

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 si riferiscono al *secondo* trimestre 2009, quelle sui mercati dei titoli di debito e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al *terzo* trimestre 2009, mentre quelle sui derivati negoziati nei mercati non regolamentati (OTC) sono relative alla fine di giugno di quest'anno. L'analisi delle statistiche BRI è integrata da due riquadri di approfondimento sul credito bancario in Cina e sul raffronto fra i dati forniti dalla BRI e da Deposit Trust & Clearing Corporation in materia di derivati OTC.

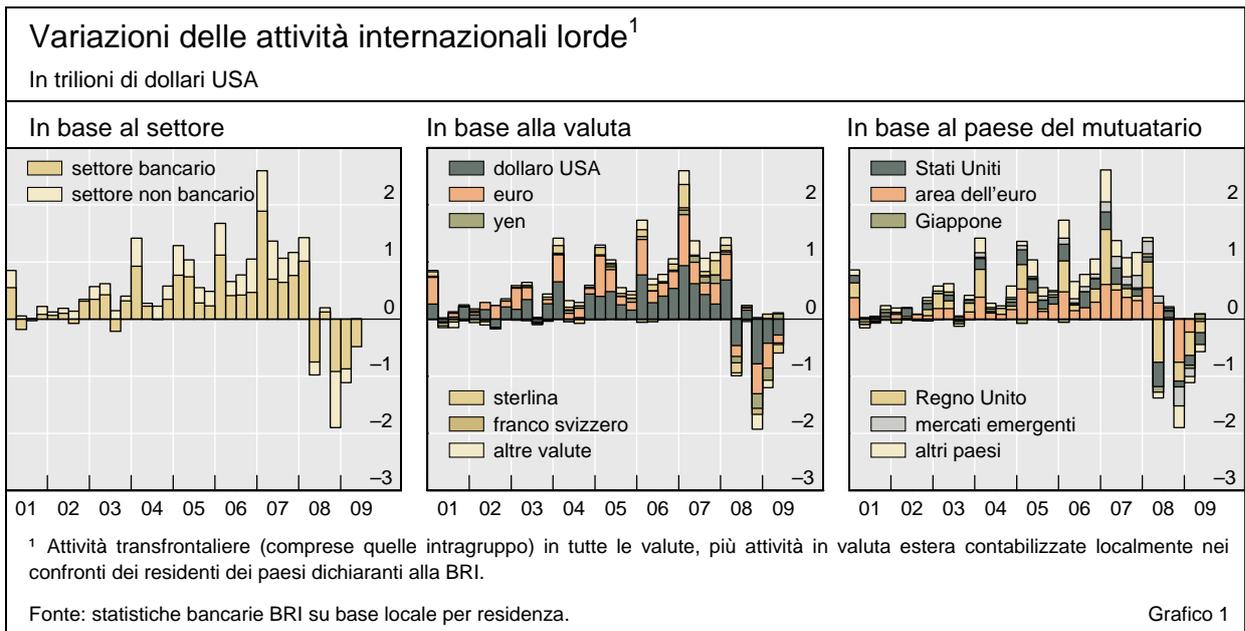
Il mercato bancario internazionale

I bilanci delle banche internazionali hanno continuato a contrarsi nel secondo trimestre 2009, sebbene a un ritmo molto più blando che nei sei mesi precedenti. Il calo delle attività internazionali lorde totali delle banche dichiaranti alla BRI, pari a \$477 miliardi, è stato considerevolmente inferiore a quelli dei due trimestri precedenti (–\$1,1 e –1,9 trilioni), pur risultando il quarto in ordine di grandezza nell'arco dell'ultimo decennio (grafico 1, diagramma di sinistra). Il ridimensionamento dei bilanci bancari è interamente riconducibile alla flessione degli impieghi interbancari (–\$481 miliardi), mentre il credito al settore non bancario ha registrato un lieve aumento (di \$4 miliardi). Inoltre, le attività transfrontaliere verso i mutuatari dei paesi emergenti hanno mostrato segni di stabilizzazione. Le posizioni locali in moneta locale sono invece leggermente diminuite in molti paesi per la prima volta dall'inizio della crisi.

Rallenta la contrazione dei bilanci bancari internazionali

Gran parte (il 58%) della contrazione complessiva degli impieghi internazionali è ascrivibile alle posizioni denominate in dollari USA (grafico 1, diagramma centrale). Ciò detto, il calo di \$278 miliardi in questo segmento di mercato è

¹ Per eventuali quesiti si prega di contattare Stefan Avdjiev per le statistiche bancarie, Jacob Gyntelberg per quelle sugli strumenti derivati e Christian Upper per quelle sui titoli di debito internazionali.



stato significativamente inferiore a quelli registrati nei due trimestri precedenti. Le attività in dollari verso il settore bancario hanno continuato a diminuire, scendendo di \$311 miliardi, mentre quelle verso soggetti non bancari sono lievemente cresciute (di \$34 miliardi) dopo due flessioni trimestrali consecutive. Nello stesso periodo gli impieghi totali in yen sono invece aumentati (di \$92 miliardi) per la prima volta dal terzo trimestre 2008.

A registrare le flessioni maggiori nel trimestre sono stati gli impieghi verso i residenti statunitensi (-\$211 miliardi) e britannici (-\$195 miliardi) (grafico 1, diagramma di destra), soprattutto per effetto delle minori attività verso il settore bancario (scese rispettivamente di \$219 e 167 miliardi). Nello stesso tempo, i crediti verso i soggetti non bancari residenti negli Stati Uniti sono leggermente cresciuti (di \$8 miliardi) per la prima volta dal terzo trimestre 2008, mentre quelli verso la stessa categoria di mutuatari nel Regno Unito sono scesi (di \$28 miliardi) per il quinto trimestre consecutivo, sebbene a un ritmo molto più lento rispetto ai quattro periodi precedenti.

Continuano a diminuire gli impieghi verso i residenti di Stati Uniti e Regno Unito

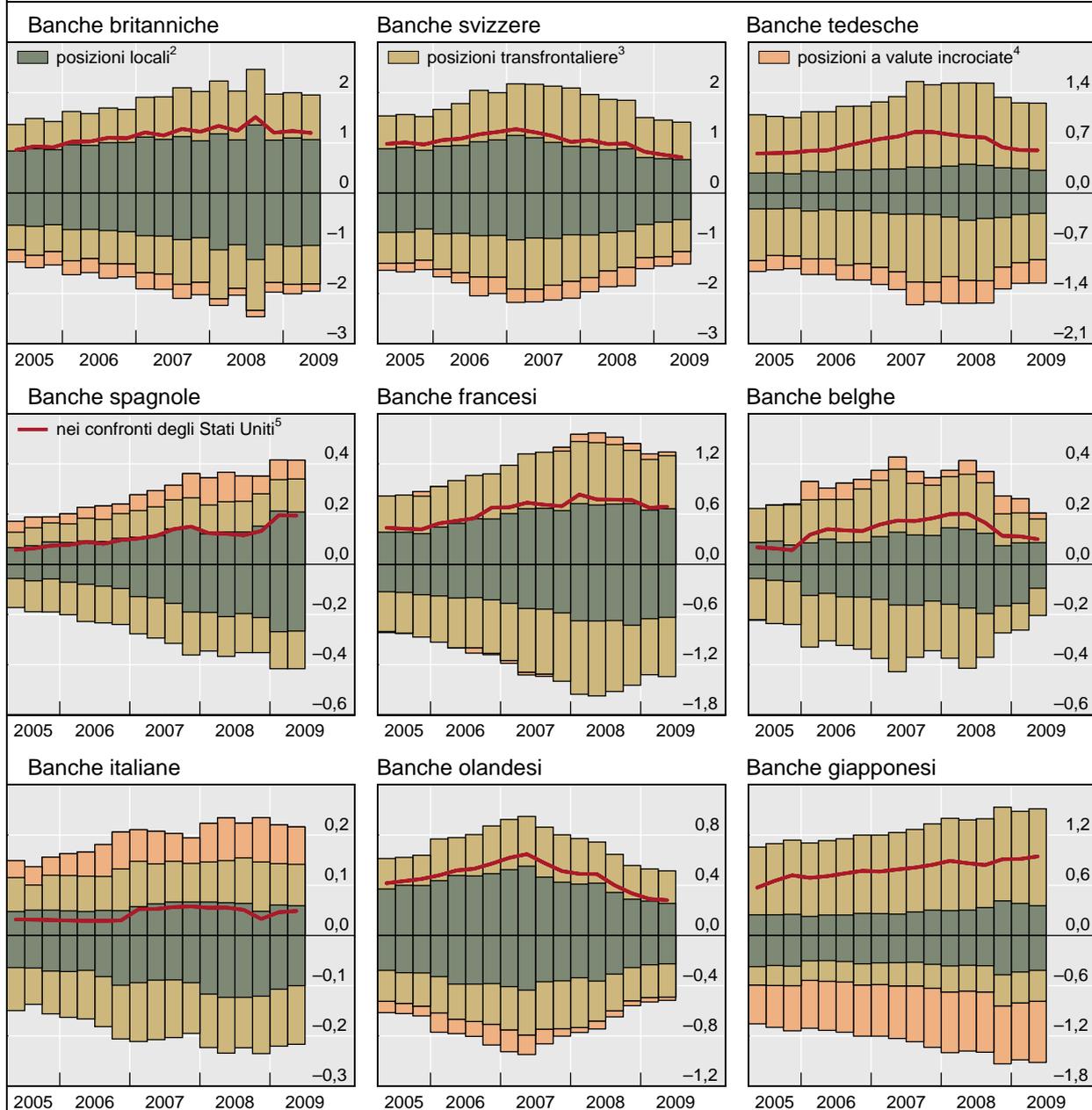
I portafogli in dollari USA delle banche non statunitensi

Dall'inizio della crisi (ossia dal terzo trimestre 2007) i portafogli in dollari USA di molte banche sono considerevolmente cambiati. Il grafico 2 fornisce i dati relativi alla composizione delle posizioni consolidate in tale moneta di nove grandi sistemi bancari. La somma degli istogrammi positivi/negativi relativi alle posizioni locali (in verde) e a quelle transfrontaliere (in marrone)² rappresenta la

² Le posizioni locali sono le posizioni contabilizzate da una dipendenza bancaria in una data giurisdizione nei confronti dei residenti di tale giurisdizione, mentre le posizioni transfrontaliere sono quelle contabilizzate da una dipendenza bancaria in una data giurisdizione nei confronti dei residenti di altre giurisdizioni. Va rilevato che, mentre per le posizioni locali la residenza delle controparti è nota per definizione, per quelle transfrontaliere non è disponibile alcuna scomposizione basata sulla residenza.

Posizioni estere in dollari USA delle banche dichiaranti, per residenza della controparte¹

In base al sistema bancario creditore, in trilioni di dollari USA



¹ Gli istogrammi in pila rappresentano le attività (valori positivi) e le passività (valori negativi). ² Si intendono per posizioni locali le posizioni contabilizzate dalle dipendenze di una banca in una determinata giurisdizione nei confronti dei residenti della stessa giurisdizione. ³ Si intendono per posizioni transfrontaliere le posizioni contabilizzate dalle dipendenze di una banca in una determinata giurisdizione nei confronti di residenti di giurisdizioni diverse. ⁴ Posizioni finanziate a valute incrociate desunte dall'identità di bilancio. Per maggiori dettagli sulla procedura di stima, cfr. *BIS Working Papers* n. 291. ⁵ Attività estere delle banche dichiaranti nei confronti degli Stati Uniti (ricavate dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo). Si ipotizza che tali attività, per le quali non è disponibile una scomposizione valutaria, siano denominate in dollari USA.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato e al rischio ultimo); statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità; elaborazioni BRI.

Grafico 2

posizione attiva/passiva totale in dollari stimata per ogni sistema³. La differenza tra le attività e le passività lorde di un sistema bancario in una data moneta può essere impiegata come *proxy* delle sue posizioni nette in tale moneta finanziate a valute incrociate nel mercato degli swap (istogrammi arancioni), nell'ipotesi che le posizioni valutarie aperte in bilancio siano modeste⁴. Va notato che, sebbene non appaia in bilancio, la posizione netta finanziata a valute incrociate così desunta può essere considerata alla stregua di un'attività o una passività in dollari, a seconda che il sistema bancario in esame abbia fornito o mutuato dollari nel mercato degli swap.

A partire dall'inizio della crisi sono stati i sistemi bancari europei a registrare le contrazioni più pronunciate dei portafogli in dollari. Molti di essi (ad esempio quelli britannico, olandese, svizzero e tedesco) detenevano in precedenza posizioni lunghe nette in tale moneta. In generale, le attività in dollari delle banche non statunitensi erano soprattutto nei confronti dei residenti degli Stati Uniti (linee rosse del grafico 2) e si concentravano tipicamente nel settore privato non bancario⁵. Nel complesso, dall'inizio della crisi gli impieghi di tali sistemi bancari verso il settore privato non bancario statunitense sono diminuiti di ben \$968 miliardi (pari al 15,2% delle loro attività totali in dollari) per effetto di svalutazioni, cessioni di titoli e della minore attività di prestito. Nello stesso periodo, i loro impieghi verso residenti non statunitensi sono scesi di appena \$241 miliardi (pari al 3,8% delle loro attività totali in dollari). Per contro, i sistemi bancari con posizioni corte nette in dollari prima della crisi (ad esempio le banche belghe, italiane e spagnole) avevano investito, come gruppo, quote relativamente esigue dei loro portafogli in dollari nel settore privato non bancario statunitense⁶. I loro impieghi totali in dollari si sono mantenuti relativamente stabili durante la crisi e sono persino cresciuti nel caso delle banche spagnole.

Il grafico 2 evidenzia inoltre il diverso peso che hanno le posizioni transfrontaliere e quelle locali nei vari sistemi bancari. Ad esempio, le banche britanniche e spagnole contabilizzano localmente più della metà dei loro

Dall'inizio della crisi calano le attività in dollari delle banche europee

³ Le stime sono effettuate considerando congiuntamente i dati provenienti dalle statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato) e dalle statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità. Cfr. *BIS Working Paper*, n. 291, per maggiori dettagli sui metodi utilizzati.

⁴ Si noti che un sistema bancario con una posizione lunga netta di bilancio in dollari (le cui attività lorde in dollari eccedono le corrispondenti passività lorde) farà uso di swap per ottenere la divisa statunitense, mentre un sistema con una posizione corta netta in dollari (le cui passività lorde in tale moneta eccedono le corrispondenti attività lorde) farà uso di swap per cambiare dollari in altre valute.

⁵ Le attività verso il settore privato non bancario statunitense comprendono i prestiti societari, i prestiti a hedge fund negli Stati Uniti e le disponibilità di prodotti strutturati emessi da società finanziarie non bancarie statunitensi. Le banche giapponesi avevano investito una quota significativa dei loro portafogli in dollari (il 29%, la più elevata di tutti i paesi dichiaranti) in titoli del debito pubblico statunitense.

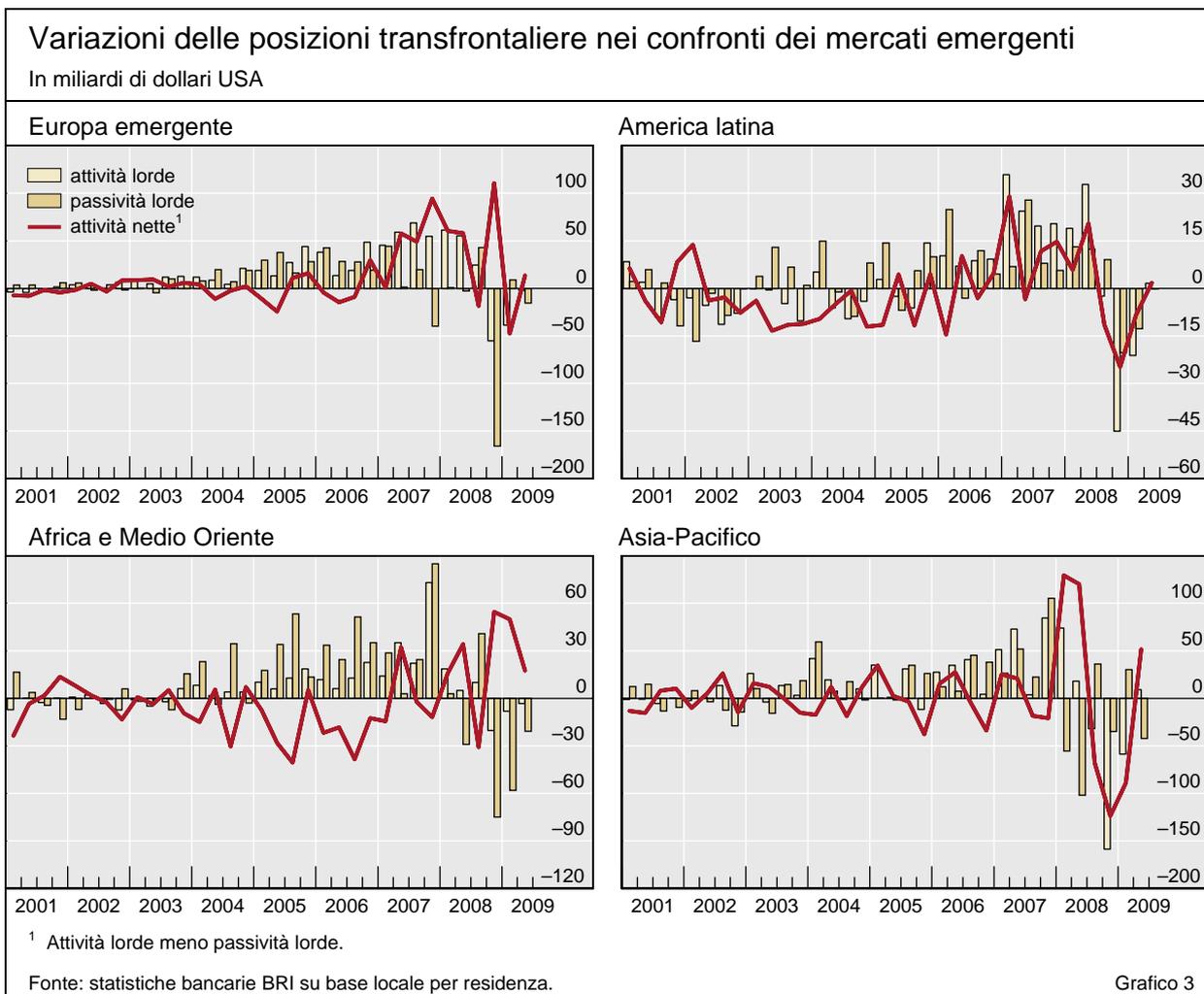
⁶ Per i sistemi bancari con posizioni corte nette in dollari, la quota media di attività nella moneta statunitense investita nel settore privato non bancario USA era pari a circa un quarto. Per contro, tale quota raggiungeva mediamente quasi la metà nel caso dei sistemi bancari con posizioni lunghe nette in dollari.

impieghi in dollari, e quelle giapponesi, italiane e tedesche solo circa un quarto. Gli istituti spagnoli e britannici sono anche quelli che localmente incorrono nella quota più elevata di passività (rispettivamente il 64 e il 53%), mentre quelli tedeschi e giapponesi nella più esigua (rispettivamente il 23 e 27%).

Si stabilizzano le attività transfrontaliere verso i mercati emergenti

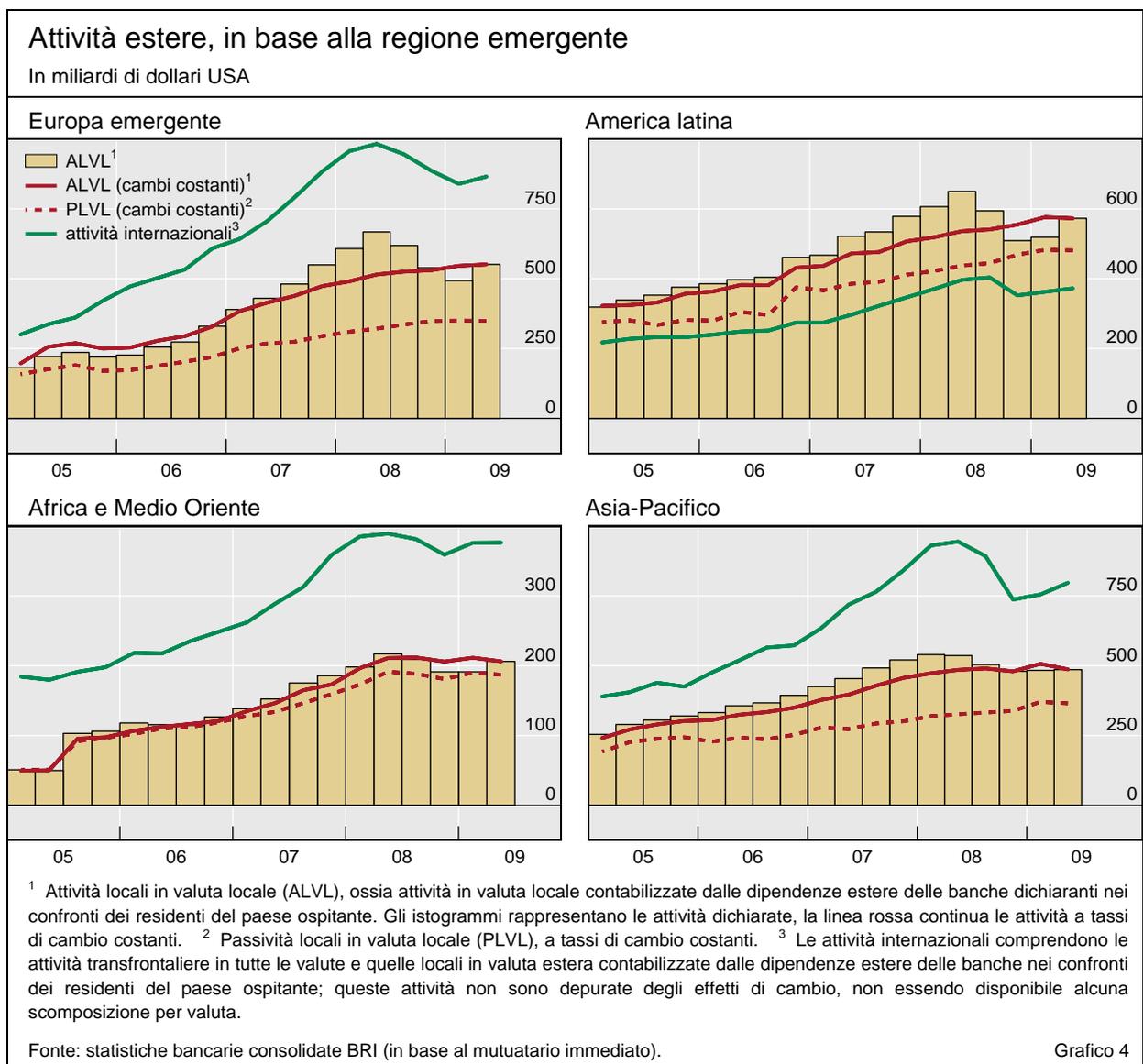
Dopo essere sensibilmente calate nei due trimestri precedenti, le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti verso i mercati emergenti si sono stabilizzate nel periodo in esame (grafico 3), registrando il primo aumento – nel complesso modesto (\$5,3 miliardi) – dal terzo trimestre 2008. Gli impieghi verso i mutuatari dell'Asia-Pacifico e dell'America latina e Caraibi sono cresciuti (rispettivamente di \$9,2 e 1,6 miliardi). Quelli verso l'Europa emergente e verso l'Africa e Medio Oriente, invece, hanno segnato una lieve flessione (di \$2,2 e 3,4 miliardi), che è stata comunque significativamente inferiore a quelle dei due trimestri precedenti.

Considerando le singole economie, i maggiori afflussi netti di fondi dall'estero sono stati registrati da Cina (\$49,2 miliardi), Hong Kong SAR (\$46,8 miliardi) e Brasile (\$15,3 miliardi). Nel caso del Brasile si è trattato soprattutto di un'espansione delle attività (\$8,5 miliardi), mentre gli afflussi



verso Cina e Hong Kong SAR sono quasi interamente riconducibili a cali delle passività delle banche dichiaranti nei confronti dei residenti di tali economie (rispettivamente $-\$41,6$ e $-\$49,3$ miliardi). In Cina gli afflussi di capitali si sono accompagnati a una forte espansione del credito interno, come illustrato nel riquadro 1, pagina 14.

Anche le statistiche bancarie consolidate BRI, in linea con quelle su base locale, indicano una ripresa dell'attività creditizia internazionale verso i mercati emergenti (grafico 4). Nel periodo in rassegna gli impieghi internazionali consolidati verso tali mercati, che includono le posizioni transfrontaliere e il credito erogato localmente in valuta estera, sono cresciuti (di $\$77$ miliardi, ossia del 3,3%) per la prima volta da quattro trimestri⁷. Le attività sono aumentate verso tutte e quattro le regioni emergenti, e in particolare nei



⁷ A differenza delle attività locali in moneta locale (per le quali la denominazione valutaria è nota per definizione), le attività internazionali non possono essere corrette per le oscillazioni dei tassi di cambio non essendo disponibile una scomposizione valutaria.

confronti dell'Asia-Pacifico (di \$41 miliardi, ossia del 5,5%) e dell'Europa emergente (di \$26 miliardi, 3,0%)⁸.

Calano le posizioni locali nei mercati emergenti ...

Nello stesso tempo, le posizioni locali delle banche dichiaranti nei confronti dei mercati emergenti sono diminuite per la prima volta dall'inizio della crisi. Le attività e le passività locali in moneta locale, al netto degli effetti valutari, sono scese rispettivamente dello 0,1 e 0,6%. Gli impieghi di questo tipo, generalmente finanziati in loco e pertanto di norma più stabili di altre categorie di attività estere, si sono ridotti in tre delle quattro regioni emergenti (Asia-Pacifico, America latina e Caraibi, Africa e Medio Oriente)⁹. L'unica regione in cui sono aumentati (dello 0,9%) è stata l'Europa emergente. Nella maggior parte dei paesi (ad esempio Taipei Cinese, Corea, Turchia, Argentina, Cile e Messico) la contrazione del credito in moneta locale si è accompagnata a una flessione dell'attività economica reale. Vi sono state tuttavia eccezioni: gli impieghi verso i residenti di Cina, Filippine e India, ad esempio, sono diminuiti sebbene il prodotto in termini reali sia cresciuto.

... soprattutto nei confronti dei paesi baltici

Un esame più approfondito dei paesi baltici rivela che il credito erogato localmente in moneta locale in questi paesi si è contratto in misura significativa durante il periodo in rassegna (grafico 5, diagrammi superiori). In Lettonia, la flessione è stata del 10,0% (a \$3,7 miliardi)¹⁰, ed è ascrivibile per la maggior parte alle banche svedesi, che alla fine del trimestre detenevano circa l'88% dello stock di attività in moneta locale delle banche dichiaranti nel paese. Le attività di questo tipo sono parimenti diminuite in Lituania (-4,9%) ed Estonia (-3,0%), anche in questi casi soprattutto per effetto delle banche svedesi.

Gli andamenti in America latina e Caraibi (grafico 5, diagrammi centrali) e nell'Asia-Pacifico (grafico 5, diagrammi inferiori) sono stati eterogenei. Per quanto riguarda la prima regione, le banche dichiaranti hanno ridotto le attività locali in moneta locale (al netto degli effetti di cambio) verso il Perù (del 9,0%) e l'Argentina (del 4,3%), registrando nel contempo in entrambi i paesi cali delle passività locali in moneta locale (rispettivamente del 12,4 e 3,8%). Per contro, gli impieghi di questo tipo verso il Venezuela sono aumentati (del 4,3%) per il quarto trimestre consecutivo. Nella regione Asia-Pacifico le attività locali in moneta locale verso l'Indonesia e la Malaysia sono cresciute del 7,6 e 1,3%, mentre quelle verso Taipei Cinese hanno registrato la quarta contrazione consecutiva (-8,5%).

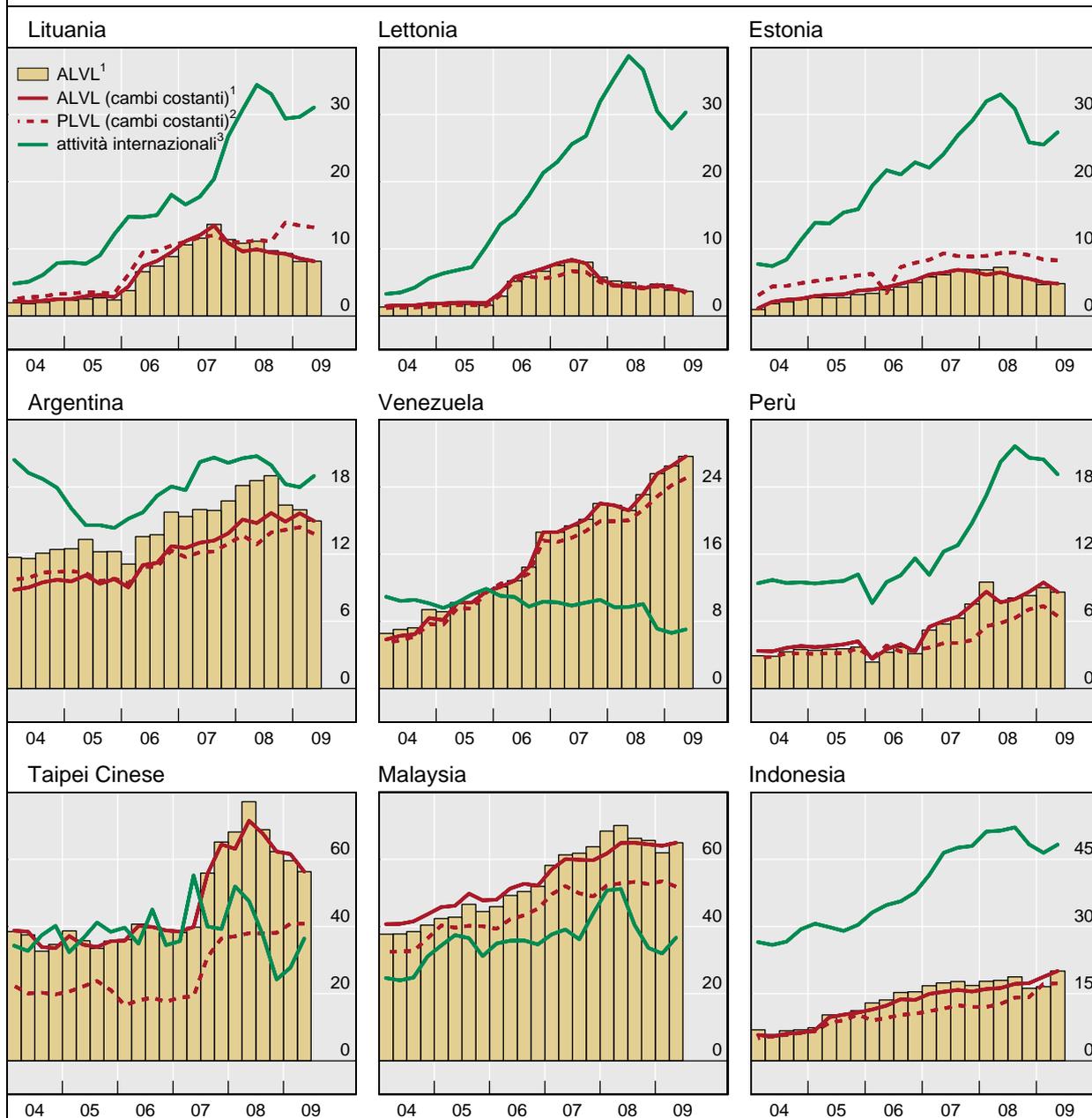
⁸ Mentre gran parte delle attività internazionali verso le regioni Asia-Pacifico e America latina e Caraibi è generalmente denominata in dollari e, pertanto, non è soggetta a correzioni di rilievo, gli impieghi internazionali nei confronti dell'Europa emergente sono denominati soprattutto in euro e risentono dei movimenti valutari. Ipotizzando che tali impieghi siano tutti denominati in euro, la correzione per gli effetti di cambio indicherebbe che le attività internazionali verso l'Europa emergente sono di fatto calate del 3,0%.

⁹ In linea con la riduzione complessiva delle attività locali, le passività locali in moneta locale depurate degli effetti di cambio hanno registrato cali modesti in tutte e quattro le regioni emergenti. Va notato che l'Austria, le cui banche vantano una presenza notevole nell'Europa emergente, non segnala le passività locali in moneta locale.

¹⁰ Inoltre, i residenti lettoni hanno ridotto considerevolmente (di \$1,0 miliardi, ossia del 23,4%) i depositi in moneta locale collocati presso le dipendenze locali delle banche dichiaranti alla BRI. Anche in Lituania ed Estonia si segnalano contrazioni delle passività locali in moneta locale (-2,3 e -1,2% rispettivamente).

Attività estere, in base al paese del mutuatario

In miliardi di dollari USA



¹ Attività locali in valuta locale (ALVL), 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, la linea rossa continua le attività a tassi di cambio costanti. ² Passività locali in valuta locale (PLVL), 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 bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

Grafico 5

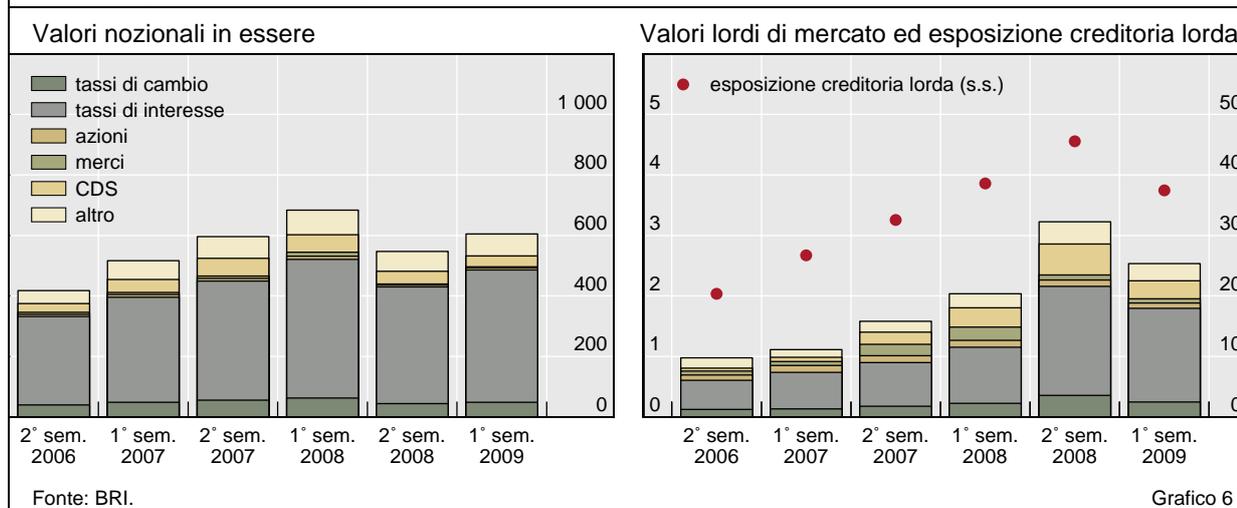
I mercati degli strumenti derivati

Mercati non regolamentati (OTC)

Nella prima metà del 2009 il valore nozionale dell'insieme dei contratti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) ha segnato una certa ripresa,

Mercati internazionali non regolamentati dei derivati

In base al tipo di dato e alla categoria di rischio di mercato, in trilioni di dollari USA

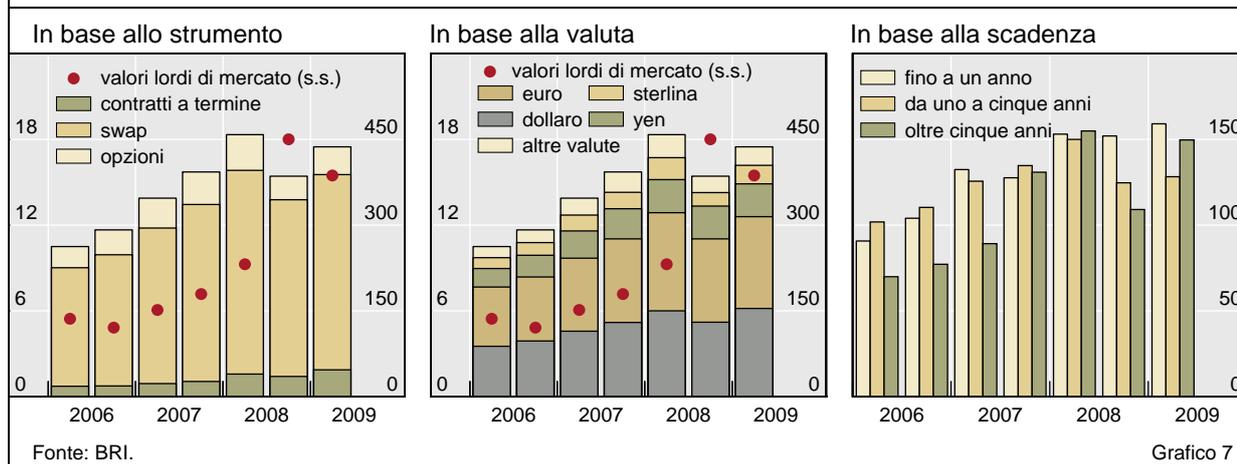


I volumi nozionali segnano un recupero, i valori di mercato calano

portandosi a fine giugno a \$605 trilioni, in rialzo del 10% rispetto a sei mesi prima (grafico 6, diagramma di sinistra)¹¹. Per contro, rispetto al picco di fine 2008 le posizioni creditorie lorde sono diminuite del 18%, a \$3,7 trilioni. Tali posizioni, che tengono conto degli accordi bilaterali di compensazione ma non delle garanzie collaterali, forniscono una misura delle esposizioni reciproche¹². Anche i valori lordi di mercato sono diminuiti, del 21%, a \$25 trilioni (grafico 6, diagramma di destra)¹³.

Mercati non regolamentati dei derivati su tassi di interesse

Valori nozionali in essere e valori lordi di mercato, in trilioni di dollari USA



¹¹ I valori nozionali in essere a fine dicembre 2008 sono stati rivisti al ribasso di quasi l'8%, quelli lordi di mercato del 5%. Per maggiori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BRI dal titolo *OTC derivatives market activity in the first half of 2009*, 12 novembre 2009.

¹² Le posizioni creditorie lorde sono date dalla differenza (tenuto conto degli accordi bilaterali di compensazione giuridicamente vincolanti) tra i contratti con valore lordo di mercato positivo e quelli con valore lordo di mercato negativo. Il calcolo non tiene conto dei *credit default swap* (CDS), salvo nel caso degli Stati Uniti.

¹³ I valori lordi di mercato misurano il costo di sostituzione di tutti i contratti esistenti.

La crescita dei valori nozionali va ricondotta in larga parte ai derivati su tassi di interesse, che a fine giugno ammontavano a \$438 trilioni, in rialzo del 13% rispetto a fine 2008 (grafico 7, diagramma di sinistra). I valori lordi di mercato sono scesi del 14%, a \$15 trilioni, principalmente a causa del calo degli swap. L'aumento dei volumi in essere si è concentrato nei segmenti del dollaro USA, della sterlina e dell'euro (grafico 7, diagramma centrale). Le consistenze di contratti a termine (*forward rate agreement*, FRA) sono cresciute del 34%, a \$47 trilioni, e quelle di opzioni del 18%, a \$49 trilioni. In linea con la maggiore attività di copertura, l'espansione dei volumi in essere ha riguardato soprattutto gli swap e le opzioni a più lungo termine; questi ultimi strumenti sono aumentati di oltre il 70% (grafico 7, diagramma di destra).

Aumentano i volumi dei derivati su tassi di interesse ...

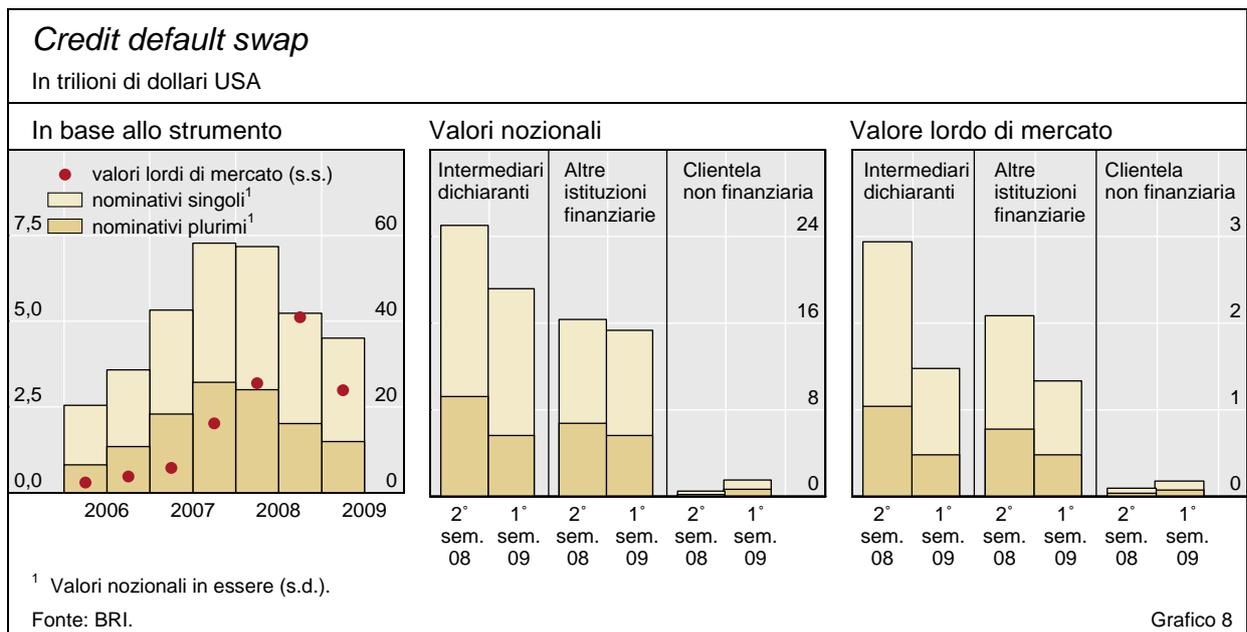
... trainati dagli swap a lungo termine

I volumi di CDS continuano a calare

Proseguendo una tendenza in atto dalla prima metà del 2008, i valori nozionali in essere di *credit default swap* (CDS) hanno continuato a scendere e a fine giugno ammontavano a \$36 trilioni (grafico 8, diagramma di sinistra). Un fattore alla base di questo andamento è stata la diminuzione degli scambi nella prima metà del periodo, quando le condizioni nei mercati creditizi erano ancora tese (cfr. il riquadro 2, pagina 16). Successivamente, tuttavia, l'attività si è intensificata. Un'altra determinante di rilievo è stato il maggiore ricorso alla compensazione di posizioni speculari da parte degli operatori, in particolare degli intermediari principali (grafico 8, diagrammi centrale e di destra; cfr. anche il riquadro 2). Mentre i valori nozionali dei contratti in essere tra istituzioni finanziarie sono calati, quelli dei contratti fra intermediari e clientela non finanziaria sono più che raddoppiati.

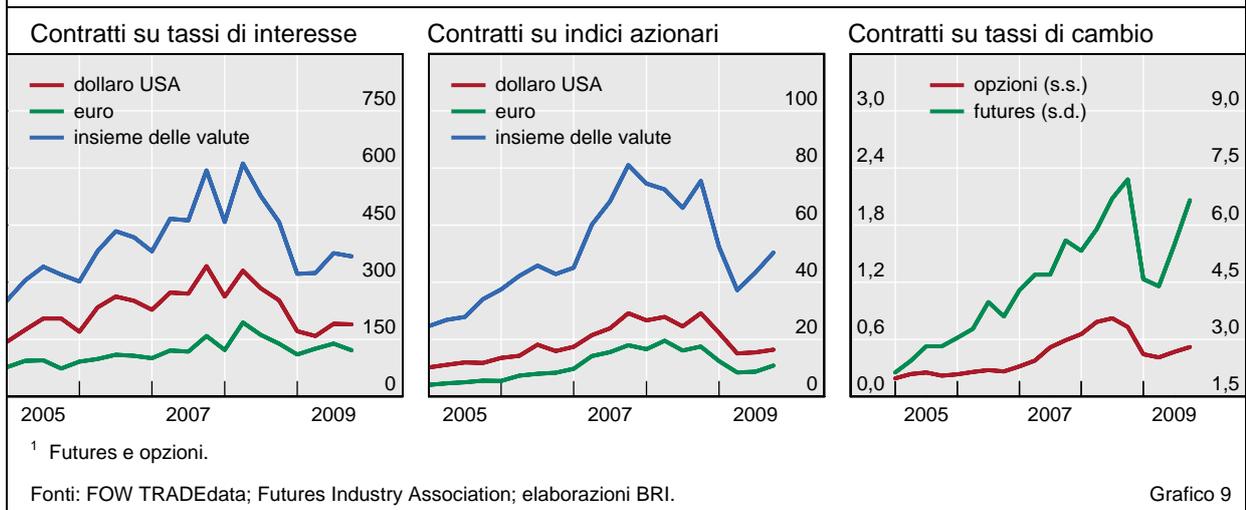
Mercati regolamentati

Nel terzo trimestre 2009 gli scambi complessivi di strumenti derivati nelle borse internazionali si sono stabilizzati, pur collocandosi ancora ad appena il 60% circa dei livelli elevati del periodo pre-crisi. Il turnover totale in termini di valori nozionali, pari a \$425 trilioni, è rimasto invariato rispetto al secondo trimestre (grafico 9).



Turnover dei derivati negoziati in borsa¹

Dati trimestrali, in trilioni di dollari USA



Calano gli scambi di derivati su tassi di interesse

In linea con il contesto di stabilità dei tassi ufficiali su livelli assai contenuti in molte delle maggiori economie, l'attività totale in derivati su tassi di interesse è leggermente diminuita, da \$376 trilioni nel secondo trimestre a \$368 trilioni nel terzo (grafico 9, diagramma di sinistra). Tale andamento è riconducibile al calo degli scambi di opzioni, particolarmente evidente nel segmento dell'euro.

Aumenta il turnover su indici azionari con il rafforzamento dei mercati asiatici

Di fronte all'aumento dei corsi azionari gli scambi di strumenti su indici azionari sono saliti da \$43 a 50 trilioni (grafico 9, diagramma centrale). Questo risultato si deve all'incremento delle valutazioni, dal momento che in termini di numero di contratti il turnover ha subito un lieve calo (da 1,65 a 1,63 miliardi). La progressione degli scambi ha rispecchiato la notevole crescita delle contrattazioni in Corea e negli altri paesi asiatici (da \$16,2 a 19,3 trilioni).

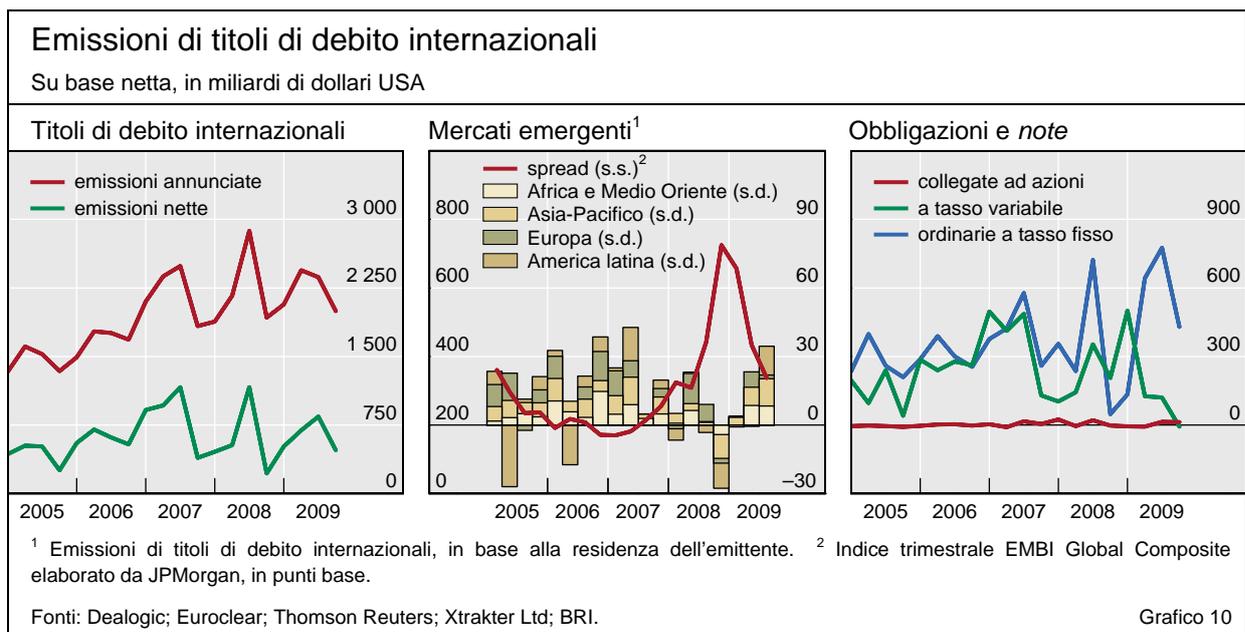
L'aumento del turnover di contratti valutari segnala una maggiore attività di carry trade

Anche le negoziazioni di derivati valutari hanno continuato a crescere nel terzo trimestre (grafico 9, diagramma di destra). Ciò potrebbe in parte riflettere la maggiore attività di *carry trade* trainata dai differenziali di tasso di interesse e dalla rinnovata fiducia degli investitori. L'aumento del turnover – a \$7,2 trilioni, dai \$5,9 trilioni del trimestre precedente – ha riguardato tutte le valute principali, ma è stato più ridotto nel caso dell'euro. Anche gli scambi di contratti in dollari neozelandesi e australiani sono cresciuti in misura significativa rispetto al trimestre precedente.

Il mercato internazionale dei titoli di debito

Calo stagionale delle emissioni nette ...

L'attività nel mercato primario dei titoli di debito internazionali ha risentito di fattori stagionali durante il terzo trimestre 2009, che comprendeva il principale periodo di ferie per l'emisfero settentrionale. Le emissioni lorde annunciate sono scese del 16% sul trimestre precedente, a \$1 998 miliardi (grafico 10, diagramma di sinistra). In presenza di una sostanziale stabilità dei rimborsi, i collocamenti netti si sono quasi dimezzati, a \$475 miliardi, il livello più basso dal terzo trimestre 2008. A seconda del metodo utilizzato, i dati destagionalizzati risultavano stabili su livelli elevati oppure in lieve aumento. Il vigore di fondo del



mercato trova conferma anche nelle segnalazioni dei fornitori commerciali di dati, che evidenziano un'intensa attività di collocamento in ottobre.

Il calo delle emissioni è scaturito soprattutto dai minori collocamenti netti dei residenti nelle economie sviluppate (-45%), la principale categoria di mutuatari in termini di volume della raccolta internazionale, e si è distribuito uniformemente tra i vari settori.

... nelle economie sviluppate

Un paese che si è mosso in controtendenza rispetto a questa dinamica flettente è il Regno Unito. Dopo la relativa debolezza della prima metà dell'anno, la raccolta dei mutuatari britannici è salita a \$91 miliardi, in aumento del 147% rispetto ai tre mesi precedenti. Questo risultato è in gran parte riconducibile alle società finanziarie (\$79 miliardi, dai \$18 miliardi del secondo trimestre). La quota delle obbligazioni assistite da garanzia governativa è scesa all'8%, dal 27% del secondo trimestre. Tra le economie sviluppate, si è registrato un aumento delle emissioni anche per l'Irlanda (+75%, a \$41 miliardi) e l'Italia (+98%, a \$36 miliardi).

Forte attività di emissione dei prenditori del Regno Unito ...

I mutuatari delle economie emergenti hanno approfittato delle migliorate condizioni finanziarie per collocare \$34 miliardi di titoli di debito internazionali (grafico 10, diagramma centrale), un volume superiore del 52% a quello del secondo trimestre, e ben più elevato della media trimestrale per il 2006 e gli inizi del 2007, prima della crisi. La raccolta della regione America latina e Caraibi ha ripreso slancio, passando da un livello prossimo allo zero nella prima metà dell'anno a \$13 miliardi tra luglio e settembre. La crescita si è distribuita uniformemente all'interno della regione, con aumenti in tutti i paesi principali fatta eccezione per l'Argentina. Le economie in via di sviluppo della regione Asia-Pacifico hanno collocato \$12 miliardi sui mercati internazionali, il 50% in più che nel secondo trimestre. Le emissioni nette dei residenti in Africa e Medio Oriente sono rimaste pressoché invariate, a \$8 miliardi, di cui \$5 miliardi riconducibili ai soli prenditori degli Emirati Arabi Uniti. La raccolta netta dei mutuatari nell'Europa emergente è scesa a \$2 miliardi (dai \$7 miliardi

... e dei mercati emergenti

del secondo trimestre); i residenti di alcuni paesi con più basso merito di credito avrebbero incontrato difficoltà nel collocare i propri titoli.

La composizione settoriale delle emissioni del periodo varia notevolmente da regione a regione. Le società non finanziarie hanno avuto un ruolo predominante in America latina e Caraibi e in Africa e Medio Oriente, collocando rispettivamente oltre il 71 e 77% delle emissioni regionali. Le società finanziarie sono invece state i principali prenditori nei paesi emergenti dell'Asia (con il 78% della raccolta netta nella regione). Infine, nell'Europa emergente l'attività è interamente riconducibile agli emittenti sovrani (\$4 miliardi), in particolare delle economie più grandi e con miglior merito creditizio, mentre il settore non finanziario e quello finanziario hanno registrato rimborsi netti rispettivamente pari a \$1 e 2 miliardi.

Diminuisce
l'attrattiva dei titoli a
tasso variabile

I collocamenti di obbligazioni a tasso variabile sono diventati negativi per la prima volta dal 1991 (grafico 10, diagramma di destra), per effetto di un calo di \$74 miliardi (su base netta) delle emissioni in dollari. Tale andamento è stato solo in parte controbilanciato dai maggiori collocamenti di obbligazioni a tasso variabile in sterline (\$33 miliardi, contro i \$7 miliardi del secondo trimestre), che hanno portato i rimborsi netti totali a \$7 miliardi.

Riquadro 1 – Il credito bancario in Cina: un'analisi dei dati statistici

Eric Chan e Haibin Zhu

A seguito della crisi internazionale l'espansione del credito bancario è diminuita sensibilmente o è divenuta negativa in gran parte delle economie. Un'eccezione degna di nota proviene dalla Cina, dove la crescita del credito è significativamente aumentata a partire dall'ultimo trimestre 2008. Il presente riquadro esamina le dinamiche dell'attività di prestito delle banche cinesi e le loro implicazioni per l'economia reale.

Nell'ambito del programma di stimolo del governo, nella prima metà del 2009 il credito in Cina ha conosciuto un'espansione straordinaria. I nuovi prestiti sono stati pari a CNY 7,4 trilioni, un volume ben maggiore rispetto ai CNY 4,2 trilioni registrati per l'insieme del 2008. Tale espansione ha contribuito alla vigorosa ripresa dell'economia cinese, ma ha destato al tempo stesso preoccupazione per le condizioni eccessivamente accomodanti del credito. Una parte considerevole dei prestiti bancari potrebbe infatti essere fluita ai mercati azionari e immobiliari, alimentando un boom dei prezzi delle attività. Nei primi sette mesi dell'anno l'indice della borsa di Shanghai ha guadagnato l'87% e il rapporto prezzo/utili è pressoché raddoppiato, passando da 15 a 29. Anche i mercati delle abitazioni hanno riacquisito slancio, registrando un aumento delle vendite e degli investimenti, nonché dei prezzi.

In tale contesto, il governo cinese ha adottato una serie di misure prudenziali volte a ridurre il credito a quei settori caratterizzati da un eccesso di capacità, nonché a rafforzare la solidità del sistema bancario. L'autorità di vigilanza bancaria ha emesso una serie di istruzioni relative alle prassi di fido destinate a garantire che i prestiti non fossero utilizzati per finalità diverse da quelle specificate. Inoltre, allo scopo di migliorare la capacità di assorbimento delle perdite del sistema bancario, sono stati altresì innalzati gli accantonamenti obbligatori a fronte di perdite su crediti e inasprite le regole per il calcolo del capitale bancario. Di conseguenza, i prestiti netti sono notevolmente diminuiti nel terzo trimestre, a CNY 1,3 trilioni, e ancora in ottobre, raggiungendo CNY 253 miliardi, il livello minimo per il 2009.

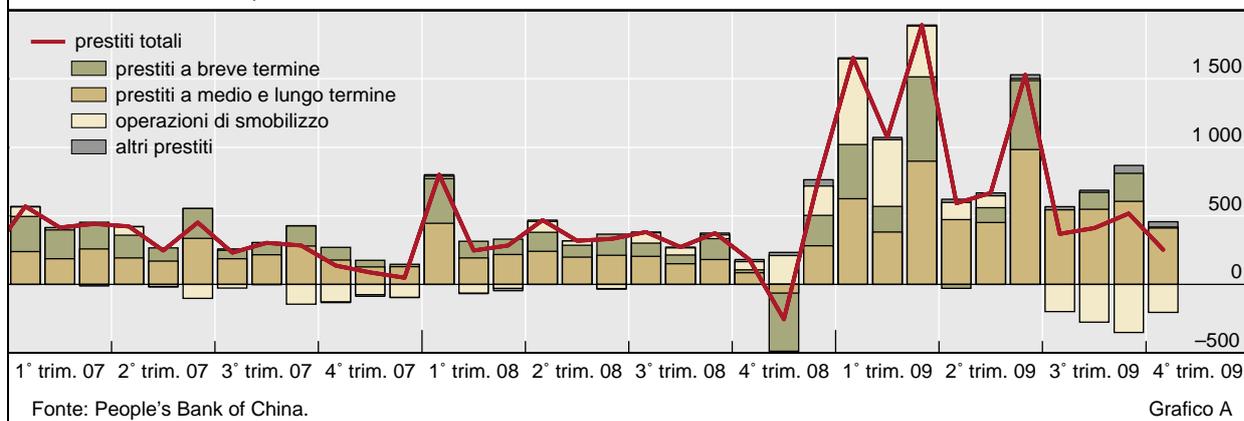
Il ridimensionamento dell'espansione creditizia non ha avuto finora ripercussioni di rilievo sull'economia reale. La crescita del PIL è anzi aumentata all'8,9% nel terzo trimestre, e dovrebbe mantenersi vigorosa nei trimestri a venire. Varie sono le ragioni che potrebbero spiegare questo andamento all'apparenza contraddittorio.

In primo luogo, occorre di norma tempo prima che si avverta appieno l'impatto dello stimolo monetario sull'economia reale. Nel caso della Cina, la forte crescita economica del terzo trimestre potrebbe discendere dalla rapida espansione dei prestiti nella prima metà dell'anno.

In secondo luogo, il calo segnato dai prestiti bancari netti a partire da luglio potrebbe in parte riflettere la stagionalità delle prassi di fido bancarie. In Cina l'espansione del credito è tipicamente più vigorosa nella prima metà dell'anno, poiché gli istituti bancari tendono a concentrare l'attività di erogazione di prestiti durante detto periodo. In base a stime proprie, gli effetti stagionali

Credito bancario in Cina

Variazioni mensili dei prestiti in essere, in miliardi di renminbi



sarebbero all'origine di 14 punti percentuali della flessione del 68% registrata dai prestiti netti mensili fra la prima e la seconda metà dell'anno. Di fatto, rispetto al periodo corrispondente di un anno prima, nel periodo luglio-ottobre il credito netto risultava aumentato del 28%.

Infine, ed è questo l'aspetto più importante, negli ultimi mesi è cambiata notevolmente la composizione del credito (grafico A). La diminuzione dei prestiti netti è ascrivibile soprattutto al marcato calo delle operazioni di sconto e anticipazione su effetti delle imprese ("operazioni di smobilizzo") e ai minori prestiti a breve termine. Per contro, il volume di prestiti a medio e lungo termine, che in teoria sostengono in maniera più diretta gli investimenti e l'attività economica reale, ha continuato a crescere a ritmi sostenuti.

Nella prima metà dell'anno le operazioni di smobilizzo hanno raggiunto il livello record di CNY 1,7 trilioni. Ciò si deve probabilmente alla scelta strategica delle banche di accrescere il credito totale in risposta al programma di stimolo, mantenendo al tempo stesso un margine di flessibilità per quanto riguarda i rispettivi portafogli di attività. Tradizionalmente queste operazioni sono state utilizzate dalle imprese quale fonte di finanziamento a basso costo per coprire il fabbisogno di capitale circolante. È tuttavia possibile che un'ampia parte di tali fondi sia fluita ai mercati delle attività. A partire da luglio le banche hanno iniziato a ridurre l'offerta di operazioni di sconto, rispondendo all'appello delle autorità per una moderazione dell'espansione creditizia. Nel contempo, il volume persistentemente elevato dei nuovi prestiti a medio-lungo termine implica che non sia venuto meno il sostegno alla crescita economica. Dal momento che le operazioni di smobilizzo in essere a fine ottobre ammontavano a CNY 2,6 miliardi, le banche cinesi hanno a disposizione un margine ulteriore per continuare ad aggiustare in tale direzione la composizione dei rispettivi portafogli prestiti.

Sebbene la vigorosa crescita del credito in Cina abbia alimentato la ripresa economica in atto, essa non è esente da rischi. Anzitutto, la rapida espansione creditizia nella prima metà dell'anno si è inevitabilmente associata a un allentamento dei criteri di fido, che potrebbe finire per ridurre la qualità dei bilanci bancari. Inoltre, è probabile che il forte aumento degli investimenti provocato dall'espansione creditizia comporti in futuro una domanda addizionale di prestiti volti a completare i progetti già avviati. Un inasprimento della politica monetaria, pertanto, rischierebbe di pregiudicare il completamento di tali progetti e causare un accumulo di crediti in sofferenza nel settore bancario. Con l'intensificarsi delle pressioni derivanti dagli afflussi di capitali internazionali le autorità cinesi potrebbero doversi scontrare, negli anni a venire, con una serie di vincoli significativi nella formulazione delle politiche monetarie e creditizie.

Riquadro 2 – Le dimensioni del mercato mondiale dei CDS: statistiche BRI e DTCC a confronto

Jacob Gyntelberg, Karsten von Kleist e Carlos Mallo

Gli ultimi sviluppi nei mercati dei *credit default swap* (CDS) hanno reso disponibili nuove fonti statistiche che, assieme alla ben nota indagine dell'ISDA e alla rilevazione semestrale delle banche centrali sui derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) pubblicata dalla BRI, consentono di seguire più accuratamente le tendenze globali di tale mercato. Una fonte che ha richiamato notevole attenzione è Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), la quale raccoglie i dati sui derivati creditizi OTC in un *repository* globale chiamato Trade Information Warehouse (TIW). Sulla base di questi dati, DTCC svolge funzioni di trattamento postnegoziato come elaborazione automatizzata, compensazione e regolamento centralizzato delle obbligazioni di pagamento e regolamento di eventi creditizi quali il fallimento. Questo riquadro esamina le statistiche DTCC e le mette brevemente a confronto con quelle BRI sui CDS in essere.

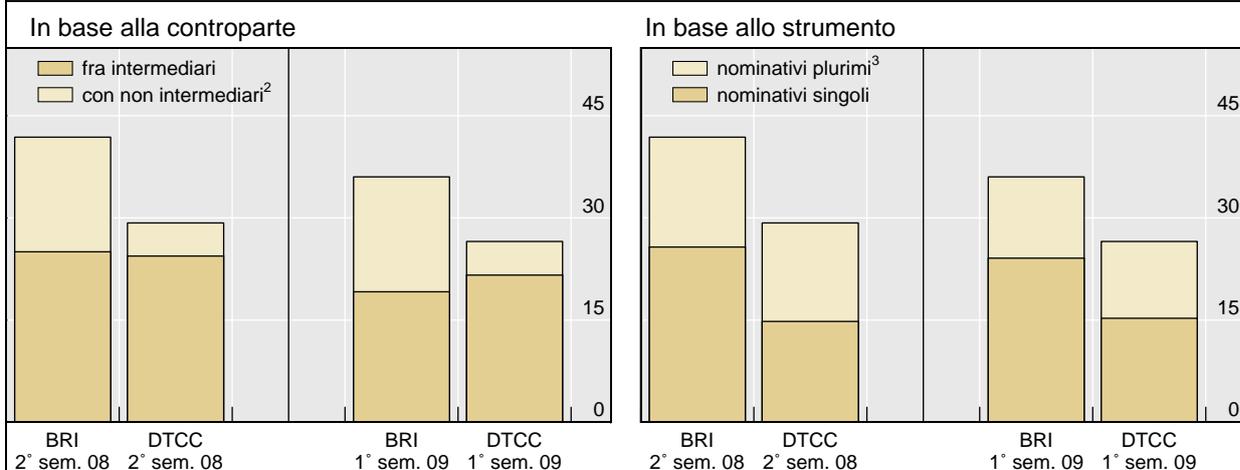
Nell'ambito delle iniziative adottate in risposta alle preoccupazioni degli operatori per la scarsa trasparenza nel mercato dei CDS, agli inizi di novembre 2008 DTCC ha cominciato a diffondere settimanalmente statistiche aggregate riguardanti in un primo tempo i valori nozionali lordi e netti in essere dei contratti relativi alle 1 000 principali entità singole di riferimento sottostanti, oltre che all'insieme degli indici di CDS. In seguito la pubblicazione si è estesa ad altri dati, che tuttavia non comprendono ancora né i valori di mercato né le esposizioni. Le statistiche DTCC si basano sui CDS registrati nel TIW, mentre quelle BRI si fondano sulle segnalazioni degli intermediari alle banche centrali nazionali.

Un indicatore delle dimensioni del mercato mondiale dei CDS è costituito dai valori nozionali lordi in essere, rilevati sia dalla BRI sia da DTCC. La BRI offre una scomposizione per controparte basata sulla distinzione fra intermediari dichiaranti, altre istituzioni finanziarie e clientela non finanziaria, mentre DTCC distingue solo fra intermediari e non intermediari (clientela). Per agevolare il confronto i due gruppi di controparti non dichiaranti dell'indagine BRI sono qui riuniti in un'unica categoria aggregata denominata "non intermediari" (grafico A, diagramma di sinistra). Nelle statistiche DTCC, inoltre, sono incluse le operazioni dirette tra non intermediari, pari ad appena lo 0,1% del totale.

A un primo esame i dati BRI e DTCC sui volumi lordi totali di contratti in essere fra intermediari a fine 2008 corrispondono perfettamente. Lo stesso non vale tuttavia per la metà del 2009, quando le statistiche DTCC risultano superiori del 12% rispetto a quelle BRI, probabilmente per il fatto che DTCC copre un numero maggiore di intermediari.

Raffronto fra i dati BRI e DTCC sui CDS¹

Valori nozionali in essere, in trilioni di dollari USA



¹ Il campione BRI comprende le banche con sede legale nei paesi del G10. ² La categoria "non intermediari" di DTCC comprende alcuni contratti fra la clientela. ³ I contratti su nominativi plurimi comprendono quelli su tranche.

Fonti: DTCC; BRI.

Grafico A

Le consistenze in essere di contratti tra intermediari e non intermediari sono notevolmente maggiori nell'indagine BRI rispetto a quelle delle rilevazioni DTCC. Una ragione verosimile di questa discrepanza è che i CDS utilizzati per fornire protezione sui contratti meno standardizzati come le *collateralised debt obligation* (CDO) e gli *asset-backed securities* (ABS) non sono di norma confermati per via elettronica, per cui DTCC offre una copertura meno completa dei CDS. In futuro è possibile che anche le CDO e gli ABS vengano inclusi nelle statistiche DTCC.

In termini di strumenti, le statistiche BRI distinguono tra CDS su nominativi singoli e plurimi. DTCC prevede invece tre categorie di contratti: su nominativi singoli, su indici e su tranche. Ai fini della presente indagine i contratti su indici e tranche vengono equiparati a quelli su nominativi plurimi. Per entrambi i periodi considerati le consistenze in essere di strumenti su nominativi singoli risultano superiori di circa il 60% nelle rilevazioni BRI, mentre quelle relative a prodotti su nominativi plurimi sono sostanzialmente comparabili (grafico A, diagramma di destra).

Il profilo aggregato in termini di controparti e tipologie di strumenti indica che uno dei principali motivi delle differenze tra le due serie di dati potrebbe essere che i contratti in essere su nominativi singoli utilizzati nelle transazioni "su misura" fra intermediari e non intermediari (comprese le altre istituzioni finanziarie) sono rilevati dalla BRI ma non ancora da DTCC.

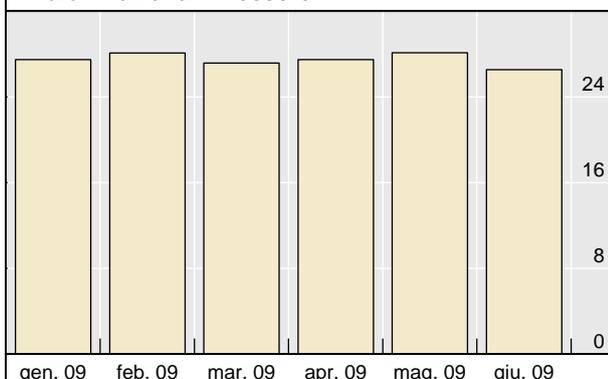
Ai fini della comprensione degli andamenti nei mercati dei CDS, le statistiche DTCC offrono l'importante vantaggio di essere pubblicate con cadenza settimanale, mentre la rilevazione BRI è semestrale. Esse rendono pertanto possibile una valutazione più frequente delle dimensioni del mercato (grafico B, diagramma di sinistra). DTCC fornisce inoltre maggiori informazioni sui fattori alla base delle variazioni nelle consistenze in essere, distinguendo gli aumenti dovuti a contratti relativamente nuovi da quelli riconducibili alla registrazione di contratti già eseguiti (c.d. *backloading*) e operando una scomposizione delle riduzioni fra quelle per contratti parzialmente o interamente estinti mediante compensazione e quelle dovute a contratti che giungono a scadenza o escono dalle rilevazioni a causa di un evento creditizio (grafico B, diagramma di destra). Le statistiche relative alla prima metà del 2009 indicano che l'aumento mensile delle consistenze riconducibile all'insieme dei nuovi contratti e dell'attività di *backloading* è stato pari a \$3-7 trilioni, mentre la riduzione è risultata lievemente maggiore e principalmente ascrivibile all'estinzione di contratti speculativi.

Le statistiche BRI e DTCC, assieme alle informazioni fornite da TriOptima e Markit (che offrono entrambi servizi di estinzione multilaterale agli intermediari in derivati OTC), mostrano che l'85% circa delle estinzioni riguarda i contratti, più liquidi, su indici di CDS. L'attività di compressione/*tear-up* dei portafogli avviene interamente tra gli intermediari che si avvalgono di questi servizi. Le statistiche DTCC segnalano altresì che tale attività potrebbe essere maggiore verso la fine del trimestre, probabilmente poiché le date di scadenza dei contratti CDS sono standardizzate su un ciclo trimestrale (20 marzo, 20 giugno, 20 settembre e 20 dicembre) che rispecchia quello dell'International Monetary Market.

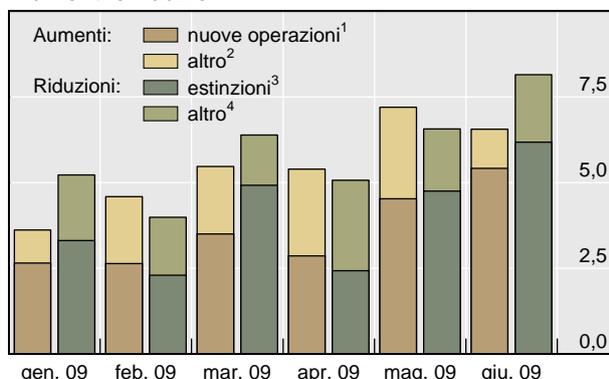
Il Trade Information Warehouse di DTCC

Sintesi dell'attività di negoziazione, in trilioni di dollari USA

Valori nozionali in essere



Aumenti e riduzioni



¹ Contratti di nuova negoziazione. ² *Backloading*, ossia contratti già eseguiti e confermati non elettronicamente. ³ Liquidazione parziale o completa di contratti registrati. ⁴ Contratti giunti a scadenza o rimossi per il verificarsi di eventi creditizi.

Fonte: DTCC Deriv/SERV.

Grafico B