

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 terzo trimestre 2007, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e degli strumenti derivati negoziati in borsa sono invece relative al quarto trimestre 2007.

Il mercato bancario internazionale

L'attività bancaria internazionale ha continuato a espandersi nel terzo trimestre 2007, in un contesto di crescenti tensioni nei mercati finanziari mondiali. Le tre sezioni seguenti analizzano gli andamenti nel mercato interbancario sulla base delle tre serie statistiche sull'attività bancaria internazionale raccolte dalla BRI. La prima sezione rileva i movimenti nel trimestre più recente, con particolare riferimento all'attività presso le banche situate nel Regno Unito. La seconda studia l'evoluzione del fabbisogno di finanziamento in dollari USA delle banche internazionali. I dati mostrano che dal 2000 gli istituti europei hanno mutuato in misura crescente fondi da altre banche per finanziare le loro sempre maggiori posizioni lunghe nette nei confronti di soggetti non bancari, il che potrebbe aver contribuito ai problemi intervenuti nel mercato interbancario allorché il rifinanziamento è diventato più problematico. La terza sezione prende in esame le esposizioni interbancarie bilaterali di vari sistemi bancari nazionali utilizzando le statistiche consolidate della BRI. In rapporto al patrimonio di vigilanza di base, le esposizioni interbancarie internazionali risultano significativamente diverse a seconda del sistema bancario, risultando generalmente superiori in Europa che negli Stati Uniti.

I flussi internazionali e il mercato interbancario di Londra

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a crescere nel terzo trimestre 2007. Gli impieghi totali sono aumentati di

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

\$1,1 trilioni, portandosi a \$32 trilioni. L'espansione delle attività interbancarie ha concorso per \$661 miliardi all'incremento complessivo, malgrado l'aggravarsi della stretta di liquidità in vari segmenti del mercato. Nei trimestri recenti il tasso di espansione del credito bancario internazionale ha raggiunto i massimi degli ultimi vent'anni. La crescita sull'anno precedente delle attività totali, che è andata costantemente aumentando dal 2002, ha toccato il 22% nell'ultimo trimestre, un livello non più osservato da prima dell'ondata di forti vendite nel mercato azionario nel 1987. Come esaminato in maniera più dettagliata nel riquadro alle pagine 9-11, in passato i rallentamenti economici e gli episodi di turbolenza finanziaria sono stati spesso preceduti da periodi di maggiore espansione del credito bancario internazionale, in particolare nel segmento interbancario.

I diagrammi superiori del grafico 1 riportano i flussi netti di fondi intermediati dal sistema bancario internazionale nel terzo trimestre 2007. Il flusso netto maggiore (\$172 miliardi), rappresentato dalla freccia più grande, è stato quello diretto dagli Stati Uniti verso il Regno Unito ed è risultato in parte dalle variazioni delle posizioni interbancarie (diagramma in alto a destra). Le attività transfrontaliere in dollari USA contabilizzate da banche negli Stati Uniti verso banche nel Regno Unito sono cresciute di \$89 miliardi, alimentando il flusso interbancario netto totale stimato, pari a \$71 miliardi. Le statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità, che non forniscono una scomposizione per paese destinatario, indicano che tale andamento si deve in ampia misura all'attività intragruppo delle banche britanniche².

Anche le variazioni delle posizioni nei confronti di soggetti non bancari hanno contribuito al trasferimento netto complessivo di fondi dagli Stati Uniti al Regno Unito (grafico 1, diagramma in alto a sinistra)³. Le banche in quest'ultimo paese hanno ridotto gli impieghi verso i soggetti non bancari negli Stati Uniti di \$26 miliardi, con una diminuzione sia dei prestiti (\$39 miliardi) sia delle partecipazioni azionarie (\$23 miliardi)⁴. Ciò ha concorso alla prima flessione significativa (\$56 miliardi) delle loro attività nette verso tali mutuatari, che erano costantemente cresciute dal 2002. Nel complesso, si stima che gli impieghi netti delle banche nel Regno Unito (isole comprese) verso soggetti non bancari (in tutto il mondo) siano aumentati di \$1 trilione da fine 1999,

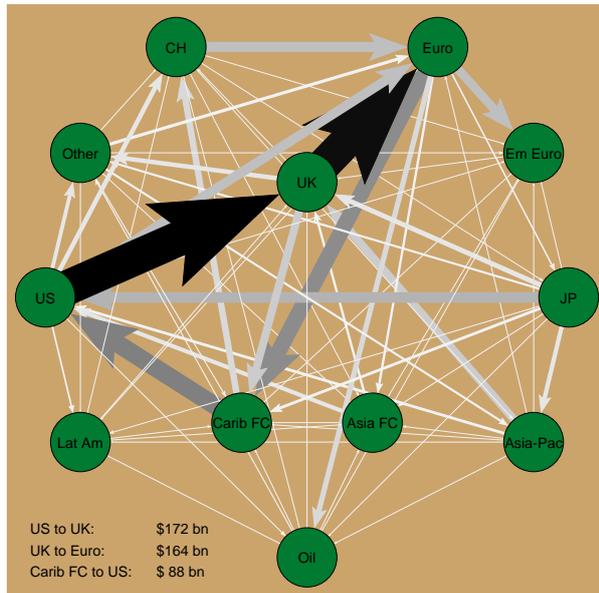
² I dati segnalati dagli Stati Uniti rilevano un incremento di \$72 miliardi nelle attività intragruppo contabilizzate dalle banche britanniche situate in questo paese nei confronti di altre affiliate estere.

³ Tali posizioni comprendono i prestiti a imprese e società finanziarie non bancarie, nonché gli investimenti in titoli di debito e titoli azionari. Per l'insieme dei paesi dichiaranti, le attività a fronte di titoli di debito emessi da soggetti non bancari sono cresciute da \$1,2 trilioni (pari al 35% delle attività totali verso questo gruppo di mutuatari) nel primo trimestre 2000 a \$4,3 trilioni (37%) nel terzo trimestre 2007.

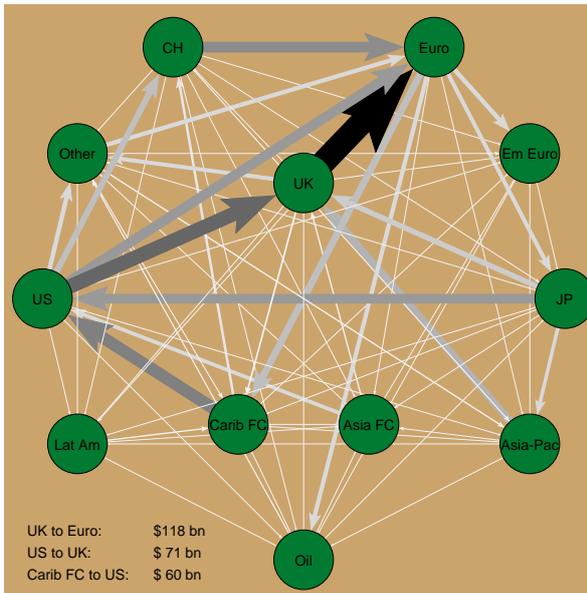
⁴ Ciò è stato parzialmente compensato dai maggiori investimenti in titoli di debito (\$37 miliardi), dovuti probabilmente a una crescente preferenza per i titoli del Tesoro USA. Sebbene non sia possibile rilevarli con precisione, le statistiche bancarie consolidate della BRI indicano che gli impieghi verso il settore pubblico statunitense contabilizzati dalle banche britanniche, francesi e tedesche sono aumentati in aggregato di \$71 miliardi.

Flussi netti di fondi attraverso il sistema bancario internazionale¹

Flussi netti totali² durante il 3° trimestre 2007

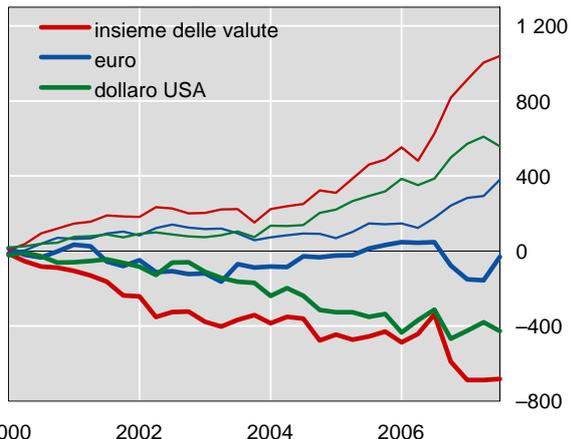


Flussi netti interbancari² durante il 3° trimestre 2007

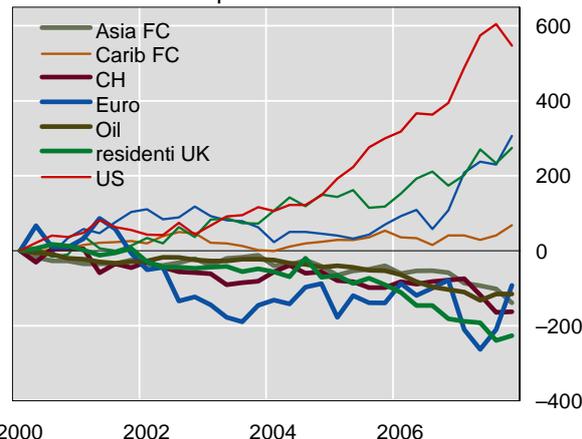


Flussi netti cumulati transitati per le banche nel Regno Unito³

In base alla valuta e al settore



In base alla controparte e al settore



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; Lat Am = Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù; Oil = Stati membri dell'OPEC (esclusa l'Indonesia), più la Russia; Other = Australia, Canada, Danimarca, Nuova Zelanda, Norvegia e Svezia; UK = Regno Unito, Guernsey, Isola di Man e Jersey; US = Stati Uniti.

¹ Flussi corretti per gli effetti di cambio, espressi ai tassi di cambio costanti di fine terzo trimestre 2007. ² Lo spessore delle frecce è proporzionale all'ammontare di flussi bancari netti fra paesi/gruppi di paesi ed è comparabile da un diagramma all'altro. Una freccia che punta da A verso B indica che i flussi netti in quella stessa direzione sono positivi. I flussi netti sono calcolati come attività interbancarie nette (attività meno passività) delle banche situate in A verso quelle situate in B, più attività nette delle banche situate in A nei confronti dei soggetti non bancari residenti in B, meno attività nette delle banche situate in B verso i soggetti non bancari residenti in A. (Quest'ultima componente non viene rilevata qualora B non rientri fra i paesi dichiaranti). Il grafico non riporta i flussi intraregionali né il credito erogato sull'interno dalle banche dichiaranti a favore di residenti. Cfr. inoltre P. McGuire e N. Tarashev, "Rilevamento dei flussi bancari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2006. ³ Secondo la definizione sopra riportata, in miliardi di dollari USA. Le linee spesse si riferiscono ai flussi netti interbancari, quelle sottili ai flussi netti nei confronti di soggetti non bancari.

Fonte: statistiche bancarie internazionali BRI su base locale per residenza.

Grafico 1

denominati per la maggior parte in dollari USA⁵. Allo stesso tempo, le loro passività nette verso il settore bancario sono cresciute di un ammontare comparabile, dando luogo alla trasformazione settoriale illustrata nel grafico 1 (diagramma in basso a sinistra)⁶. Le crescenti passività nette verso le banche in Svizzera, nell'area dell'euro, nei centri offshore asiatici e nei paesi esportatori di petrolio sono state probabilmente impiegate per finanziare le attività nette verso i soggetti non bancari, principalmente negli Stati Uniti (grafico 1, diagramma in basso a destra).

Raccolta in dollari USA nel mercato interbancario

La trasformazione settoriale in atto presso le banche a Londra è esaminata in maniera più dettagliata nella presente sezione, dove si cerca di individuare i sistemi bancari nazionali interessati da questo processo. Stando a quanto segnalato dagli osservatori, le banche europee avrebbero avuto difficoltà nell'ottenere finanziamenti in dollari USA al crescere delle tensioni nel mercato interbancario nella seconda metà del 2007. Le statistiche BRI su base locale *per nazionalità* consentono di ricostruire (in parte) i bilanci globali delle banche di una data nazionalità, fornendo quindi alcune indicazioni, per quanto incomplete, sul loro fabbisogno di finanziamento netto in una particolare valuta⁷.

Nel complesso, tali dati segnalano differenze significative nella configurazione della raccolta internazionale delle banche europee e statunitensi. I diagrammi superiori del grafico 2 raffigurano – fornendone una scomposizione per settore – le attività nette aggregate contabilizzate da dipendenze di banche statunitensi ed europee situate in vari paesi dichiaranti (dettagliati nei diagrammi inferiori)⁸. Dal diagramma in alto a sinistra si evince che le banche statunitensi hanno mutuato dollari USA da soggetti non bancari e li hanno diretti verso banche non affiliate per il tramite del mercato interbancario. Nel terzo trimestre 2007 le loro attività nette totali verso altre banche (escluse le attività intragruppo) avevano raggiunto \$442 miliardi, dai livelli pressoché nulli del 1999.

Le banche statunitensi convogliano dollari verso il mercato interbancario ...

⁵ Su base lorda, le banche nel Regno Unito hanno segnalato nel terzo trimestre 2007 \$3 trilioni di attività verso soggetti non bancari, denominate per circa la metà in dollari USA.

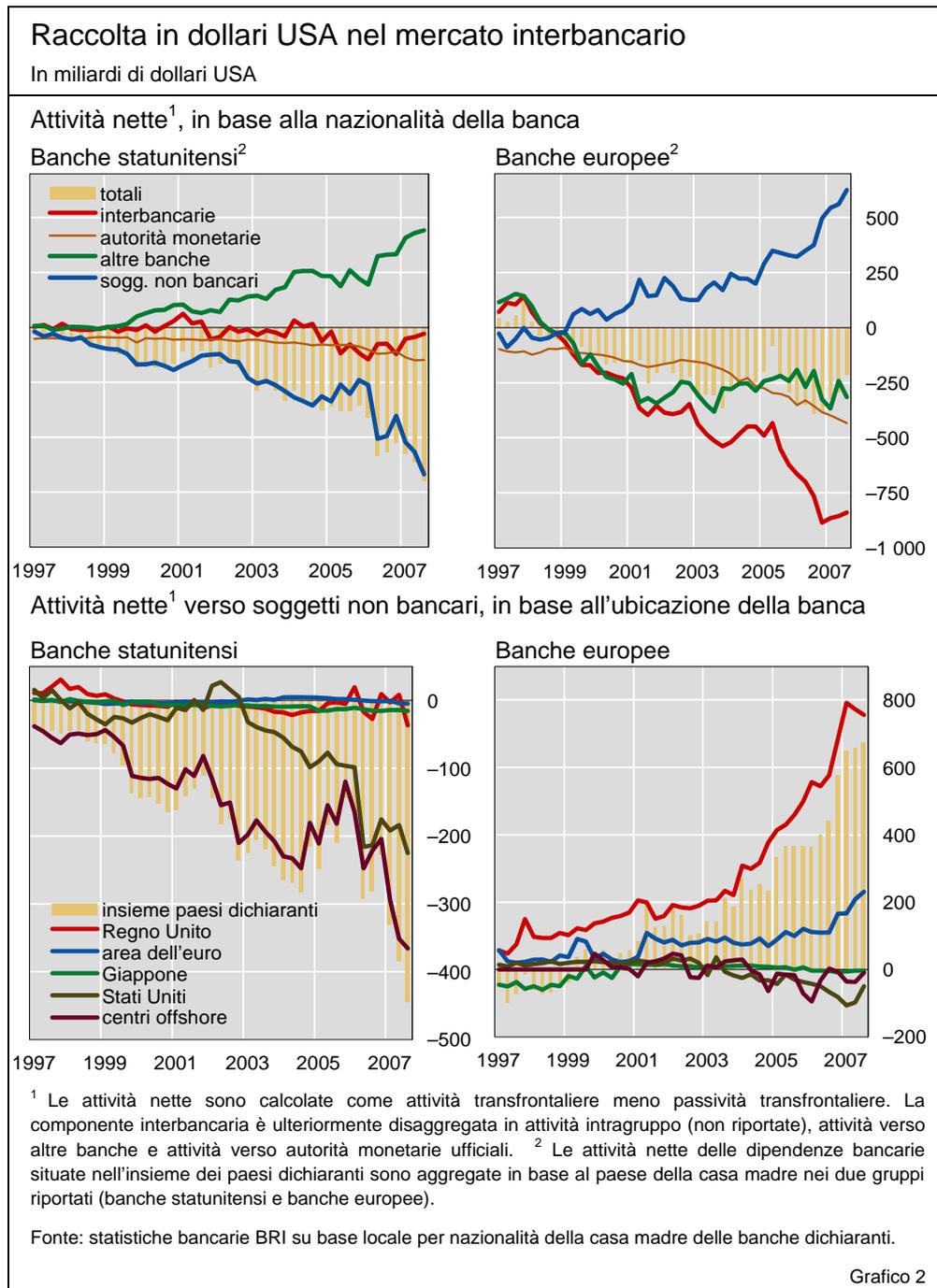
⁶ Le passività verso le banche includono le posizioni verso proprie dipendenze, verso altre banche e verso autorità monetarie ufficiali. Le statistiche BRI permettono di distinguere fra le posizioni interbancarie non garantite e quelle garantite (pronti contro termine).

⁷ Le *statistiche BRI su base locale per nazionalità* forniscono una scomposizione delle posizioni transfrontaliere totali (in tutte le valute) delle banche e delle posizioni nei confronti di residenti (in valuta estera) in base alla *nazionalità della casa madre* in ogni paese dichiarante. Le posizioni sono ulteriormente disaggregate per settore (soggetti non bancari, altre banche, intragruppo) e per valuta, ma non per paese destinatario.

⁸ Questi dati andrebbero interpretati con cautela poiché non comprendono le attività in dollari USA verso residenti contabilizzate dalle dipendenze negli Stati Uniti e le attività verso l'insieme delle controparti contabilizzate dalle dipendenze situate nei paesi non dichiaranti. Le cifre presentate nel grafico 2 con riferimento alle attività nette verso "altre banche" escludono i prestiti intragruppo. Tuttavia, le posizioni in dollari USA segnalate da Francia e Germania non distinguono le attività verso altre banche dalle posizioni intragruppo e sono pertanto classificate integralmente come posizioni nei confronti di "altre banche".

... per finanziare l'investimento delle banche europee in attività di soggetti non bancari

Nello stesso tempo, le banche europee hanno mutuato fondi da altre banche per finanziare le proprie attività in dollari USA verso soggetti non bancari (grafico 2, diagramma in alto a destra). Dal 1997 le loro passività nette nei confronti del settore bancario, che includono sia i prestiti non garantiti sia le operazioni pronti contro termine, sono cresciute a oltre \$800 miliardi, di cui gran parte nei confronti di banche non affiliate e autorità monetarie ufficiali. Le banche europee hanno erogato una parte sostanziale dei crediti verso soggetti non bancari a partire dalle loro dipendenze a Londra (grafico 2, diagramma in basso a destra); gli aumenti maggiori delle attività nette sono stati registrati dalle banche britanniche e tedesche e, in misura minore, da quelle olandesi e

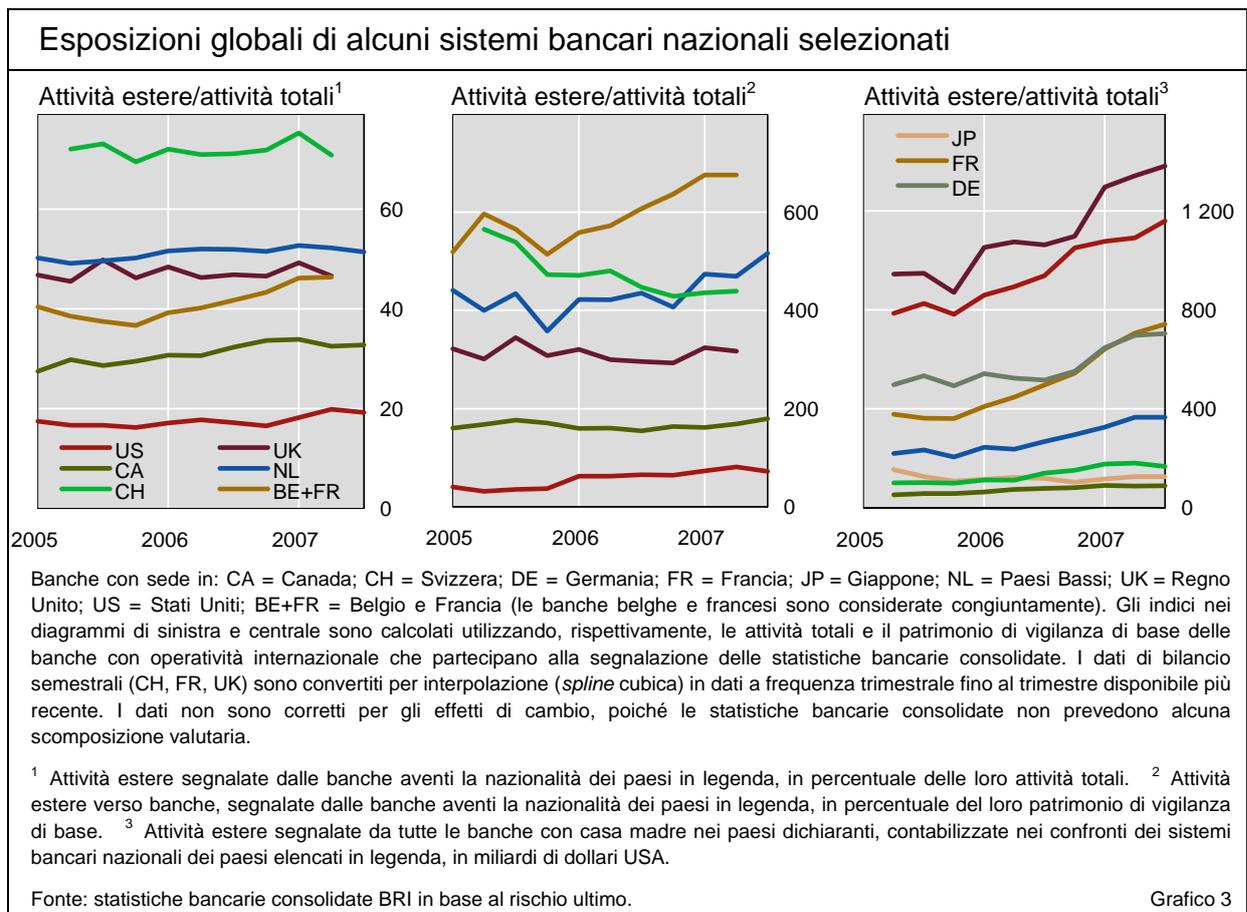


svizzere. Gli impieghi netti in dollari delle banche tedesche verso soggetti non bancari sono cresciuti da \$50 miliardi nel 2000 a \$463 miliardi nel trimestre più recente.

Le diverse posizioni delle banche statunitensi ed europee indicano che queste ultime presentano esigenze relativamente elevate di finanziamento in dollari, il che potrebbe aiutare a comprendere la stretta di liquidità nel mercato interbancario durante la seconda metà del 2007. I crediti interbancari tendono a essere a breve termine, mentre gli investimenti delle banche verso soggetti non bancari hanno scadenze varie. Per quanto il rischio connesso con tale disallineamento possa essere stato coperto, l'accumulo di passività interbancarie in dollari da parte delle banche europee, probabilmente destinato a finanziare gli impieghi verso soggetti non bancari denominati nella stessa moneta, potrebbe averle portate a rifinanziarsi nel mercato interbancario a una frequenza difficile da mantenere allorché si sono intensificate le tensioni di mercato.

Esposizioni interbancarie globali

Dopo la trattazione sul rischio di rifinanziamento e di liquidità, la presente sezione esamina il rischio di controparte nel mercato interbancario. A tal fine, le statistiche consolidate della BRI in base al rischio ultimo (RU) forniscono informazioni utili a livello dei sistemi bancari nazionali, relativamente alle



posizioni sia transfrontaliere sia locali⁹. Questi dati possono essere utilizzati per rilevare le esposizioni *bilaterali* dei sistemi bancari nazionali (indipendentemente dall'ubicazione delle dipendenze bancarie), offrendo indicazioni sulla struttura complessiva delle esposizioni interbancarie mondiali all'inizio del periodo di turbolenza.

Le esposizioni sull'estero possono essere rilevanti in rapporto alle attività totali ...

L'entità delle esposizioni sull'estero differisce considerevolmente a seconda del sistema bancario. Le attività estere delle banche britanniche e tedesche (su base RU) sono le più ingenti, collocandosi in entrambi i paesi a \$4,1 trilioni, seguite da quelle delle banche francesi (\$3,2 trilioni), svizzere, olandesi e giapponesi (oltre \$2 trilioni per paese) e statunitensi (\$1,7 trilioni). Rapportando tali esposizioni agli impieghi totali delle banche (compresi quelli sull'interno) si ottiene una misura più facilmente comparabile per valutare la rilevanza dell'attività internazionale dei diversi sistemi bancari nazionali (grafico 3, diagramma di sinistra). In base a tale misura, le esposizioni sull'estero risultano relativamente stabili, ma variano notevolmente a seconda del sistema bancario. Ad esempio, le attività estere rappresentano meno del 20% degli impieghi totali delle banche statunitensi, il 30-50% di quelli delle banche canadesi, britanniche, belghe e francesi e oltre il 50% di quelli delle banche svizzere e olandesi.

... e al patrimonio di vigilanza di base

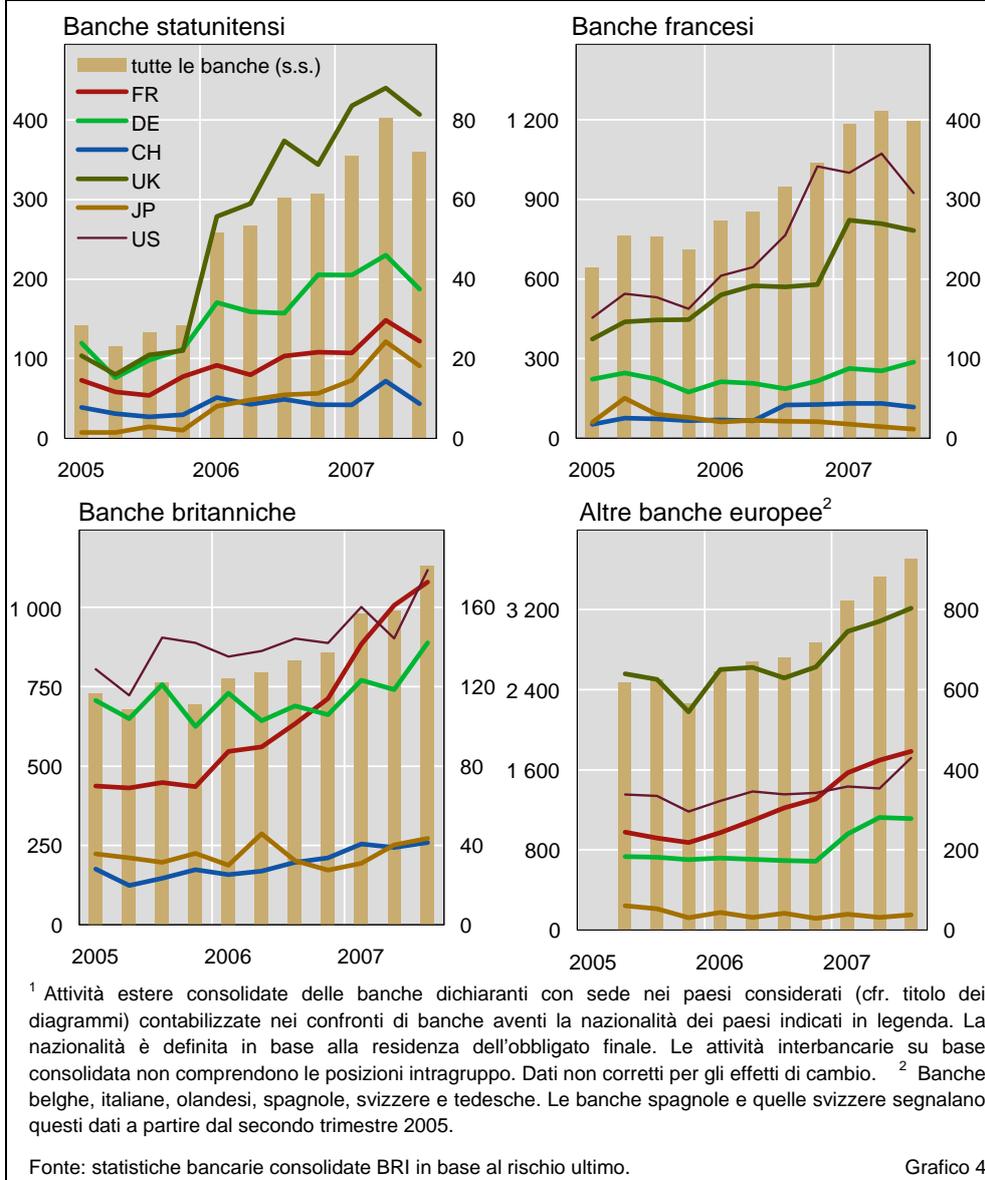
Le esposizioni delle banche verso altri sistemi bancari costituiscono una quota significativa di quelle sull'estero totali. In rapporto al patrimonio di vigilanza di base, le esposizioni interbancarie delle banche statunitensi sono relativamente esigue, pari a circa il 72%, benché in rialzo rispetto al 40% del 2005 (grafico 3, diagramma centrale). All'estremo opposto si situano le banche belghe e francesi, le cui esposizioni interbancarie internazionali complessive ammontano a quasi sette volte il patrimonio di base, seguite dagli istituti olandesi e svizzeri con un'esposizione di oltre quattro volte tale patrimonio.

Dal 2005 le banche hanno accumulato posizioni sempre più ingenti nei confronti di alcuni sistemi bancari nazionali. Le attività estere verso le banche statunitensi, segnalate dagli istituti con sede al di fuori degli Stati Uniti, sono andate aumentando dal secondo trimestre 2005, passando da \$785 miliardi a quasi \$1,2 trilioni (grafico 3, diagramma di destra), ossia al 15% delle attività estere totali verso l'intero settore bancario. Anche gli impieghi verso le banche del Regno Unito sono cresciuti significativamente, raggiungendo quasi \$1,4 trilioni nel terzo trimestre 2007, ovvero il 18% delle attività estere totali verso banche. Le esposizioni *bilaterali* sottostanti all'origine di questi movimenti sono riportate nel grafico 4. Nel secondo trimestre 2007 gli impieghi delle banche francesi verso gli istituti statunitensi e britannici erano saliti rispettivamente a \$357 e 270 miliardi.

⁹ Le segnalazioni in base al rischio ultimo, abbinata alla scomposizione settoriale, forniscono una stima approssimativa delle esposizioni interbancarie *bilaterali* dei sistemi bancari nazionali. Ad esempio, su base RU le attività interbancarie segnalate dagli Stati Uniti verso il Regno Unito offrono una stima delle attività globali delle banche statunitensi nei confronti di quelle britanniche (piuttosto che una stima delle attività delle banche statunitensi verso gli istituti situati nel Regno Unito, com'è il caso nelle statistiche consolidate BRI in base al mutuatario immediato).

Esposizioni interbancarie bilaterali di alcuni sistemi bancari selezionati¹

In base alla nazionalità della banca, in miliardi di dollari USA



Le attività estere delle banche con sede negli Stati Uniti verso altri sistemi bancari sono aumentate in misura rilevante a partire dal 2005, e nel secondo trimestre 2007 risultavano pari a \$403 miliardi, di cui \$88 miliardi nei confronti di banche britanniche.

In alcuni segmenti del mercato interbancario nel terzo trimestre sono affiorati i primi segnali di una contrazione del credito. Le banche statunitensi hanno fortemente ridotto le esposizioni nei confronti di quasi tutti i sistemi bancari principali, che in base alle stime sarebbero scese di \$42 miliardi (grafico 4, diagramma in alto a sinistra). Si è trattato del calo più cospicuo delle attività interbancarie segnalato da tali istituti dall'introduzione delle statistiche su base RU (primo trimestre 2005), e ha avuto luogo nonostante un effetto di

Le banche USA riducono l'esposizione verso gli altri sistemi bancari

Crescita ciclica nel mercato interbancario

Patrick McGuire e Karsten von Kleist

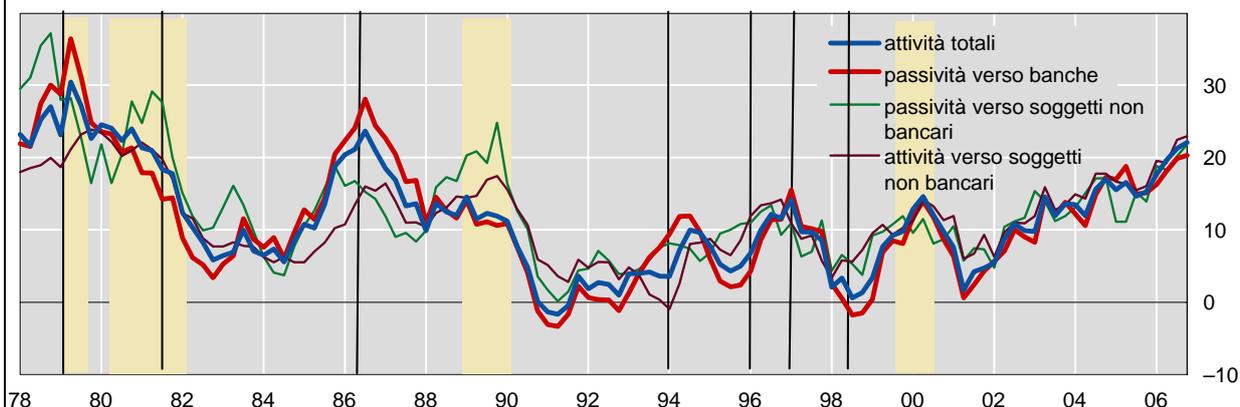
La crescita del credito bancario internazionale varia in misura significativa nel tempo. Utilizzando le statistiche bancarie BRI su base locale, il presente riquadro valuta la dinamica dell'attività bancaria internazionale nei periodi di forti tensioni nei mercati finanziari globali e di cambiamenti nell'attività economica reale di fondo. L'analisi indica che in diversi casi la crescita degli impieghi bancari internazionali è aumentata negli anni che hanno preceduto un grave shock finanziario, in particolare nel segmento del dollaro USA del mercato interbancario, per poi calare successivamente allo shock.

Le misure principali utilizzate nella presente trattazione sono i tassi di crescita sull'anno precedente delle posizioni internazionali nei bilanci delle banche dichiaranti alla BRI. Pur nella sua semplicità, un'analisi di lungo periodo di queste serie di dati fornisce un'utile indicazione dell'espansione del credito a livello internazionale nel corso del ciclo economico. Il grafico A riporta il tasso di crescita delle attività e passività internazionali totali e la relativa scomposizione settoriale¹. Le linee verticali rappresentano gli shock economici rilevanti o l'inizio di episodi di turbolenza finanziaria, mentre le aree colorate indicano i periodi di recessione negli Stati Uniti secondo la definizione del National Bureau of Economic Research.

I dati evidenziano una relazione piuttosto chiara tra questi periodi di tensioni finanziarie a livello mondiale e le principali oscillazioni della crescita sull'anno precedente delle posizioni in essere. Negli ultimi trent'anni si sono verificati cinque importanti picchi nei tassi di crescita delle attività internazionali totali delle banche. Il picco antecedente la decelerazione all'inizio del periodo in esame corrisponde al rallentamento mondiale che ha fatto seguito al secondo shock petrolifero dell'OPEC. Come illustra il diagramma superiore del grafico B, allora le banche reincanalarono i petrodollari verso le economie emergenti prima che scoppiasse la crisi debitoria latinoamericana negli anni ottanta. Il credito mondiale registrò un nuovo picco alla fine del 1987, all'epoca della forte ondata di vendite nel mercato azionario statunitense. Il diagramma inferiore del grafico B, che riporta il contributo fornito alla crescita complessiva dai sistemi bancari dichiaranti di varie nazionalità, mostra che l'incremento degli impieghi delle banche giapponesi concorse in misura significativa all'espansione complessiva durante tutti gli anni ottanta. La flessione e la successiva ripresa della crescita intorno al 1987 furono dovute perlopiù alle mutevoli dinamiche del credito delle banche statunitensi ed europee. L'espansione creditizia toccò vari massimi durante e dopo gli anni novanta, pressoché in corrispondenza della crisi del peso messicano e dell'ondata di

Crescita dell'attività bancaria internazionale¹

Variazioni sull'anno precedente, in percentuale



Le linee verticali indicano: il secondo shock petrolifero nel 1979; l'insolvenza del Messico nel 1982; la correzione dei mercati azionari nel 1987; la svalutazione del peso messicano nel 1994; la crisi finanziaria asiatica nel 1997; l'insolvenza della Russia e il dissesto di LTCM nel 1998; il picco toccato dal Nasdaq nel 2000. Le aree ombreggiate indicano le recessioni statunitensi (definizione NBER).

¹ Crescita delle attività transfrontaliere in tutte le valute e di quelle verso residenti in valuta estera contabilizzate dalle banche dichiaranti alla BRI.

Grafico A

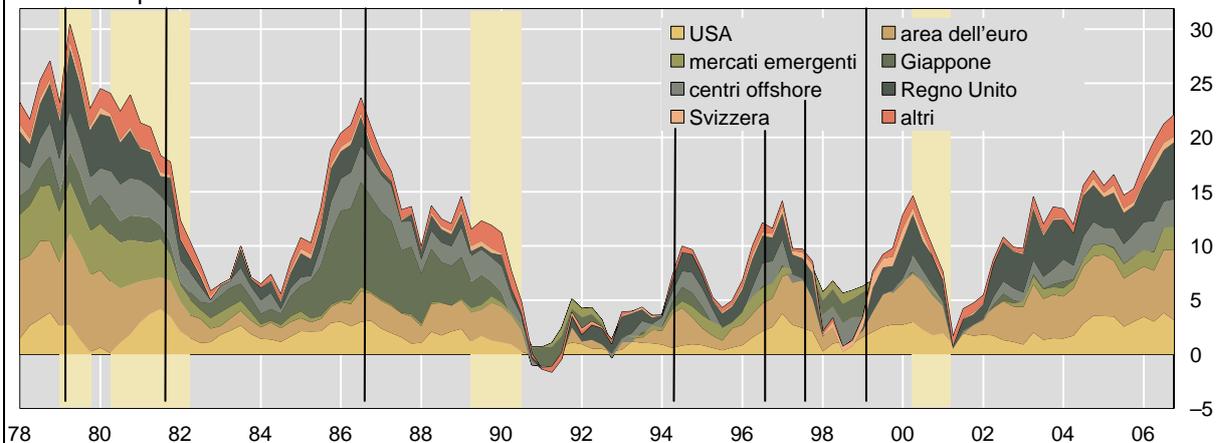
vendite nel mercato obbligazionario del 1994, della crisi finanziaria asiatica nel 1997 e dello scoppio della bolla nel settore della tecnologia nel 2000, seguita dalla recessione negli Stati Uniti. Durante questi periodi il credito ai mutuatari negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro apportò un contributo significativo alla crescita complessiva dell'attività bancaria internazionale (grafico B, diagramma superiore).

Storicamente la dinamica dell'attività *interbancaria* ha evidenziato una corrispondenza più marcata con questi periodi di tensioni finanziarie, mentre i tassi di crescita dei prestiti a favore di soggetti non bancari e della raccolta di questi ultimi hanno mostrato andamenti più variabili, come emerge dal confronto fra i vari settori riportato nel grafico A. In diversi casi, la crescita delle passività verso i soggetti non bancari è diminuita nei trimestri anteriori a un evento, anche quando la raccolta delle banche ha continuato ad aumentare.

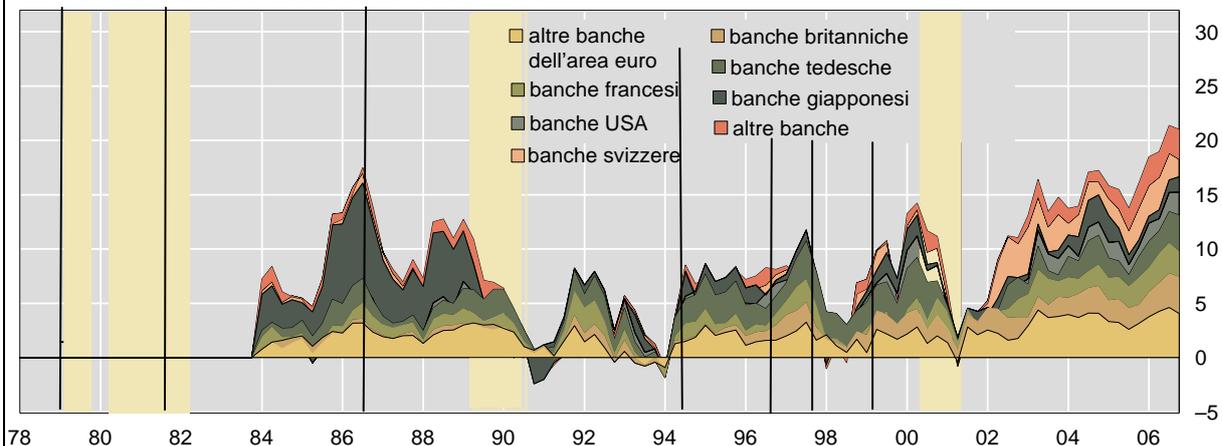
Contributi alla crescita delle attività bancarie internazionali

Variazioni sull'anno precedente, in punti percentuali

In base al paese del mutuatario¹



In base alla nazionalità della banca dichiarante²



Le linee verticali indicano: il secondo shock petrolifero nel 1979; l'insolvenza del Messico nel 1982; la correzione dei mercati azionari nel 1987; la svalutazione del peso messicano nel 1994; la crisi finanziaria asiatica nel 1997; l'insolvenza della Russia e il dissesto di LTCM nel 1998; il picco toccato dal Nasdaq nel 2000. Le aree ombreggiate indicano le recessioni statunitensi (definizione NBER).

¹ Statistiche bancarie BRI su base locale per *residenza*. ² Statistiche bancarie BRI su base locale per *nazionalità* (disponibili dal 1983). Il tasso di crescita complessiva implicito in questi dati differisce da quello del diagramma superiore in ragione di una popolazione di banche dichiaranti meno estesa e dell'esclusione delle posizioni intragruppo.

Grafico B

Nel ciclo più recente anche il credito a soggetti non bancari ha concorso all'espansione complessiva. Le attività internazionali totali delle banche sono andate crescendo a un ritmo annuo di oltre il 20% negli scorsi tre trimestri, un tasso non più osservato da metà degli anni ottanta, poco prima del crollo borsistico del 1987. Inoltre, la crescita è aumentata dal 2002, pressoché nello stesso periodo in cui gli indici più ampi dell'attività nel mercato bancario internazionale segnavano un incremento pronunciato¹⁰. Dal 2002 le attività totali verso soggetti non bancari sono salite di \$8 trilioni (a \$13,4 trilioni), ascrivibili per circa un quarto ai maggiori crediti a residenti degli Stati Uniti e per un altro quarto a quelli verso residenti dell'area dell'euro.

¹⁰ Le variazioni sull'anno precedente delle consistenze in essere sono calcolate come somma dei flussi trimestrali a cambi costanti nei trimestri da t a $t-3$, divisa per le consistenze in essere nel trimestre $t-4$. ¹¹ Ad esempio, i grafici 1 e 2 nell'articolo "Rilevamento dei flussi bancari internazionali" di McGuire e Tarashev nell'edizione del dicembre 2006 della *Rassegna trimestrale BRI* indicano che le consistenze complessive delle attività bancarie internazionali rapportate al PIL mondiale si sono mosse verso l'alto nel 2000. Un risultato analogo si ottiene rapportando le passività totali a M2.

cambio positivo¹⁰. Anche le banche svedesi hanno ridotto le loro esposizioni interbancarie sull'estero, diminuite di \$43 miliardi (-17%), di cui la metà nei confronti delle banche tedesche. Il maggiore ridimensionamento bilaterale singolo (-14%, pari a \$49 miliardi) è stato segnalato dalle banche francesi nei confronti di quelle statunitensi (grafico 4, diagramma in alto a destra).

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni nette di obbligazioni e *note* rimangono deboli

La raccolta sui mercati internazionali dei titoli di debito è rimasta fiacca nel contesto di turbolenza che ha caratterizzato i mercati finanziari. Nonostante una lieve ripresa rispetto al trimestre precedente, nel quarto trimestre 2007 l'attività di emissione si è mantenuta su livelli decisamente inferiori a quelli antecedenti la fase di tensione. I collocamenti netti di obbligazioni e *note* sono aumentati da \$399 a 487 miliardi. Il loro tasso di crescita sull'anno precedente, che dal 2000 era stato in media del 20%, è crollato al -45%, un livello persino inferiore al -23% segnato nel terzo trimestre.

Cresce la raccolta in euro

L'incremento rispetto al trimestre precedente è ascrivibile principalmente alle emissioni nette di obbligazioni e *note* in euro, aumentate da \$90 a 207 miliardi. Sono invece calati i collocamenti netti in dollari USA e in sterline, passati rispettivamente da \$221 a 203 miliardi e da \$48 a 30 miliardi. Le emissioni nette di obbligazioni e *note* in yen hanno registrato una variazione meno marcata, scendendo da \$18 a 14 miliardi. Su base lorda, i collocamenti di obbligazioni in yen da parte di emittenti non giapponesi nel mercato locale nipponico (obbligazioni "samurai") sono passati da \$3 a 5 miliardi, evidenziando un tasso di crescita del 27% sul corrispondente periodo del 2006, forse per effetto della relativa stabilità dei mercati creditizi del Giappone.

L'incremento delle emissioni in euro ha interessato diversi paesi dell'area dell'euro (grafico 5, diagramma di sinistra). La raccolta netta è passata ad esempio da \$10 a 35 miliardi in Irlanda, da \$17 a 39 miliardi in Spagna e da

¹⁰ Il deprezzamento del dollaro nel corso del trimestre tende a sovrastimare gli stock di fine periodo delle altre valute espressi in dollari.

\$12 a 30 miliardi in Francia. L'aumento osservato in questi paesi è riconducibile in prevalenza alle società finanziarie, i cui collocamenti di titoli di debito erano notevolmente diminuiti nel terzo trimestre, con l'inizio delle turbolenze nei mercati finanziari. In Germania, al contrario, la raccolta netta è rimasta negativa (-\$8 miliardi), principalmente in ragione della debole attività di emissione degli istituti finanziari pubblici; la flessione è stata comunque meno marcata rispetto ai -\$26 miliardi del trimestre precedente.

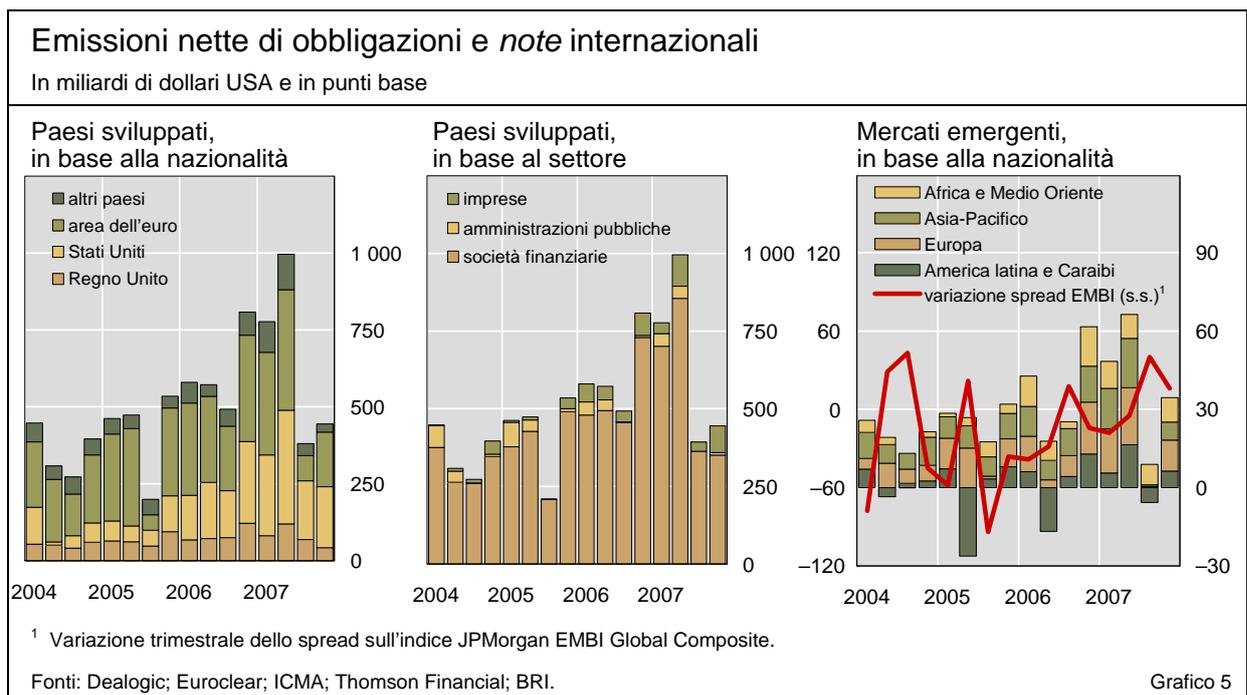
Gran parte dei paesi sviluppati al di fuori dell'area dell'euro non ha evidenziato un rialzo significativo dei collocamenti rispetto al terzo trimestre. Negli Stati Uniti e in Giappone le emissioni nette sono state pressoché uguali a quelle del trimestre precedente, mentre nel Regno Unito e in Australia sono leggermente diminuite. Un'eccezione di rilievo è rappresentata dal Canada, dove la raccolta netta è salita da \$3 a 19 miliardi, recuperando quasi interamente la caduta del terzo trimestre. Gran parte di tale aumento è ascrivibile alle società finanziarie.

In base a una scomposizione per qualità creditizia (per la quale sono disponibili solo dati lordi), tutte le categorie di rating hanno fatto registrare flessioni. I collocamenti lordi di obbligazioni AAA sono scesi dai \$283 miliardi del terzo trimestre ai \$255 miliardi del quarto, con una variazione del -31% sull'anno precedente. Le emissioni lorde di altri titoli obbligazionari di qualità bancaria (*investment grade*) e non bancaria (*non-investment grade*) sono calate rispettivamente da \$279 a 264 miliardi e da \$5 a 2 miliardi, segnando variazioni del -34 e -92% sul periodo corrispondente del 2006.

Un'analisi settoriale evidenzia per il periodo in rassegna un netto contrasto tra la raccolta delle istituzioni finanziarie e quella delle imprese. Nei paesi sviluppati i collocamenti netti di obbligazioni e *note* del primo gruppo di mutuatari sono ulteriormente diminuiti nel quarto trimestre, passando da

Si registrano flessioni in tutte le categorie di rating

Netto contrasto tra le istituzioni finanziarie e le imprese



\$363 a 351 miliardi, con un tasso di variazione sull'anno precedente del -52% (grafico 5, diagramma centrale). Il calo è ascrivibile principalmente alla flessione della raccolta delle istituzioni finanziarie private statunitensi. Per contro, le emissioni nette dei mutuatari societari sono aumentate a \$86 miliardi, dai \$30 miliardi del terzo trimestre, segnando un tasso di crescita positivo del 21% su base annua. L'espansione è derivata soprattutto dall'incremento dei collocamenti delle imprese statunitensi ed europee.

La raccolta delle economie emergenti è aumentata rispetto al terzo trimestre. Le emissioni nette di obbligazioni e *note* sono passate da \$3 a 34 miliardi, rimanendo tuttavia inferiori ai \$66 miliardi del secondo trimestre (grafico 5, diagramma di destra). Il balzo del quarto trimestre è ascrivibile alla ripresa dei collocamenti di America latina (da -\$6 a 6 miliardi), Europa emergente (da \$1 a 12 miliardi) e Asia (da \$1 a 7 miliardi). Il recupero della raccolta netta nei mercati emergenti ha coinciso con un lieve restringimento dei rispettivi spread obbligazionari, che si erano notevolmente ampliati nel terzo trimestre.

I mercati degli strumenti derivati

Netta flessione del turnover ...

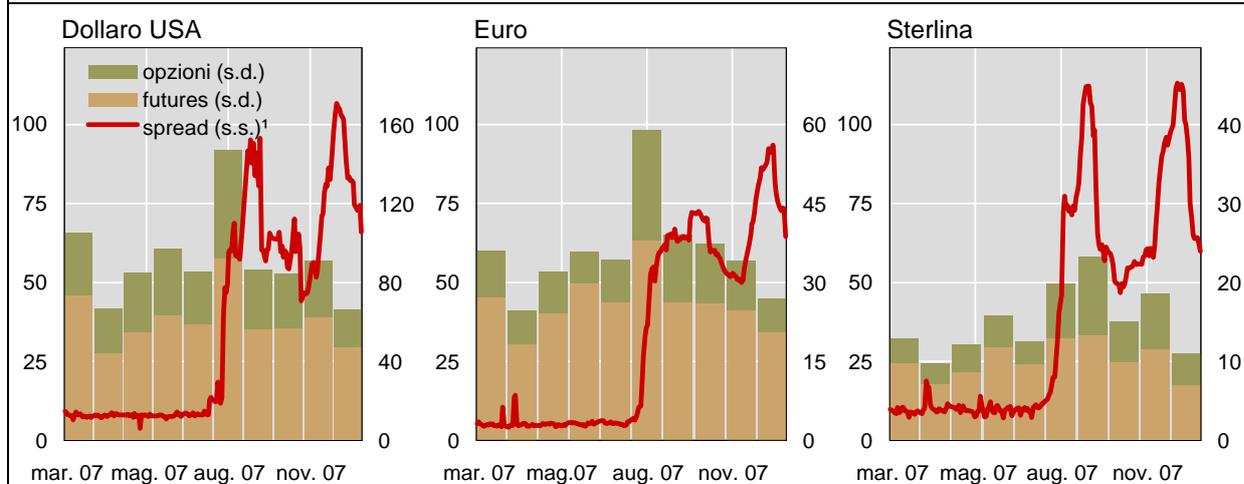
Nel quarto trimestre 2007 gli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali sono notevolmente diminuiti, segnando un'inversione di tendenza rispetto al terzo trimestre, quando il volume delle transazioni aveva raggiunto un massimo storico in corrispondenza con le turbolenze sui mercati finanziari. Il calo più consistente ha interessato i derivati su tassi di interesse a breve termine, il cui turnover in termini di valori nozionali è sceso da \$535 trilioni nel terzo trimestre a \$405 trilioni nel quarto. Sono altresì diminuiti i contratti su tassi a lungo termine (da \$59 a 53 trilioni) e su indici azionari (da \$81 a 75 trilioni). I derivati valutari hanno evidenziato una flessione più moderata, da \$6,2 a 6,0 trilioni. Il volume complessivo degli scambi di futures e opzioni quotati sull'insieme di questi strumenti finanziari si è ridotto da \$681 a 539 trilioni, pur continuando a registrare un tasso di crescita elevato (25%) sul corrispondente periodo dell'anno precedente.

... soprattutto per i contratti del mercato monetario

La contrazione delle negoziazioni in derivati su tassi a breve termine ha fatto seguito a un trimestre in cui le maggiori esigenze di copertura delle società finanziarie avevano contribuito a vivacizzare gli scambi di futures e opzioni (grafico 6). Sebbene le turbolenze nei mercati monetari siano proseguite nel quarto trimestre, come testimonia l'ampliamento del differenziale tra i tassi interbancari a tre mesi e quelli sugli *overnight index swap*, nei segmenti valutari più colpiti dalle recenti tensioni finanziarie sono state osservate consistenti flessioni degli scambi. Quelle più ampie hanno riguardato i contratti in dollari statunitensi (scesi da \$319 a 241 trilioni), in euro (da \$131 a 98 trilioni) e in sterline (da \$55 a 44 trilioni), ma brusche contrazioni hanno altresì interessato i derivati su tassi di interesse a breve termine denominati in yen giapponesi (da \$10 a 7,4 trilioni), dollari australiani (da \$8,1 a 6,5 trilioni) e franchi svizzeri (da \$2,9 a 1,8 trilioni).

Turnover dei contratti su tassi di interesse a breve termine

Dati mensili, in trilioni di dollari USA



¹ Tassi Libor a tre mesi (per gli Stati Uniti, tasso sull'eurodollaro; per l'area dell'euro, Euribor), meno tassi comparabili degli *overnight index swap* (per l'area dell'euro, EONIA swap), in punti base.

Fonti: Bloomberg; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; elaborazioni BRI.

Grafico 6

Sebbene le negoziazioni di futures e opzioni su tassi in eurodollari a tre mesi siano nettamente diminuite, passando da \$266 a 187 trilioni nel periodo in esame, quelle dei derivati relativi ai tassi sui *federal fund* sono salite da \$34 a 41 trilioni. Ciò indica che le esigenze di copertura e l'attività speculativa delle società finanziarie e di altri investitori si sono in parte orientate maggiormente verso i tassi *overnight* piuttosto che verso quelli a termine, a seguito forse dell'aumento delle aspettative di tagli dei tassi di riferimento negli Stati Uniti. Inoltre, il deterioramento delle condizioni di liquidità segnalato nei mercati monetari a termine può aver concorso a ridimensionare il turnover di futures e opzioni sul segmento dei tassi a termine.

L'attività in derivati su indici azionari è parimenti diminuita, passando da \$81 a 75 trilioni fra il terzo e il quarto trimestre, sebbene il tasso di crescita sull'anno precedente sia rimasto molto elevato, al 66%. In termini di valuta di denominazione, le maggiori flessioni hanno interessato i contratti in won sudcoreani (calati da \$21 a 17 trilioni), in dollari USA (da \$30 a 27 trilioni) e in euro (da \$18 a 17 trilioni). Per contro, il maggiore incremento è stato registrato dagli strumenti in rupie indiane (da \$2,0 a 2,5 trilioni), seguiti da quelli in sterline (da \$2,0 a 2,3 trilioni).

Le negoziazioni di derivati valutari sono leggermente diminuite, da \$6,2 a 6,0 trilioni nel quarto trimestre. Tale contrazione è dovuta soprattutto agli strumenti in yen (scesi da \$1,1 trilioni a \$890 miliardi), in franchi svizzeri (da \$464 a 353 miliardi) e in sterline (da \$740 a 652 miliardi). La netta flessione degli strumenti in yen e in franchi svizzeri è complessivamente in linea con le segnalazioni di una minore assunzione di posizioni di *carry trade*, dopo le massicce liquidazioni di agosto e settembre. Sono invece aumentati i derivati denominati in euro (da \$2,0 a 2,1 trilioni), dollari australiani (da \$251 a 286 miliardi), dollari USA (da \$562 a 596 miliardi) e real brasiliani (da \$611 a 630 miliardi).

Diminuiscono leggermente le negoziazioni di derivati valutari

Prosegue la
tendenza
ascendente dei
contratti su materie
prime

Diversamente dai derivati finanziari, i futures e le opzioni su materie prime hanno continuato a seguire un trend ascendente nel quarto trimestre. Il loro turnover complessivo, misurato in termini di numero di contratti (non essendo disponibili dati sui valori nozionali) è salito da 456 a 528 milioni, principalmente a seguito della rapida espansione del segmento delle derrate agricole (da 257 a 296 milioni), seguita da quella degli strumenti su prodotti energetici (da 140 a 160 milioni) e su metalli preziosi (da 25 a 34 milioni). A tali incrementi hanno contribuito notevolmente le borse merci cinesi, dove i contratti scambiati sono aumentati da 203 a 255 milioni, mettendo a segno un tasso di crescita sull'anno precedente del 112%.