

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 quarto trimestre 2008, quelle sui mercati internazionali dei titoli di debito e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al primo trimestre 2009.

Il mercato bancario internazionale

In seguito al fallimento di Lehman Brothers a metà settembre 2008, nel quarto trimestre i bilanci bancari internazionali hanno subito una contrazione record. La flessione degli impieghi interbancari e di quelli verso soggetti non bancari (in particolare negli Stati Uniti) ha rispecchiato il calo dell'attività creditizia, dismissioni di attività e svalutazioni (grafico 1, diagramma di sinistra). Tale flessione ha portato la crescita in ragione annua dei prestiti internazionali totali al -4%, a fronte del 5% del trimestre precedente e del picco del 22% del terzo trimestre 2007.

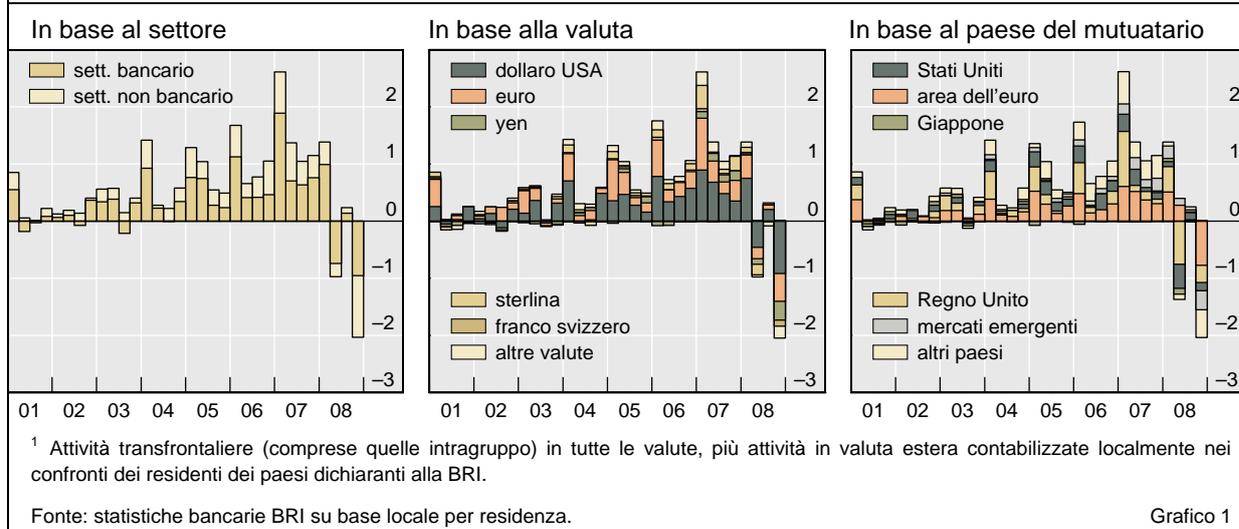
Le difficoltà di finanziamento delle banche si sono intensificate agli inizi del periodo in rassegna, inducendo i governi e le banche centrali a reagire con interventi senza precedenti. Nel trimestre la raccolta interbancaria è diminuita in tutti i comparti valutari (grafico 1, diagramma centrale) e altre fonti di provvista hanno parimenti subito una contrazione. I fondi depositati presso banche commerciali dai residenti dei paesi esportatori di petrolio e di quelli che stavano accumulando riserve si sono ridotti significativamente, in certi casi per effetto del prelievo di riserve valutarie da parte delle banche centrali. Alla fine del trimestre le pressioni sulla raccolta si erano leggermente attenuate, come si evince dal sensibile calo dei differenziali Libor-OIS rispetto al precedente massimo.

Gli istituti bancari hanno ridimensionato i prestiti transfrontalieri ai mercati emergenti, ma la loro operatività locale in molti di questi mercati è rimasta

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

Variazioni delle attività internazionali lorde¹

In trilioni di dollari USA



stabile. Gli impieghi transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI verso le quattro aree emergenti sono diminuiti di complessivi \$282 miliardi (10%), con un calo particolarmente consistente nel caso della regione Asia-Pacifico. Per contro, il credito erogato dalle dipendenze estere ai residenti locali in valuta locale è rimasto complessivamente stabile ed è di fatto aumentato in numerosi paesi.

Le difficoltà di raccolta determinano una contrazione dei bilanci

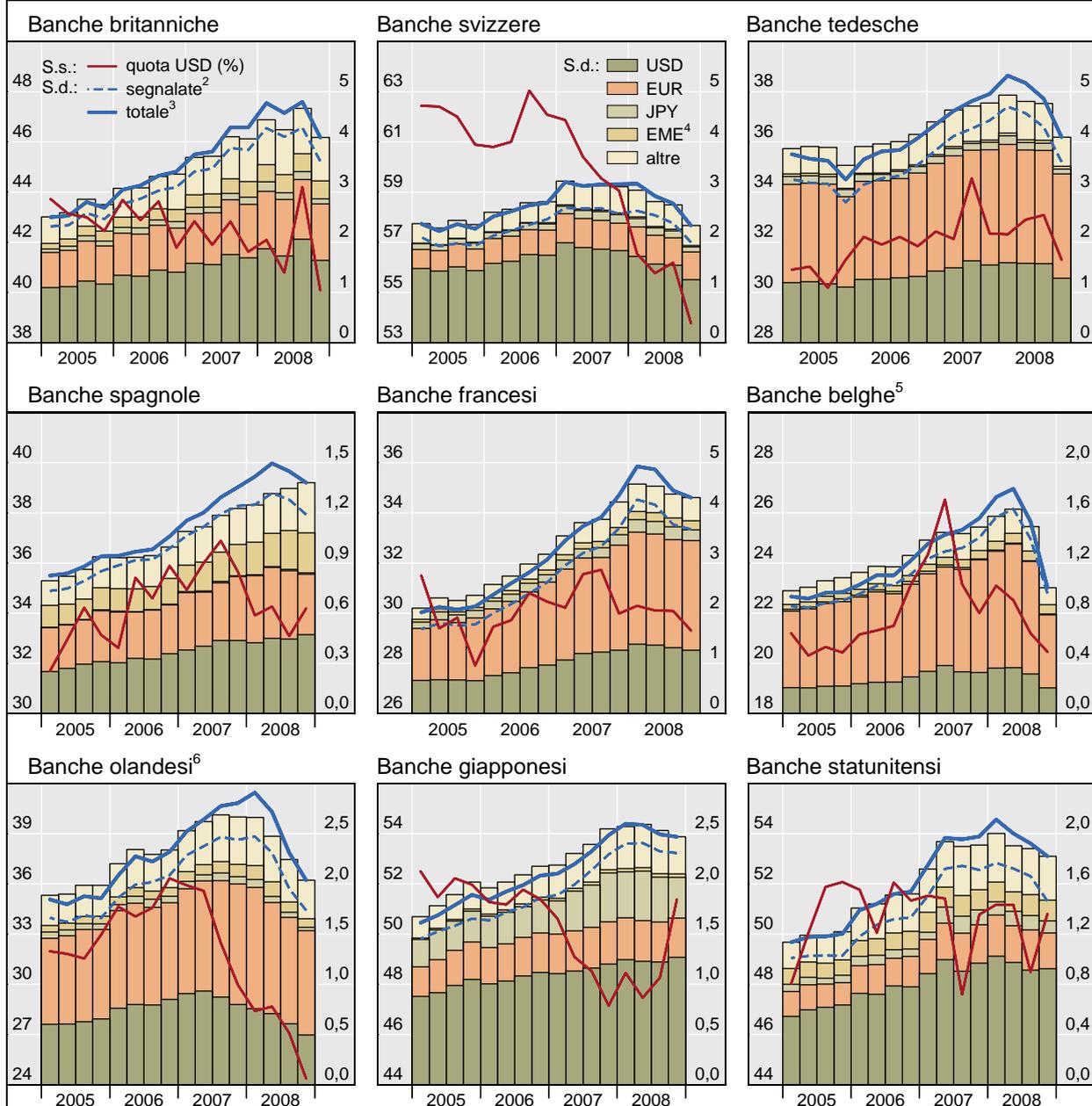
Le tensioni scoppiate nel sistema finanziario nel settembre 2008 sono proseguite nel quarto trimestre, contribuendo alla maggiore flessione mai registrata dalle posizioni bancarie sull'estero. Le statistiche consolidate BRI in base al rischio ultimo, che riportano le consistenze in essere delle attività estere² dei sistemi bancari nazionali³, evidenziano per il periodo in esame una riduzione complessiva di tali consistenze pari a \$3,2 trilioni (-11%), a \$25 trilioni. Tale decremento è parzialmente imputabile al significativo apprezzamento del dollaro USA nei confronti di numerose valute poiché, se espresso nella moneta statunitense, l'ammontare in essere delle posizioni in altre divise risulta diminuito (grafico 2)⁴.

² Le attività estere comprendono le attività *transfrontaliere* e quelle *locali*, ossia le posizioni contabilizzate dalle dipendenze estere nei confronti dei residenti del paese ospitante. Queste posizioni possono essere denominate nella moneta locale del paese ospitante (*locali in moneta locale*) oppure in valuta estera (*locali in valuta estera*). Con il termine attività *internazionali* si intende la somma delle attività transfrontaliere e di quelle locali in valuta estera.

³ Con il termine "sistema bancario nazionale" si intende l'insieme delle grandi banche attive a livello internazionale *aventi sede legale* (e non semplicemente *situate*) in un dato paese (ad esempio, banche statunitensi, tedesche, svizzere, ecc.).

⁴ Sebbene le statistiche consolidate BRI non includano una scomposizione valutaria delle attività estere, quest'ultima può essere stimata considerando congiuntamente le statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità (per maggiori dettagli, cfr. "La carenza di dollari USA nel sistema bancario mondiale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009, versione integrale disponibile solo in inglese). Tale scomposizione è disponibile per gli impieghi esteri

Attività estere per valuta¹



¹ Gli istogrammi in pila sono stime delle consistenze in essere delle attività estere in trilioni di dollari USA, espresse ai tassi di cambio costanti di fine 2008. Il procedimento di stima combina le statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità e le statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato) per ricavare una scomposizione per valuta delle attività estere totali delle banche. Per ulteriori dettagli cfr. "La carenza di dollari USA nel sistema bancario mondiale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2009 (versione integrale disponibile solo in inglese). ² Attività estere riportate nelle statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato); non corrette per gli effetti di cambio. ³ Attività estere (riportate nelle statistiche BRI) più attività contabilizzate dalle dipendenze estere delle banche nei confronti dei residenti del paese di origine; non corrette per gli effetti di cambio. ⁴ Valute delle economie di mercato emergenti. ⁵ La contrazione delle posizioni nell'ultimo trimestre 2008 rispecchia in parte la ristrutturazione di Fortis. ⁶ La contrazione delle posizioni nella seconda metà del 2008 rispecchia in parte la cessione di alcuni rami di attività di ABN AMRO.

Fonti: statistiche consolidate BRI (in base al mutuatario immediato); statistiche BRI su base locale per nazionalità; elaborazioni BRI. Grafico 2

totali delle banche (linea blu continua nel grafico 2), che in questo contesto comprendono le attività estere segnalate da ciascun sistema bancario (linea blu tratteggiata) e le attività transfrontaliere contabilizzate dalle rispettive dipendenze estere nei confronti di residenti del paese di origine.

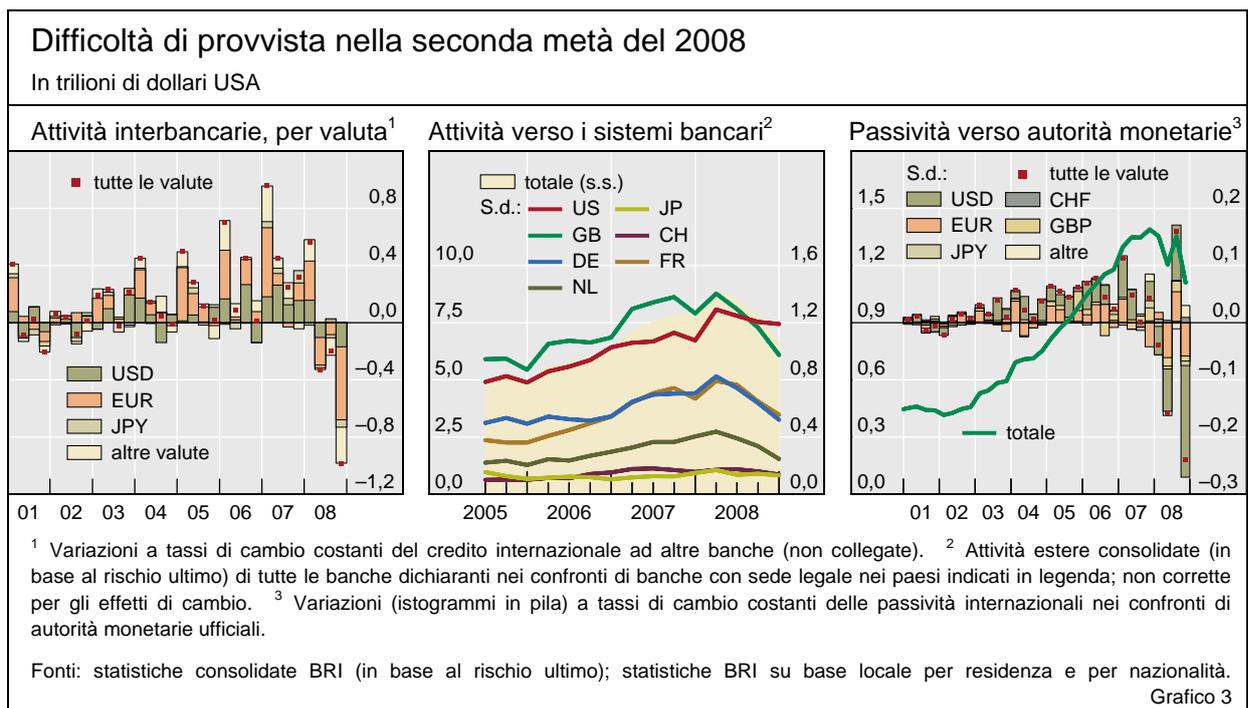
La maggior parte dei sistemi bancari ha segnalato flessioni, ma la contrazione più ingente è stata quella delle posizioni delle banche europee. Gli istogrammi in pila del grafico 2 indicano le consistenze in essere delle attività bancarie sull'estero, suddivise per valuta ed espresse a tassi di cambio costanti di fine 2008. Corretta per gli effetti di cambio, la riduzione reale degli impieghi esteri nel quarto trimestre risulta nettamente inferiore a quella nominale (\$2,5 trilioni a fronte di \$3 trilioni per i sistemi bancari riportati nel grafico), ma rimane nondimeno la maggiore flessione trimestrale mai registrata. I decrementi più consistenti sono stati quelli delle attività estere (principalmente in dollari USA) delle banche tedesche, svizzere e britanniche mentre, al netto degli effetti di valutazione, gli impieghi sull'estero degli istituti spagnoli sono aumentati, in parte per l'acquisizione di banche estere.

La maggiore contrazione di sempre, nonostante l'apprezzamento del dollaro

All'indomani del fallimento di Lehman Brothers le fonti di provvista degli istituti di credito hanno evidenziato segnali di instabilità. Alla fine del trimestre in rassegna l'attività interbancaria internazionale registrava una contrazione record (\$953 miliardi, al netto delle attività intragrupo). Gli impieghi in euro hanno subito la flessione maggiore, principalmente in ragione del calo dei prestiti interbancari interni all'area (grafico 3, diagramma di sinistra). In base al sistema bancario, le statistiche consolidate BRI indicano che sono state le banche europee, in particolare quelle olandesi, svizzere, tedesche e britanniche, a segnalare le maggiori riduzioni delle posizioni interbancarie. Come evidenzia il grafico 3 (diagramma centrale), ciò ha provocato un ridimensionamento del credito agli istituti britannici, seguiti da quelli tedeschi e francesi.

Le difficoltà di raccolta ...

La contrazione ha interessato anche altre fonti di finanziamento. Dopo essere aumentate nel terzo trimestre 2008, le passività bancarie nei confronti delle autorità monetarie ufficiali sono diminuite di \$265 miliardi (23%) nel



quarto trimestre (grafico 3, diagramma di destra), principalmente a seguito del prelievo di riserve valutarie depositate presso banche britanniche, tedesche, svizzere e belghe⁵. Inoltre, il rimpatrio di depositi da parte dei residenti di Russia, Libia, Nigeria e altri paesi esportatori di petrolio ha provocato una riduzione senza precedenti delle passività bancarie nei confronti dell'Europa emergente e della regione Africa e Medio Oriente (grafico 6).

... spingono le banche a liquidare le posizioni verso il settore non bancario ...

Le difficoltà di provvista hanno indotto una sensibile diminuzione delle attività in essere verso soggetti non bancari, in particolare statunitensi⁶. Tale calo comprende sia svalutazioni sia perdite ai prezzi correnti di mercato, rendendo difficile la distinzione tra cessioni definitive di attività e variazioni di valore. Nel complesso, le consistenze in essere di attività internazionali verso il settore non bancario sono scese di \$1,1 trilioni (grafico 1, diagramma di sinistra), ascrivibili per quasi la metà al calo degli impieghi transfrontalieri nei confronti di residenti negli Stati Uniti (-\$424 miliardi, ossia -15%)⁷, seguiti da quelli verso residenti dei paesi europei sviluppati (-\$151 miliardi) e delle Isole Cayman (-\$142 miliardi)⁸. Dall'inizio della crisi la riduzione delle attività nei confronti di soggetti non bancari statunitensi ha determinato un'inversione del flusso *netto* di fondi erogati a mutuatari statunitensi (cfr. il riquadro).

... in particolare degli Stati Uniti

Le statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo, che presentano una scomposizione settoriale più dettagliata delle controparti, aiutano a comprendere meglio le esposizioni delle banche verso il *settore privato non bancario* statunitense (grafico 4, diagramma di sinistra). Le attività estere delle banche non statunitensi verso tale settore, che includono le loro posizioni transfrontaliere e quelle contabilizzate dalle rispettive dipendenze USA, sono scese di \$880 miliardi dal primo trimestre 2008, registrando nel periodo in rassegna il maggiore calo trimestrale (\$734 miliardi). Per gran parte dei principali sistemi bancari si è osservata una ricomposizione delle attività nei confronti degli Stati Uniti a scapito del settore privato non bancario (grafico 4, diagramma di destra) e a favore di strumenti del Tesoro e altri titoli pubblici.

Anche le esposizioni fuori bilancio delle banche hanno registrato significative variazioni. Le consistenze in essere degli impegni di credito (non

⁵ I dati forniti da 63 autorità monetarie all'FMI indicano che nel quarto trimestre numerose banche centrali (in particolare quelle di India e Russia) hanno ridotto, per complessivi \$137 miliardi, i depositi di riserve valutarie presso le banche commerciali. Questi prelievi hanno avuto luogo anche mentre altre autorità attuavano interventi per fornire liquidità alle banche commerciali; le linee di swap in dollari USA tra la Federal Reserve, la BCE, la Bank of England e la Banca nazionale svizzera (tra le altre) sono divenute illimitate agli inizi del trimestre (13 ottobre).

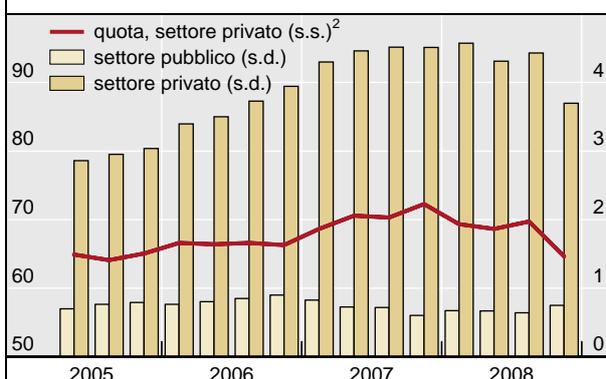
⁶ Le attività verso il settore non bancario comprendono il credito internazionale al dettaglio e alle imprese, i prestiti agli hedge fund, nonché le posizioni in varie tipologie di titoli, dalle obbligazioni del Tesoro e delle agenzie federali ai prodotti strutturati.

⁷ Le attività sotto forma di titoli azionari e di debito verso i soggetti non bancari statunitensi sono diminuite per il quarto trimestre consecutivo (in questa occasione di \$69 miliardi), mentre il resto della flessione è imputabile al calo dei prestiti.

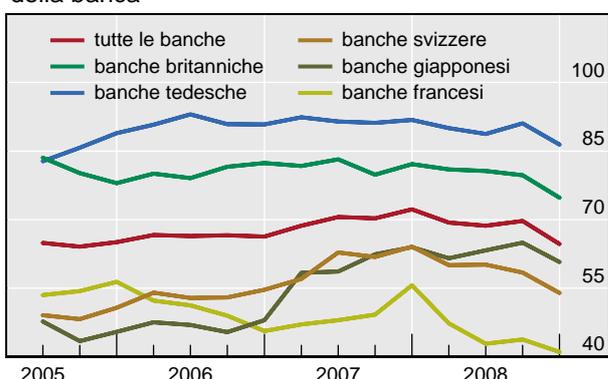
⁸ I dati sulle sottoscrizioni di prestiti consorziali, disponibili fino al primo trimestre 2009, indicano che il loro importo complessivo è diminuito al livello più basso (\$166 miliardi) dal 1995, pari a pressoché un terzo del volume del primo trimestre 2008. Le flessioni più significative sono state quelle dei prestiti ai mutuatari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti.

Attività estere consolidate nei confronti di mutuatari statunitensi

In base al settore¹



Verso il settore privato non bancario, per nazionalità della banca³



¹ Gli istogrammi corrispondono al totale delle attività estere (in base al rischio ultimo) delle banche dichiaranti alla BRI; in trilioni di dollari USA. Le attività estere comprendono sia le attività contabilizzate dalle dipendenze di banche non statunitensi situate al di fuori degli Stati Uniti, sia quelle contabilizzate dalle dipendenze statunitensi di tali banche. Poiché le attività nei confronti dei mutuatari statunitensi sono denominate prevalentemente in dollari USA, gli effetti di valutazione derivanti dalle variazioni del tasso di cambio dovrebbero essere contenuti. ² Attività estere nei confronti del settore privato non bancario degli Stati Uniti in percentuale delle attività estere totali nei confronti di mutuatari statunitensi. ³ Le linee rappresentano le attività estere nei confronti del settore privato non bancario degli Stati Uniti in percentuale delle attività estere totali nei confronti di mutuatari statunitensi.

Fonte: statistiche consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

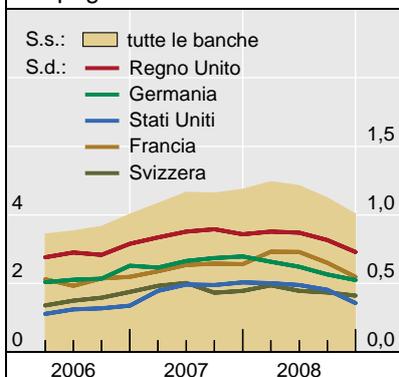
Grafico 4

utilizzati) sono calate da quasi \$5 trilioni agli inizi del 2008 a \$4 trilioni a fine anno (grafico 5, diagramma di sinistra). Al contempo, il valore nominale delle garanzie, che include le protezioni vendute mediante derivati su crediti, ha subito una contrazione record del 23%, a \$6,3 trilioni (grafico 5, diagramma centrale). Sebbene gli effetti di cambio ne accentuino l'entità, tale flessione indica chiaramente che gli istituti bancari internazionali in generale, e quelli italiani e svizzeri in particolare, hanno ridotto le passività eventuali derivanti da possibili inadempienze di terzi, in particolare quelle nei confronti di residenti britannici e statunitensi.

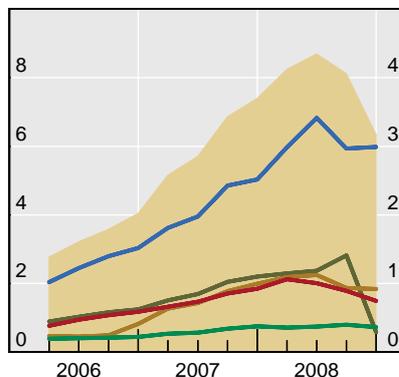
Esposizioni eventuali

In trilioni di dollari USA

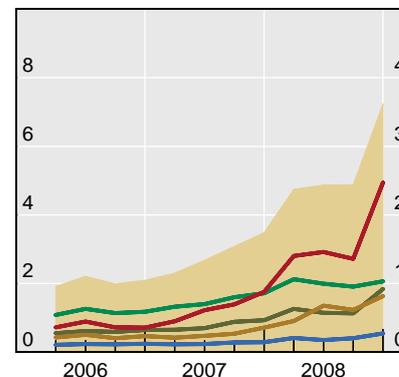
Impegni di credito¹



Garanzie²



Derivati³



¹ Impegni di credito non utilizzati contabilizzati dalle banche aventi sede legale nei paesi indicati in legenda. ² Garanzie rilasciate, incluse le protezioni vendute mediante derivati su crediti. ³ Contratti acquistati, registrati a valore di mercato positivo.

Fonte: statistiche consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

Grafico 5

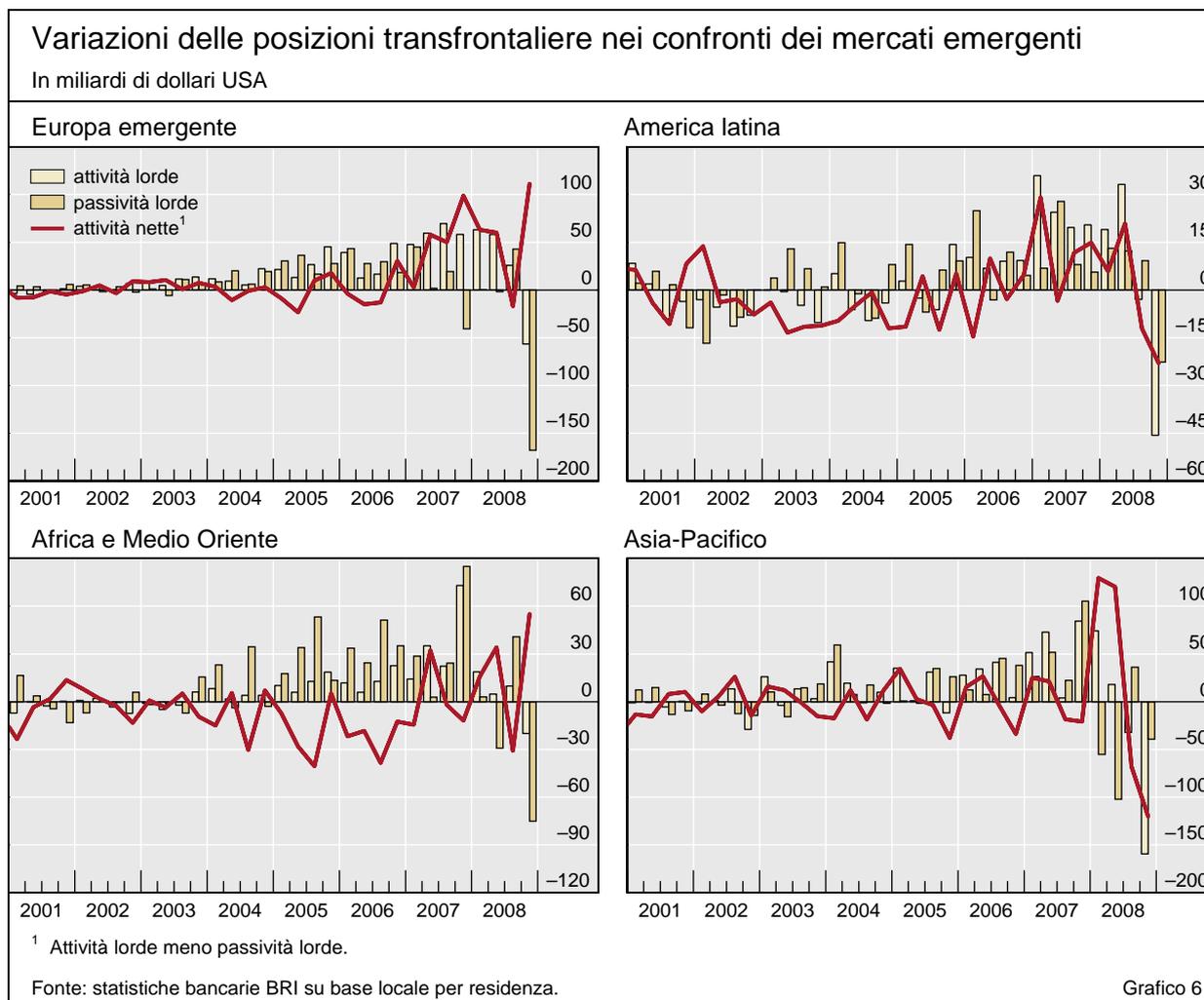
Impennata delle posizioni in derivati di riflesso alla volatilità del mercato

Per contro, il valore di mercato delle posizioni bancarie in strumenti derivati è nettamente cresciuto, di riflesso alle variazioni dei tassi di interesse e alla maggiore volatilità dei mercati e dei cambi. Le banche, in particolare quelle olandesi, svizzere e britanniche, hanno segnalato un sensibile aumento (47%, pari a \$2,3 trilioni) del valore di mercato positivo delle proprie posizioni in derivati (grafico 5, diagramma di destra). Ciò riflette la misura in cui queste posizioni hanno acquistato valore intrinseco positivo (passando "in-the-money"), a seguito delle riduzioni coordinate dei tassi di interesse durante il trimestre, nonché delle variazioni dei tassi di cambio e dell'aumento generalizzato della volatilità in tutti i mercati delle attività.

Mercati emergenti in difficoltà

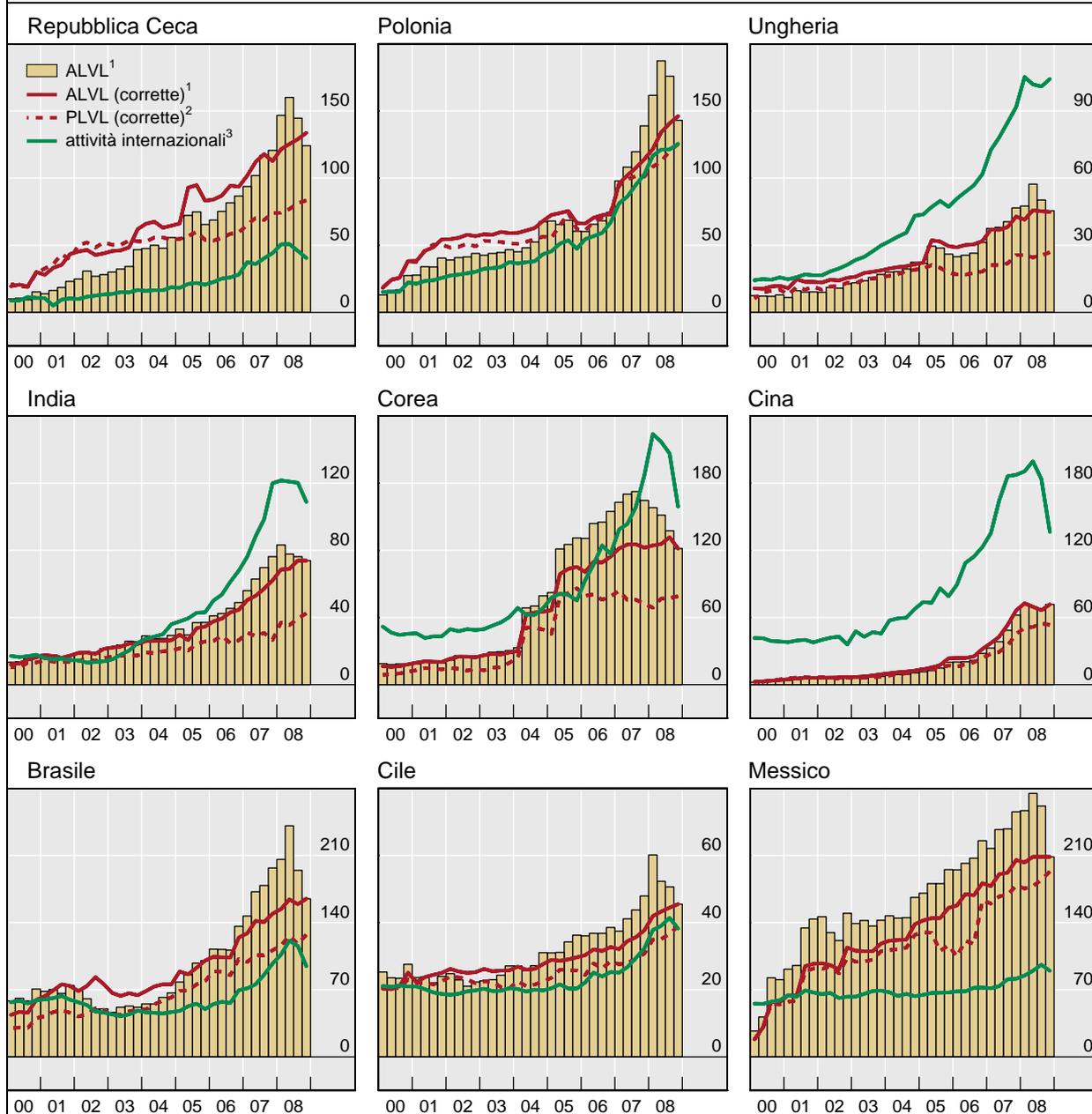
Calano significativamente i prestiti transfrontalieri ...

Il credito transfrontaliero ai mercati emergenti ha evidenziato chiari segnali di tensione, sebbene l'operatività in loco degli istituti bancari sia rimasta relativamente stabile. Gli impieghi transfrontalieri delle banche dichiaranti (statistiche bancarie su base locale) sono diminuiti di ben \$282 miliardi (-10%). Per la prima volta il calo ha interessato in misura significativa le attività verso tutte e quattro le regioni emergenti (grafico 6). L'Asia-Pacifico ha registrato la riduzione più ingente (di \$159 miliardi, ossia del 18%, pari a quasi la metà della flessione percentuale complessiva osservata durante la crisi asiatica). Nel caso



Attività internazionali e locali in valuta locale, per paese mutuatario

In miliardi di dollari USA



¹ "Attività locali in valuta locale", ossia attività in valuta locale contabilizzate dalle dipendenze estere delle banche dichiaranti nei confronti dei residenti del paese ospitante. Gli istogrammi rappresentano le attività dichiarate, le linee rosse continue le attività a tassi di cambio costanti. ² Passività locali in valuta locale, a tassi di cambio costanti. ³ Le attività internazionali comprendono le attività transfrontaliere in tutte le valute e quelle locali in valuta estera contabilizzate dalle dipendenze estere delle banche nei confronti dei residenti del paese ospitante; queste attività non sono depurate degli effetti di cambio, non essendo disponibile alcuna scomposizione per valuta.

Fonte: statistiche consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

Grafico 7

dell'Europa emergente, la contrazione è imputabile ai minori impieghi verso la Russia, la Turchia e, in misura minore, la Polonia. Il calo dei prestiti è stato controbilanciato dai prelievi effettuati dai residenti di numerose economie emergenti a valere sui depositi presso le banche dichiaranti (scesi di \$194 miliardi), che ha determinato su base netta un afflusso complessivo di fondi ai mercati emergenti (+\$23 miliardi).

La rilevazione dei cambiamenti nelle esposizioni estere delle banche verso i mercati emergenti, che includono le rispettive posizioni locali, risulta più difficile a causa delle fluttuazioni significative dei tassi di cambio di numerose economie emergenti durante il trimestre. Le statistiche bancarie consolidate BRI indicano che le attività internazionali (non depurate dagli effetti di cambio) nei confronti dei mercati emergenti sono scese di \$268 miliardi (10%) nel periodo in rassegna⁹. In generale, quasi l'80% di questa riduzione è imputabile al ridimensionamento degli impieghi bancari a breve termine (con durata residua pari o inferiore a un anno), la cui quota sulle consistenze in essere è scesa al 44%. I prestiti verso la regione Asia-Pacifico, denominati in larga misura in dollari USA, sono diminuiti di \$155 miliardi, principalmente nei confronti dei mutuatari cinesi e coreani (grafico 7). Per contro, essendo il credito bancario internazionale all'Europa emergente denominato perlopiù in euro, la contrazione di \$45 miliardi segnalata dagli istituti bancari sovrastima l'ammontare effettivo del disimpegno da questa regione. Una semplice rettifica effettuata utilizzando la composizione valutaria delle posizioni bancarie transfrontaliere indica che dietro le variazioni dei cambi si potrebbe celare un lieve aumento degli impieghi internazionali verso l'Europa emergente.

... mentre restano stabili le posizioni locali

In netto contrasto con le attività transfrontaliere, le posizioni locali delle banche dichiaranti, contabilizzate dalle dipendenze situate nei mercati emergenti, sono rimaste stabili durante tutta la crisi (grafico 7). A tassi di cambio costanti, gli impieghi in valuta locale hanno anzi continuato ad aumentare in numerose economie emergenti. Questa tipologia di attività è generalmente finanziata in loco e potrebbe pertanto essere più stabile rispetto agli impieghi transfrontalieri (o a quelli locali in valuta estera), di norma finanziati al di fuori del paese del mutuatario. La quota delle attività locali in valuta locale sul totale delle attività estere verso i mercati emergenti è aumentata rispetto alla fine del 2007 (passando dal 55 al 57%).

I mercati degli strumenti derivati

Derivati negoziati fuori borsa

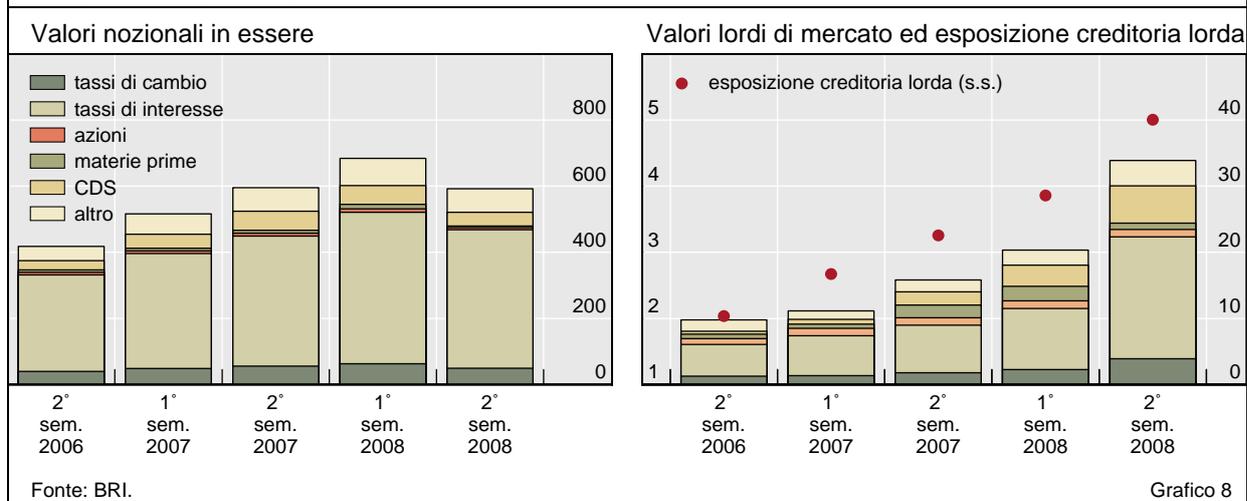
La crisi provoca un calo dei valori nozionali in essere ...

Nella seconda metà del 2008 la crisi finanziaria ha provocato un calo dei valori nozionali totali in essere dei derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC), scesi a fine anno a \$592 trilioni (grafico 8, diagramma di sinistra), evidenziando una ridotta attività di mercato. Si tratta della prima flessione dall'inizio della rilevazione dei dati nel 1998. Gli scambi di derivati sia su tassi di cambio sia su tassi di interesse hanno subito per la prima volta un decremento significativo. Sullo sfondo delle forti tensioni dei mercati creditizi e dei tentativi di migliorare la compensazione multilaterale delle posizioni speculari, i mercati dei *credit default swap* (CDS) hanno continuato a contrarsi, con una diminuzione di oltre il 25% dei valori nozionali. La significativa

⁹ Nelle statistiche bancarie BRI su base locale gli impieghi transfrontalieri sono disaggregati per valuta, e possono pertanto essere depurati degli effetti di cambio; le statistiche bancarie consolidate BRI non prevedono invece alcuna scomposizione valutaria delle attività internazionali.

Il mercato mondiale dei derivati OTC

Per tipo di dati e per categoria di rischio di mercato, in trilioni di dollari USA

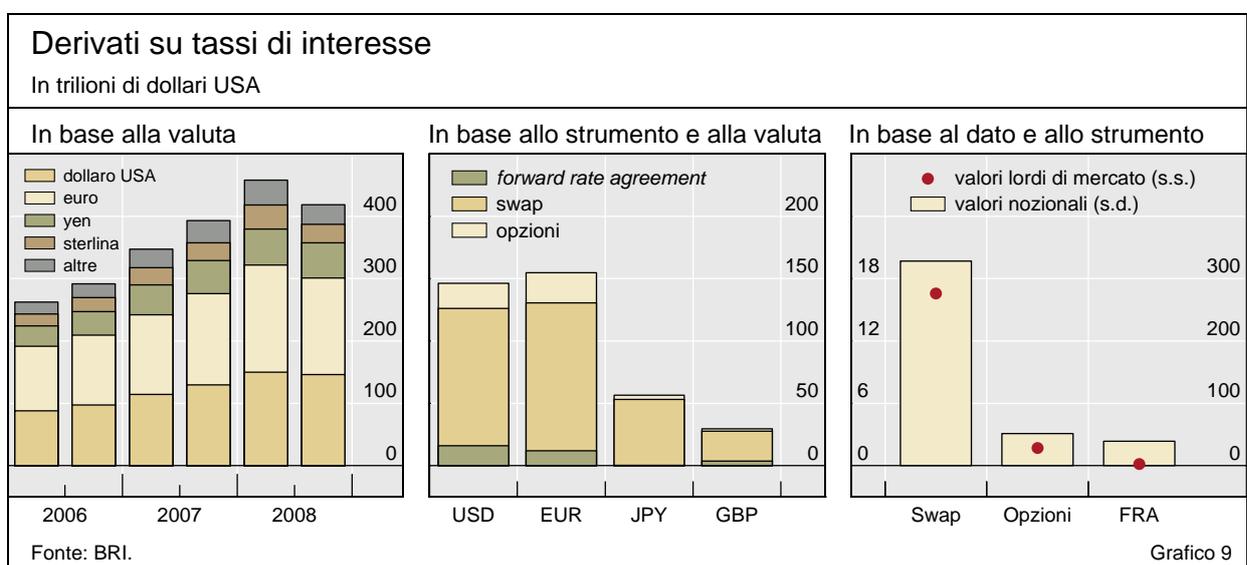


riduzione delle quotazioni ha notevolmente compresso anche gli importi in essere di derivati su azioni e su materie prime.

Nonostante il calo degli importi in essere, le ampie oscillazioni dei prezzi hanno indotto un sensibile aumento dei valori lordi di mercato, saliti a \$34 trilioni a fine 2008 (grafico 8, diagramma di destra). Tali valori, che misurano il costo di sostituzione di tutti i contratti esistenti, possono essere utilizzati per rilevare le esposizioni connesse con strumenti derivati. L'aumento dei valori di mercato si è altresì riflesso nei costi di sostituzione lordi calcolati tenendo conto degli accordi di compensazione bilaterali – altrimenti noti come esposizioni creditorie lorde –, che sono aumentati di quasi un terzo, a \$5 trilioni.

... e un forte aumento dei valori di mercato

Come già accennato, nel periodo in esame il mercato dei derivati su tassi di interesse ha subito la prima contrazione, con un calo a \$419 trilioni dei valori nozionali in essere (grafico 9). Nondimeno, la flessione dei tassi di interesse ha pressoché raddoppiato il valore lordo di mercato. Per gli swap, che



rappresentano il segmento di gran lunga più ampio di questo mercato, tale valore ha raggiunto \$17 trilioni, con un incremento particolarmente significativo nel comparto del dollaro USA, dove il valore lordo di mercato si è pressoché triplicato.

Le tensioni nei mercati creditizi e la compensazione dei contratti ...

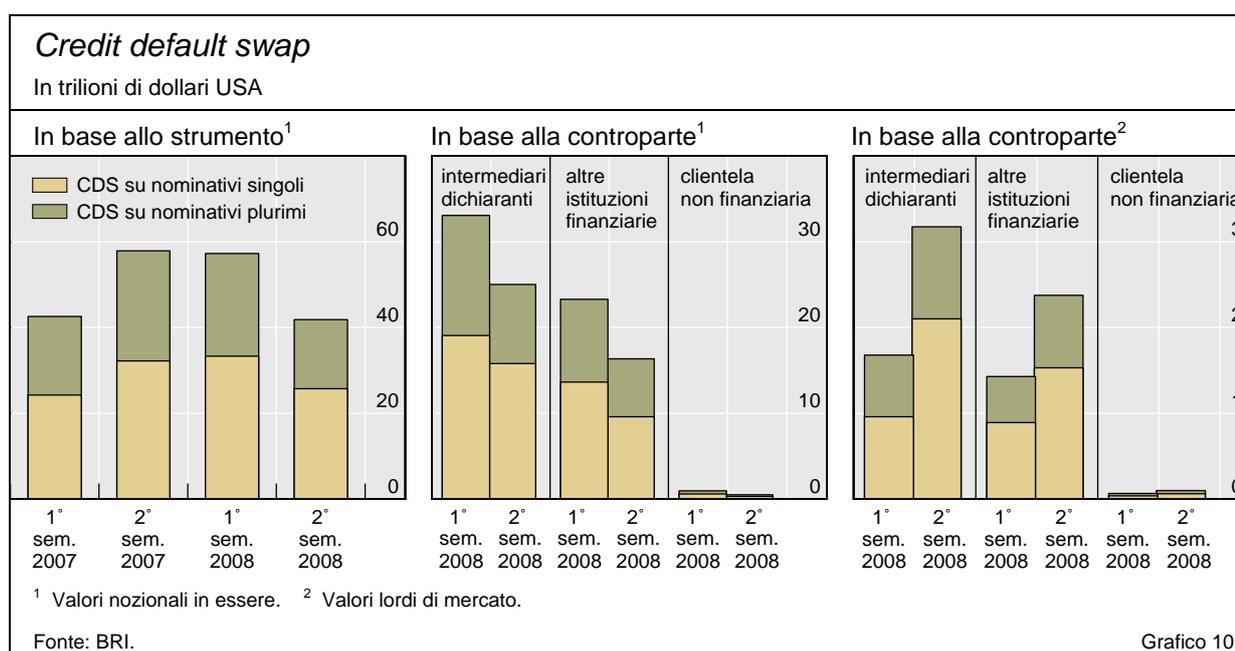
Gli importi in essere dei contratti CDS sono scesi a \$42 trilioni sulla scia delle forti tensioni nei mercati creditizi e dell'aumento della compensazione multilaterale di posizioni speculari da parte degli operatori. Tale andamento rappresenta la prosecuzione degli sviluppi che hanno preso avvio nella prima metà dell'anno. I CDS in essere su nominativi singoli sono diminuiti a \$26 trilioni, mentre quelli su nominativi plurimi, inclusi gli indici di CDS e le tranche di indici di CDS, hanno evidenziato una flessione più marcata, a \$16 trilioni (grafico 10, diagramma di sinistra). La composizione dell'attività di mercato in termini di controparti è parimenti cambiata. I contratti in essere tra *dealer* e altre istituzioni finanziarie, nonché tra *dealer* e società non finanziarie, sono fortemente diminuiti rispetto a quelli fra *dealer* (grafico 10, diagramma centrale). Anche per i CDS, nonostante il calo degli importi in essere, il valore lordo di mercato è notevolmente aumentato, a seguito delle turbolenze nei mercati creditizi (grafico 10, diagramma di destra).

... determinano una flessione dei CDS in essere

I valori nozionali in essere dei derivati valutari sono scesi a \$50 trilioni, mentre il corrispondente valore lordo di mercato è salito a \$4 trilioni. Il dollaro e l'euro sono rimaste le principali valute trattate, seguite da yen e sterlina.

Quanto ai derivati su materie prime, gli importi in essere sono diminuiti di due terzi, a \$4,4 trilioni. La continua flessione dei prezzi delle materie prime nel semestre in rassegna ha inciso notevolmente sul valore lordo di mercato di tali strumenti, ridottosi a \$1,0 trilioni.

I derivati azionari in essere sono scesi a \$6 trilioni, un livello sensibilmente inferiore a quelli degli ultimi anni, segnando un netto cambiamento di rotta rispetto all'incremento della prima metà del 2008. Di riflesso al calo delle posizioni in essere e al consistente ribasso delle



quotazioni azionarie, i valori lordi di mercato hanno evidenziato una flessione soltanto modesta.

Derivati negoziati in borsa

Nel primo trimestre 2009 si è assistito a una protratta, seppur modesta, riduzione degli scambi di strumenti derivati sulle borse internazionali (grafico 11). Il turnover totale in termini di valori nozionali è sceso ulteriormente, a \$367 trilioni, dai \$380 trilioni del trimestre precedente¹⁰. In linea con la graduale ripresa della propensione al rischio, tuttavia, verso la fine del trimestre le negoziazioni hanno cominciato ad aumentare su base mensile.

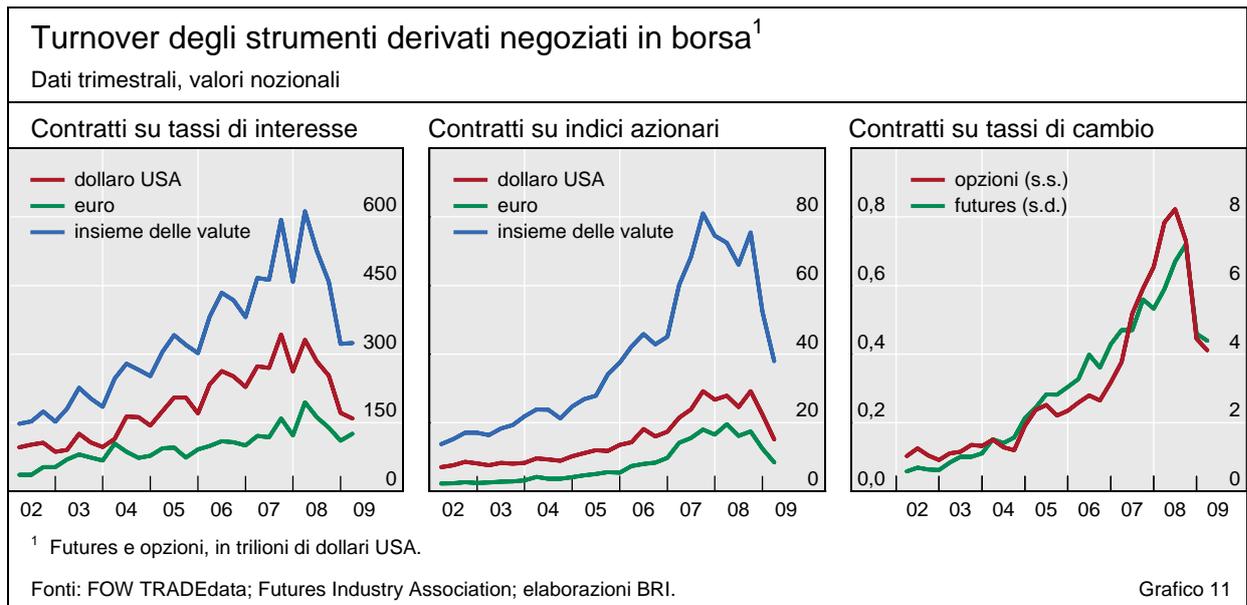
Le contrattazioni continuano a ridursi

Il turnover complessivo di derivati su tassi di interesse è rimasto pressoché invariato rispetto al trimestre precedente, a \$324 trilioni (grafico 11, diagramma di sinistra). Questa modesta variazione non rende tuttavia conto delle differenze tra le varie regioni: mentre gli scambi in Nord America hanno segnato una notevole flessione, quelli in Europa sono aumentati.

Diversamente dai mercati dei derivati su tassi di interesse, quelli dei derivati azionari hanno registrato un calo dell'attività generalizzato a tutte le tipologie di contratto e a tutte le valute principali, incluso l'euro. In un contesto di crescita economica negativa e di incertezze sulla ripresa, gli scambi su indici azionari si sono sensibilmente ridotti, a \$38 trilioni (grafico 11, diagramma centrale).

Le contrattazioni di derivati valutari hanno anch'esse continuato a scendere (grafico 11, diagramma di destra). Per quanto riguarda le principali valute, la contrazione è stata maggiore per lo yen e il dollaro USA. Il turnover di futures sul dollaro australiano e su quello neozelandese è invece fortemente aumentato rispetto al trimestre precedente, trainato probabilmente dal rinnovato interesse per le operazioni di *carry trade*.

L'attività in futures sui dollari australiano e neozelandese aumenta con il ritorno dei *carry trade*



¹⁰ I dati sui valori nozionali in essere e sul turnover del quarto trimestre 2008 sono stati rivisti. Nella maggior parte dei casi essi risultano di conseguenza inferiori a quelli pubblicati nella *Rassegna trimestrale BRI* del marzo 2009.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Aumentano le emissioni con il ritorno della fiducia

Di riflesso al progressivo ritorno della fiducia nei mercati creditizi, nel primo trimestre 2009 la raccolta sui mercati internazionali dei titoli di debito è aumentata. Di fronte alle consistenti emissioni lorde, l'attività netta è salita a \$670 miliardi, dai \$519 miliardi del quarto trimestre 2008 (grafico 12, diagramma di sinistra). I collocamenti netti di obbligazioni e *note* sono saliti del 17%, a \$740 miliardi, mentre la raccolta sul mercato monetario è rimasta in territorio negativo, con rimborsi netti per \$71 miliardi.

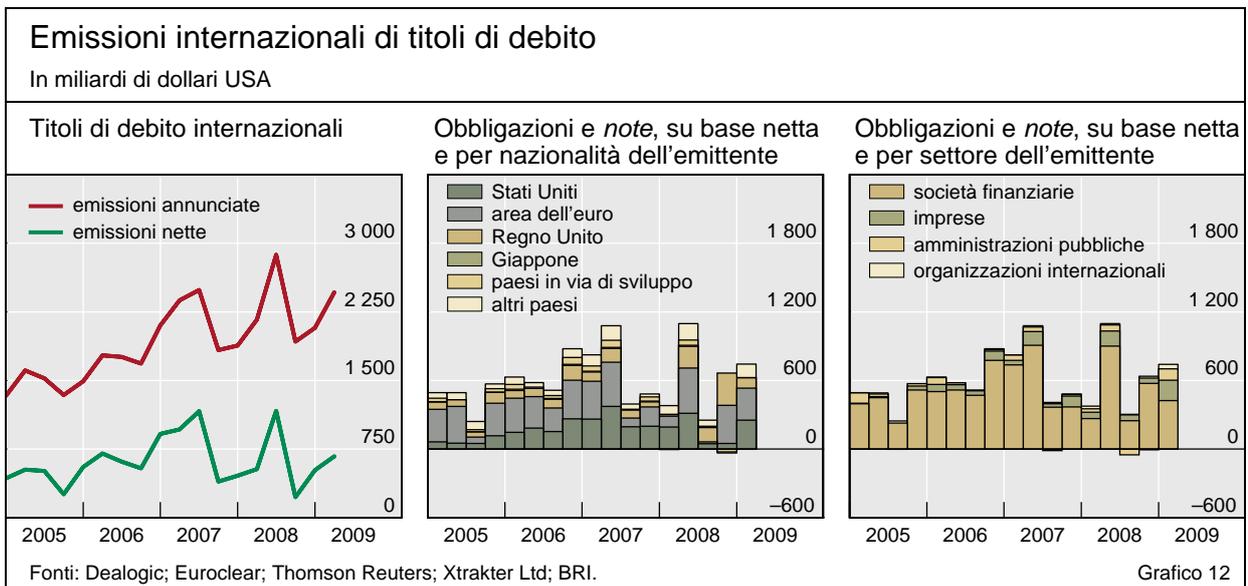
Si impennano le emissioni statunitensi ...

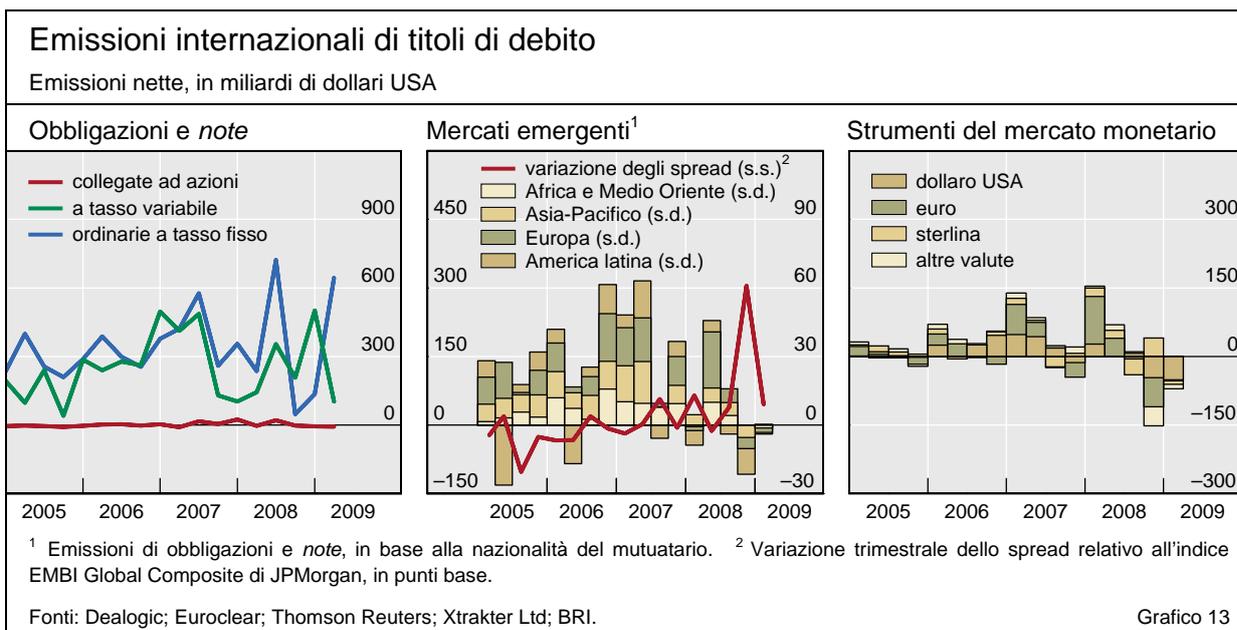
In base alla nazionalità, i principali emittenti di obbligazioni e *note* sono stati i residenti degli Stati Uniti (grafico 12, diagramma centrale). La loro raccolta, che era stata molto contenuta nei precedenti trimestri, è sensibilmente cresciuta, a \$252 miliardi. Le emissioni nette dei residenti del Regno Unito, invece, sono scese da \$285 a 90 miliardi. Ciò trova riscontro anche nella composizione valutaria dei collocamenti: mentre rispetto al trimestre precedente la raccolta in dollari USA ha segnato un significativo incremento, da \$61 a 344 miliardi, quella netta in sterline è calata da \$234 a 104 miliardi. Le emissioni in euro sono diminuite da \$344 a 279 miliardi e quelle in yen sono risultate negative, con rimborsi netti per \$8 miliardi.

... con il ritorno sul mercato degli emittenti societari

In base al settore, il maggiore incremento relativo è stato quello della raccolta delle amministrazioni pubbliche, passata da -\$6 a 98 miliardi (grafico 12, diagramma di destra). In Europa gli emittenti pubblici più attivi sono stati quelli di Finlandia, Grecia, Irlanda e Spagna, ma anche quelli di altri paesi europei, tra cui Austria, Belgio, Danimarca e Portogallo, si sono rivolti ai mercati. Le emissioni societarie sono aumentate significativamente, da \$45 a 179 miliardi. Le imprese statunitensi hanno raccolto da sole ben \$119 miliardi, contro i \$48 miliardi del trimestre precedente.

Nonostante il perdurante sostegno dei programmi di garanzia predisposti dai governi, i collocamenti delle società finanziarie sono scesi da \$575 a 423 miliardi. Dopo le ingenti emissioni di obbligazioni ipotecarie del trimestre precedente, la loro raccolta netta è sensibilmente diminuita in Germania, Italia





e Regno Unito. I collocamenti netti delle organizzazioni internazionali, che nei trimestri precedenti erano stati assai limitati, sono aumentati a \$40 miliardi, per effetto di \$62 miliardi di emissioni lorde e \$22 miliardi di rimborsi. I principali emittenti sono stati la Banca europea per gli investimenti e la Banca mondiale.

La prevalenza di obbligazioni e note a tasso fisso sulle emissioni totali segna anch'essa un mercato cambiamento rispetto al trimestre precedente (grafico 13, diagramma di sinistra). I mutuatari sia pubblici sia societari hanno in effetti rimborsato passività a tasso variabile ed emesso debito a tasso fisso, in linea con la volontà di assicurarsi tassi di interesse bassi. Nel quarto trimestre 2008, invece, circa l'80% della raccolta era a tasso variabile.

Predominano le emissioni a tasso fisso

Sebbene i mercati creditizi siano divenuti più stabili, le economie emergenti hanno effettuato ulteriori rimborsi netti di obbligazioni e note, pari a \$4 miliardi, dopo i \$22 miliardi del trimestre precedente (grafico 13, diagramma centrale). I principali mutuatari su base netta sono stati Indonesia e Corea, la prima con un'emissione del governo dell'importo di \$3 miliardi (di cui \$1 miliardo a cinque anni e \$2 miliardi a 10 anni) e la seconda con due collocamenti obbligazionari da \$2 miliardi effettuati da Export-Import Bank of Korea e Korean Development Bank.

Le economie emergenti continuano a rimborsare passività ...

Le emissioni internazionali di strumenti del mercato monetario (tra cui euro commercial paper e altri strumenti a breve termine come i certificati di deposito) hanno continuato a diminuire. I rimborsi netti si sono attestati nel primo trimestre a \$71 miliardi, a fronte di \$111 miliardi nel periodo precedente (grafico 13, diagramma di destra). In termini di denominazione valutaria, essi sono stati particolarmente consistenti nei segmenti del dollaro USA e della sterlina. Per contro, i collocamenti netti di commercial paper in euro e yen e di strumenti denominati in franchi svizzeri sono stati positivi. Per quanto riguarda altri strumenti del mercato monetario, solo le organizzazioni internazionali sono risultate prenditori netti.

... e i mercati monetari a contrarsi

Inversione di rotta dei flussi di capitale veicolati dal sistema bancario durante la crisi

La crisi finanziaria ha indotto notevoli cambiamenti nei flussi di fondi veicolati dalle banche tra i diversi paesi. I diagrammi nella parte superiore del grafico A alla pagina seguente riportano i trasferimenti netti cumulati tra paesi effettuati attraverso il sistema bancario internazionale nei sei trimestri precedenti e successivi allo scoppio della crisi. I flussi netti di capitali stimati, rappresentati dallo spessore e dalla direzione delle frecce, tengono conto delle variazioni dal lato sia dell'attivo sia del passivo dei bilanci delle banche situate in entrambe le economie di ogni coppia bilaterale.

Prima della crisi, i flussi internazionali di capitali originavano dalle regioni in avanzo, come illustrano le frecce in partenza dal Giappone e dall'area dell'euro, nonché dai centri finanziari asiatici e dai paesi esportatori di petrolio. Essi transitavano dalle dipendenze bancarie nel Regno Unito e nei centri finanziari dei Caraibi, per poi dirigersi in ultima istanza verso mutuatari negli Stati Uniti (che tra il primo trimestre 2006 e il secondo trimestre 2007 hanno ricevuto un importo cumulato di \$492 miliardi).

Durante la crisi la direzione dei flussi bilaterali tra alcune delle maggiori economie si è invertita. Tra il secondo trimestre 2007 e il quarto trimestre 2008 i flussi netti cumulati dagli Stati Uniti al Regno Unito sono ammontati a \$482 miliardi e quelli verso i centri finanziari dei Caraibi a \$213 miliardi. Analogamente, anche i flussi provenienti dai paesi esportatori di petrolio, che riflettevano principalmente i fondi collocati presso banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro, hanno subito un'inversione allorché i residenti di tali paesi hanno rimpatriato depositi.

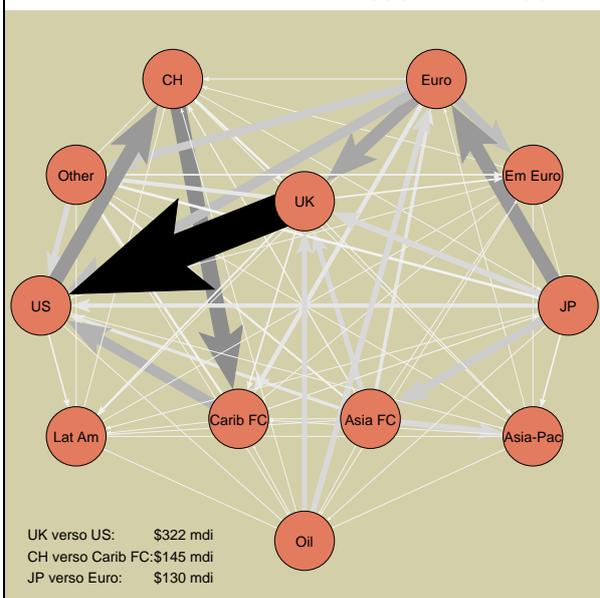
Le determinanti di questi flussi differiscono a seconda delle coppie bilaterali di economie. I diagrammi nella parte inferiore del grafico A presentano una scomposizione settoriale dei flussi cumulati relativi a tre collegamenti bilaterali con gli Stati Uniti. I valori negativi (positivi) rappresentano gli afflussi verso (i deflussi da) questo paese. La variazione di gran lunga più significativa dall'inizio della crisi è rappresentata dal rapido incremento degli afflussi netti verso il Regno Unito, ascrivibile al calo degli impieghi nei confronti di soggetti non bancari statunitensi contabilizzati dalle banche situate nel Regno Unito (linea blu, diagramma in basso a sinistra). Ciò riflette la minore attività creditizia e la svalutazione di posizioni verso i residenti statunitensi da parte delle dipendenze londinesi delle maggiori banche con sede in Europa.

A differenza di quanto osservato per la coppia Stati Uniti-Regno Unito, il flusso netto di fondi tra il Giappone e gli Stati Uniti non ha nel complesso cambiato direzione. Durante tutta la crisi le banche giapponesi hanno continuato a veicolare fondi ai soggetti non bancari USA (linea blu, diagramma in basso al centro). I flussi interbancari hanno invece registrato un'inversione di rotta (linea rossa), dovuta ai trasferimenti netti per \$120 miliardi effettuati dall'inizio della crisi dagli istituti nipponici verso le rispettive dipendenze statunitensi. Le statistiche bancarie consolidate BRI in base al mutuatario immediato evidenziano che le posizioni in dollari USA delle banche giapponesi contabilizzate localmente nei confronti dei residenti degli Stati Uniti sono cresciute di un importo analogo, anche per effetto delle maggiori attività verso il settore pubblico USA[®].

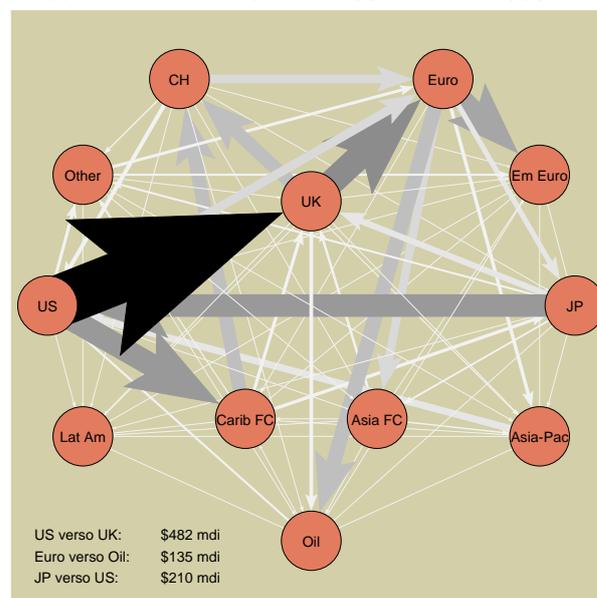
[®] Le statistiche bancarie consolidate (in base al rischio ultimo) indicano che 45 dei \$60 miliardi di nuovi impieghi contabilizzati nel quarto trimestre 2008 nei confronti del settore pubblico USA dalle banche giapponesi situate nel mondo intero erano riconducibili a filiazioni situate negli Stati Uniti.

Flussi netti di capitali all'interno del sistema bancario internazionale¹

Flussi netti cumulati: 1° trim. 2006-2° trim. 2007

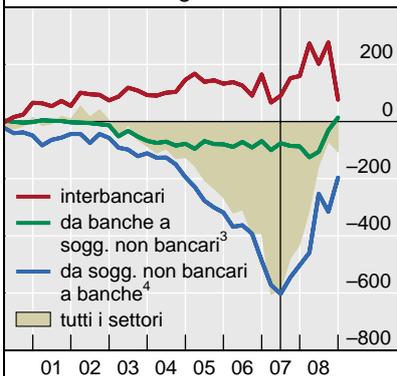


Flussi netti cumulati: 3° trim. 2007-4° trim. 2008

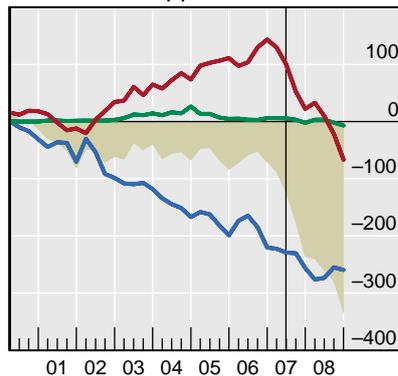


Flussi netti cumulati, in base al settore della controparte²

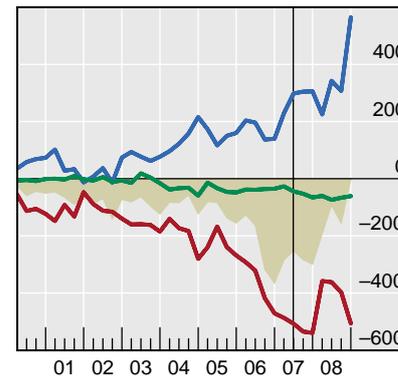
Stati Uniti-Regno Unito



Stati Uniti-Giappone



Stati Uniti-Caraibi



Asia FC = centri finanziari asiatici (Hong Kong SAR, Macao SAR e Singapore); Asia-Pac = Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Pakistan, Taipei Cinese 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 = paesi membri dell'area dell'euro, esclusi Cipro, Malta, Slovacchia e Slovenia; JP = Giappone; Lat Am = Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù; Oil = paesi 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 Flussi corretti per gli effetti di cambio, espressi ai tassi di cambio costanti di fine quarto trimestre 2008. 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 direzione sono positivi. I flussi netti sono calcolati come variazioni delle 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). Cfr. "Rilevamento dei flussi bancari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2006. ² Flussi cumulati disaggregati in base al settore della controparte. I flussi positivi (negativi) indicano capitali in provenienza da (diretti a) residenti negli Stati Uniti. La linea verticale nera rappresenta l'inizio approssimativo della crisi finanziaria (fine secondo trimestre 2007). ³ Flussi netti cumulati in provenienza da banche negli Stati Uniti e diretti verso soggetti non bancari situati nella regione indicata nel titolo. ⁴ Flussi netti cumulati in provenienza da soggetti non bancari negli Stati Uniti e diretti verso banche situate nella regione indicata nel titolo.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Grafico A