

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 secondo trimestre 2010, quelle sui titoli di debito internazionali e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al terzo trimestre dello stesso anno, mentre i dati relativi ai contratti derivati scambiati nei mercati non regolamentati (OTC) sono aggiornati a metà 2010.

Il mercato bancario internazionale¹

I bilanci internazionali delle banche dichiaranti alla BRI, che nei primi tre mesi dell'anno erano aumentati per la prima volta dall'inizio della crisi, hanno cessato di crescere nel *secondo trimestre 2010*. Nondimeno, a un livello più disaggregato sono proseguite varie tendenze che avevano caratterizzato il credito bancario internazionale negli ultimi trimestri. Le banche hanno continuato a convogliare fondi verso i mercati emergenti a più rapida crescita, a scapito delle economie mature, dove l'espansione è meno sostenuta. Come già nei due trimestri precedenti, l'evoluzione del credito ha presentato notevoli divergenze fra le quattro regioni emergenti. In particolare, le banche hanno accresciuto ulteriormente le loro esposizioni verso le economie dinamiche in Asia-Pacifico e America latina-Caraibi, mentre hanno ridotto i prestiti transfrontalieri ai residenti dei paesi emergenti a più lenta crescita nelle aree Europa e Africa-Medio Oriente. In un contesto di turbolenze nei mercati finanziari mondiali dovute ai timori per la situazione delle finanze pubbliche in Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, durante il secondo trimestre le attività estere verso questi quattro paesi sono diminuite.

Si arresta l'espansione del credito internazionale²

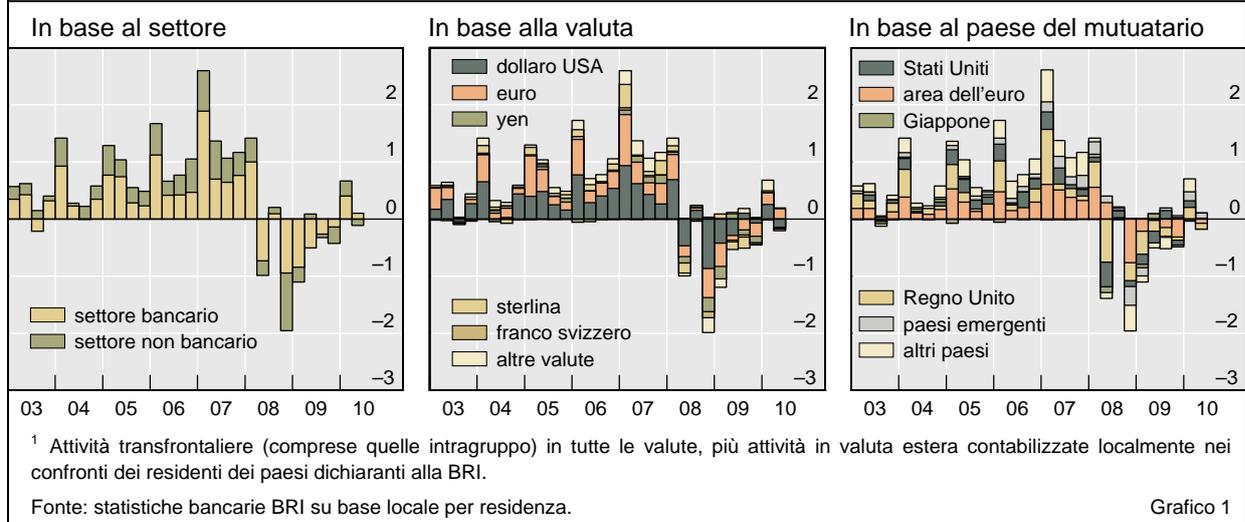
Nel periodo in rassegna i bilanci internazionali delle banche dichiaranti alla BRI hanno mantenuto dimensioni pressoché invariate a livello aggregato. La

¹ Per eventuali quesiti sulle statistiche bancarie si prega di contattare Stefan Avdjiev.

² L'analisi contenuta in questa sottosezione e in quella successiva poggia sulle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività internazionali sono corrette per gli effetti di cambio e le discontinuità nelle serie.

Variazioni delle attività internazionali lorde¹

In trilioni di dollari USA



contrazione marginale di \$7 miliardi (0,02%) dei crediti complessivi, seguita a un'espansione di \$670 miliardi nei primi tre mesi dell'anno, è il risultato netto di un calo delle attività verso il settore non bancario per \$109 miliardi (0,9%) e di un incremento, pari a \$102 miliardi (0,5%), delle attività interbancarie (grafico 1, diagramma di sinistra).

Le banche con operatività internazionale hanno continuato a convogliare fondi verso le economie emergenti a più rapida crescita (grafico 1, diagramma di destra), con un aumento dei prestiti verso i residenti di questo gruppo di paesi pari a \$93 miliardi (3,1%). Per contro, i crediti verso i residenti statunitensi sono rimasti praticamente invariati, mentre quelli verso i residenti nell'area dell'euro hanno evidenziato una lieve diminuzione (di \$74 miliardi, 0,7%) riconducibile in larga misura a un calo di \$100 miliardi nelle attività delle banche dell'area stessa. Anche gli impieghi a favore dei residenti nel Regno Unito si sono ridotti (di \$101 miliardi, 1,6%).

Aumentano le attività internazionali verso le economie in rapida crescita

Per la prima volta dal terzo trimestre 2009 le attività denominate in euro e in dollari USA si sono mosse in direzioni opposte (grafico 1, diagramma centrale). Sebbene nel periodo in esame, come osservato poc'anzi, siano calati i crediti complessivi verso l'area dell'euro, quelli denominati in euro concessi ai residenti dell'area sono di fatto aumentati di \$89 miliardi (1,3%), contribuendo all'incremento di \$180 miliardi (1,5%) delle attività aggregate di questo comparto valutario. Si sono accresciuti anche gli impieghi in yen, di \$15 miliardi (1,2%), mentre quelli in dollari USA sono diminuiti, di \$142 miliardi (1,0%), analogamente a quelli in franchi svizzeri e in sterline, che hanno registrato una contrazione rispettivamente di \$19 miliardi (2,9%) e di \$13 miliardi (0,7%).

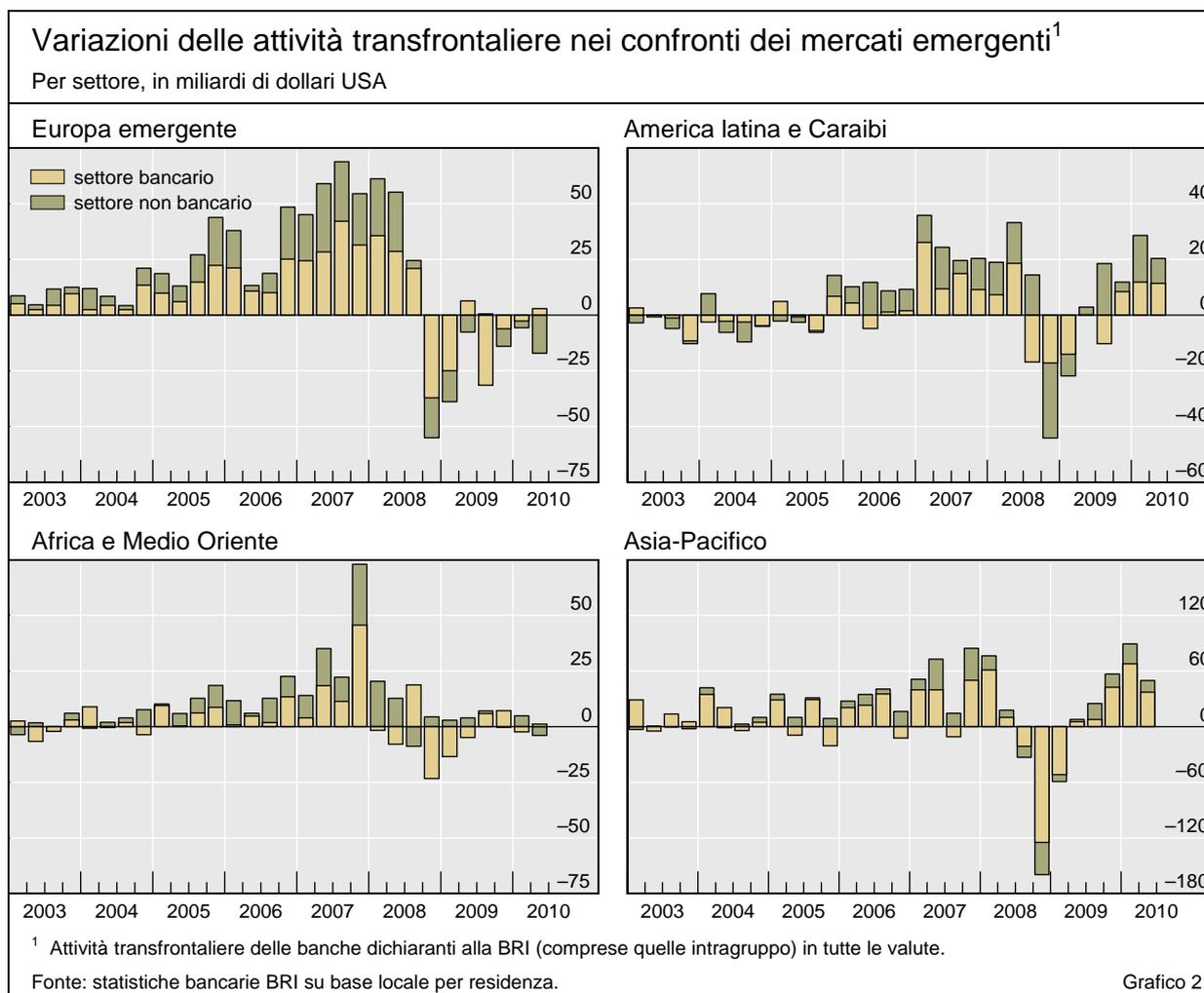
Le attività transfrontaliere verso i mutuatari dei mercati emergenti continuano a espandersi

Le banche dichiaranti alla BRI hanno accresciuto le attività transfrontaliere verso i prenditori delle economie emergenti per il quinto trimestre consecutivo

(grafico 2). L'espansione, pari a \$53 miliardi (2,1%), va ricondotta quasi interamente a un incremento del 4,3% delle attività interbancarie. Anche gli impieghi verso il settore non bancario sono aumentati, ancorché a un ritmo molto contenuto (\$0,6 miliardi, 0,1%). Come già nei due trimestri precedenti, la dinamica del credito ha mostrato grosse differenze fra le quattro regioni. Le esposizioni bancarie verso le economie più dinamiche di Asia-Pacifico e America latina-Caraibi hanno continuato a espandersi, mentre si sono ridotti i prestiti transfrontalieri ai residenti delle regioni emergenti di Europa e Africa-Medio Oriente, dove la crescita è meno vigorosa.

Crescono le attività verso l'Asia-Pacifico

Ancora una volta, l'Asia-Pacifico è stata la regione che ha registrato la maggiore espansione del credito transfrontaliero verso i propri residenti. La crescita complessiva di \$50 miliardi (5,8%) ha rispecchiato un aumento di \$37 miliardi (6,8%) delle attività interbancarie e di \$13 miliardi (4,0%) di quelle verso i soggetti non bancari. A livello di singolo paese il maggiore incremento della regione in termini assoluti, pari a \$28 miliardi (13%), riguarda i prestiti transfrontalieri alla Cina. Si è riscontrata una crescita significativa anche per le attività verso India (\$9,5 miliardi, 6,3%), Taipei Cinese (\$8,2 miliardi, 14%) e Corea (\$5,8 miliardi, 2,8%). Tra questi paesi, solo nel caso dell'India i crediti verso soggetti non bancari sono aumentati (\$7,8 miliardi, 12%) in misura maggiore rispetto a quelli verso il settore bancario (\$1,7 miliardi, 2,0%). Nel



contempo, le attività transfrontaliere verso la Thailandia si sono accresciute di \$2,2 miliardi (8,0%) nonostante i disordini politici nel paese durante il trimestre.

Gli impieghi transfrontalieri verso America latina e Caraibi sono aumentati per il quinto trimestre consecutivo. Questa crescita, a differenza di quella in Asia-Pacifico, che va ricondotta in gran parte alle attività interbancarie, è stata piuttosto equilibrata fra i vari settori: l'incremento complessivo di \$20 miliardi (4,7%) si è ripartito pressoché equamente in un aumento di \$11 miliardi (8,8%) degli impieghi interbancari e in uno di \$9,0 miliardi (3,0%) degli impieghi verso il settore non bancario. La maggior parte dei nuovi fondi è stata erogata ai residenti del Brasile, dove si è registrato un afflusso per \$22 miliardi (12%). Nel paese sono aumentate di \$8,7 miliardi (12%) le attività verso il settore bancario e di \$13 miliardi (12%) quelle verso i soggetti non bancari. Per contro, i prestiti al settore non bancario del Messico sono diminuiti di \$4,0 miliardi (4,8%), mentre il credito transfrontaliero ai residenti in Argentina si è contratto per la settima volta negli ultimi otto trimestri (di \$0,2 miliardi, 1,1%).

Nel contesto di un'attività economica tuttora debole nell'Europa emergente, gli impieghi creditizi verso la regione si sono ridotti per il settimo trimestre consecutivo. Benché le attività verso le banche situate nella regione siano aumentate di \$2,9 miliardi (0,8%), il calo di \$17 miliardi (4,5%) di quelle verso i soggetti non bancari ha più che compensato tale incremento. A livello di singolo paese la maggiore flessione (\$7,3 miliardi, 5,4%) è stata rilevata per il credito alla Russia. Gli impieghi nei confronti della Polonia, aumentati costantemente negli ultimi quattro trimestri malgrado il calo complessivo del credito internazionale erogato alla regione, sono diminuiti di \$3,8 miliardi (3,2%). Si sono ridotte anche le attività a favore dell'Estonia (di \$0,7 miliardi, 4,4%), sebbene durante il trimestre la BCE abbia approvato l'ingresso del paese nell'area dell'euro con decorrenza dal gennaio 2011. Nel contempo, gli impieghi transfrontalieri verso l'Ungheria sono aumentati di \$0,5 miliardi (0,5%) nel periodo in rassegna, malgrado le dichiarazioni di rappresentanti del nuovo governo secondo cui lo stato dei conti pubblici nel paese appare peggiore di quanto si pensasse.

Esposizioni sull'estero delle banche dichiaranti alla BRI verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna³

Al termine del secondo trimestre 2010 le esposizioni consolidate totali sull'estero⁴ (in base al rischio ultimo) delle banche dichiaranti alla BRI verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna si collocavano a \$2 281 miliardi (tabella 1). Di questo importo, poco più del 70% era rappresentato dalle *attività*

I prestiti al Brasile alla base della crescita delle attività verso America latina e Caraibi

Calano ancora gli impieghi verso l'Europa emergente

³ L'analisi in questa sottosezione si fonda sulle statistiche bancarie internazionali *consolidate* BRI in base al *rischio ultimo*. Poiché questa serie di dati non contiene una scomposizione per valute, le variabili di flusso sono depurate degli effetti di cambio ipotizzando che tutte le esposizioni verso i residenti di Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna siano denominate in euro.

⁴ Le *esposizioni totali sull'estero* sono costituite da due componenti principali: le *attività estere* e le *altre esposizioni*. A loro volta, le *attività estere* si compongono di attività transfrontaliere e attività locali in tutte le valute, mentre le *altre esposizioni* comprendono il valore di mercato positivo di contratti derivati, le garanzie rilasciate e gli impegni creditizi.

estere, pari a \$1 613 miliardi, mentre l'ammontare restante di \$668 miliardi era imputabile al valore di mercato positivo di contratti derivati, a garanzie rilasciate e a impegni creditizi (ossia alla voce "altre esposizioni").

Esposizioni sull'estero verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna, in base alla nazionalità delle banche											
Fine 2° trimestre 2010; in miliardi di dollari USA											
	Tipo di esposizione	Nazionalità delle banche									
		DE	ES ¹	FR ²	IT	AAE ¹	GB	JP	US	RDM	Totale
Grecia	Settore pubblico	22,6	0,6	17,8	2,7	15,0	2,9	1,0	1,5	1,0	65,0
	+ Settore bancario	4,7	0,0	0,8	0,9	1,3	1,6	0,5	1,2	1,2	12,3
	+ Settore privato non bancario	9,6	0,2	38,7	1,7	12,4	7,6	0,7	4,5	3,8	79,2
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
	= Attività estere	36,8	0,9	57,3	5,3	28,8	12,1	2,2	7,2	6,1	156,6
	+ Altre esposizioni ³	28,6	0,5	25,7	1,6	2,8	4,8	0,1	29,0	2,4	95,5
	= Totale esposizioni	65,4	1,3	83,1	6,8	31,6	17,0	2,3	36,2	8,5	252,1
Irlanda	Settore pubblico	3,4	0,2	6,1	0,8	3,2	3,5	1,6	1,5	1,8	22,2
	+ Settore bancario	47,5	3,3	18,9	2,9	8,8	31,1	1,6	19,8	11,7	145,7
	+ Settore privato non bancario	87,7	10,5	18,5	10,7	44,7	97,0	17,6	35,9	26,1	348,5
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	1,0	1,5
	= Attività estere	138,6	14,0	43,6	14,6	56,9	131,6	20,8	57,2	40,5	517,9
	+ Altre esposizioni ³	47,9	3,7	33,7	10,0	7,3	55,9	1,2	51,0	18,2	228,9
	= Totale esposizioni	186,4	17,7	77,3	24,7	64,2	187,5	22,0	108,3	58,8	746,8
Portogallo	Settore pubblico	7,4	8,1	14,2	0,8	7,5	2,3	1,2	0,8	1,6	44,0
	+ Settore bancario	17,1	7,0	13,8	2,5	5,0	5,6	0,3	1,1	0,8	53,2
	+ Settore privato non bancario	12,7	62,7	13,3	1,3	6,6	14,4	0,8	1,4	1,5	114,6
	+ Non classificato	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Attività estere	37,2	77,8	41,3	4,6	19,1	22,2	2,2	3,3	4,0	211,8
	+ Altre esposizioni ³	7,0	20,6	7,2	3,0	2,1	6,8	0,4	32,3	1,5	80,8
	= Totale esposizioni	44,3	98,3	48,5	7,6	21,2	29,0	2,6	35,6	5,5	292,6
Spagna	Settore pubblico	26,2	...	40,4	2,5	16,2	9,2	8,8	4,5	3,4	111,2
	+ Settore bancario	81,1	...	50,2	9,2	48,2	28,8	4,4	23,8	9,6	255,3
	+ Settore privato non bancario	74,4	...	74,0	13,9	87,2	66,7	8,7	24,2	10,5	359,5
	+ Non classificato	0,0	...	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,7
	= Attività estere	181,6	...	164,6	25,9	151,7	104,7	21,9	52,5	23,9	726,7
	+ Altre esposizioni ³	34,9	...	36,7	11,4	12,4	31,8	3,2	120,4	12,3	263,0
	= Totale esposizioni	216,6	...	201,3	37,2	164,1	136,5	25,1	172,8	36,2	989,8

DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; IT = Italia; AAE = altri paesi dell'area dell'euro; GB = Regno Unito; JP = Giappone; USA = Stati Uniti; RDM = resto del mondo.

¹ Non sono comprese le esposizioni delle banche con sede legale nei singoli paesi considerati, non trattandosi di esposizioni sull'estero. ² Le esposizioni delle banche francesi verso i quattro paesi considerati sono attualmente oggetto di esame e suscettibili di revisione. ³ Valore di mercato positivo di contratti derivati, garanzie rilasciate e impegni creditizi.

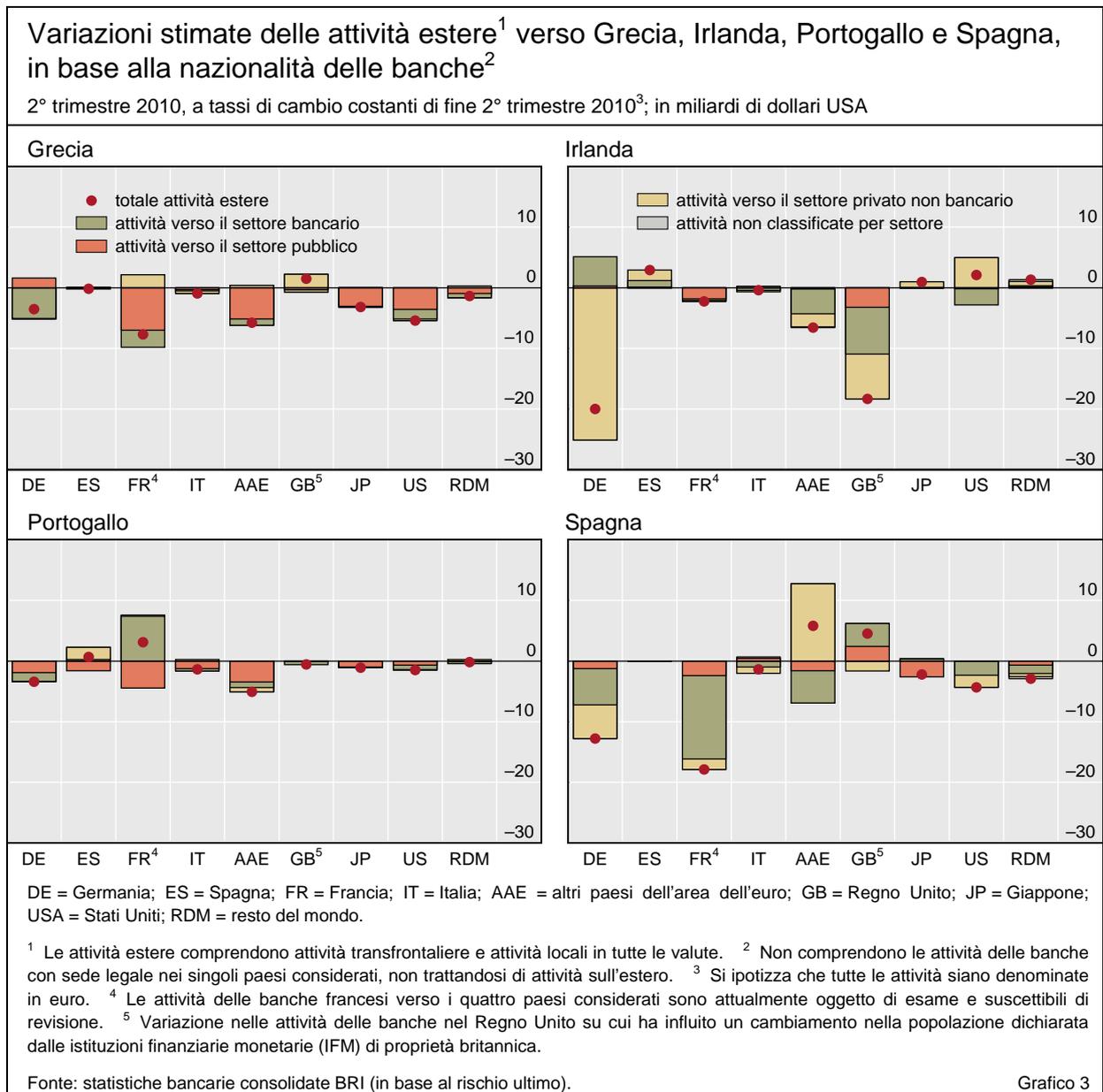
Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

Tabella 1

Per ciascuno dei quattro paesi le attività transfrontaliere sono state di gran lunga superiori a quelle locali. In termini di media ponderata esse hanno inciso per il 70% sulle attività estere totali verso questo gruppo di paesi, le attività locali per il restante 30%. La quota delle attività transfrontaliere variava dal 60% per il Portogallo al 76% per l'Irlanda. Il dato corrispondente per Grecia e Spagna era pari rispettivamente al 64 e 69%.

Per quanto concerne l'evoluzione delle attività estere verso Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna nel periodo, non è possibile produrre stime accurate dal momento che le statistiche bancarie consolidate non contemplano una scomposizione per valute. Nondimeno, assumendo l'ipotesi (seppure imperfetta) che tutte le attività estere verso questi paesi siano denominate in euro, nel trimestre ne risulta un calo complessivo di \$105 miliardi (grafico 3). Si tratta di un valore decisamente inferiore alla contrazione di \$276 miliardi che si otterrebbe considerando semplicemente la differenza tra gli importi in essere

L'apprezzamento del dollaro USA sovrastima il calo effettivo delle attività



Ragioni alla base delle differenze tra i dati BRI sulle attività estere verso il settore pubblico e i dati CEBS sulle esposizioni verso i soggetti sovrani

Nell'ambito delle prove di stress condotte a livello di UE nel luglio 2010, il Committee of European Banking Supervisors (CEBS) ha chiesto alle 91 banche partecipanti di pubblicare le loro esposizioni verso i soggetti sovrani dei paesi SEE. Da allora vari organi di informazione hanno tentato di confrontare i dati ricavati dalle prove di stress del CEBS con quelli sulle attività estere verso il settore pubblico provenienti dalle statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo). Tuttavia, come rilevato nella comunicazione *CEBS Statement on the disclosure of sovereign exposures in the context of the 2010 EU-wide stress testing exercise*^①, le informazioni desunte da queste due fonti non sono direttamente comparabili.

Varie sono le potenziali fonti di discordanza tra i dati ricavati dalle due serie. Anzitutto, le due popolazioni dichiaranti non coincidono, in quanto le banche che alimentano le statistiche bancarie consolidate BRI sono più numerose di quelle che hanno partecipato alle prove di stress condotte dal CEBS. In secondo luogo, nei dati pubblicati in seguito alle prove di stress, le singole istituzioni hanno potuto dedurre le posizioni corte speculari (in cui la controparte immediata era lo stesso soggetto sovrano) dalle esposizioni lorde riportate nel portafoglio di negoziazione. Generalmente questo criterio non è applicabile alle esposizioni notificate dalle banche ai fini delle statistiche bancarie BRI. In terzo luogo, le cifre comunicate nel quadro dell'esercizio CEBS sono riferite al mutuatario immediato. Sebbene le statistiche bancarie consolidate BRI si basino sia sul mutuatario immediato sia sul rischio ultimo, le cifre solitamente riportate per le esposizioni verso il debito sovrano, nonché tutte quelle relative alle attività estere verso il settore pubblico indicate nella presente sezione della *Rassegna trimestrale*, sono fondate sul criterio del rischio ultimo^②. Infine, le due serie presentano anche differenze nei livelli di consolidamento applicati nell'attribuire alle diverse giurisdizioni nazionali le posizioni creditorie delle singole unità bancarie.

^① Il documento è disponibile all'indirizzo [www.c-ebs.org/documents/News---Communications/2010/CEBS-2010-194-rev2-\(Statement-on-disclosures-of-so.aspx\)](http://www.c-ebs.org/documents/News---Communications/2010/CEBS-2010-194-rev2-(Statement-on-disclosures-of-so.aspx)). ^② Per un approfondimento sui motivi per cui, nel misurare le esposizioni dei sistemi bancari verso settori pubblici specifici, si utilizzano le statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo (anziché quelle in base al mutuatario immediato), cfr. il riquadro 1 ("Misura dell'esposizione dei sistemi bancari verso i vari paesi") all'interno del capitolo "Aspetti salienti dell'attività bancaria e finanziaria internazionale" della *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2010, pag. 6.

(espressi in dollari USA) alla fine di ciascuno dei primi due trimestri del 2010. Ciò suggerisce che quest'ultimo dato riflette in gran parte il consistente apprezzamento della valuta statunitense rispetto all'euro durante il periodo.

Il calo depurato degli effetti di cambio delle attività estere verso i quattro paesi in esame ha interessato tutti i settori, ancorché in misura diversa. La maggiore flessione, in termini sia assoluti (\$44,0 miliardi) sia relativi (14%), è stata registrata per le attività nei confronti del settore pubblico⁵. Anche il credito estero al settore bancario ha evidenziato una considerevole contrazione (di \$43,5 miliardi, 7,7%). Infine, le attività verso il settore privato non bancario hanno fatto segnare la diminuzione più contenuta (\$18 miliardi, 1,8%), pur rappresentando la quota maggiore delle attività estere in essere.

Al netto degli effetti di cambio, i cali più significativi si sono avuti nelle esposizioni delle banche dichiaranti alla BRI verso la Grecia. Le attività estere totali sono diminuite di \$27 miliardi. I crediti verso il settore bancario del paese si sono contratti di \$12 miliardi, quelli verso il settore pubblico di \$19 miliardi.

Le attività estere verso la Grecia si sono ridotte

⁵ Nel riquadro sono descritti i principali fattori di discrepanza tra i dati BRI sulle attività estere verso il settore pubblico e i dati CEBS sulle esposizioni verso i soggetti sovrani.

Tali andamenti sono stati in parte compensati da un incremento di \$4,3 miliardi delle attività verso i soggetti privati non bancari.

Nel periodo in rassegna pressoché tutti i principali sistemi bancari riportati nel grafico 3 hanno segnalato diminuzioni depurate delle variazioni di cambio nelle attività estere verso la Grecia⁶. La maggiore flessione (di \$7,7 miliardi) si rileva per le banche francesi, ma alla contrazione complessiva delle attività estere nei confronti del paese hanno contribuito in misura significativa anche i cali notificati dalle banche statunitensi (\$5,4 miliardi), tedesche (\$3,5 miliardi) e giapponesi (\$3,2 miliardi).

Il mercato internazionale dei titoli di debito⁷

L'attività nel mercato primario dei titoli di debito internazionali è tornata a crescere nel *terzo trimestre 2010*, recuperando gran parte del forte calo subito durante le turbolenze nel comparto delle obbligazioni sovrane europee nel trimestre precedente. Le emissioni lorde perfezionate sono salite a \$1 934 miliardi, un livello superiore del 15% a quello del secondo trimestre, ma pur sempre inferiore ai \$2 175 miliardi del primo (grafico 4, diagramma di sinistra). I collocamenti netti sono saliti a \$475 miliardi, dai \$111 miliardi del secondo trimestre, anche per effetto di una flessione del 7% dei rimborsi. Tra gennaio e marzo la raccolta nel mercato internazionale dei titoli di debito era stata di \$603 miliardi.

Alla ripresa dell'attività ha contribuito in misura determinante il ritorno sul mercato dei residenti delle economie sviluppate, di pari passo con il recupero della fiducia rispetto ai minimi dei primi di maggio. I prenditori europei, i cui rimborsi netti erano stati all'origine di gran parte del drastico calo delle emissioni nel secondo trimestre, si sono riaffacciati al mercato in agosto e settembre. Nell'insieme del terzo trimestre essi hanno collocato titoli di debito internazionali per \$215 miliardi, contro rimborsi netti per \$60 miliardi nei tre mesi precedenti (grafico 4, diagramma centrale). I collocamenti sono aumentati anche in gran parte delle altre economie avanzate.

Il recupero delle emissioni dei residenti nelle economie europee sviluppate va ricondotto principalmente alle istituzioni finanziarie, cui sono ascrivibili quasi tre quarti (\$159 miliardi) della raccolta totale nella regione. Le istituzioni britanniche, olandesi e spagnole – che nel secondo trimestre avevano effettuato rimborsi netti – hanno collocato rispettivamente \$71, 62 e 32 miliardi (grafico 4, diagramma di destra). Le istituzioni francesi hanno raccolto \$31 miliardi, un livello dieci volte superiore a quello del periodo compreso tra aprile e giugno. Per contro, i rimborsi netti delle istituzioni finanziarie tedesche sono saliti a \$20 miliardi, dai \$12 miliardi del periodo precedente. Infine, le emissioni delle banche greche sono scese dell'82%, a \$8 miliardi.

Le emissioni nette recuperano ...

... con il ritorno dei prenditori europei sul mercato

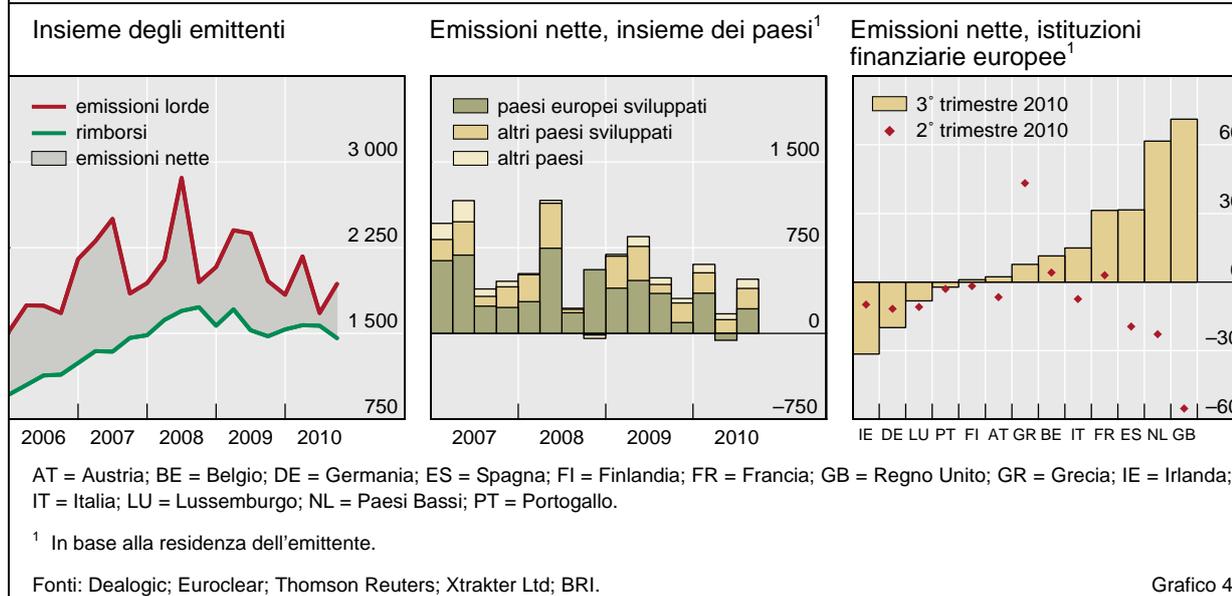
Ingente raccolta delle istituzioni finanziarie europee

⁶ L'incremento relativamente modesto delle attività estere delle banche britanniche nei confronti della Grecia è ascrivibile a una variazione più che proporzionale della popolazione dichiarata dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) di proprietà britannica.

⁷ Per eventuali quesiti concernenti le statistiche sui titoli di debito internazionali si prega di contattare Christian Upper.

Emissioni di titoli di debito internazionali

In miliardi di dollari USA



Consistenti rimborsi netti delle banche irlandesi

I maggiori istituti di credito irlandesi hanno incontrato crescenti difficoltà a finanziarsi sul mercato internazionale dei titoli di debito nel terzo trimestre. La Allied Irish Bank, la Anglo-Irish Bank e la Bank of Ireland hanno collocato \$9 miliardi (su base lorda), ma l'elevato volume dei rimborsi si è tradotto in un calo complessivo di \$35 miliardi dei titoli in essere di tali istituti. La National Asset Management Agency, la "bad bank" irlandese, ha ottenuto fondi netti per \$5 miliardi, mentre le altre istituzioni finanziarie residenti nel paese hanno rimborsato \$2 miliardi su base netta.

I collocamenti delle imprese non finanziarie crescono, soprattutto negli Stati Uniti

Le imprese non finanziarie negli Stati Uniti e nelle altre economie avanzate hanno approfittato dei bassi rendimenti effettuando emissioni internazionali per \$140 miliardi, l'importo più elevato dal secondo trimestre 2009. I collocamenti netti delle imprese non finanziarie statunitensi, quasi interamente costituiti da obbligazioni ordinarie a tasso fisso, sono saliti del 68%, a \$111 miliardi. Anche quelli canadesi sono fortemente aumentati, totalizzando \$8 miliardi, rispetto ai \$1,4 miliardi del secondo trimestre. Le imprese europee hanno raccolto \$17 miliardi, con un incremento di oltre il 22% sui tre mesi precedenti. Come già nei trimestri passati, circa un terzo delle emissioni *lorde* delle imprese non finanziarie negli Stati Uniti è stato classificato al di sotto della qualità bancaria, contro meno di un quinto in Europa.

Le economie in via di sviluppo continuano a raccogliere fondi ...

La raccolta dei residenti dei paesi in via di sviluppo ha continuato a espandersi, salendo del 26%, a \$39 miliardi, importo di poco inferiore al picco dell'ultimo trimestre 2009 (\$42 miliardi). Le emissioni sono aumentate ovunque tranne che nell'area America latina e Caraibi, dove hanno subito un calo dell'8% in seguito alla forte caduta dell'attività delle imprese non finanziarie messicane.

... in dollari USA e in moneta locale

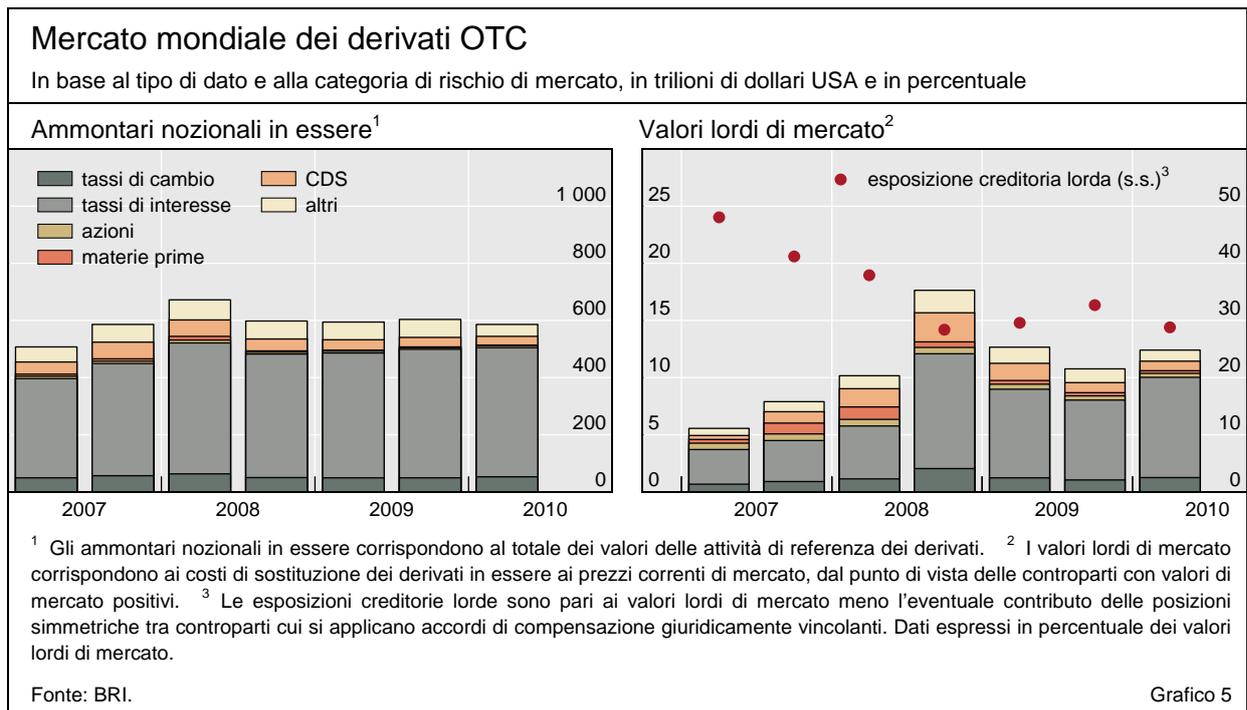
Il dollaro USA resta la principale valuta di denominazione per i prenditori dei mercati emergenti, benché nel terzo trimestre vi siano stati anche alcuni

collocamenti notevoli in moneta locale. La quota del dollaro nelle emissioni totali dei paesi in via di sviluppo si è mantenuta stabile, all'83%; quella dell'euro si è invece dimezzata, al 9%. Il 10% della raccolta internazionale è stato denominato in valute dei mercati emergenti, il livello massimo da un anno. Nondimeno, i volumi sono rimasti relativamente contenuti rispetto ai collocamenti in dollari USA.

Derivati negoziati fuori borsa⁸

Le forti oscillazioni dei prezzi delle attività e gli sforzi volti a mitigare il rischio di controparte hanno influito notevolmente sui mercati degli strumenti derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter*, OTC) nella prima metà del 2010. In tale periodo il valore nozionale in dollari dei derivati OTC in essere è sceso del 3%⁹. Tuttavia, movimenti sostanziali dei corsi delle attività, connessi in parte ai crescenti timori per il rischio sovrano, hanno fatto salire del 15% il valore lordo di mercato di questi contratti e del 2% le relative esposizioni creditorie lorde (grafico 5). Il minore incremento delle seconde rispetto al primo riflette il ruolo accresciuto della compensazione, in linea con il più ampio ricorso a controparti centrali (CC) in alcuni segmenti del mercato¹⁰. Il rapporto tra esposizioni

I prezzi delle attività e i timori per il rischio di controparte influiscono sui mercati derivati OTC ...



⁸ Per eventuali quesiti concernenti i mercati dei derivati negoziati fuori borsa si prega di contattare Nicholas Vause.

⁹ È da notare che il dollaro USA si è apprezzato rispetto a diverse altre valute principali nella prima metà del 2010. Contro l'euro ha guadagnato ad esempio il 17%, determinando una riduzione del valore in dollari dei derivati denominati in euro.

¹⁰ Le esposizioni creditorie lorde sono pari ai valori lordi di mercato meno l'eventuale contributo delle posizioni simmetriche tra controparti cui si applicano accordi di compensazione giuridicamente vincolanti. Rispetto ai valori lordi di mercato esse approssimano quindi meglio

creditorie lorde e valori lordi di mercato è di conseguenza sceso al 14,5% alla fine del primo semestre 2010, rispetto al 16,3% della fine del 2009 e al 24,0% della fine del primo semestre 2007 (grafico 5, diagramma di destra).

... nei quali si registrano notevoli differenze tra le diverse classi di attività

L'andamento degli importi nozionali e dei valori di mercato degli strumenti OTC ha mostrato notevoli differenze tra prodotti. Gli importi nozionali in essere sono aumentati nel comparto dei contratti su valute e su azioni (rispettivamente dell'8 e 5%), hanno subito una flessione in quello dei derivati creditizi e su merci (del 7 e 3%) e si sono mantenuti sostanzialmente stabili nel segmento dei prodotti su tassi di interesse. I valori lordi di mercato sono saliti per gli strumenti su valute e tassi di interesse (del 22 e 25%), scesi per quelli creditizi e su merci (7 e 16%) e rimasti invariati per i contratti su azioni.

Gli andamenti dei cambi fanno salire nettamente il valore dei contratti valutari collegati al franco svizzero ...

Nel comparto dei derivati valutari negoziati fuori borsa la crescita del valore nozionale dei contratti in essere è stata sorretta dall'espansione particolarmente robusta del volume dei prodotti collegati al dollaro canadese (20%) e al franco svizzero (23%). Il valore lordo di mercato delle posizioni aperte collegate al franco svizzero è più che raddoppiato nel periodo in esame, durante il quale la moneta elvetica si è apprezzata del 12% sull'euro.

... mentre i movimenti dei tassi swap accrescono il valore dei derivati su tassi di interesse

Per quanto concerne i derivati su tassi di interesse, il forte aumento dei valori lordi di mercato va posto in relazione al calo dei tassi swap nelle principali divise. Il valore lordo di mercato degli strumenti collegati ai tassi in dollari ha registrato una crescita particolarmente vigorosa (42%), poiché la flessione dei tassi swap a lungo termine è stata superiore per il dollaro che per diverse altre valute principali.

Tendenza a ridurre il rischio di controparte nei prodotti su tassi di interesse ...

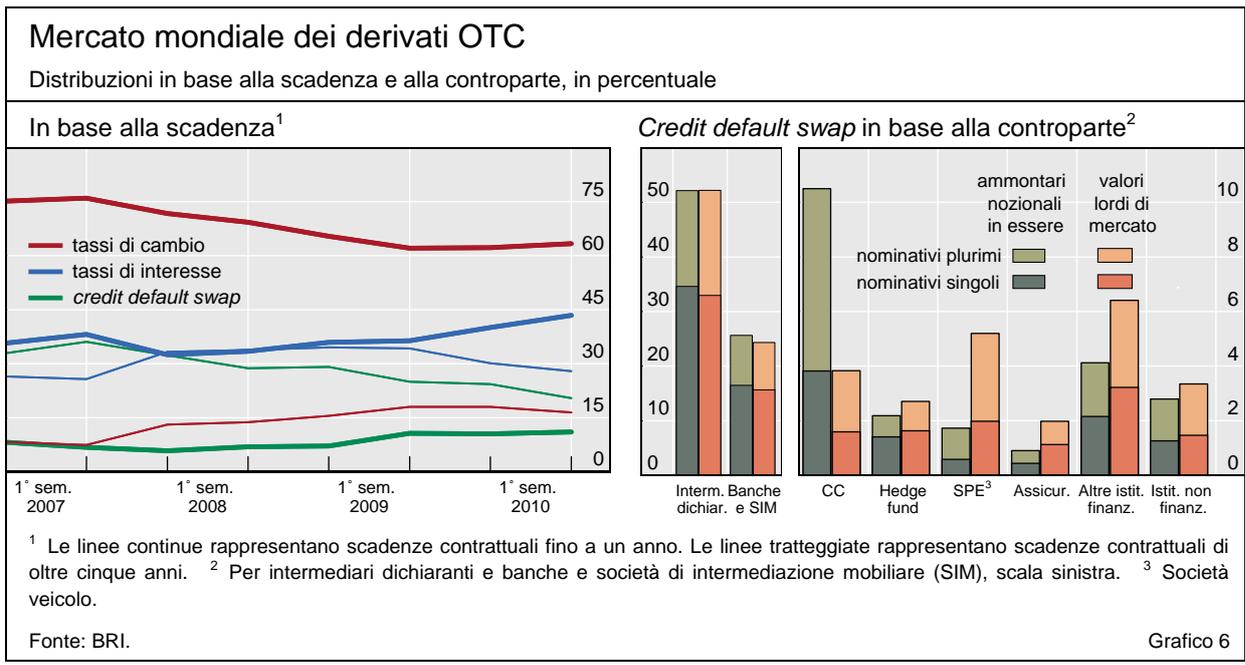
Nel comparto dei prodotti su tassi di interesse vi sono indicazioni di una tendenza a ridurre il rischio di controparte. Il valore nozionale delle posizioni in essere fra intermediari è ad esempio diminuito del 5%, mentre quello dei contratti tra intermediari e altre istituzioni finanziarie è aumentato del 2%. Ciò è in linea con un trasferimento di posizioni alle CC. Inoltre, il profilo per scadenze degli strumenti su tassi di interesse si è ulteriormente accorciato (grafico 6, diagramma di sinistra).

... e nei derivati creditizi

Anche nel segmento dei derivati creditizi sono rilevabili ulteriori sforzi per mitigare il rischio di controparte. Il calo del 7% del valore nozionale dei contratti in essere nei mercati OTC nella prima metà del 2010 rispecchia ad esempio il perdurante ricorso degli operatori ai servizi di compressione dei portafogli, oltre che il maggiore utilizzo delle CC¹¹. Ciò ha portato al 48% la flessione totale di questo valore rispetto al massimo di fine 2007. Inoltre, l'importo nozionale delle posizioni aperte in derivati creditizi a lungo termine, ossia con scadenze superiori a cinque anni, ha registrato una contrazione particolarmente forte, pari al 22% nella prima metà del 2010 e al 67% dalla fine del 2007

le esposizioni al rischio di controparte, anche se non riflettono le eventuali garanzie reali che potrebbero essere costituite al fine di ridurre ulteriormente tali esposizioni.

¹¹ I servizi di compressione dei portafogli replicano le esposizioni al rischio dei derivati in essere con un minor numero di contratti e, di conseguenza, un rischio di controparte inferiore. Le controparti centrali (CC) riducono quest'ultimo elidendo le posizioni simmetriche verso i loro membri. Entrambi i meccanismi sono descritti in maggiore dettaglio nell'articolo monografico citato nella nota 12.



(grafico 6, diagramma di sinistra). Ciò può riflettere la minore disponibilità a impegnarsi verso le controparti per periodi di tempo prolungati.

Le statistiche semestrali sui derivati OTC per la prima metà del 2010 presentano una scomposizione più dettagliata dei derivati creditizi per tipo di controparte, grazie alla quale è ora possibile conoscere le posizioni degli intermediari dichiaranti presso le CC, le società veicolo e gli hedge fund (grafico 6, diagramma di destra). I nuovi dati sulle CC sono descritti in modo approfondito in un articolo monografico nella presente edizione della *Rassegna trimestrale*¹².

È disponibile una nuova scomposizione delle statistiche sui derivati creditizi per tipo di controparte

Derivati negoziati in borsa¹³

Nel *terzo trimestre 2010* le contrattazioni di borsa in strumenti derivati hanno subito un netto calo. Tra luglio e settembre il turnover in termini di valori nozionali è infatti sceso del 21%, a \$438 trilioni. La flessione ha interessato tutte le principali categorie di rischio. Gli scambi di strumenti su tassi di interesse sono diminuiti del 23%, a \$371 trilioni, soprattutto a causa della minore attività nel segmento a breve (-24%, a \$328 trilioni). Quelli di futures e opzioni su indici azionari hanno segnato una contrazione del 12%, a \$57 trilioni, mentre i prodotti su valute si sono ridotti del 22%, a \$9 trilioni.

Cala l'attività ...

I contratti in essere hanno evidenziato una stabilità maggiore rispetto al turnover. Le posizioni aperte in tutti i derivati finanziari sono salite del 4%, a \$78 trilioni, benché dietro a tale dato si celino differenze tra le diverse categorie di rischio. Gli operatori hanno accresciuto la loro esposizione verso

... ma le posizioni rimangono stabili

¹² Cfr. Nicholas Vause, "Counterparty risk and contract volumes in the credit default swap market", in questa edizione della *Rassegna trimestrale*.

¹³ Per eventuali quesiti concernenti le statistiche sui derivati negoziati in borsa si prega di contattare Christian Upper.

gli strumenti su indici azionari (del 16%, a \$6 trilioni) e ridotto quella verso i contratti valutari (del 5%, a \$0,4 trilioni). Gli strumenti in essere su tassi di interesse sono rimasti sostanzialmente stabili, a \$71 trilioni.

Il calo degli scambi di derivati su tassi di interesse ha riguardato tutte le principali monete a eccezione dello yen. Il turnover di prodotti denominati in questa valuta è cresciuto del 25%, a \$7 trilioni, con scarse differenze in termini di tassi di incremento tra i segmenti a breve e a lunga scadenza (grafico 7, diagramma di sinistra). Le negoziazioni di futures e opzioni su tassi di interesse in dollari sono invece diminuite del 27%, a \$185 trilioni, soprattutto a causa della minore attività nel comparto dei contratti del mercato monetario. Il volume delle negoziazioni di strumenti su tassi di interesse denominati in euro e sterline è sceso rispettivamente del 18 e 29%, a \$130 e 27 trilioni.

Anche nel comparto dei futures e delle opzioni su indici azionari la flessione del turnover è stata diffusa. In gran parte dei mercati l'attività è calata in termini sia di importi nozionali sia di numero di contratti scambiati, a indicare una riduzione reale delle contrattazioni e non un semplice effetto di valutazione (grafico 7, diagramma centrale). Cina e India costituiscono eccezioni notevoli alla tendenza calante. I futures sull'indice cinese CSI 300 hanno registrato un turnover di \$2,4 trilioni, contro \$1,5 trilioni nel secondo trimestre. Ciò li colloca al quinto posto fra i prodotti su indici borsistici più scambiati a livello mondiale, a solo pochi mesi dall'inizio delle loro negoziazioni, nell'aprile di quest'anno. Il turnover degli strumenti su azioni indiane è aumentato del 10%, a \$1 trilione.

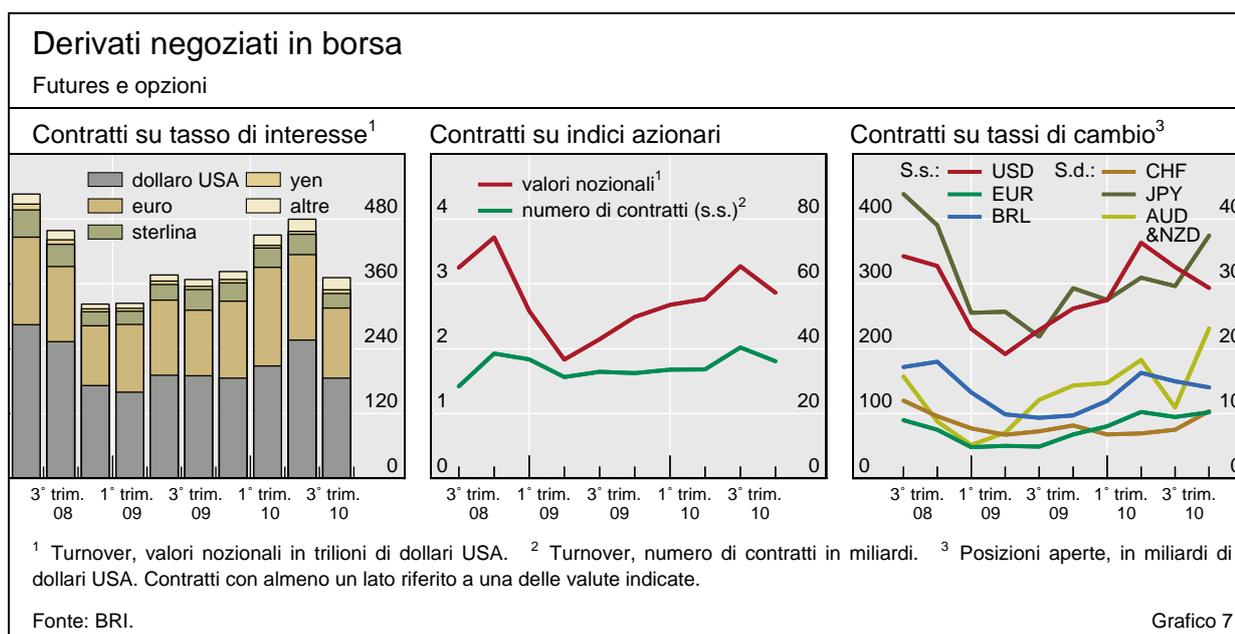
Gli operatori hanno accresciuto le loro posizioni in alcune delle divise tradizionalmente utilizzate nelle operazioni di *carry trade*. Le posizioni aperte in futures e opzioni sul dollaro australiano e sul dollaro neozelandese sono salite rispettivamente a \$21 e 2,1 trilioni (grafico 7, diagramma di destra). Analogamente, i contratti in essere in franchi svizzeri e yen giapponesi, due importanti valute di finanziamento, sono cresciuti rispettivamente del 38 e 26%, a \$10 e 37 trilioni. Ciò detto, non sono disponibili informazioni sulla motivazione di tali

Solo i contratti su tassi di interesse in yen crescono

Diminuiscono gli scambi di derivati su indici azionari ...

ma non in Cina e in India

Indizi di una possibile attività di *carry trade*



operazioni e non è quindi possibile stabilire in che misura esse siano connesse ai *carry trade*.

Le negoziazioni nelle borse merci internazionali hanno continuato a espandersi. Il turnover misurato in termini di numero di contratti scambiati (non sono disponibili dati sui valori nozionali) ha registrato una crescita dell'8%, invariata rispetto al trimestre precedente. Alla rapida espansione degli strumenti su derrate agricole (19%) e metalli preziosi (23%) ha fatto riscontro un calo dell'attività nel comparto dei prodotti energetici (-7%) e dei metalli non preziosi (-3%).

L'elevato turnover di contratti su derrate agricole e metalli preziosi stimola l'attività nel mercato dei prodotti su merci