentre le statistiche semestrali costituiscono un'aggregazione dei dati forniti dai principali intermediari dei paesi del G10 e della Svizzera, quelle triennali coprono 47 giurisdizioni.

Le posizioni sul mercato dei derivati OTC sono aumentate rapidamente dall'ultima Indagine triennale del 2004. A fine giugno 2007 il valore nozionale dei contratti in essere era pari a \$516 trilioni, con un incremento del 135% rispetto al livello registrato nel 2004 (grafico 4). Ciò corrisponde a un tasso di crescita composto annualizzato del 33%, superiore a quello medio annuo di circa il 25% osservato da quando la BRI ha iniziato a rilevare tali posizioni nel

Indagine triennale e statistiche periodiche sui derivati OTC

Andamenti dall'ultima Indagine triennale del 2004



⁴ Per maggiori dettagli sulla metodologia utilizzata nelle due indagini, cfr. il comunicato statistico del novembre 2007 all'indirizzo internet http://www.bis.org/publ/otc_hy0711.htm.

Riquadro 1 – Turnover nei mercati dei derivati OTC

Il presente riquadro esamina l'andamento del turnover in derivati OTC nell'aprile 2007 sulla scorta dell'ultima Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati (www.bis.org/triennial.htm). L'evoluzione nel mercato dei cambi viene analizzata in maggior dettaglio nell'articolo di questa *Rassegna trimestrale BRI* "What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey" (disponibile solo in inglese).

Tra il 2004 e il 2007 i volumi delle negoziazioni nel mercato degli strumenti OTC hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto. Il turnover medio giornaliero dei derivati su tassi di interesse e di quelli valutari non tradizionali ha raggiunto \$2 090 miliardi nell'aprile 2007, con un incremento del 71% rispetto a tre anni prima (cfr. tabella). Ciò equivale a un tasso di crescita composto annuo del 20%, in linea con l'espansione osservata dall'avvio, nel 1995, della sezione dell'Indagine triennale dedicata ai derivati.

Una crescita particolarmente vigorosa ha interessato il segmento valutario, dove il valore medio giornaliero dell'attività in *cross-currency swap* e opzioni è salito del 108%, collocandosi a \$292 miliardi nell'aprile 2007, e superando così in ampia misura l'incremento registrato dagli strumenti "tradizionali", quali i contratti a pronti, a termine e i riporti in cambi (71%). Sebbene le opzioni abbiano continuato a svolgere un ruolo preminente tra gli strumenti "non tradizionali" nel comparto valutario del mercato OTC, rappresentando poco meno di tre quarti degli scambi totali, l'espansione più rapida (279%) è stata in effetti evidenziata dai *cross-currency swap*, il cui turnover si è portato a \$80 miliardi. Tale crescita potrebbe essere in parte ascrivibile alla copertura delle obbligazioni in valuta estera: nell'aprile 2007 si è registrata una consistente attività di emissione di titoli in dollari da parte di non residenti negli Stati Uniti, i quali potrebbero talvolta avere coperto le proprie esposizioni nel mercato degli swap.

Una crescita più modesta è stata osservata nel segmento degli strumenti su tassi di interesse, dove il turnover medio giornaliero è aumentato del 65%, a \$1 686 miliardi. L'euro ha continuato a dominare la scena, sebbene il distacco del dollaro USA si sia ristretto. Durante il periodo di segnalazione i contratti in queste due valute hanno rappresentato rispettivamente il 39 e 32% degli scambi. Tuttavia, la loro quota congiunta è scesa di circa 10 punti percentuali rispetto all'Indagine del 2004, poiché l'espansione dell'attività in diversi altri mercati ha superato quella registrata per le due monete capofila. Ad esempio, le negoziazioni medie giornaliere di derivati su tassi di interesse in sterline sono salite del 91%, a fronte del 42 e 53% rispettivamente di quelle in euro e in dollari. Gli scambi di contratti in yen sono quasi triplicati e la loro quota sul totale è aumentata a oltre l'8%, dal 4,5% di tre anni prima. Tale rapida crescita è in certa misura riconducibile a un recupero del mercato della moneta giapponese, dove gli scambi erano stati per diversi anni ostacolati da tassi di interesse bassi e stabili.

Turnover¹ nel mercato internazionale dei derivati OTC, per categoria di strumento

Turnover medio giornaliero in aprile, in miliardi di dollari USA

| Strumento | 1998 | 2001 | 2004 | 2007 |
|--|------------|------------|--------------|--------------|
| A. Strumenti valutari | 97 | 67 | 140 | 291 |
| <i>Cross-currency swap</i> | 10 | 7 | 21 | 80 |
| Opzioni | 87 | 60 | 117 | 212 |
| Altri | 0 | 0 | 2 | 0 |
| B. Strumenti su tassi di interesse² | 265 | 489 | 1 025 | 1 686 |
| <i>Forward rate agreement</i> | 74 | 129 | 233 | 258 |
| Swap | 155 | 331 | 621 | 1 210 |
| Opzioni | 36 | 29 | 171 | 215 |
| Altri | 0 | 0 | 0 | 1 |
| C. Valore stimato delle lacune nelle segnalazioni | 13 | 19 | 55 | 113 |
| D. Totale | 375 | 575 | 1 220 | 2 090 |

¹ Corretto per le duplicazioni a livello nazionale e internazionale. ² Solo contratti su un'unica valuta.

1995⁵. Il valore nozionale fornisce informazioni utili sulla struttura del mercato dei derivati OTC, ma non andrebbe interpretato come una misura della rischiosità delle posizioni. I valori lordi di mercato, che rappresentano il costo di sostituzione di tutti i contratti aperti ai prezzi correnti di mercato, sono aumentati del 74% dal 2004 e a fine giugno erano pari a \$11 trilioni.

Tutte le principali categorie di rischio hanno registrato un'accelerazione negli ultimi tre anni, ma l'incremento più sensibile ha riguardato il segmento del rischio di credito. A fine giugno 2007 le posizioni in derivati creditizi si collocavano a \$51 trilioni, a fronte di meno di \$5 trilioni nell'Indagine del 2004. Di queste, la quota di gran lunga più consistente (88%) è rappresentata dai CDS.

L'Indagine triennale costituisce un utile termine di paragone per valutare la copertura dei dati semestrali. Dal confronto emerge che ai 55 intermediari intervistati in occasione delle indagini semestrali è ascrivibile l'88% delle posizioni in derivati OTC, di riflesso al fatto che questi contratti sono di norma stipulati tra una grande banca o società di intermediazione mobiliare e il cliente⁶. La copertura delle statistiche semestrali è minima nel segmento azionario e in quello valutario, dove ai soggetti regolarmente dichiaranti è riconducibile l'85% circa delle posizioni totali, mentre è molto più elevata nel caso dei CDS (94%).

In base alle periodiche statistiche semestrali, la crescita degli ammontari in essere sul mercato OTC è aumentata nella prima metà del 2007, prima delle turbolenze che hanno colpito i mercati finanziari a partire da agosto. In tale semestre il valore nozionale di tutte le tipologie di contratti OTC in essere ha evidenziato un tasso di incremento del 25%, dopo il 12% del semestre precedente. La crescita si è intensificata in tutte le categorie di rischio (con la possibile eccezione delle materie prime⁷), ma anche in questo caso sono stati i CDS a far registrare il tasso di espansione più elevato (49%).

Andamenti nella
prima metà del
2007

Il mercato bancario internazionale

Statistiche bancarie su base locale

Dopo l'impennata del primo trimestre, l'attività bancaria internazionale è tornata a crescere a un ritmo più moderato nel *secondo trimestre 2007*. Gli impieghi transfrontalieri sono aumentati di \$1,3 trilioni, a \$30 trilioni, in rialzo del 22% rispetto all'anno precedente. La decelerazione è interamente

L'attività bancaria
torna a crescere a
ritmi più moderati

⁵ L'indagine del 1995 riguardava soltanto i derivati OTC valutari e di tasso di interesse. Fonti diverse indicano tuttavia che all'epoca le posizioni nelle altre categorie di rischio erano relativamente esigue e che pertanto la distorsione dovuta all'incompletezza della copertura è probabilmente ridotta.

⁶ Ciò non tiene evidentemente conto di eventuali contratti conclusi tra istituzioni non partecipanti all'Indagine triennale. Le discussioni con gli operatori indicano che tali posizioni sono probabilmente molto ridotte rispetto a quelle coperte dalle due indagini.

⁷ L'elevato tasso di crescita dei contratti su merci nella seconda metà del 2006 è probabilmente riconducibile alle sostanziali revisioni degli ammontari in essere a fine 2006.

riconducibile a un calo della crescita dell'attività interbancaria, dato che i crediti verso il settore non bancario hanno continuato ad aumentare a ritmo costante (23% sull'anno precedente). Il dollaro USA ha concorso all'espansione per il 47%, seguito dall'euro (30%) e dallo yen (10%), mentre gli impieghi in franchi svizzeri e sterline sono rimasti pressoché invariati, dopo un'eccezionale progressione dell'attività in sterline nel trimestre precedente.

Continua
l'espansione dei
prestiti al settore
privato non
bancario

La crescita degli impieghi verso il settore non bancario ha continuato a seguire un andamento sostenuto. I crediti transfrontalieri verso questi soggetti sono aumentati di \$594 miliardi, dopo aver segnato incrementi analoghi nei due trimestri precedenti (23% sull'anno precedente). La maggior parte di essi è stata erogata sotto forma di prestiti e, di conseguenza, la quota dei titoli di debito sulle attività totali in essere verso soggetti non bancari è scesa al disotto del 38%, dal 43% di fine 2005. I principali destinatari dei fondi erano residenti di Stati Uniti (\$177 miliardi), area dell'euro (\$132 miliardi) e mercati emergenti (\$106 miliardi).

Il credito bancario
ai mercati
emergenti tocca
nuovi record ...

I mercati emergenti hanno ricevuto afflussi senza precedenti di finanziamenti bancari. Gli impieghi verso questi mercati hanno segnato un aumento di \$201 miliardi, ben superiore a quello record del primo trimestre 2007, mentre i nuovi depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI sono scesi al disotto di \$100 miliardi per la prima volta in un anno. Di conseguenza, durante il trimestre i mercati emergenti hanno attratto su base netta \$104 miliardi. Questi sono stati diretti per metà alla sola Europa emergente, ma anche Africa e Medio Oriente hanno ricevuto un volume record di fondi (\$32 miliardi) poiché, eccezionalmente, gli afflussi verso la regione non sono stati compensati da deflussi sotto forma di depositi. L'unica regione in cui i nuovi depositi (\$28 miliardi) hanno superato gli afflussi è stata l'America latina, che ha registrato un deflusso netto di \$4 miliardi.

Gli afflussi netti verso l'Asia (\$22 miliardi) hanno rispecchiato un incremento dei fondi sia in entrata sia in uscita (rispettivamente \$73 e 50 miliardi). La Cina è stata beneficiaria di attività nette per \$17 miliardi, con variazioni soltanto lievi dei depositi presso banche dichiaranti. Ai residenti coreani sono invece affluiti \$16 miliardi, in parte (\$5 miliardi) provenienti dalla riduzione dei depositi all'estero. La crescita delle attività verso la Corea ha segnato una flessione, portandosi al 40% sull'anno precedente (dal 63% del trimestre precedente), dopo le misure attuate dalle autorità coreane per contenere l'espansione degli impieghi delle banche estere verso affiliate coreane.

Di fronte ai forti afflussi di fondi, alcune banche centrali dei mercati emergenti hanno accresciuto le loro riserve. Le autorità monetarie ufficiali hanno depositato \$161 miliardi presso le banche dichiaranti alla BRI nella prima metà del 2007, incrementando del 14% le loro disponibilità presso banche. A differenza del primo trimestre, nel periodo in rassegna i nuovi depositi erano denominati quasi esclusivamente in dollari USA, il che ha portato la quota di questa moneta dal 53 al 55%. Tale valore rimane comunque inferiore a quello della quota che il dollaro ha all'interno delle riserve valutarie

Riquadro 2: L'evoluzione della composizione per strumenti delle disponibilità ufficiali in dollari USA

Robert N. McCauley

L'istituzione di China Investment Corporation per l'investimento di una parte delle riserve della Cina ha accresciuto l'interesse per le scelte effettuate dagli investitori ufficiali in materia di allocazione degli attivi. Il presente riquadro esamina l'evoluzione recente degli investimenti ufficiali in strumenti denominati in dollari USA a livello mondiale. Dal confronto tra la composizione delle disponibilità in dollari rilevate a metà 2006 con quella a metà 2004 emergono alcune tendenze in atto già da tempo: lo spostamento verso scadenze più lunghe e l'aumento della quota di titoli di agenzie federali USA e, in misura minore, di titoli di debito societari, a scapito di quella di obbligazioni del Tesoro USA¹. Nello stesso tempo, le disponibilità ufficiali di strumenti azionari negli Stati Uniti non hanno evidenziato incrementi di rilievo. Il perseguimento di rendimenti più elevati e la corrispondente accettazione di rischi maggiori da parte degli investitori ufficiali continuano a rappresentare un processo graduale, fino a oggi circoscritto perlopiù al reddito fisso, almeno per quanto concerne le disponibilità in dollari.

La crescente preferenza manifestata dagli investitori ufficiali per strumenti con scadenze più lunghe a partire dalla fase di crescita dei rendimenti obbligazionari a livello mondiale negli anni ottanta è proseguita anche in questo decennio. A metà 2004 i titoli a lungo termine costituivano il 60,6% delle disponibilità rilevate; a metà 2006 essi erano saliti al 69,0%. Se è vero che la prassi dei gestori delle riserve ufficiali di acquistare titoli provvisti di cedola con vita residua inferiore a un anno implica che l'aggregazione delle disponibilità in base alla scadenza originaria potrebbe sovrastimare la preferenza per le scadenze più lunghe, le disponibilità ufficiali in titoli a lungo termine risultano comunque aumentate, dal 51,7 al 58,9%, anche se calcolate in base alla maturità residua.

Nonostante lo spostamento verso scadenze più lunghe, la quota dei titoli del Tesoro è scesa a favore di quella dei titoli di debito delle agenzie federali e, in misura minore, delle obbligazioni societarie, passando dal 52,3 al 46,9% delle disponibilità rilevate. Se si prendessero in considerazione le disponibilità non rilevate di titoli a lungo termine denominati in dollari detenuti al di fuori degli Stati Uniti, la quota delle obbligazioni del Tesoro sarebbe probabilmente inferiore al 40% e forse pari a un terzo. Le disponibilità ufficiali di titoli a lungo termine delle agenzie sono al contrario più che raddoppiate negli ultimi due anni, salendo dal 9,6 al 15,8% del portafoglio di attività rilevate, mentre quelle in obbligazioni societarie sono aumentate dal 2 al 3%. Queste ultime comprendevano a metà 2006 \$30 miliardi di titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*, ABS), fra cui probabilmente strumenti assistiti da ipoteche che non soddisfacevano gli standard previsti dalle agenzie governative di credito ipotecario.

Da metà 2006 l'aumento della quota dei titoli di agenzie federali a scapito di quelli del Tesoro si è fatto più pronunciato, come emerge con forza dai dati di flusso mensili, che possono tuttavia sottostimare gli acquisti ufficiali rilevati successivamente dalle indagini sulle consistenze. Gli acquisti di titoli del Tesoro USA con cedola cumulati fino ad agosto 2007 ammontavano a \$50 miliardi, contro oltre \$125 miliardi di investimenti in obbligazioni delle agenzie federali (corretti per i rimborsi stimati in linea capitale sugli ABS). Durante le tensioni dell'agosto 2007 nei mercati le vendite ufficiali segnalate di titoli del Tesoro con cedola hanno toccato i \$30 miliardi, mentre gli investimenti ufficiali in titoli delle agenzie sono rimasti positivi, a \$2 miliardi. Gli acquisti cumulati di titoli societari potrebbero non essere stati molto inferiori a quelli di Treasuries.

Considerata l'ampiezza del dibattito riguardo a un potenziale incremento degli investimenti ufficiali esteri in strumenti azionari, stupisce rilevare quanto tale incremento sia stato modesto nei fatti. Se è pur vero che la quota di azioni statunitensi all'interno delle disponibilità ufficiali è salita dal 6 al 7%, in realtà il solo aumento delle quotazioni è sufficiente a render conto di tale incremento. Gli acquisti cumulati di titoli azionari da parte degli investitori ufficiali da metà 2006 sono stati pressoché nulli.

¹ Cfr. "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", Rassegna trimestrale BRI, marzo 2003, pagg. 39-46, e "Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti", Rassegna trimestrale BRI, settembre 2005, pagg. 61-77.

Vanno nondimeno riconosciuti i limiti di tali dati. Essi si basano, da una parte, sulle statistiche del sistema di rilevazione statunitense Treasury International Capital raccolte dalla Federal Reserve e dal Tesoro USA e, dall'altra, su quelle della BRI sui depositi all'estero di organismi ufficiali denominati in dollari USA. È noto che nessuno dei due sistemi riesce a cogliere l'insieme delle disponibilità ufficiali. Inoltre, come accennato in precedenza, nessuno dei due sistemi è concepito per individuare le disponibilità che gli investitori ufficiali detengono presso depositari fuori dagli Stati Uniti, comprese numerose emissioni ad alto rating di soggetti non statunitensi gradite agli investitori ufficiali. Infine, la definizione di organismo ufficiale adottata dal Tesoro USA comprende diversi fondi sovrani di ricchezza (*sovereign wealth fund*), non considerati ai fini della segnalazione delle riserve all'FMI, per cui le statistiche sulle riserve in dollari compilate da tale istituzione non sono perfettamente comparabili.

Ciò nonostante, le statistiche rilevano una quantità di disponibilità ufficiali in dollari a livello mondiale tale da permettere la formulazione di alcune osservazioni. Le considerazioni sull'aumento della quota relativa di disponibilità a più lungo termine non sono invalidate dai limiti summenzionati, e anzi apparirebbero forse ancora più lampanti se le statistiche rilevassero anche i titoli in dollari a lungo termine detenuti al di fuori degli Stati Uniti. Lo stesso vale per la riduzione della quota di titoli del Tesoro USA e l'incremento di quella di titoli di debito di agenzie e imprese. Infine, le disponibilità ufficiali rilevate di azioni USA non evidenziano per ora un aumento significativo della ricerca di rendimento azionario e della corrispondente propensione al rischio da parte degli investitori ufficiali.

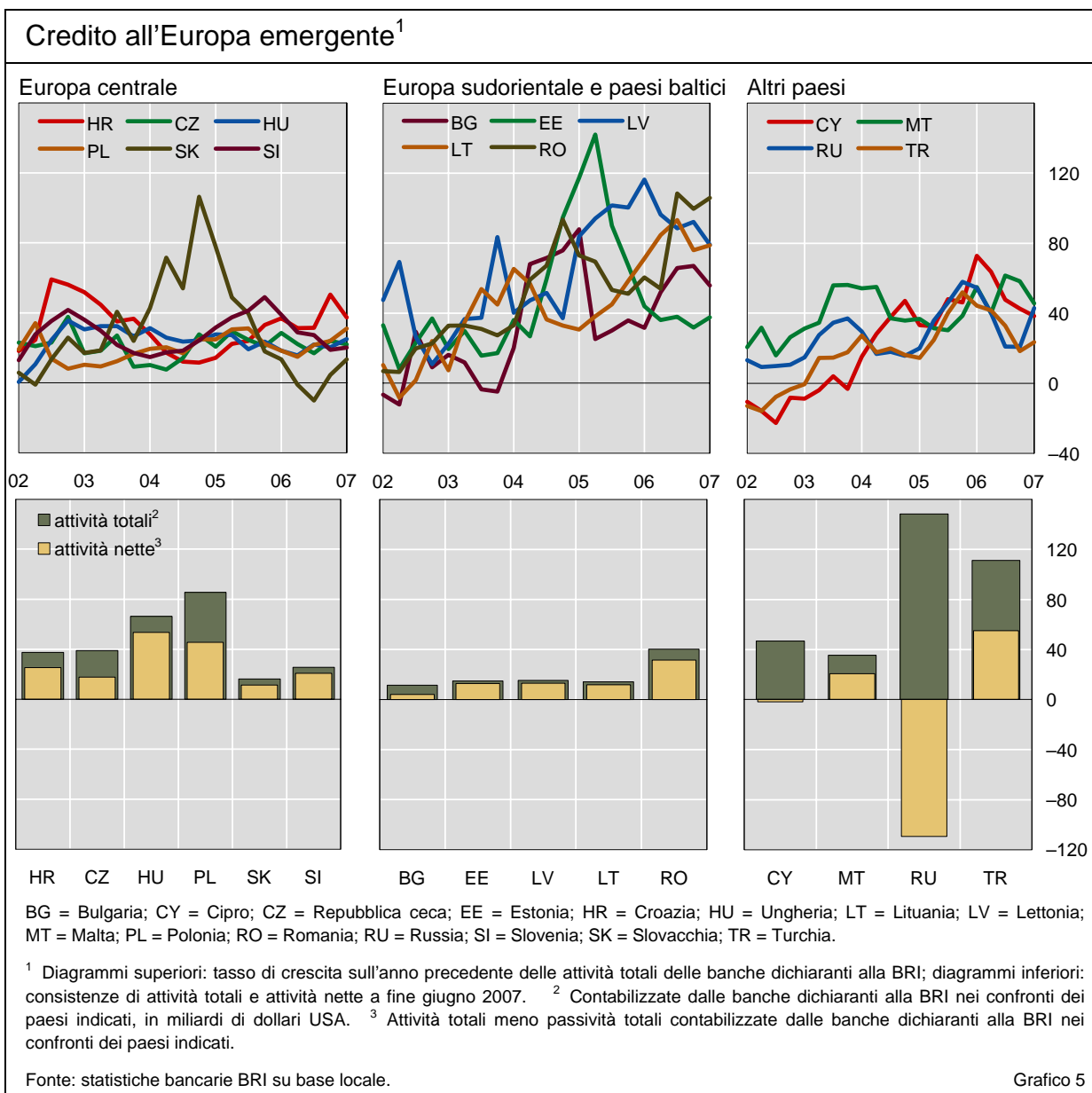
Composizione per strumenti delle disponibilità ufficiali in dollari USA

In miliardi di dollari USA e in percentuale

| | A breve termine | A lungo termine ¹ | Totale | A breve termine | A lungo termine ¹ | Totale |
|--|------------------|------------------------------|----------------|------------------|------------------------------|----------------|
| | Fine giugno 2004 | | | Fine giugno 2006 | | |
| | | | | | | |
| Titoli del Tesoro | 249 | 923 | 1 172 | 188 | 1 213 | 1 401 |
| Altre attività | 635 | 434 | 1 069 | 803 | 846 | 1 649 |
| Pronti contro termine e depositi negli Stati Uniti | 141 | | | 195 | | |
| <i>Commercial paper</i> e certificati di deposito negli Stati Uniti | 93 | | | 125 | | |
| Depositi al di fuori degli Stati Uniti | 401 | 37 | | 483 | 62 | |
| Titoli di agenzie federali | | 216 | | | 473 | |
| Obbligazioni societarie | | 47 | | | 96 | |
| Titoli azionari | | 134 | | | 215 | |
| Totale | 884 (39,4) | 1 357 (60,6) | 2 241 (100) | 991 (32,5) | 2 059 (67,5) | 3 050 (100) |
| <i>Per memoria: quota di titoli del Tesoro all'interno delle attività rilevate</i> | 28,2 | 68,0 | 52,3 | 19,7 | 59,4 | 45,9 |
| <i>Totale delle riserve in dollari USA segnalate all'FMI</i> | | | 1 643 | | | 1 999 |

¹ In base alla scadenza originaria. In base alla durata residua la quota era invece pari al 51,7 e 59,6% rispettivamente a fine giugno 2004 e a fine giugno 2006.

Fonti: i dati relativi a titoli del Tesoro USA e delle agenzie federali, obbligazioni societarie e titoli azionari provengono da Dipartimento del Tesoro USA, Federal Reserve Bank di New York e Board of Governors del Federal Reserve System, *Report on foreign portfolio holdings of US securities as of June 30, 2004* (2006) e *Report on foreign portfolio holdings of US securities at end-June 2006* (maggio 2007). I dati sui depositi e gli strumenti del mercato monetario negli Stati Uniti sono tratti da BEA, *International Transactions*, tabella 4 (altresi reperibile in *US Treasury Bulletin*, tabelle CM-1-2 e IFS-2). I dati sui depositi al di fuori degli Stati Uniti sono stimati a partire da: *Rassegna trimestrale BRI*, tabella 5C, SDDS giapponese per i mesi di giugno 2004 e 2006 e *Relazione annuale* della BRI. La definizione di organismi ufficiali adottata dal Tesoro USA, comprendente i fondi di investimento nazionali di sponsorizzazione governativa ("national government-sponsored investment funds", pag. 10), potrebbe essere più ampia di quelle adottate da BRI e FMI. I dati dell'FMI sono tratti da COFER.



ufficiali complessive, pari al 65%⁸. Per una trattazione del ruolo dei depositi all'estero nella gestione delle riserve valutarie ufficiali, si veda il riquadro 2.

I prestiti bancari transfrontalieri all'Europa emergente hanno segnato un'accelerazione considerevole negli ultimi cinque anni (grafico 5). Le attività totali delle banche dichiaranti alla BRI verso la regione ammontano attualmente a \$727 miliardi⁹, e sono cresciute del 39% sull'anno precedente. Lo stock più

... grazie alla rapida crescita dei prestiti all'Europa emergente

⁸ Le statistiche dell'FMI sulle riserve valutarie ufficiali (COFER) segnalano che le riserve totali delle quali è nota la composizione valutaria ammontano a \$3,65 trilioni, di cui \$2,37 trilioni sono denominati in dollari USA (dati provvisori per il secondo trimestre 2007). Le passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle istituzioni monetarie ufficiali per le quali è nota la composizione valutaria ammontano a \$1,3 trilioni, di cui \$714 miliardi in dollari e \$381 miliardi in euro.

⁹ Tale percentuale si riferisce alle attività bancarie transfrontaliere verso i paesi dell'Europa orientale, comprese Russia, Turchia e Slovenia (al netto di questi paesi le attività totali ammontano a \$464 miliardi). Tuttavia, le attività estere totali verso la regione sono ancora più cospicue (\$1 171 miliardi, in base alle statistiche bancarie consolidate BRI), essendo

ingente di attività in essere è nei confronti di Russia e Turchia, le principali economie della regione. Tuttavia, su base *netta* le attività risultano notevolmente inferiori (\$189 miliardi), dato che la regione detiene anche cospicui depositi all'estero, fra cui spiccano in particolare quelli russi (\$258 miliardi).

Sebbene all'interno della regione vi sia una grande diversità dovuta a una serie di specificità nazionali, è possibile formulare alcune osservazioni generali a livello subregionale¹⁰. I paesi dell'Europa centrale (grafico 5, diagrammi di sinistra) detengono un ammontare maggiore di passività in essere verso le banche internazionali rispetto a quelli dell'Europa sudorientale, in parte a causa del loro stadio più avanzato di finanziarizzazione. Per contro, questi ultimi paesi e gli Stati baltici, pur partendo da un livello inferiore, attraggono finanziamenti esteri a un ritmo più sostenuto (grafico 5, diagrammi centrali). La crescita dei crediti transfrontalieri nei loro confronti si collocava fra il 40 e il 100% annuo a fine giugno 2007. Fra i fattori che hanno contribuito a questo andamento figurano il recente ingresso nell'Unione europea (Bulgaria e Romania), la stabilità del tasso di cambio dovuta ai regimi di *currency board* (Stati baltici e Bulgaria) e, in alcuni casi, le emigrazioni temporanee all'estero che danno luogo a rimesse.

Statistiche bancarie consolidate

Espansione trainata dalle banche tedesche, francesi e statunitensi

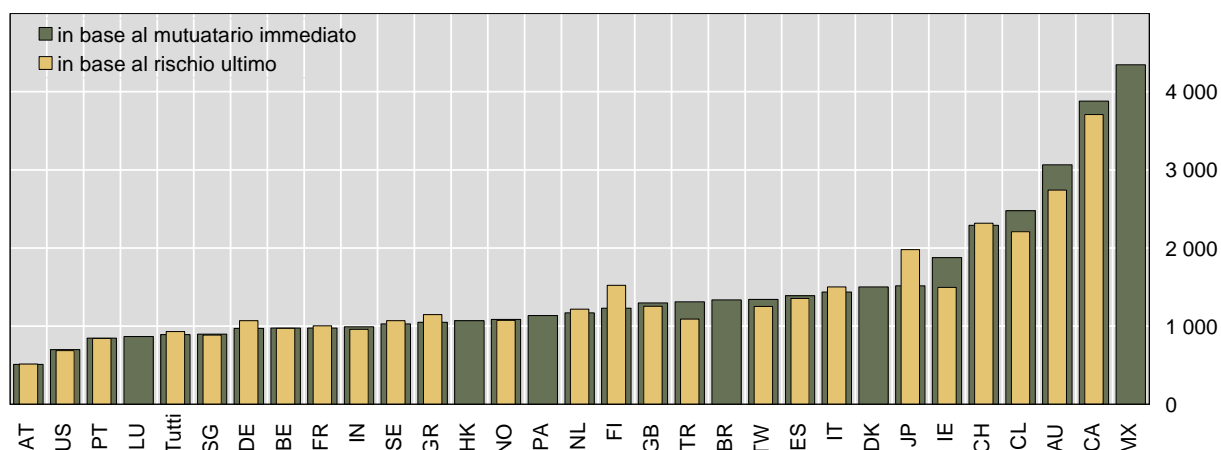
Le statistiche bancarie consolidate, che si basano sulla nazionalità della banca dichiarante e compensano le posizioni intragruppo, evidenziano un'espansione complessiva delle attività estere nel *secondo trimestre 2007*, salite a \$31 trilioni in base al mutuatario immediato (MI) e a \$26 trilioni in base al rischio ultimo (RU)¹¹. Un'ampia quota dell'espansione (MI) è ascrivibile alle banche con sede in Germania (21%), Francia (18%) e Stati Uniti (16%), con oltre \$200 miliardi di nuovi crediti per ciascun paese, seguite da quelle con sede in Giappone (7,7%) e nei Paesi Bassi (6,5%). Per quanto riguarda le garanzie e gli impegni (RU), questi ultimi hanno continuato a crescere a un tasso annuo del 32%, portandosi a \$4,7 trilioni in essere. Tuttavia, le passività eventuali hanno superato le attività: sono state concesse garanzie a un tasso annualizzato del 77%, portandone lo stock a \$5,7 trilioni, principalmente da parte di banche statunitensi, svizzere, francesi e britanniche.

comprehensive delle attività *locali* delle banche estere. Il sistema bancario della regione evidenzia nel complesso un grado elevato di proprietà estera.

¹⁰ Cipro e Malta andrebbero considerati separatamente per il loro ruolo di centri bancari "di transito" (*entrepôt*).

¹¹ Le statistiche consolidate in base al rischio ultimo differiscono da quelle in base al mutuatario immediato in quanto tengono conto dei trasferimenti netti di rischio relativi alle garanzie personali e reali. Mentre i dati su base MI sono segnalati dalle banche di 30 paesi e comprendono le posizioni delle banche estere residenti, i dati su base RU sono trasmessi dalle banche di 24 paesi.

Concentrazione dei portafogli di esposizioni in base al paese¹



¹ Per le banche di ciascuna nazionalità il portafoglio qui considerato è costituito dalle rispettive attività estere complessive a fine giugno 2007. Le quote corrispondono agli impieghi esteri verso i singoli paesi in percentuale del valore di tutte le attività estere in portafoglio. Il grado di concentrazione di quest'ultimo è misurato dall'indice Herfindahl, dato dalla somma dei quadrati delle quote.

Tutti = insieme dei paesi dichiaranti; AT = Austria; AU = Australia; BE = Belgio; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; DE = Germania; DK = Danimarca; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; GR = Grecia; HK = Hong Kong SAR; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; LU = Lussemburgo; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; NO = Norvegia; PA = Panama; PT = Portogallo; SE = Svezia; SG = Singapore; TR = Turchia; TW = Taiwan, Cina; US = Stati Uniti. Sei giurisdizioni, ossia Brasile, Danimarca, Hong Kong SAR, Lussemburgo, Messico e Panama, non forniscono dati bancari consolidati in base al rischio ultimo.

Fonte: statistiche bancarie internazionali consolidate della BRI.

Grafico 6

Gli ingenti afflussi di fondi ai mercati emergenti rilevati dalle statistiche su base locale trovano riscontro in un aumento consistente delle attività estere su base consolidata. Gli impieghi esteri verso i mercati emergenti sono aumentati di oltre \$300 miliardi, di cui Europa e Asia si sono aggiudicate un terzo ciascuna, mentre l'America latina ha ricevuto il 22% e l'Africa e Medio Oriente il 12% (MI). La quota dei mercati emergenti nei portafogli delle banche dichiaranti è aumentata, in un solo trimestre, dall'11,2 all'11,8% (MI) e dall'11 al 12,5% (RU), mentre si collocava al 9,6% (MI) nel 2004. Fra le banche dei 24 paesi che segnalano le esposizioni in base al rischio ultimo, il volume maggiore di attività estere verso i mercati emergenti è stato accumulato dagli istituti di Regno Unito e Stati Uniti, rispettivamente con \$507 e 454 miliardi, seguiti da quelli francesi, spagnoli, tedeschi, austriaci, olandesi e svizzeri, con esposizioni in ciascun caso comprese fra i \$200 e 300 miliardi. In percentuale del loro portafoglio di attività estere è degna di nota l'esposizione verso i mercati emergenti delle banche greche (71%) e austriache (49%). A titolo di confronto, gli istituti con sede nei mercati emergenti presentano un'esposizione relativamente modesta verso gli altri mercati emergenti (12,5% MI, 14,7% RU)¹².

La crescita delle esposizioni verso i mercati emergenti ...

L'allocazione di un'ampia quota del portafoglio ai mercati emergenti non comporta tuttavia necessariamente un'elevata concentrazione nei confronti dei singoli paesi. Il grafico 6 mostra una misura della concentrazione dei portafogli

... non produce effetti di rilievo sul grado di concentrazione dei portafogli

¹² I mercati emergenti che segnalano le statistiche bancarie consolidate sono Cile, India, Taiwan (Cina) e Turchia (MI e RU), nonché Messico e Brasile (MI).

per le banche di 30 giurisdizioni¹³. Gli istituti greci e austriaci presentano una concentrazione piuttosto bassa a livello di paese, avendo un'esposizione diversificata fra molte economie emergenti. Analogamente, le banche con i portafogli internazionali più cospicui, in particolare quelle tedesche, britanniche, francesi, olandesi, giapponesi e statunitensi (ma con la principale eccezione delle banche svizzere), tendono a evidenziare una concentrazione moderata. Si riscontra invece un grado più elevato di concentrazione in presenza di un paese confinante importante. I portafogli internazionali delle banche messicane e canadesi sono costituiti per il 61 e 65% rispettivamente da crediti nei confronti di soggetti statunitensi, mentre quelli delle banche australiane contengono un 47% di attività verso residenti della Nuova Zelanda.

¹³ Questa misura rileva il grado di concentrazione unicamente sulla base del valore delle attività allocate ai singoli paesi, senza effettuare considerazioni di rischio o di rating.