

Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale

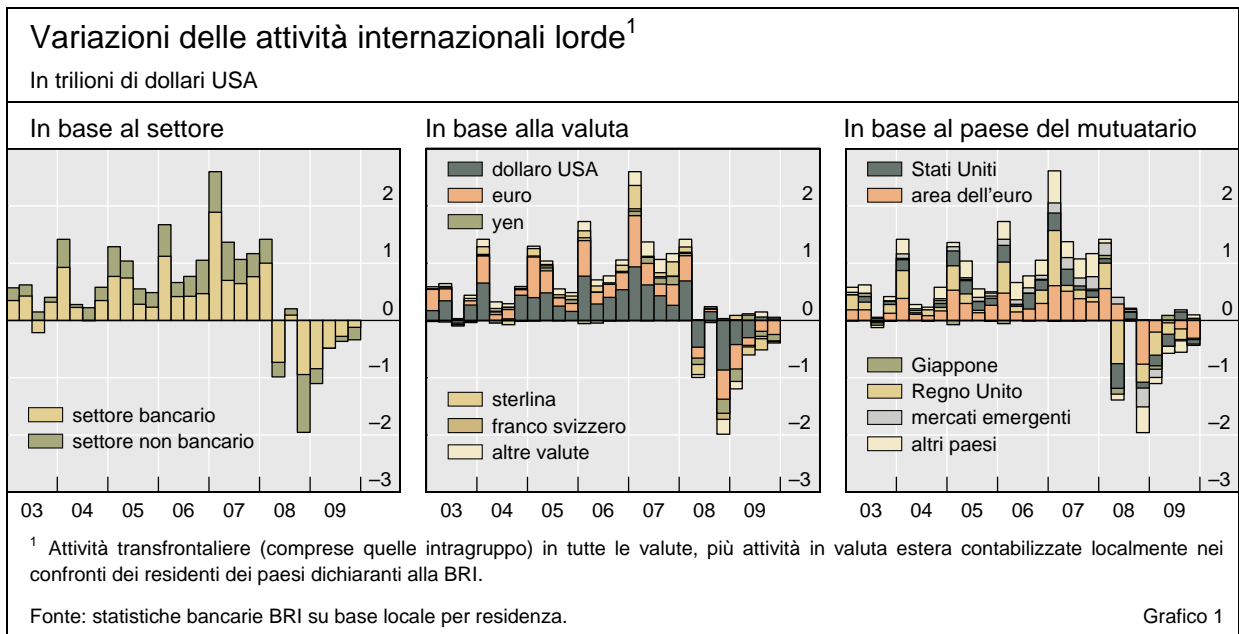
La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Le statistiche più recenti disponibili sul mercato bancario si riferiscono al quarto trimestre 2009, quelle sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al primo trimestre 2010, mentre i dati relativi ai contratti derivati scambiati nei mercati non regolamentati (over-the-counter, OTC) sono aggiornati a fine 2009. Questo capitolo include due riquadri. Il primo, a pag. 6, analizza come le statistiche bancarie BRI possano contribuire a quantificare l'esposizione dei sistemi bancari dichiaranti verso i singoli paesi. Il secondo, a pag. 13, mette a confronto le statistiche sui derivati OTC pubblicate dalla BRI con quelle contenute nelle segnalazioni basate sull'Interest Rate Trade Reporting Repository di TriOptima.

Il mercato bancario internazionale¹

I bilanci internazionali delle banche dichiaranti alla BRI si sono contratti per il quinto trimestre consecutivo negli ultimi tre mesi del 2009². Il calo di \$337 miliardi delle attività internazionali è stato inferiore a quelli di ciascuno dei quattro trimestri precedenti. Nondimeno, esso ha portato la flessione cumulata netta degli ultimi sette trimestri a \$5 024 miliardi, pari al 12% del livello record (\$40 393 miliardi) di fine marzo 2008. In occasione della crisi, la contrazione aveva riflesso in larga parte il calo degli impieghi interbancari, piuttosto che quello delle attività nei confronti del settore non bancario. Tale andamento si è invertito nel periodo in rassegna quando, per la prima volta dal quarto trimestre 2008, le esposizioni verso i soggetti non bancari sono diminuite (–\$219 miliardi) più di quelle interbancarie (–\$118 miliardi) (grafico 1, diagramma di sinistra).

¹ Per eventuali quesiti sulle statistiche relative al mercato bancario internazionale si prega di contattare Stefan Avdjiev.

² Statistiche bancarie BRI su base locale per residenza. Si noti che le attività internazionali comprendono le posizioni intragruppo.



Le attività in euro sono scese per il quinto trimestre consecutivo. La riduzione, pari a \$245 miliardi, è stata la più cospicua dal primo trimestre 2009 (grafico 1, diagramma centrale) e va ricondotta in misura consistente al calo di \$51 miliardi degli impieghi interbancari transfrontalieri all'interno dell'area dell'euro. Questo calo, il quarto negli ultimi cinque trimestri, ha portato a \$461 miliardi la contrazione complessiva segnata al netto degli effetti di cambio da tale categoria a partire dal terzo trimestre 2008. Ciò è in linea con le evidenze presentate di recente da un gruppo di economisti della Banca centrale europea (BCE), che mostrano come la quota delle operazioni transfrontaliere nei mercati monetari dell'area dell'euro si sia notevolmente ridotta dagli inizi della crisi finanziaria³.

Diminuiscono le attività denominate in euro

Le banche hanno convogliato fondi verso le regioni del mondo in più rapida crescita, penalizzando quelle dove la ripresa era invece fiacca. Gli impieghi internazionali verso i residenti dei mercati emergenti sono aumentati di \$37 miliardi (grafico 1, diagramma di destra). Ancora una volta l'aumento va ricondotto in larga parte alla crescita dei crediti nei confronti dei mutuari dell'Asia-Pacifico, mentre quelli verso l'Europa emergente hanno continuato a calare. Al tempo stesso le banche dichiaranti hanno ridotto l'esposizione verso i residenti di tutte le regioni sviluppate e soprattutto dell'area dell'euro (-\$311 miliardi).

L'evoluzione degli impieghi riflette quella della crescita nelle diverse regioni

Le attività transfrontaliere verso i mercati emergenti continuano a espandersi

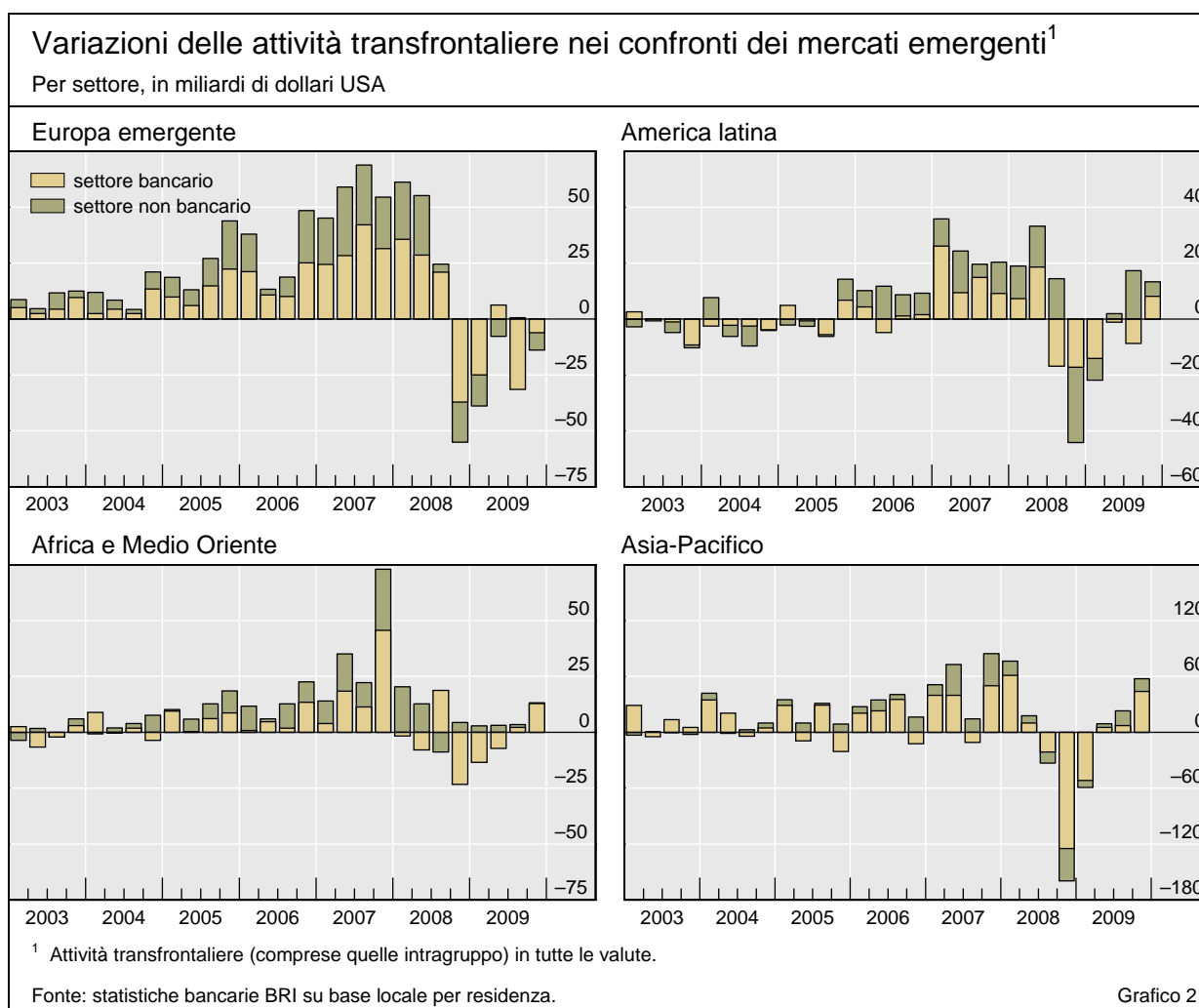
Le attività transfrontaliere verso i mutuari delle economie emergenti hanno messo a segno l'aumento più sensibile (\$70 miliardi) degli ultimi sei trimestri. Ciò nonostante, in termini di consistenze aggregate sono rimaste inferiori del

Aumentano le attività verso i mercati emergenti ...

³ N. Cassola, C. Holthausen e M. Lo Duca, "The 2007/2009 turmoil: a challenge for the integration of the euro area money market?", intervento alla conferenza BCE-Commissione europea dal titolo *Financial integration and stability: the legacy of the crisis*, Francoforte, 12 aprile 2010.

12% al massimo (\$2 834 miliardi) raggiunto alla fine del secondo trimestre 2008. Per contro, gli impieghi locali in moneta locale verso gli stessi mutuatari hanno toccato un nuovo massimo a fine 2009, grazie all'aumento di \$31 miliardi registrato nell'ultimo trimestre dell'anno⁴.

Come già nei tre mesi precedenti, vi sono state significative differenze tra le regioni (grafico 2). Ancora una volta, il principale contributo alla crescita complessiva delle attività transfrontaliere verso i mercati emergenti è provenute dai maggiori crediti nei confronti dei residenti dell'Asia-Pacifico (\$57 miliardi, pari all'8%). Inoltre, in questa regione le attività locali in moneta locale sono aumentate più che nelle altre regioni emergenti, in termini sia assoluti (\$13 miliardi) sia relativi (3%). Le banche dichiaranti alla BRI hanno altresì accresciuto gli impieghi transfrontalieri e quelli locali in moneta locale verso i residenti della regione America latina e Caraibi (rispettivamente di \$13 e 10 miliardi) e della regione Africa e Medio Oriente (\$13 e 3 miliardi), mentre hanno ridotto quelli transfrontalieri verso i residenti dell'Europa emergente (di \$14 miliardi, pari al 2%) per il quinto trimestre consecutivo. Ciò nonostante, le



⁴ Le attività transfrontaliere sono tratte dalle statistiche bancarie internazionali BRI *su base locale* per residenza, quelle locali in moneta locale dalle statistiche bancarie internazionali BRI *su base consolidata* secondo il criterio del mutuatario immediato.

attività locali in moneta locale nei confronti di quest'ultima regione sono lievemente aumentate (di \$4 miliardi, corrispondenti all'1%).

Non sorprende rilevare come i paesi che hanno beneficiato del maggiore aumento delle attività transfrontaliere siano quelli dell'Asia-Pacifico. La forte crescita economica in quest'area ha indotto espansioni significative degli impieghi verso i mutuatari di Cina (\$20 miliardi, pari al 13%), Corea (\$14 miliardi, 7%), Taipei Cinese (\$8 miliardi, 18%) e India (\$8 miliardi, 6%). Anche le attività locali in moneta locale sono aumentate considerevolmente in Cina (\$7 miliardi, 9%), Thailandia (\$3 miliardi, 7%) e Malaysia (\$1 miliardo, 2%).

... soprattutto nell'Asia-Pacifico ...

Le banche dichiaranti hanno significativamente accresciuto le attività transfrontaliere verso varie economie emergenti dell'America latina. Grazie ai rincari delle materie prime e al calo costante della disoccupazione, il Cile è stato interessato dal maggiore aumento degli impieghi transfrontalieri (\$6,3 miliardi, 16%) registrato fra le economie emergenti al di fuori dell'Asia-Pacifico⁵. Le attività transfrontaliere verso il Brasile hanno continuato a salire nonostante l'introduzione, in ottobre, di una tassa del 2% sulle operazioni finanziarie aventi per oggetto gli investimenti esteri in azioni e titoli a reddito fisso del paese. Benché il tasso di crescita delle disponibilità di strumenti di debito brasiliani presso le banche dichiaranti alla BRI sia sceso dal 21 al 12% tra il terzo e il quarto trimestre 2009, l'aumento di \$6,5 miliardi registrato da tali disponibilità resta per dimensioni il secondo mai registrato. Nello stesso periodo le attività verso i residenti del Messico sono cresciute (di \$3,1 miliardi, 3%) per la prima volta in cinque trimestri, soprattutto per effetto delle migliori prospettive del settore delle esportazioni del paese.

... e in America latina

Il generale ridimensionamento delle attività transfrontaliere verso l'Europa emergente è stato trainato dal considerevole calo di quelle nei confronti dei residenti di Russia (-\$8,5 miliardi, 6%) e Ucraina (-\$2,3 miliardi, 8%), dovuto probabilmente in massima parte alla debole domanda interna. In Ucraina tale fattore si è associato alle incertezze circa l'esito delle allora imminenti elezioni presidenziali. Le banche dichiaranti hanno continuato a ridurre le esposizioni verso i residenti dei paesi baltici. Le attività transfrontaliere nei confronti delle banche in Lituania si sono ridotte di ben il 10% (\$1,5 miliardi) e quelle verso gli istituti in Lettonia del 6% (\$0,9 miliardi). Per quanto concerne l'Estonia, il lieve aumento (1%) degli impieghi interbancari è stato più che controbilanciato da un calo del 7% nei confronti del settore non bancario.

Prosegue il calo delle attività transfrontaliere verso l'Europa emergente

Esposizione nei confronti dei paesi dell'area dell'euro sottoposti a pressioni di mercato

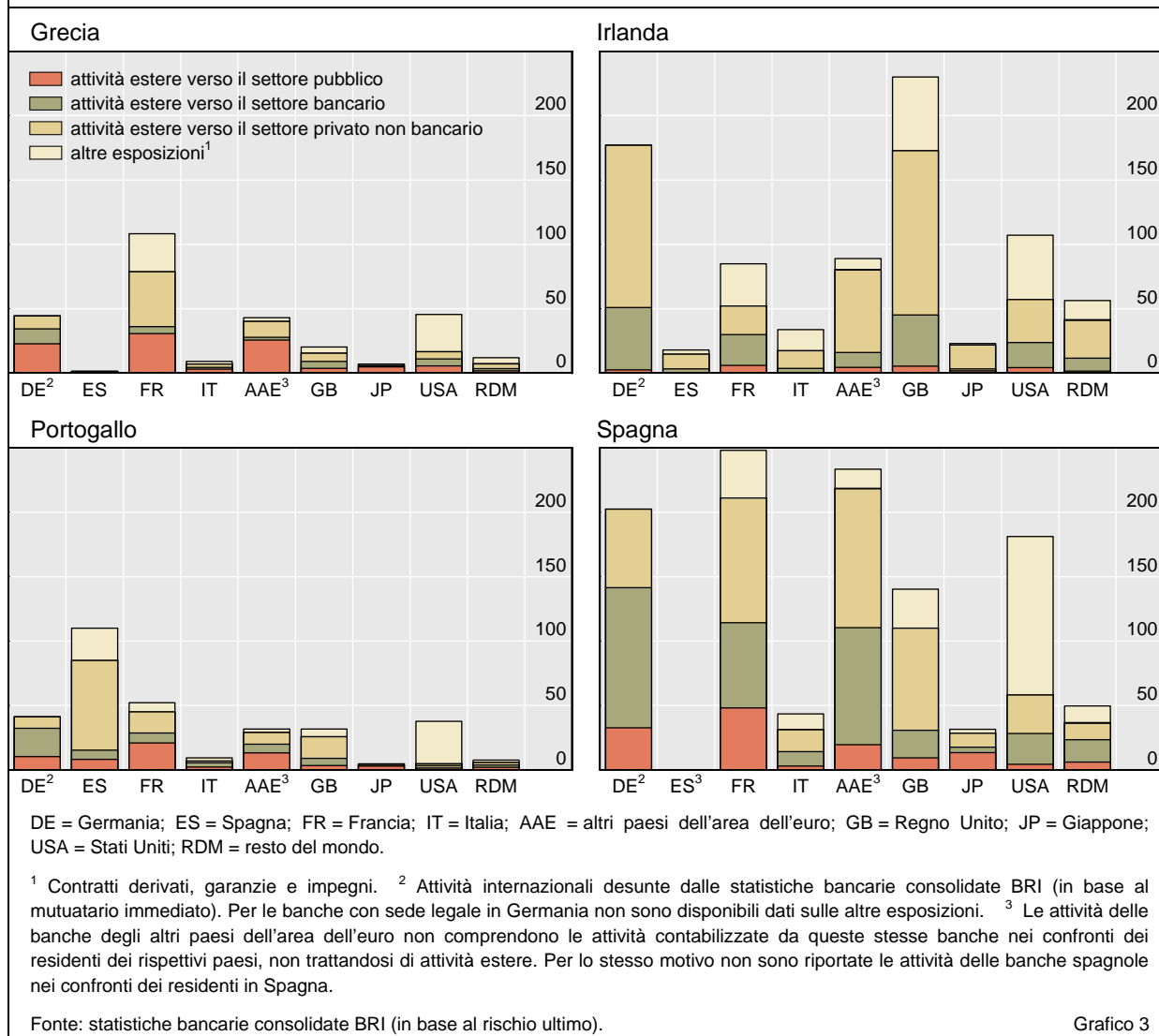
L'integrazione dei mercati obbligazionari europei dopo l'avvento della moneta unica si è tradotta in una diversificazione molto maggiore del rischio nell'area dell'euro. Al 31 dicembre 2009 le banche con sede nell'area dell'euro detenevano quasi i due terzi (62%) delle attività totali contabilizzate dalle banche con operatività internazionale verso i residenti dei paesi dell'area sottoposti a pressioni di mercato (vale a dire Grecia, Irlanda,

Le banche dell'area dell'euro sono le più esposte verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna ...

⁵ Tale andamento si riferisce al quarto trimestre 2009, e precede quindi il terremoto che ha colpito il Cile nel febbraio 2010.

Esposizioni dei sistemi bancari nazionali verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna

Fine 4° trimestre 2009; in miliardi di dollari USA



Portogallo e Spagna)⁶. Esse presentavano un'esposizione aggregata verso Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia rispettivamente pari a \$727, 402, 244 e 206 miliardi (grafico 3)⁷.

Le banche francesi e tedesche risultavano particolarmente esposte verso i residenti delle quattro economie summenzionate: a fine 2009 presentavano una posizione creditoria nei loro confronti rispettivamente pari a \$493 e

⁶ L'analisi contenuta in questa sottosezione si basa sui dati relativi alle attività internazionali tratti dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al *mutuatario immediato* per le banche tedesche e sui dati relativi alle attività estere e ad altre esposizioni tratti dalle statistiche bancarie consolidate BRI in base al *rischio ultimo* per tutte le altre banche. Si noti che i dati non includono le esposizioni dei singoli istituti nei confronti dei residenti del paese dove hanno sede. Ad esempio, sono esclusi gli impieghi delle banche greche verso i residenti greci, poiché rappresentano attività *estere*.

⁷ Si veda il riquadro 1 per una descrizione di come le statistiche bancarie BRI possono essere utili nel quantificare l'esposizione di un sistema bancario nei confronti di un dato paese.

Riquadro 1 – Misura dell'esposizione dei sistemi bancari verso i vari paesi

Stefan Avdjiev

Le statistiche consolidate BRI sul mercato bancario internazionale offrono un quadro di insieme unico sulle esposizioni dei sistemi bancari nazionali verso i residenti di un dato paese. Esse contengono dati relativi alle attività estere^① aggregate delle banche con sede in una particolare giurisdizione, consolidati a livello mondiale. A differenza delle statistiche BRI *su base locale*, che seguono il principio della residenza, quelle *su base consolidata* forniscono una stima più utile dell'esposizione totale al rischio di un determinato sistema bancario dichiarante.

Le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale consolidate in base al *rischio ultimo* rappresentano la fonte più idonea per misurare l'esposizione aggregata di un sistema bancario verso un determinato paese. Contrariamente alle statistiche consolidate in base al *mutuario immediato*, esse sono corrette per i trasferimenti netti di rischio. Si supponga, ad esempio, che una banca svedese conceda un prestito a una società con sede in Messico e che il prestito sia garantito da una banca statunitense. In base al *mutuario immediato*, il prestito sarebbe considerato come attività di una banca svedese verso il Messico, poiché il *mutuario immediato* risiede in quel paese. In base al *rischio ultimo*, esso verrebbe invece classificato come attività di una banca svedese verso gli Stati Uniti, poiché è in questo paese che si situa il *rischio ultimo*.

Prendendo un esempio concreto, le statistiche BRI consolidate in base al *rischio ultimo* possono essere utilizzate per quantificare l'esposizione delle banche *canadesi* verso i residenti *danesi* alla fine dell'ultimo trimestre per il quale sono disponibili dati. L'intersezione del paese dichiarante *Canada* (nelle intestazioni di colonna) con il paese *Danimarca* (nelle intestazioni di riga) della tabella 9D^② delle statistiche BRI indica che le attività estere consolidate delle banche canadesi verso la *Danimarca* alla fine del quarto trimestre 2009 erano pari a \$2 068 milioni. Tale importo rappresenta gli impieghi aggregati contabilizzati da tutte le succursali e affiliate di banche *di proprietà canadese* in tutto il mondo verso i residenti della Danimarca. Esso include pertanto i prestiti erogati, ad esempio, dalla filiale londinese di una banca *canadese* a una società con sede a Copenaghen (nell'ipotesi che non siano garantiti da un altro soggetto al di fuori della Danimarca), mentre esclude gli eventuali finanziamenti concessi dalla filiale di Toronto di una banca *statunitense* alla medesima società con sede a Copenaghen, in quanto questi ultimi rappresenterebbero un'attività di una banca statunitense, e non di una banca canadese.

Gli sviluppi nel settore bancario, come fusioni, acquisizioni e ristrutturazioni, comportano spesso modifiche nella popolazione dichiarante delle statistiche bancarie consolidate BRI. Per questo motivo, nel rilevare i cambiamenti nelle esposizioni da un periodo all'altro è importante tenere conto di tutte le discontinuità nella serie verificatesi durante l'intervallo di riferimento prima di trarre inferenze o conclusioni^③. Ad esempio, a seguito di una ristrutturazione nel quarto trimestre 2009, una banca svizzera è stata riclassificata come banca greca e quindi, da allora, le sue attività verso la Grecia non figurano più nei dati consolidati delle banche svizzere. A questa modifica nella popolazione dichiarante è riconducibile gran parte del calo di \$74,9 miliardi (da \$78,6 a 3,7 miliardi) nelle attività delle banche svizzere verso i residenti della Grecia tra il terzo e il quarto trimestre 2009. Raffrontando le statistiche relative a questi due trimestri nella tabella 9D senza tener conto di tale discontinuità, si sarebbe erroneamente indotti a dedurre che i crediti delle banche svizzere verso la Grecia abbiano subito un calo repentino, quando in realtà lo stock di impieghi della banca in questione non ha subito variazioni di rilievo.

Occorre inoltre cautela nell'impiegare le statistiche consolidate BRI per inferire sull'esposizione di un dato sistema bancario X alla potenziale ristrutturazione del debito sovrano di un paese Y. I dati nella tabella 9D rappresentano le *attività estere* consolidate di un dato sistema bancario verso tutti i residenti (settore pubblico, banche e settore privato non bancario) di un paese. Pertanto, il fatto che il sistema bancario X detenga attività consistenti verso i residenti del paese Y non implica necessariamente che l'esposizione del sistema bancario X verso il *settore pubblico* del paese Y sia elevata.

^① Le attività estere comprendono i prestiti, i depositi collocati, le disponibilità di titoli di debito, le azioni e altre voci in bilancio. Si noti che le attività estere non includono le *altre esposizioni*, quali contratti derivati, garanzie e impegni creditizi. ^② Attività estere consolidate delle banche dichiaranti, in base al rischio ultimo, www.bis.org/statistics/consstats.htm. ^③ La BRI segnala tutte le discontinuità di rilievo nel comunicato stampa che accompagna la pubblicazione dei dati. Inoltre, un documento separato aggiornato con frequenza trimestrale e disponibile sul sito internet della Banca (www.bis.org/statistics/breakstablescons.pdf) fornisce dettagli sul periodo in cui è avvenuta la modifica, il paese dichiarante, il motivo della discontinuità e la conseguente variazione netta delle attività e passività aggregate.

465 miliardi, per un totale di \$958 miliardi, corrispondente al 61% delle esposizioni complessive segnalate dagli istituti dell'area dell'euro nei confronti di tali economie. Per entrambi i sistemi bancari gran parte dell'esposizione era riferita ai residenti della Spagna (rispettivamente \$248 e 202 miliardi), pur con notevoli differenze in termini di composizione settoriale. Le banche francesi erano particolarmente esposte al settore privato non bancario spagnolo (\$97 miliardi), mentre oltre la metà degli impieghi esteri di quelle tedesche in Spagna era nei confronti di altre banche (\$109 miliardi). Gli istituti tedeschi presentavano altresì cospicue esposizioni verso i residenti dell'Irlanda (\$177 miliardi), per oltre due terzi (\$126 miliardi) nei confronti del settore privato non bancario.

... in termini
assoluti ...

Quelli di Francia e Germania non erano gli unici sistemi bancari a presentare forti esposizioni verso i residenti dei paesi dell'area dell'euro sottoposti a pressioni di mercato. Le banche con sede nel Regno Unito erano a livello mondiale quelle con i maggiori impieghi verso l'Irlanda (\$230 miliardi), contabilizzati per oltre la metà (\$128 miliardi) nei confronti del settore privato non bancario. Esse presentavano inoltre una consistente esposizione verso i residenti della Spagna (\$140 miliardi), soprattutto quelli del settore privato non bancario (\$79 miliardi). Allo stesso tempo gli istituti spagnoli detenevano la posizione creditoria più elevata nei confronti dei residenti del Portogallo (\$110 miliardi), riconducibile per quasi due terzi (\$70 miliardi) al settore privato non bancario.

Il peso del debito pubblico all'interno delle esposizioni totali delle banche dell'area dell'euro verso i paesi sottoposti a pressioni di mercato era inferiore a quello dei crediti nei confronti del settore privato. Le attività estere delle banche con sede nell'area dell'euro verso i settori pubblici di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna rappresentavano nel loro insieme (\$254 miliardi) circa il 16% della posizione creditoria complessiva delle stesse banche nei confronti di questi paesi. Ancora una volta gran parte di queste attività era contabilizzata dalle banche francesi (\$106 miliardi) e tedesche (\$68 miliardi), che presentavano esposizioni consistenti nei confronti del settore pubblico di Spagna (rispettivamente \$48 e 33 miliardi), Grecia (\$31 e 23 miliardi) e Portogallo (\$21 e 10 miliardi). Al di fuori dell'area dell'euro, i principali creditori dei settori pubblici dei quattro paesi suddetti erano i sistemi bancari giapponese e britannico (rispettivamente con \$23 e 22 miliardi di attività), che risultavano in particolare esposti al settore pubblico della Spagna (rispettivamente per \$13 e 9 miliardi).

... e in rapporto al
loro patrimonio di
base

Gli impieghi delle banche dichiaranti verso il settore pubblico dei paesi dell'area dell'euro sottoposti a pressioni di mercato possono essere osservati in prospettiva mettendoli a confronto con la dotazione patrimoniale delle stesse. Per l'insieme delle banche tedesche, francesi e belghe, l'esposizione verso i settori pubblici di Spagna, Grecia e Portogallo era rispettivamente pari al 12,1, 8,3 e 5,0% del patrimonio di base (*tier 1*) aggregato⁸. A titolo di confronto, le esposizioni complessive degli istituti italiani, olandesi e svizzeri si

⁸ I dati sul patrimonio di base sono segnalati alla BRI da determinate banche centrali e autorità di vigilanza.

collocavano rispettivamente al 2,8, 2,7 e 2,0% del patrimonio di base. Le quote corrispondenti per il sistema bancario giapponese erano del 3,4, 1,2 e 0,7% e per quello britannico del 2,0, 0,8 e 0,7%. Le banche statunitensi presentavano, in rapporto al loro patrimonio di base, un'esposizione al settore pubblico di ciascuno dei suddetti paesi inferiore all'1%.

Il mercato internazionale dei titoli di debito⁹

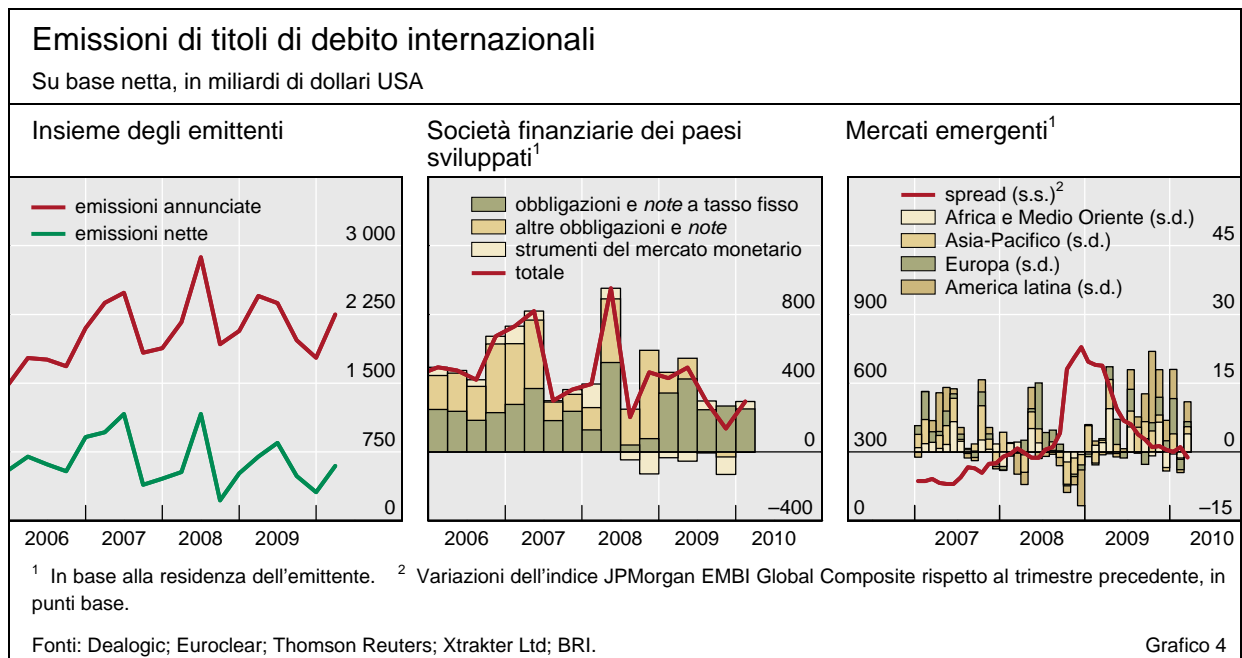
L'attività nel mercato primario dei titoli di debito internazionali si è ripresa nel primo trimestre 2010¹⁰. Le emissioni lorde annunciate sono salite del 27% sul trimestre precedente, a \$2 249 miliardi. In presenza di rimborsi stabili, i collocamenti netti sono quasi raddoppiati, a \$595 miliardi, riassorbendo parte del calo della seconda metà dello scorso anno (grafico 4, diagramma di sinistra).

Le emissioni segnano una ripresa ...

Il recupero delle emissioni va ricondotto principalmente ai residenti delle economie sviluppate, la cui raccolta è cresciuta del 94%, a \$524 miliardi. Anche le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) hanno collocato volumi maggiori (\$43 miliardi, dopo rimborsi netti per \$1 miliardo nel trimestre precedente). Per contro, i mutuatari dei paesi in via di sviluppo hanno ridotto notevolmente l'attività (-43%, a \$24 miliardi).

... grazie alla maggiore raccolta dei residenti nelle economie sviluppate

I collocamenti internazionali delle società finanziarie residenti nelle economie avanzate si sono ripresi salendo a \$292 miliardi (grafico 4, diagramma centrale), dopo un quarto trimestre 2009 assai debole (\$135 miliardi). Le banche



⁹ Per eventuali quesiti sulle statistiche relative al mercato internazionale dei titoli di debito si prega di contattare Christian Upper.

¹⁰ Per titoli di debito internazionali si intendono i titoli denominati in valuta estera oppure offerti a investitori esteri, come indicato ad esempio dalla presenza di banche estere nel consorzio di collocamento.

Aumentano i collocamenti delle istituzioni finanziarie

hanno collocato strumenti del mercato monetario per \$51 miliardi, a fronte di rimborsi netti per \$67 miliardi nel trimestre precedente. Le emissioni di obbligazioni ordinarie a tasso fisso si sono mantenute stabili, a \$250 miliardi.

Sebbene in crescita rispetto alla fine del 2009, la raccolta delle società finanziarie è rimasta ben inferiore ai livelli antecedenti la crisi, poiché le banche hanno continuato a ridimensionare i propri bilanci. La quota di titoli assistiti da garanzia pubblica collocati nel mercato nazionale e internazionale sul totale delle emissioni lorde annunciate è scesa al 4%, contro il 7% di fine 2009 e il 25% del primo trimestre dello stesso anno. Le società finanziarie sembrano di nuovo in grado di mutuare fondi in virtù della loro solidità finanziaria, ma lo stanno facendo in misura soltanto moderata. Anche la composizione dei loro collocamenti è cambiata. Nel periodo antecedente la crisi gli strumenti del mercato monetario costituivano una percentuale molto più elevata delle emissioni totali, nonostante si siano ripresi nel trimestre in rassegna.

I disavanzi di bilancio danno luogo a emissioni sovrane record dei paesi sviluppati

Le amministrazioni pubbliche delle economie sviluppate hanno collocato \$117 miliardi di debito sui mercati internazionali, il volume più alto mai registrato. Benché riconducibile soprattutto agli ampi disavanzi di bilancio, tale aumento è dovuto anche a fattori tecnici. Ad esempio, invece di ricorrere a procedure “tap”¹¹ o ai *primary dealer* (che non sono rilevati dalle statistiche BRI sui mercati internazionali dei titoli di debito), un numero crescente di governi – in particolare europei – effettua collocamenti internazionali per il tramite di consorzi, una tecnica impiegata in passato soprattutto dalle economie minori¹². I principali prenditori sovrani sui mercati internazionali sono stati Spagna, Grecia, Belgio, Regno Unito e Francia (rispettivamente con \$24, 16, 12, 11 e 10 miliardi di collocamenti). In Spagna le emissioni pubbliche erano riconducibili per circa un terzo alle amministrazioni regionali, mentre negli altri paesi sono state soprattutto le amministrazioni centrali a effettuare collocamenti sui mercati internazionali. Il passaggio all'emissione consorziale non ha interessato tutti i paesi. Germania e Stati Uniti, ad esempio, collocano i titoli mediante aste rivolte a un gruppo di *primary dealer*, anche se la Germania ricorre ai consorzi per il collocamento degli strumenti indicizzati all'inflazione e in valuta estera.

Calano le emissioni di America latina ed Europa emergente

La minore raccolta dei residenti delle economie in via di sviluppo va ricondotta al netto calo delle emissioni da parte dei mutuatari di America latina e Caraibi, scese del 61%, a \$10 miliardi. Anche i prenditori dei paesi europei in via di sviluppo hanno ridotto i collocamenti sul mercato internazionale (–19%, a \$6 miliardi). L'attività dei residenti di Asia-Pacifico e di Africa e Medio Oriente è invece rimasta stabile, rispettivamente a \$5 e 2 miliardi.

Le IFI ricorrono ai mercati internazionali

Le IFI hanno effettuato collocamenti di titoli di debito internazionali per \$43 miliardi, il secondo importo più elevato mai registrato. Oltre l'80% di questi titoli è stato emesso dalla Banca europea per gli investimenti, che ha

¹¹ Con l'espressione inglese “tap” ci si riferisce alla vendita di titoli effettuata al prezzo di mercato corrente nei confronti diretti degli investitori, anziché attraverso procedure d'asta.

¹² Cfr. H. Blommestein, “Responding to the crisis: changes in OECD primary market procedures and portfolio risk management”, OCSE, *Financial Market Trends*, n. 97, vol. 2009/2.

accresciuto la raccolta in previsione di un aumento della domanda di prestiti. L'euro rappresentava la valuta di denominazione di poco più della metà dei collocamenti totali delle IFI, seguito dalla sterlina e dal dollaro australiano (entrambi con il 16% del totale). La quota del dollaro USA era del 3%.

Derivati

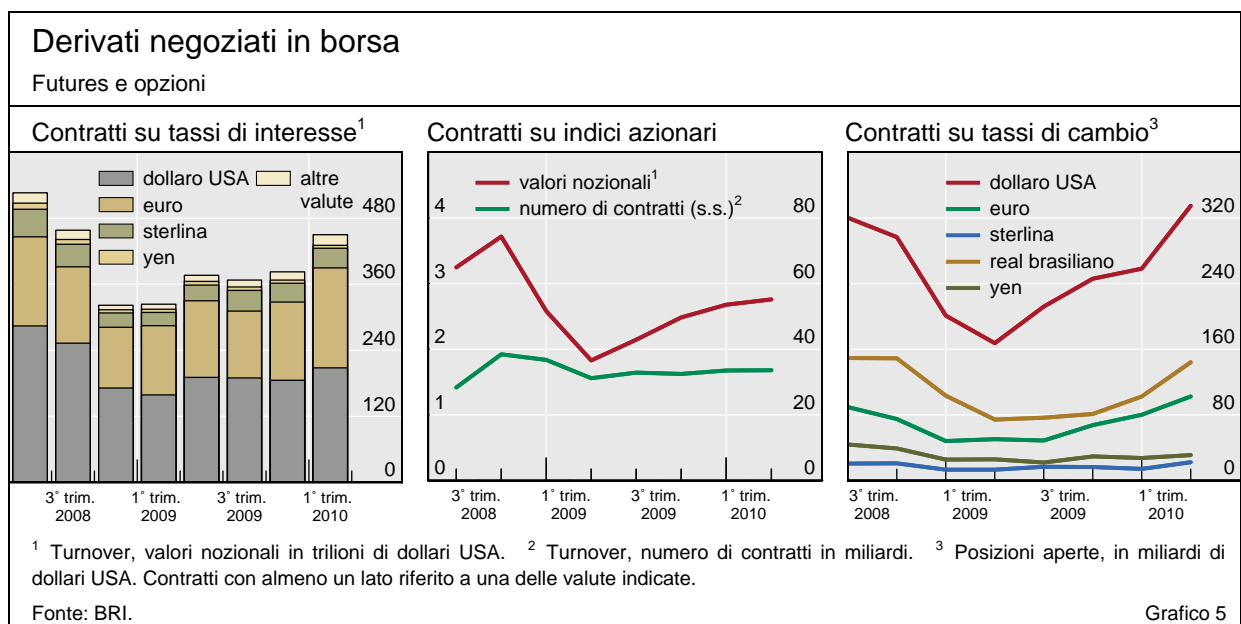
Derivati negoziati in borsa

Le contrattazioni di borsa in strumenti derivati hanno accelerato il passo nel primo trimestre 2010. Il turnover di futures e opzioni su tassi di interesse, indici azionari e valute misurato in termini di valori nozionali è cresciuto del 16% sul trimestre precedente, a \$514 trilioni. Le posizioni aperte, espresse in termini di importi nozionali in essere, sono salite del 12%, a \$82 trilioni.

Aumentano le contrattazioni ...

Nel segmento dei derivati su tassi di interesse a breve termine i volumi hanno subito un'impennata allorché gli operatori hanno rivisto le aspettative circa l'evoluzione futura della politica monetaria (grafico 5, diagramma di sinistra). Le negoziazioni di strumenti del mercato monetario sono salite del 18%, a \$408 trilioni, superando la crescita dei contratti su obbligazioni di Stato (11%, a \$11 trilioni). L'aumento è stato particolarmente rapido nel comparto dei contratti su tassi brasiliani a breve, dove il volume di futures e opzioni è quasi raddoppiato, a \$5,4 trilioni, poiché gli operatori hanno iniziato a incorporare nei prezzi le attese di un aumento dei tassi. Il turnover dei prodotti su tassi di interesse a breve in euro è aumentato del 30%, a \$162 trilioni. Negli Stati Uniti il volume di futures e opzioni sul tasso *overnight* dei *federal fund*, che è strettamente connesso alla politica monetaria, è aumentato del 25%, a \$28 trilioni, mentre quello di contratti sui tassi in eurodollari a tre mesi è salito del 10%, a \$163 trilioni. La principale eccezione è provenuta dagli strumenti del mercato monetario in yen: gli scambi di futures e opzioni denominati in tale valuta sono scesi del 27%, a \$2,5 trilioni, poiché gli investitori hanno continuato ad attendersi che i tassi di interesse a breve sarebbero rimasti contenuti.

... allorché gli operatori si riposizionano in previsione di un rialzo dei tassi



L'attività in derivati su indici di borsa è stabile

L'attività nel mercato dei derivati su indici di borsa è rimasta stabile, nonostante alcune oscillazioni di rilievo dei corsi azionari. Il turnover misurato in termini di valori nozionali è aumentato del 3%, a \$55 trilioni, in larga misura per un effetto di valutazione (grafico 5, diagramma centrale). Il numero di contratti su indici azionari scambiati nelle borse internazionali è rimasto sostanzialmente invariato.

Crescono le posizioni aperte in contratti su valute

Gli investitori hanno incrementato le posizioni in futures e opzioni su valute. Le posizioni aperte relative a tali strumenti hanno registrato una crescita del 29%, a \$0,4 trilioni (grafico 5, diagramma di destra), superando di gran lunga quella degli scambi (11%, a \$9 trilioni). Le posizioni aperte in contratti aventi una contropartita in sterline sono aumentate del 57%, a \$0,02 trilioni¹³. Quelle in strumenti sul real brasiliano sono salite del 41%, a \$0,14 trilioni, rendendo questo segmento valutario il secondo più importante sulle borse internazionali dei derivati, dopo quello del dollaro USA (\$0,33 trilioni) e prima di quello dell'euro (\$0,10 trilioni). L'importanza del real nel comparto dei futures e delle opzioni su valute è dovuta al fatto che le contrattazioni fuori borsa sono relativamente scarse.

Il calo degli scambi in metalli non preziosi deprime l'attività sulle borse merci

Il turnover sulle borse merci internazionali è diminuito lievemente, sulla scia di una brusca flessione dell'attività in strumenti su metalli non preziosi. L'attività totale in derivati su merci (misurata in termini di numero di contratti scambiati, non essendo disponibili dati sui valori nozionali) è scesa del 4%, dopo l'aumento del 7% nell'ultimo trimestre 2009. Il calo è dovuto alla minore attività in strumenti su metalli non preziosi, ridottasi del 30%. Per contro, le negoziazioni di contratti su metalli preziosi si sono impennate (22%) e quelle di derivati su derrate agricole e su prodotti energetici hanno registrato un aumento leggero (rispettivamente pari al 2 e 3%).

*Derivati negoziati fuori borsa*¹⁴

I valori nozionali registrano un modesto incremento e i valori di mercato scendono

Le posizioni in derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) hanno registrato nel loro insieme un modesto incremento (2%) in termini di valori nozionali nella seconda metà del 2009, portandosi a \$615 trilioni a fine dicembre (grafico 6, diagramma di sinistra). L'aumento si è distribuito in modo omogeneo tra le diverse categorie di rischio, fatta eccezione per i derivati su merci e i *credit default swap* (CDS), le cui consistenze sono diminuite rispettivamente del 21 e 9%. Il calo delle esposizioni creditorie lorde delle banche dichiaranti (che offrono una misura del rischio di controparte) si è ridotto al 6%, dal 18% della prima metà del 2009¹⁵. Anche i valori lordi di mercato sono scesi, del 15%, a \$22 trilioni (grafico 6, diagramma di destra).

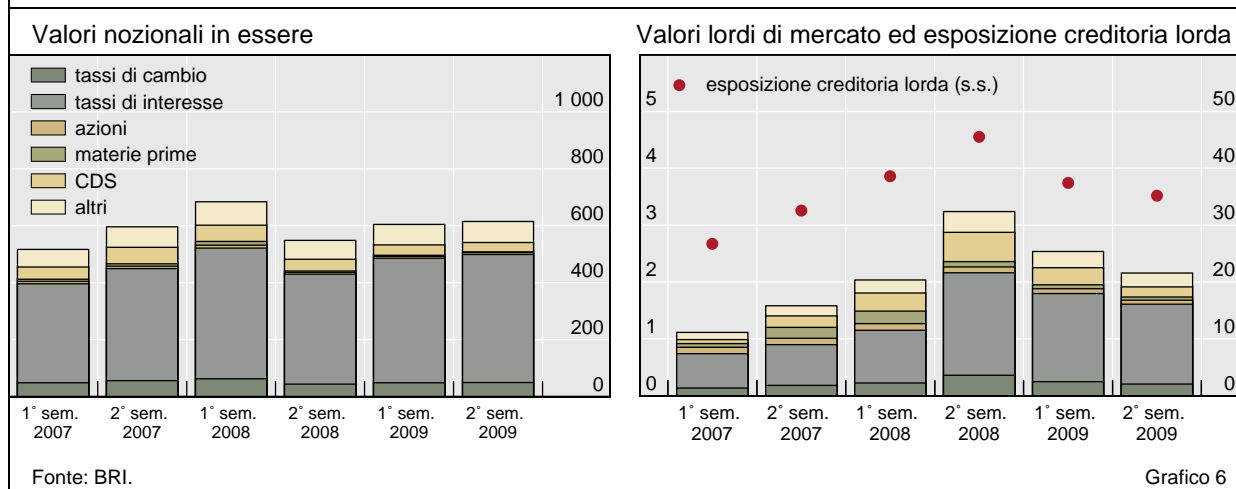
¹³ Poiché ogni contratto ha due contropartite, i dati sia sulle posizioni aperte sia sugli scambi nelle varie valute risultano pari al 200% del totale.

¹⁴ Per eventuali quesiti sulle statistiche relative ai derivati OTC si prega di contattare Karsten von Kleist.

¹⁵ Per esposizione creditoria lorda si intendono i valori lordi di mercato al netto degli accordi di compensazioni bilaterali giuridicamente vincolanti e al lordo delle garanzie reali. Sono esclusi i *credit default swap* (CDS) per tutti i paesi a eccezione degli Stati Uniti.

Mercato mondiale dei derivati OTC

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

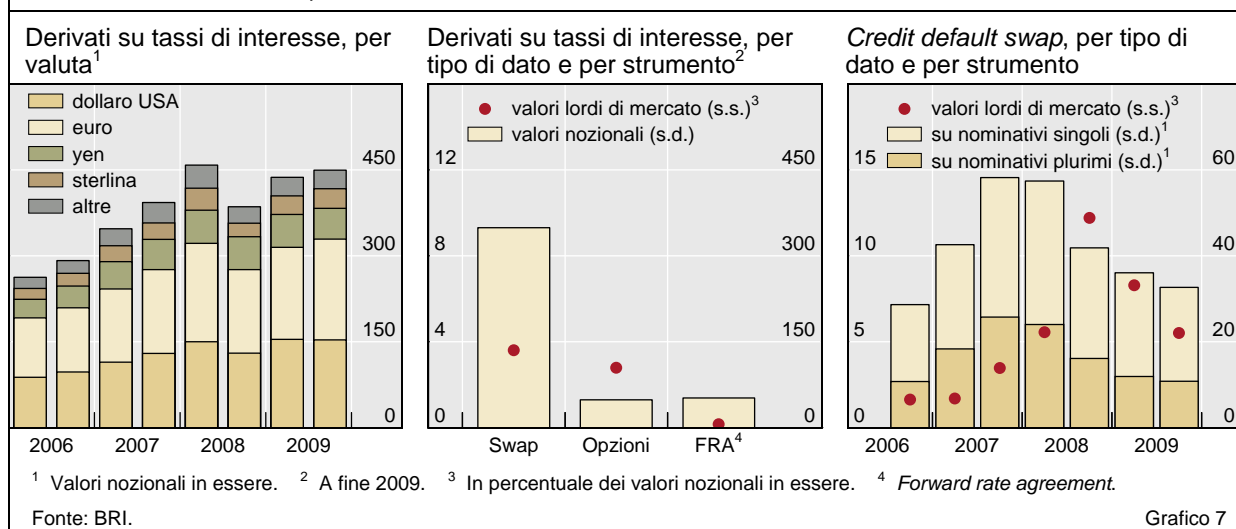


Il totale nozionale in essere dei derivati su tassi di interesse è salito del 3%, con poche differenze fra i vari comparti valutari (grafico 7, diagrammi di sinistra e centrale). L'aumento della compensazione dei contratti, assieme al calo di valore del dollaro USA nel periodo di segnalazione, ha determinato l'aumento più ridotto dalla fine del 2005 (se si esclude la flessione straordinaria del 16% nella seconda metà del 2008, dovuta in parte a una forte correzione della sterlina e dell'euro). I valori di mercato dei derivati su tassi di interesse sono complessivamente scesi del 9%, con una riduzione notevole (rispettivamente del 17 e 28%) nei segmenti del dollaro USA e del dollaro canadese.

Un maggior numero di contratti esistenti e nuovi su tassi di interesse fra intermediari è oggi compensato per il tramite di controparti centrali (CC). La progressiva migrazione degli scambi di strumenti di tasso di interesse verso le CC farà aumentare all'interno delle statistiche BRI il numero dei contratti fra intermediari e altre istituzioni finanziarie, poiché ai contratti fra due intermediari si sostituiranno due contratti con la CC (cfr. anche il riquadro 2).

Mercato mondiale dei derivati OTC su tassi di interesse e dei *credit default swap*

In trilioni di dollari USA e in percentuale



Riquadro 2 – Una nuova banca dati per i derivati OTC di tasso di interesse

Jacob Gyntelberg e Karsten von Kleist

La banca dati OTC Derivatives Interest Rate Trade Reporting Repository (IR TRR) inaugurata da TriOptima agli inizi del 2010 costituisce un significativo passo avanti verso una maggiore trasparenza nei mercati mondiali dei derivati negoziati fuori borsa (OTC). Essa raccoglie i dati di tutte le transazioni OTC in derivati su tassi di interesse segnalati da un gruppo di 14 importanti intermediari e integra la banca dati per i *credit default swap* (CDS) gestita dalla Depository Trust & Clearing Corporation (cfr. il riquadro “Le dimensioni del mercato mondiale dei CDS: statistiche BRI e DTCC a confronto” all’interno del capitolo “Aspetti salienti dell’attività bancaria e finanziaria internazionale” della *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2009).

Nell’aprile 2010 IR TRR ha pubblicato il suo primo rapporto mensile di sintesi dei volumi nozionali in essere a fine marzo, contenente una scomposizione dettagliata per valuta, scadenza e tipologia di contratto. A differenza delle statistiche BRI, IR TRR non fornisce informazioni sui valori di mercato e sulle esposizioni di controparte.

A fine marzo 2010 il totale delle consistenze in essere di derivati su tassi di interesse dei 14 partecipanti alla nuova banca dati (13 dei quali fanno parte del campione di 57 operatori dichiaranti alla BRI) è molto vicino a quello rilevato nelle statistiche BRI (tabella A)[Ⓞ]. Ciò fa ritenere che la concentrazione di mercato sia alta e la copertura dei dati IR TRR pressoché completa.

Raffronto tra dati su derivati OTC di tasso di interesse

| | IR TRR | | BRI | | |
|---------------------|--|--------------|-------------------------------|--|--------------|
| | Fine marzo 2010 | | Fine dicembre 2009 | | |
| Tipo di controparte | Valori nozionali in essere (miliardi di USD) | % del totale | Tipo di controparte | Valori nozionali in essere (miliardi di USD) | % del totale |
| Intermediari | 94 200 | 21 | Intermediari | 138 537 | 31 |
| CC | 198 714 | 45 | Altre istituzioni finanziarie | 275 649 | 61 |
| Altre controparti | 145 935 | 33 | Istituzioni non finanziarie | 35 607 | 8 |
| Totale | 438 848 | 100 | Totale | 449 793 | 100 |

La banca dati IR TRR comprende \$9 836 miliardi di swap su valute incrociate, che nelle statistiche BRI sono classificati come strumenti valutari. In questa tabella tale importo è pertanto escluso dalla colonna relativa ai dati IR TRR.

Fonte: i dati dettagliati sono disponibili all’indirizzo http://www.trioptima.com/services/interest_rate_trade_reporting_repository.

Tabella A

Un confronto particolareggiato fra le due serie statistiche è complicato dal fatto che esse utilizzano classificazioni diverse per le controparti. IR TRR riporta informazioni separate sul ricorso alle controparti centrali (CC), mentre nei dati BRI i contratti con le CC figurano attualmente fra le transazioni con altre istituzioni finanziarie.

Le nuove statistiche IR TRR mostrano che a fine marzo 2010 le CC (principalmente SwapClear) coprivano circa il 45% del mercato totale in termini di importi in essere. Il dato comprende le transazioni con tutti e 30 i membri di SwapClear e non soltanto con i 14 che partecipano a IR TRR. Attualmente il 99% degli strumenti trattati dalle CC sono swap ordinari di tasso di interesse, mentre le opzioni su tassi di interesse e gli swap più esotici sono ancora scambiati senza ricorrere a CC.

[Ⓞ] I dati sono corretti in base alle posizioni fra intermediari per evitare duplicazioni ed escludono gli swap su valute incrociate.

I volumi di CDS si riducono nuovamente ...

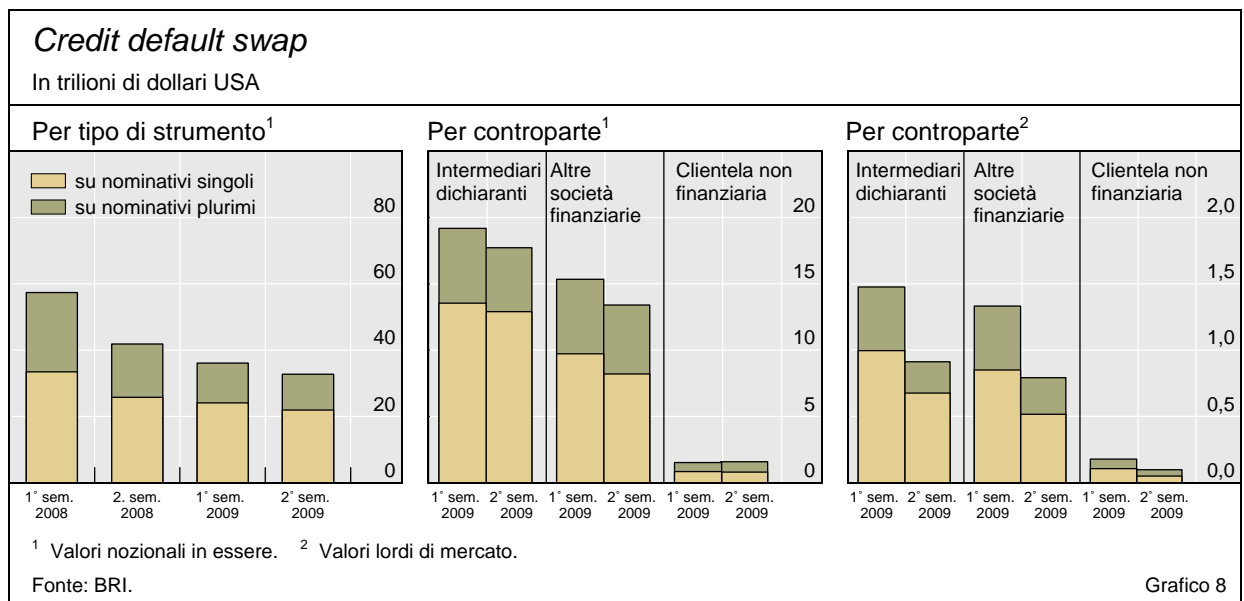
Le consistenze di CDS in essere si sono nuovamente ridotte, di quasi il 10% (grafico 7, diagramma di destra), per un insieme di fattori. La minore operatività complessiva e il restringimento dei differenziali hanno depresso le

nuove operazioni, mentre la protratta attività di compensazione ha continuato a ridurre il volume di posizioni in essere. I valori di mercato dei CDS su nominativi singoli sono diminuiti di un ulteriore 36% e quelli degli strumenti su nominativi plurimi di quasi il 50%. Il calo più pronunciato ha riguardato il comparto dei CDS su nominativi plurimi negoziati tra intermediari dichiaranti (15%), mentre quello dei contratti tra intermediari e operatori non dichiaranti è diminuito di appena il 5% in termini di valori nozionali (grafico 8). Ciò è in linea con il crescente ricorso alle CC, poiché nelle segnalazioni alla BRI i contratti nei confronti di queste istituzioni sono classificati come contratti con operatori non dichiaranti¹⁶.

Il volume in essere di CDS su nominativi singoli sovrani è aumentato del 10% nella seconda metà dell'anno, allorché, verso la fine del 2009, l'attenzione dei mercati si è focalizzata sulle implicazioni degli ampi disavanzi di bilancio e gli spread sui CDS sovrani si sono ampliati. L'aumento dell'attività va ricondotto alle posizioni fra intermediari, salite del 20%. I dati della Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) mostrano che le esposizioni verso alcuni mutuatari sovrani sono aumentate del 50% durante il periodo in rassegna. Ciò nonostante, a fine 2009 i valori nozionali totali in essere dei CDS sovrani nelle statistiche BRI restavano inferiori al massimo del giugno 2008. Per contro, le posizioni relative ad altri mutuatari (società finanziarie e non finanziarie) sono diminuite dell'11%, principalmente per effetto di un calo dei contratti in essere nei confronti di istituzioni finanziarie non dichiaranti, diminuiti del 17%.

Il forte aumento dei valori nozionali in essere dei derivati azionari contrasta con il calo dei valori di sostituzione. I rialzi dei corsi azionari hanno fatto salire del 50-80%, a seconda dello strumento, il valore nozionale dei contratti su titoli giapponesi e di altri paesi asiatici. Allo stesso tempo, i valori di mercato di diversi contratti sono diminuiti del 10-50%. Il segmento dei derivati

... ma il segmento dei contratti su mutuatari sovrani è in crescita



¹⁶ A partire dal giugno 2010 la BRI introdurrà la segnalazione separata dei contratti CDS nei confronti di CC.

collegati ad azioni statunitensi ha registrato una crescita del 17% in volume, ma un calo del 5% in termini di valori di mercato, quello degli strumenti su azioni europee è calato di circa il 20% in termini di valori sia nozionali sia di mercato. In America latina il valore nozionale dei derivati azionari è sceso del 69%, quello di mercato di appena il 34%.

I derivati su merci sono diminuiti di un ulteriore 21% in termini sia di valori nozionali sia di mercato, soprattutto per effetto degli andamenti nel comparto delle opzioni. I contratti a termine e gli swap, che nel primo semestre dell'anno erano scesi del 25%, sono rimasti perlopiù stabili in termini di valori nozionali. Le posizioni in essere sull'oro si sono mantenute invariate, ma il loro valore di mercato è salito dell'11%.