

## Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito<sup>1</sup>

*La BRI ha modificato le proprie statistiche sui titoli di debito al fine di facilitare la comparabilità fra mercati differenti. Le emissioni internazionali sono state ridefinite come titoli di debito emessi al di fuori del mercato di residenza del prestatore, e per la prima volta sono stati pubblicati dati statistici che considerano congiuntamente le emissioni nazionali e quelle internazionali. Le nuove statistiche evidenziano l'espansione e l'internazionalizzazione dei mercati obbligazionari.*

*Classificazione JEL: F34, G15*

L'internazionalizzazione dei mercati obbligazionari ha reso più complessa la distinzione fra titoli di debito nazionali e internazionali. Per questo motivo la BRI ha deciso di modificare la metodologia di classificazione delle emissioni internazionali, facendo riferimento al mercato di emissione anziché alla base di investitori cui l'emissione è rivolta. La BRI ha inoltre armonizzato le proprie classificazioni con quelle dell'*Handbook on Securities Statistics* e pubblicato per la prima volta i dati relativi al totale dei titoli di debito. Questo articolo spiega le motivazioni all'origine di tali modifiche e ne analizza l'impatto sulle statistiche.

### Problematiche concettuali

Da metà degli anni ottanta la BRI pubblica statistiche sull'attività di raccolta nei mercati obbligazionari. Con l'andare degli anni la copertura è andata costantemente ampliandosi: se inizialmente le statistiche riguardavano unicamente i mercati internazionali, oggi si estendono anche a più di 50 mercati nazionali. Al tempo stesso, i cambiamenti intervenuti nei mercati finanziari hanno messo alla prova l'utilità di queste statistiche per analisi di stabilità finanziaria<sup>2</sup>. In particolare, le dimensioni e la differenziazione sempre maggiori dei mercati dei titoli di debito hanno messo in evidenza l'importanza di disporre di dati comparabili fra mercati diversi. In aggiunta, la crescente apertura dei mercati locali agli investitori e agli

<sup>1</sup> Si ringraziano Claudio Borio, Stephen Cecchetti, Piet Clement, Christian Dembiermont, Liam Flynn, Patrick McGuire, Denis Pêtre, Christian Upper e Paul van den Bergh per le utili osservazioni. Le opinioni qui espresse sono degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

<sup>2</sup> Per un approfondimento sulle implicazioni statistiche dei cambiamenti strutturali nei mercati finanziari, cfr. ad esempio Forum per la stabilità finanziaria (2000) e CSFG (2007).

emittenti esteri ha reso meno netta la distinzione fra titoli di debito nazionali e internazionali.

I problemi di comparabilità derivavano in parte dalle diverse fonti utilizzate. Le statistiche sui titoli di debito internazionali (TDI) sono compilate a partire da un database contenente informazioni sui singoli titoli, costruito dalla BRI sulla base di dati di fonte privata. Il fatto di disporre di informazioni a livello di singoli titoli consente alla BRI di classificare in maniera uniforme i dati di diversi paesi in base al settore, alla scadenza o ad altri criteri. Le statistiche sui titoli di debito nazionali (TDN) sono invece aggregate a partire dai dati ricavati dalla BRI da fonti pubbliche, segnatamente banche centrali, uffici nazionali di statistica e borse valori. La copertura e le classificazioni differiscono spesso da una fonte all'altra.

La definizione di titoli di debito internazionali tradizionalmente utilizzata dalla BRI accentuava i problemi di comparabilità. Essa considerava come internazionali le emissioni collocate presso investitori internazionali, compresi i titoli di debito emessi nel mercato locale da residenti, ma destinate agli investitori internazionali (Pêtre, 2009). Per estensione, erano considerate nazionali le emissioni in moneta locale collocate presso investitori locali<sup>3</sup>. Altri organismi utilizzavano tipicamente una definizione diversa, che non faceva riferimento alla base di investitori ricercata. La BRI correggeva le statistiche TDN per tenere conto di eventuali duplicazioni nei dati relativi alle emissioni interne destinate a investitori internazionali; ciò nonostante, vi erano spesso sovrapposizioni fra le statistiche TDI e TDN. Per questo motivo la BRI non pubblicava dati totali aggregati delle due serie.

La definizione utilizzata tradizionalmente rifletteva la funzione originaria delle statistiche TDI, quella di stima alternativa dell'indebitamento esterno di un paese<sup>4</sup>. Negli anni ottanta i dati sulle emissioni collocate presso investitori internazionali costituivano un'approssimazione ragionevole e prontamente disponibile degli investimenti di portafoglio esteri. All'epoca erano pochi gli investitori internazionali disposti a comprare il debito di emittenti sovrani con merito di credito inferiore che non fosse emesso all'estero in una delle principali valute. La somma dei titoli di debito internazionali e delle passività nei confronti delle banche dichiaranti alla BRI costituiva una variabile chiave, che negli anni ottanta e novanta i policymaker e i creditori monitoravano con attenzione, poiché evidenziava volumi di indebitamento esterno (specie a breve termine) spesso superiori rispetto a quelli stimati dagli uffici nazionali di statistica di molti paesi in via di sviluppo<sup>5</sup>.

Nel corso degli ultimi vent'anni il legame fra emissioni estere e investimenti esteri si è indebolito. L'integrazione dei sistemi finanziari locali con il sistema

<sup>3</sup> La BRI considerava destinati a investitori internazionali quei titoli di debito che, seppure emessi nei mercati locali da residenti, erano denominati in valuta estera o sottoscritti da un consorzio comprendente almeno una banca estera.

<sup>4</sup> A seguito della crisi internazionale del debito nei primi anni ottanta, il Comitato sul sistema finanziario globale (all'epoca denominato Comitato permanente per l'euromercato) aveva dato l'impulso al miglioramento delle statistiche sulle esposizioni verso l'estero delle banche. Oltre ad affinare le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale, il CSFG aveva chiesto alla BRI di integrare le statistiche bancarie con dati sui titoli di debito di varia scadenza, utilizzando ove possibile dati di fonte privata (Comitato permanente per l'euromercato, 1986).

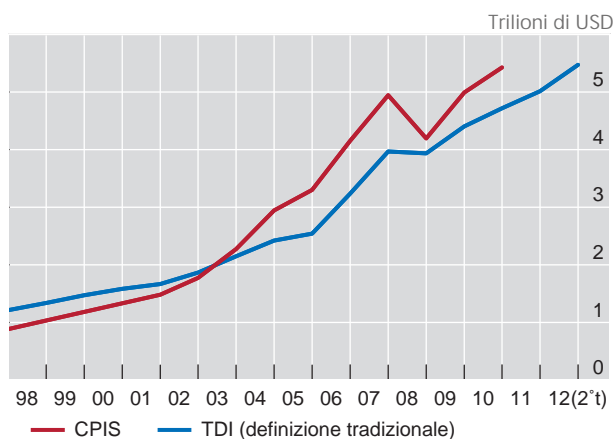
<sup>5</sup> Insieme alle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale, le statistiche TDI formano il fulcro del Joint External Debt Hub, il database elaborato da Banca mondiale, BRI, FMI e OCSE per riunire i dati forniti da creditori, mercati e fonti nazionali ([www.jedh.org](http://www.jedh.org)). Per un approfondimento sulle differenze concettuali fra i dati segnalati da creditori e debitori, cfr. BRI (2002).

## I titoli di debito internazionali come proxy delle passività per investimenti esteri di portafoglio

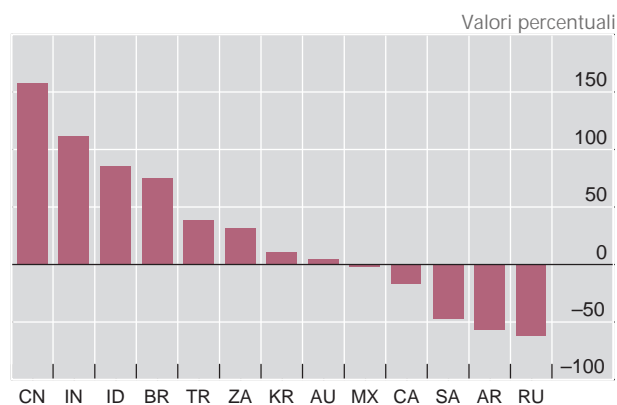
Statistiche TDI e passività ricavate dalla Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) a confronto<sup>1</sup>

Grafico 1

Consistenze in essere<sup>2</sup>



Differenza fra i dati CPIS e i dati TDI<sup>3</sup>



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CN = Cina; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea del Sud; MX = Messico; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Le statistiche TDI si basano sulla definizione tradizionalmente utilizzata dalla BRI, mentre le passività sono ricavate sulla base delle disponibilità transfrontaliere di titoli di debito segnalate dai paesi partecipanti alla CPIS dell'FMI. <sup>2</sup> Somma relativa ai paesi per cui sono disponibili dati CPIS e TDI, al netto di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. I dati CPIS per il periodo 1998-2000 sono estrapolazioni; gli ultimi dati si riferiscono a fine 2010. <sup>3</sup> CPIS meno TDI, in percentuale dei TDI; importi in essere a fine 2010.

Fonti: FMI; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; elaborazioni BRI.

finanziario internazionale è andata crescendo<sup>6</sup>. Non da ultimo, gli investitori e gli emittenti hanno approfittato della rimozione dei controlli sui movimenti di capitali. Di conseguenza, al giorno d'oggi molti investitori internazionali acquistano attivamente titoli di debito emessi sull'interno. In via analoga, i prenditori che tradizionalmente incontravano difficoltà nel raccogliere fondi nella propria moneta oggi possono farlo anche mediante collocamenti all'estero.

In aggiunta, è migliorata la disponibilità di dati sul debito detenuto da non residenti. Molti paesi hanno potenziato le statistiche sul debito estero, mentre nell'ambito dell'indagine Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) condotta ogni anno dall'FMI vengono raccolte statistiche esaurienti sulle posizioni dei creditori.

Il grafico 1 illustra le differenze fra le emissioni obbligazionarie internazionali e quelle detenute all'estero in base, rispettivamente, alle tradizionali statistiche TDI della BRI e alla CPIS dell'FMI. A livello aggregato, le consistenze in essere risultano simili fino ai primi anni 2000, ma successivamente divergono (grafico 1, diagramma di sinistra). Il fatto di utilizzare i valori di mercato, anziché il valore nominale, per le statistiche TDI ha sicuramente contribuito a tale divergenza. Tuttavia, quest'ultima è altresì ascrivibile agli acquisti internazionali di titoli di debito negoziati principalmente nei mercati obbligazionari locali e denominati in moneta locale. Ciò emerge con chiarezza a livello di singoli paesi: ad esempio, a fine 2010 i titoli di debito emessi dai residenti di Brasile, Cina, India e Indonesia e detenuti da non residenti rilevati dalla CPIS superavano di almeno il 50% quelli rilevati dalle

<sup>6</sup> Per una rassegna dei progressi dell'integrazione finanziaria, cfr. ad esempio BRI (2008a, b).

tradizionali statistiche TDI della BRI (grafico 1, diagramma di destra). È probabile che questa differenza sia dovuta in ampia misura al possesso di titoli di Stato di varia scadenza che, se denominati in moneta locale, non sono rilevati dalle statistiche TDI.

È interessante notare come per alcuni paesi i dati CPIS siano inferiori a quelli delle tradizionali statistiche TDI. Ciò è forse dovuto al fatto che obbligazioni destinate agli investitori internazionali sono di fatto acquistate da investitori residenti nello stesso paese dell'emittente: è ad esempio possibile che le banche russe investano in obbligazioni internazionali emesse dal governo russo. Un'altra possibilità è che la CPIS non renda conto di alcuni acquisti, come ad esempio quelli da parte di fondi di investimento situati nei centri finanziari<sup>7</sup>.

## La distinzione fra emissioni nazionali e internazionali

Benché la crescente integrazione fra mercati precedentemente segmentati abbia indebolito il legame fra la base di investitori obiettivo e gli investimenti esteri di portafoglio, risulta ancora utile per altri fini effettuare una distinzione fra titoli di debito nazionali e internazionali. I mercati dei diversi paesi non sono pienamente integrati, e le emissioni nazionali e internazionali presentano differenze di rilievo per la stabilità finanziaria, come ad esempio la moneta di emissione, l'ubicazione del mercato primario o secondario e la legislazione applicabile. La scelta fra quale di queste differenze sia la più appropriata per distinguere le emissioni nazionali da quelle internazionali dipenderà dall'oggetto dell'analisi.

Un possibile criterio attiene alla valuta di denominazione. I titoli di debito potrebbero essere considerati internazionali se denominati in valuta estera e nazionali se denominati nella moneta locale dell'emittente. Il monitoraggio della composizione per valute del debito è fondamentale per determinare il grado di vulnerabilità di un prestatore a eventuali disallineamenti valutari: laddove attività e passività sono denominate in valute diverse, infatti, la ricchezza netta risente delle variazioni del tasso di cambio. Le crisi finanziarie degli ultimi anni novanta hanno messo in luce come i mercati obbligazionari in moneta locale possano contribuire a ridurre i disallineamenti valutari e ad allungare la durata finanziaria del debito.

Un criterio alternativo di distinzione fra emissioni nazionali e internazionali riguarda l'ubicazione dei mercati primario e secondario. Esso è utile per analizzare lo sviluppo dei mercati finanziari locali, compreso l'impatto dei controlli sui cambi e sui movimenti di capitali. Le obbligazioni registrate o negoziate al di fuori del paese di residenza dell'emittente possono considerarsi internazionali, quelle registrate o negoziate localmente nazionali. Ai fini dell'individuazione del mercato primario è possibile fare riferimento all'International Securities Identification Number (ISIN), che costituisce un indicatore affidabile del luogo in cui è registrata l'emissione. Quanto al mercato secondario, si può considerare la borsa dove è quotata un'emissione, sebbene i titoli di debito siano spesso negoziati in mercati non

<sup>7</sup> Le disponibilità obbligazionarie dei fondi di investimento domiciliati nei centri finanziari potrebbero non essere rilevate o allocate nella loro totalità. Ad esempio, nel 2010 i paesi partecipanti alla CPIS segnalavano investimenti di portafoglio verso soggetti delle Isole Cayman per un totale di \$1,6 trilioni. È probabile che gran parte di questo importo fosse diretta a fondi di investimento e destinata a essere reinvestita al di fuori delle Isole Cayman. Ciò detto, le Isole Cayman hanno segnalato investimenti di portafoglio verso il resto del mondo per appena \$57 miliardi.

## Riquadro 1 – Diritto applicabile e ristrutturazione del debito greco

L'importanza del diritto applicabile quale criterio di distinzione fra le obbligazioni internazionali e quelle nazionali è illustrata dalla ristrutturazione del debito in essere dello Stato greco. Mentre i detentori privati dei titoli disciplinati dalla legge greca hanno acconsentito a una considerevole riduzione di valore del proprio credito, i titolari delle obbligazioni disciplinate dalla legge inglese sono stati al contrario completamente rimborsati nel maggio 2012.

Uno degli elementi fondamentali del programma di riforme economiche della Grecia è la riduzione del rapporto debito/PIL. Nel febbraio 2012 il governo del paese ha lanciato un'operazione di concambio che prevedeva l'offerta di nuove obbligazioni del valore nominale di circa €100 miliardi in cambio di €206 miliardi di obbligazioni detenute da investitori privati. A chiusura dell'operazione, l'adesione all'offerta era pari a quasi il 97% dei titoli scambiabili.

Sebbene i termini dell'offerta di concambio fossero sostanzialmente identici per tutti gli obbligazionisti, il tasso di adesione è risultato maggiore fra i titolari delle obbligazioni disciplinate dal diritto greco. Di fatto, per tali investitori una delle attrattive dell'offerta era proprio che i nuovi titoli sarebbero stati disciplinati dalla legge inglese. Nel febbraio 2012 il governo greco ha agevolato la ristrutturazione delle esistenti obbligazioni di diritto ellenico emanando una nuova legge che inseriva, nelle obbligazioni di questo tipo che ne erano prive, clausole di azione collettiva (CAC). Tali clausole consentivano al governo di modificare i termini delle obbligazioni in caso di adesione al concambio di almeno i due terzi degli obbligazionisti. Il tasso di adesione all'offerta ha raggiunto nei fatti circa l'85%, rendendo possibile applicare in modo forzoso i termini dello scambio a tutti i detentori di obbligazioni di diritto greco.

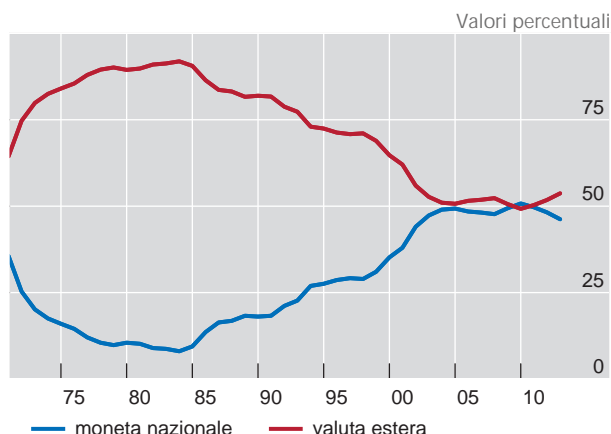
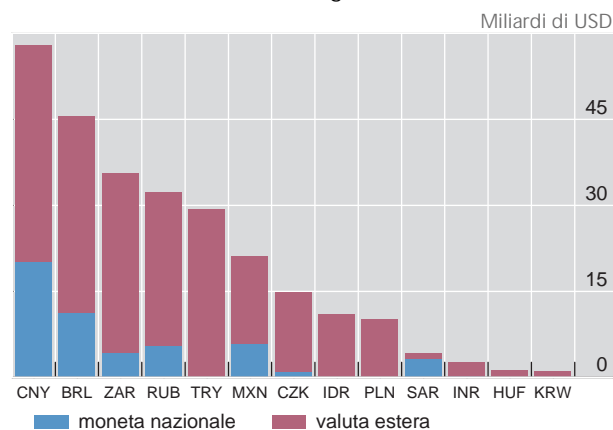
Le obbligazioni di diritto inglese emesse o garantite dal governo greco prevedevano CAC già al momento dell'emissione. Tuttavia, mentre la soglia di attivazione delle CAC inserite nei titoli di diritto ellenico si basava sul tasso aggregato di adesione complessiva, le CAC dei titoli di diritto inglese si riferivano alla singola obbligazione. Di conseguenza, i creditori che non avevano aderito all'offerta di scambio potevano bloccare più facilmente la ristrutturazione di una singola obbligazione di diritto inglese che non quella dell'insieme delle obbligazioni di diritto greco (Zettelmeyer e Gulati, 2012). Al concambio non hanno aderito i detentori di €6 miliardi di obbligazioni di diritto straniero, e nel maggio 2012 il governo greco ha deciso di rimborsare integralmente i €435 milioni di obbligazioni di diritto inglese in scadenza. Il prossimo titolo di diritto straniero a giungere a scadenza, nel luglio 2013, è un'emissione di diritto svizzero del valore di CHF 650 milioni.

regolamentati, che non si trovano necessariamente nello stesso paese del mercato di quotazione.

Infine, un altro criterio possibile per distinguere le emissioni nazionali da quelle internazionali è quello del diritto applicabile. Le obbligazioni emesse in base al diritto straniero possono essere considerate internazionali, quelle emesse in base al diritto del paese di residenza dell'emittente come nazionali. Il criterio del diritto applicabile si presta all'analisi dei rischi che accompagnano le misure di parte ufficiale aventi un impatto territoriale, come ad esempio i controlli sui movimenti di capitali e le moratorie sui pagamenti. Le autorità di un paese potrebbero utilizzare il potere legislativo per modificare i termini delle emissioni disciplinate dal diritto nazionale, e legalizzare così azioni che potrebbero altrimenti configurarsi come violazioni contrattuali per le emissioni disciplinate dal diritto di altri paesi. Questa distinzione si è dimostrata ancora una volta pertinente in occasione della recente ristrutturazione del debito pubblico greco (cfr. riquadro 1).

Storicamente questi quattro criteri erano strettamente legati. Le obbligazioni registrate e negoziate al di fuori del paese di residenza dell'emittente erano infatti generalmente disciplinate dal diritto straniero e denominate in valuta estera. Ancora nel 1998 il 70% circa delle obbligazioni emesse nei mercati internazionali era denominato in valuta estera, ossia in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'emittente (grafico 2, diagramma di sinistra). Nella maggioranza dei casi si trattava di titoli in dollari USA, emessi e negoziati a Londra e disciplinati dal diritto inglese.

Quota sui titoli di debito internazionali in essere

Consistenze in essere nelle singole valute<sup>2</sup>

BRL = real brasiliano; CNY = renminbi cinese; CZK = corona ceca; HUF = fiorino ungherese; IDR = rupia indonesiana; INR = rupia indiana; KRW = won coreano; MXN = peso messicano; PLN = zloty polacco; RUB = rublo russo; SAR = riyal saudita; TRY = nuova lira turca; ZAR = rand sudafricano.

<sup>1</sup> Si intende per moneta nazionale la moneta locale del paese di residenza dell'emittente. Si intende per valuta estera qualunque moneta diversa da quella locale del paese di residenza dell'emittente. Si intendono per titoli di debito internazionali i titoli emessi al di fuori del mercato di residenza del prenditore (nuova definizione di TDI adottata dalla BRI). <sup>2</sup> A fine settembre 2012.

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BRI.

Tale legame si è tuttavia progressivamente indebolito. In particolare, oggi i prenditori di molti paesi sono in grado di raccogliere all'estero capitali nella propria moneta. Dalla metà degli anni duemila le obbligazioni denominate nella moneta nazionale dell'emittente rappresentano circa il 50% dei TDI in essere (grafico 2, diagramma di sinistra). Al riguardo, l'introduzione dell'euro ha sicuramente avuto un ruolo importante, consentendo ai prenditori dell'area dell'euro di indebitarsi nella propria moneta, anziché in valuta estera. Un'evoluzione analoga si è osservata anche al di fuori dell'area dell'euro. I residenti di Brasile, Cina e Russia, ad esempio, sono oggi in grado di collocare all'estero emissioni nelle rispettive monete (grafico 2, diagramma di destra). In aggiunta, stanno crescendo anche le emissioni denominate nelle monete dei mercati emergenti da parte di non residenti.

Fatte queste considerazioni, continua a esservi uno stretto legame fra il mercato primario e gli altri criteri di definizione delle emissioni internazionali. Il mercato primario costituisce di norma un indicatore affidabile della valuta di denominazione e del diritto applicabile, e ciò nonostante che la valuta non rappresenti più un buon indicatore del mercato. Tale asimmetria si deve alla concentrazione caratteristica dell'attività finanziaria internazionale. In gran parte dei paesi le obbligazioni collocate nel mercato locale sono tipicamente emesse in moneta locale sulla base del diritto locale. Le principali eccezioni al riguardo sono i centri finanziari internazionali, nonché le economie dollarizzate o euroizzate.

## Modifiche apportate nel dicembre 2012

Al fine di risolvere i problemi concettuali riguardanti le sue statistiche sui titoli di debito, la BRI ha apportato tre cambiamenti alla compilazione dei dati: una nuova definizione di titoli di debito internazionali, l'armonizzazione delle classificazioni e il

## Le statistiche BRI sui titoli di debito

Definizioni tradizionali (prima del dicembre 2012) fra parentesi<sup>1</sup>

Tabella 1

	<b>Titoli di debito internazionali (TDI)</b>	<b>Titoli di debito nazionali (TDN)</b>	<b>Titoli di debito totali (TDT)</b>
Definizione	Emessi da non residenti in tutti i mercati (prima: destinati a investitori internazionali)	Emessi da residenti nei rispettivi mercati locali (prima: destinati a investitori locali)	Emessi da residenti in tutti i mercati
Fonte dei dati	Database dei singoli titoli con dati di fonte privata	Banche centrali <sup>2</sup> (prima: fonti pubbliche)	Banche centrali
Primo anno di disponibilità dei dati	1966	Varia a seconda del paese (prima: 1989)	Varia a seconda del paese
Frequenza	Trimestrale	Trimestrale (prima: annuale prima del 1994)	Trimestrale
Valutazione	Valore facciale	Valore facciale o nominale <sup>3</sup>	Valore facciale o nominale <sup>3</sup>
Classificazioni	HSS (prima: BRI)	HSS (prima: nazionale)	HSS
Per settore	Società finanziarie, comprese le banche centrali; società non finanziarie; amministrazioni pubbliche (prima: società finanziarie, escluse le banche centrali; imprese; amministrazioni pubbliche, comprese le banche centrali)	Società finanziarie, comprese le banche centrali; società non finanziarie; amministrazioni pubbliche (prima: società finanziarie, escluse le banche centrali; imprese; amministrazioni pubbliche, comprese le banche centrali)	Società finanziarie, comprese le banche centrali; società non finanziarie; amministrazioni pubbliche
Per sottosettore	Banche (prima: n.a.)	n.a.	n.a.
Per valuta	>90	Parziale <sup>4</sup> (prima: n.a. <sup>5</sup> )	n.a.
Per scadenza	A breve, in base alla scadenza originaria e alla vita residua	A breve in base alla scadenza originaria (prima: vita residua <sup>6</sup> )	n.a.
Per tipo di strumento (tasso di interesse)	Tasso fisso, tasso variabile, equity-linked	Parziale <sup>4</sup>	n.a.

<sup>1</sup> Le modifiche introdotte nel dicembre 2012 sono state applicate in maniera retroattiva e quindi influiscono sull'intera serie storica. <sup>2</sup> In mancanza di dati delle banche centrali, fonti pubbliche. Per maggiori dettagli sulle prassi di segnalazione dei paesi, cfr. il sito internet della BRI ([www.bis.org/statistics/secstats.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats.htm)). <sup>3</sup> Il valore nominale corrisponde al valore facciale più gli interessi maturati; in mancanza di valore nominale o facciale, valore di mercato. <sup>4</sup> Vengono pubblicate informazioni incomplete. <sup>5</sup> Ipotesi di denominazione nella moneta locale. <sup>6</sup> In mancanza della vita residua, scadenza originaria.

maggior ricorso alle statistiche segnalate dalle banche centrali. Questi cambiamenti si basano sulle raccomandazioni contenute nell'*Handbook on Securities Statistics* (HSS), il manuale che definisce il sistema di classificazione dei titoli concordato a livello internazionale<sup>8</sup>. La tabella 1 sintetizza le differenze fra le statistiche tradizionali e le nuove statistiche.

<sup>8</sup> L'elaborazione dell'HSS è stata copatrocinata da BCE, BRI e FMI allo scopo di promuovere l'armonizzazione. La prima parte del manuale è dedicata alle emissioni di titoli di debito, la seconda alle disponibilità di titoli di debito, la terza ai titoli di capitale. L'attuazione delle raccomandazioni contenute nell'HSS è stata caldeggiata nel rapporto ai Ministri e ai Governatori del G20 dedicato alle lacune statistiche evidenziate dalla crisi finanziaria globale del 2007-09 (FSB e FMI, 2009). L'HSS è consultabile all'indirizzo [www.imf.org/external/np/sta/wgsd/hbook.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/hbook.htm).

## Definizione di titolo di debito internazionale

La prima delle modifiche apportate riguarda la definizione di titolo di debito internazionale. La BRI ha deciso di abbandonare il criterio della base di investitori cui si rivolge l'emissione per concentrarsi invece su quello del mercato primario, ossia il mercato in cui i titoli vengono emessi per la prima volta. Il nuovo criterio presenta tre vantaggi. In primo luogo, come già accennato, consente di rispondere alle domande concernenti il funzionamento dei mercati dei capitali locali. In secondo luogo, in mancanza di informazioni complementari sulla moneta di denominazione o sul diritto applicabile, il mercato di emissione può fornire indicazioni anche per quanto riguarda altre questioni di stabilità finanziaria. Di fatto, a causa dell'incompletezza delle informazioni sulle caratteristiche di molti titoli di debito singoli, la BRI applica principi assai generali per individuare il mercato di emissione, facendo riferimento sia ad approssimazioni sia al paese di registrazione (cfr. riquadro 2).

In terzo luogo, il criterio del mercato primario permette di integrare le statistiche compilate da numerosi enti nazionali, che tipicamente si basano anch'esse sul mercato di emissione, indipendentemente dalla valuta di denominazione. Infine, il mercato di emissione è ricompreso nella definizione di titolo di debito internazionale tradizionalmente adottata dalla BRI, assicurando così un certo grado di continuità.

La BRI continua a distinguere i vari mercati primari sulla base della residenza dell'emittente. Il mercato nazionale è quello dove effettuano il collocamento i residenti, il mercato internazionale quello dove effettuano i collocamenti i non residenti<sup>9</sup>. I titoli di debito internazionali sono quindi quelli emessi in un mercato diverso da quello locale del paese di residenza dell'emittente. Essi comprendono i

### Riquadro 2 – Determinazione del mercato di emissione

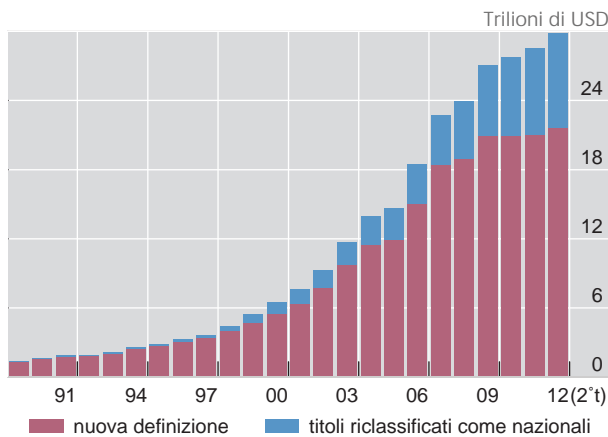
Al fine di determinare quale sia il mercato di emissione, la BRI prende in considerazione tre caratteristiche di ogni titolo: il paese di registrazione (tratto dal codice ISIN), il luogo di quotazione e il diritto applicabile. Le indicazioni fornite da ciascuna di queste caratteristiche in merito al paese vengono raffrontate con il paese di residenza dell'emittente. Se in almeno uno dei casi il paese indicato non corrisponde a quello di residenza, la BRI classifica l'emissione come titolo di debito internazionale. A fine settembre 2012, sul totale dei titoli di debito che la BRI classificava come internazionali, le informazioni tratte da tutte e tre le caratteristiche non corrispondevano al paese di residenza dell'emittente nel 51% (\$11,1 trilioni) dei casi, sebbene per taluni titoli fosse disponibile soltanto una delle caratteristiche esaminate. Per un ulteriore 34% (\$7,3 trilioni) dei titoli almeno una delle caratteristiche (di norma il codice ISIN) faceva sì che il titolo fosse considerato internazionale, mentre le altre caratteristiche corrispondevano al paese di residenza.

Nel caso in cui le informazioni disponibili siano discordanti, la BRI classifica l'emissione come internazionale. È questo ad esempio il caso in cui il diritto applicabile o i luoghi di quotazione differiscano a seconda della fonte utilizzata, oppure il fornitore dei dati abbia designato l'emissione come internazionale. A fine settembre 2012 queste emissioni rappresentavano il 15% (\$3,2 trilioni) dei titoli di debito classificati dalla BRI come internazionali.

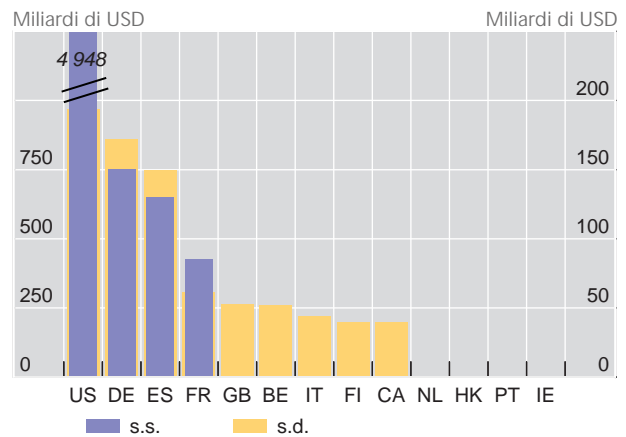
<sup>9</sup> Oltre al criterio della residenza dell'emittente, per individuare il mercato di emissione l'HSS propone il criterio del luogo di emissione. In base a questo criterio alternativo, il mercato nazionale corrisponde a quello locale; tutti i titoli di debito emessi in un determinato paese sono definiti come titoli nazionali indipendentemente dalla residenza dell'emittente. Le euroobbligazioni od obbligazioni offshore non sono emesse in alcun mercato particolare; per questo motivo il criterio del luogo di emissione difficilmente si presta alla loro rilevazione.



Statistiche TDI tradizionali e statistiche nuove<sup>1</sup>



Titoli riclassificati come nazionali<sup>2</sup>



BE = Belgio; CA = Canada; DE = Germania; ES = Spagna; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Regno Unito; HK = Hong Kong SAR; IE = Irlanda; IT = Italia; NL = Paesi Bassi; PT = Portogallo; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> Consistenze in essere. <sup>2</sup> TDI (in base alla definizione tradizionale) in essere a fine giugno 2012.

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche nazionali; BRI.

titoli che gli operatori chiamano tradizionalmente obbligazioni estere ed euroobbligazioni. Le obbligazioni estere sono emesse da non residenti in virtù delle norme di registrazione del mercato locale: ad esempio, le obbligazioni in dollari USA emesse nel mercato statunitense da prenditori residenti al di fuori degli Stati Uniti. Le euroobbligazioni od obbligazioni offshore, invece, non sono emesse in base alle regole di registrazione di alcun mercato locale, e di norma sono denominate in valuta estera.

L'applicazione di questa nuova definizione ha ridotto del 16 e del 27% le consistenze di titoli di debito internazionali stimate dalla BRI rispettivamente a fine 2000 e a fine settembre 2012 (grafico 3, diagramma di sinistra). Il calo è pressoché interamente ascrivibile alla riclassificazione delle obbligazioni in moneta locale emesse nei mercati locali dai residenti ma sottoscritte da consorzi comprendenti almeno una banca estera. In piccola parte, tuttavia, esso dipende anche dalla riclassificazione di titoli di debito emessi nel mercato locale da residenti ma denominati in valuta estera: ad esempio, le obbligazioni denominate in euro emesse in Croazia dal governo croato.

In termini assoluti la nuova definizione ha avuto ripercussioni soprattutto per i titoli di debito emessi dai residenti nelle economie avanzate. Dei \$8,2 trilioni riclassificati come titoli nazionali a fine settembre 2012, \$5 trilioni erano emessi da residenti USA (grafico 3, diagramma di destra), altri \$2,5 trilioni da residenti nell'area dell'euro.

### Armonizzazione delle classificazioni

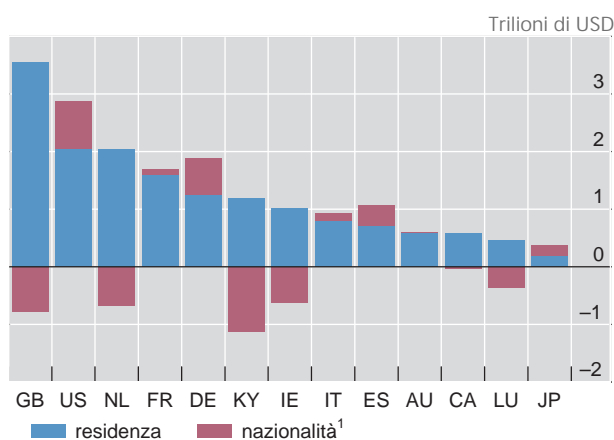
La seconda modifica è consistita nell'allineamento delle classificazioni, o scomposizioni, con quelle dell'HSS. Le classificazioni fondamentali sono: settore del prenditore, valuta, tipo di tasso di interesse e scadenza del titolo. Sebbene esse corrispondano a quelle precedentemente pubblicate dalla BRI, ai fini dell'armonizzazione sono state aggiustate alcune diciture e definizioni.

## Titoli di debito internazionali in base a residenza e nazionalità dell'emittente

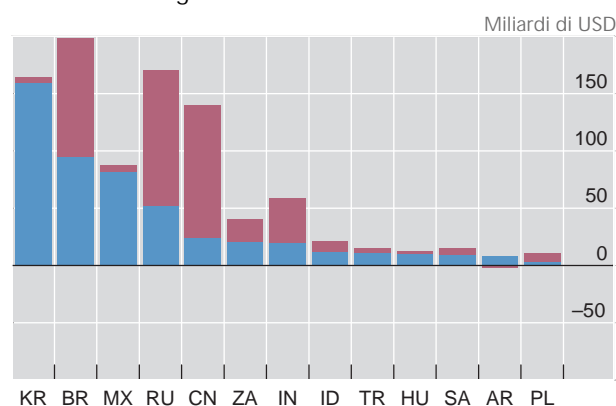
Consistenze in essere dei titoli emessi da società finanziarie e non finanziarie, a fine settembre 2012

Grafico 4

### Economie avanzate e centri finanziari



### Economie emergenti



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; GB = Regno Unito; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Giappone; KR = Corea del Sud; KY = Isole Cayman; LU = Lussemburgo; MX = Messico; NL = Paesi Bassi; PL = Polonia; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; TR = Turchia; US = Stati Uniti; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Le consistenze in essere in base alla nazionalità corrispondono al totale cumulato degli importi riportati in base alla residenza e alla nazionalità; ad esempio, laddove venga riportato un valore negativo delle consistenze per nazionalità, queste ultime saranno inferiori alle consistenze in essere per residenza.

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BRI.

Gli aggiustamenti più importanti concernono la classificazione per settori. Tradizionalmente la BRI considerava le banche centrali all'interno della categoria delle amministrazioni pubbliche, mentre ora le accorpa alle società finanziarie, nello specifico alle società finanziarie diverse da banche<sup>10</sup>. La categoria delle imprese è stata ridenominata "società non finanziarie", per esplicitare il fatto che esclude le società finanziarie. La riclassificazione delle banche centrali all'interno delle società finanziarie ha prodotto un impatto sensibile sulle statistiche TDN di alcuni paesi, mentre non ha avuto effetti di rilievo per le statistiche TDI.

La BRI pubblica tradizionalmente una scomposizione delle statistiche TDI sia per nazionalità, sia per residenza dell'emittente, e continuerà a farlo nonostante che l'HSS non fornisca alcuna indicazione al riguardo. Il criterio della nazionalità si riferisce all'obbligato ultimo, si contrappone a quello della residenza del mutuatario immediato, e si ricollega al consolidamento delle attività e delle passività di entità collegate. Le informazioni basate sulla nazionalità sono utili per analizzare il sostegno che la casa madre potrebbe apprestare, nonché per comprendere i nessi fra prenditori di diversi paesi e settori. Ad esempio, i debiti contabilizzati da un'affiliata nelle Isole Cayman di una banca brasiliana potrebbero godere della garanzia della banca madre. In linea con il metodo utilizzato nelle statistiche bancarie internazionali, la BRI determina la nazionalità di un emittente facendo riferimento alla residenza della società madre che ne ha il controllo, a prescindere dalla presenza di eventuali proprietari intermedi.

<sup>10</sup> Per semplicità, la BRI continua a utilizzare la dicitura "banche" con riferimento agli emittenti che nell'HSS sono classificati come "società di deposito esclusa la banca centrale".

La classificazione delle emissioni internazionali in base alla nazionalità anziché alla residenza dà luogo a una riallocazione delle emissioni dai centri finanziari alle economie maggiori. In base al criterio della nazionalità, i titoli di debito internazionali in essere per l'Irlanda, le Isole Cayman, i Paesi Bassi e il Regno Unito risultano considerevolmente inferiori (grafico 4, diagramma di sinistra). Per contro, in base allo stesso criterio le obbligazioni internazionali in essere risultano più che raddoppiate nel caso di Brasile, Cina, India e Russia (grafico 4, diagramma di destra).

## Maggiore ricorso ai dati delle banche centrali

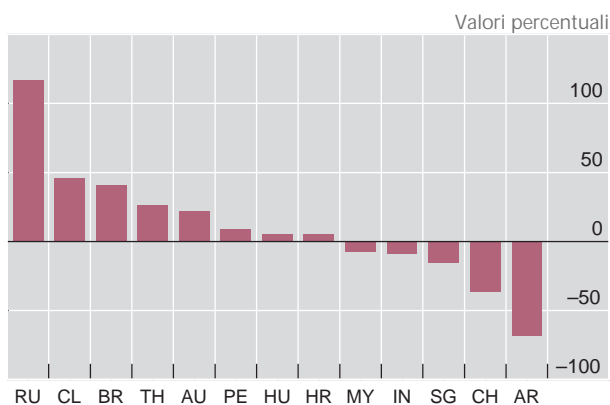
L'ultimo cambiamento apportato attiene al maggiore ricorso alle statistiche sui titoli di debito segnalate dalle banche centrali. A partire dal 2009 la BRI collabora con le banche centrali per raccogliere statistiche basate sulle classificazioni HSS. Gran parte dei 56 paesi contattati dalla BRI fornisce oggi, in tutto o in parte, i dati richiesti. Tali dati sono più omogenei e le relative differenze meglio documentate rispetto a quanto avveniva per le statistiche TDN tradizionalmente compilate dalla BRI da fonti diverse.

La BRI ha cominciato a pubblicare i dati sui titoli di debito totali (TDT) per i paesi la cui banca centrale segnala i dati aggregati sulle emissioni nazionali e internazionali dei rispettivi residenti. Come in passato, la BRI non aggrega le proprie statistiche TDI e le statistiche TDN di altra fonte; il dato sui titoli di debito totali è pubblicato unicamente nel caso in cui venga segnalato dalle banche centrali, le quali si trovano in una posizione migliore per assicurare che non vi siano duplicazioni nei conteggi. Alcune banche centrali non segnalano i titoli di debito nazionali e internazionali separatamente, bensì forniscono soltanto il dato totale perché incontrano difficoltà a determinare il mercato di emissione. È questo il caso in particolare dei paesi aventi mercati obbligazionari integrati a livello

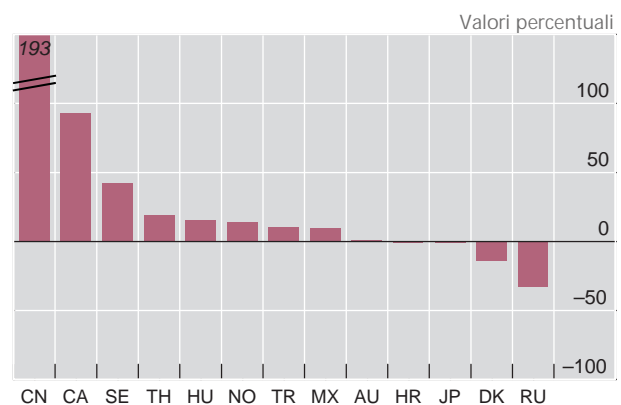
### Modifiche alle statistiche BRI sui titoli di debito

Grafico 5

Differenza fra statistiche TDN tradizionali e nuove<sup>1</sup>



Differenza fra dati BRI e dati nazionali sui TDI<sup>2</sup>



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasile; CA = Canada; CH = Svizzera; CL = Cile; CN = Cina; DK = Danimarca; HR = Croazia; HU = Ungheria; IN = India; JP = Giappone; MX = Messico; MY = Malaysia; NO = Norvegia; PE = Perù; RU = Russia; SG = Singapore; SE = Svezia; TH = Thailandia; TR = Turchia.

<sup>1</sup> Nuove statistiche TDN meno statistiche TDN tradizionali, in percentuale delle statistiche TDN tradizionali; consistenze in essere a fine marzo 2012. Sono riportati i paesi per i quali la differenza supera il 5%. <sup>2</sup> Nuove statistiche TDI della BRI meno statistiche nazionali; si intendono per statistiche nazionali i dati TDI ricavati dai TDT e dai TDN segnalati dalle banche centrali; consistenze in essere a fine giugno 2012, con l'eccezione di Australia, Canada e Messico (fine marzo 2012) e Cina (fine 2011).

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche nazionali; BRI.

internazionale, come ad esempio quelli dell'area dell'euro e gli Stati Uniti. Nel caso dei paesi per i quali sono disponibili soltanto le statistiche TDT, la BRI ha interrotto la pubblicazione delle statistiche TDN. Soltanto laddove la banca centrale di un paese non fornisca dati TDT né TDN secondo le classificazioni HSS la BRI continua a compilare statistiche sui titoli di debito nazionali in base alle informazioni disponibili.

Molte banche centrali segnalano soltanto le consistenze in essere; la BRI procede pertanto alla stima delle variazioni nelle consistenze per fornire un'approssimazione grezza del flusso di indebitamento netto. Le variazioni degli stock sono corrette per le variazioni dei tassi di cambio nell'ipotesi che gli importi in essere siano denominati nella valuta del mercato locale. La stessa ipotesi risulterebbe poco attendibile nel caso dei titoli di debito totali, per cui le variazioni degli stock sono stimate soltanto per i titoli di debito nazionali.

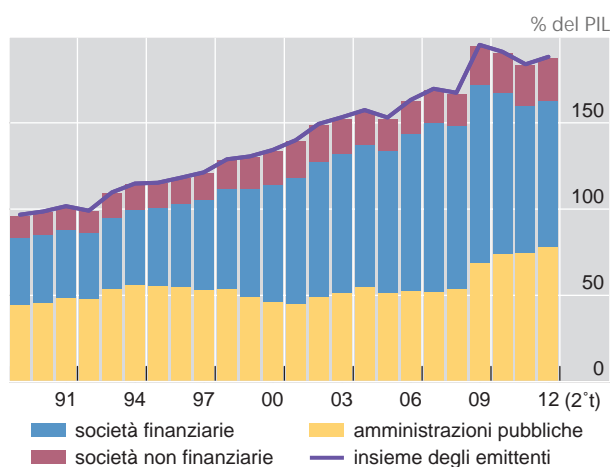
Le nuove statistiche TDN risultano in genere più elevate dei dati precedentemente pubblicati, con differenze assai marcate in alcuni paesi (grafico 5, diagramma di sinistra). Tali differenze si devono alla copertura più esauriente dei dati segnalati dalle banche centrali, nonché alla rimozione degli aggiustamenti che la BRI effettuava per tenere conto delle possibili duplicazioni delle emissioni locali destinate a investitori internazionali.

La crescente importanza dei mercati obbligazionari emerge chiaramente dalle statistiche TDT. Per il campione di paesi (soprattutto economie avanzate) per cui si dispone di una serie storica sufficientemente estesa, lo stock di titoli di debito in essere è cresciuto dal 135 al 188% del PIL fra il 2000 e il 2012. L'aumento è riconducibile in particolare alle società finanziarie negli anni precedenti lo scoppio della crisi finanziaria internazionale nel 2007, e successivamente alle amministrazioni pubbliche (grafico 6, diagramma di sinistra). Per gran parte di questo periodo le emissioni internazionali sono cresciute più rapidamente di quelle nazionali: la loro quota sulle emissioni totali dell'insieme dei prenditori è salita dal 14 al 25% fra il 2000 e il 2009 (grafico 6, diagramma di destra). A partire dal 2009, tuttavia, le

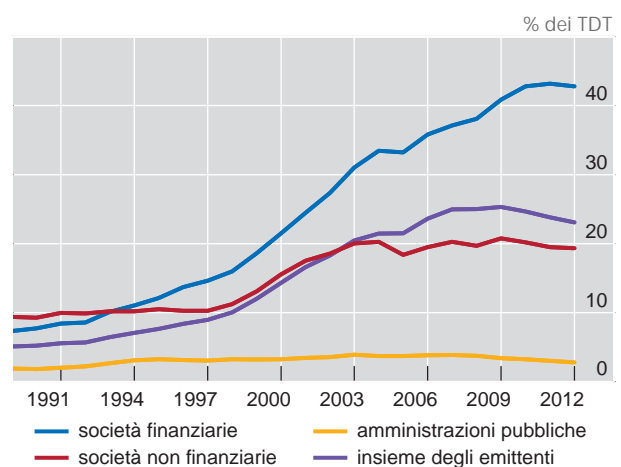
Crescita del mercato dei titoli di debito<sup>1</sup>

Grafico 6

Titoli di debito totali



Titoli di debito internazionali<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Somma relativa al campione fisso di 17 paesi per i quali le segnalazioni cominciano nel 1989. <sup>2</sup> Per i titoli di debito internazionali, nuove statistiche BRI.

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche nazionali: BRI.

emissioni internazionali sono state superate da quelle nazionali, per effetto della ridotta raccolta delle amministrazioni pubbliche nei mercati internazionali.

Sebbene le statistiche TDI siano compilate a partire dal database della BRI contenente dati relativi ai singoli titoli, e le statistiche TDN e TDT segnalate dalle banche centrali siano in linea di principio armonizzate con l'HSS, in pratica permangono alcune differenze. Queste sono in larga misura contingenti, contrariamente ai problemi sistematici di confrontabilità che caratterizzavano le precedenti statistiche. Nel campione di 13 paesi che segnalano le statistiche sia TDT sia TDN, la stima dei TDI in essere effettuata dalla BRI è di norma superiore a quella ricavata dai dati nazionali (grafico 5, diagramma di destra). Tale differenza è in parte dovuta all'incompletezza delle informazioni sulle caratteristiche utilizzate dalla BRI per distinguere le emissioni nazionali da quelle internazionali (cfr. riquadro 2).

## Miglioramenti futuri

L'introduzione nel dicembre 2012 di queste modifiche alle statistiche sui titoli di debito è solo la più recente delle iniziative intraprese dalla BRI al fine di conseguire l'obiettivo di lungo termine di pubblicare dati esaurienti e comparabili sull'intermediazione finanziaria che avviene nei mercati obbligazionari. Sono in cantiere ulteriori miglioramenti, basati sul quadro concettuale definito dall'HSS. Fra questi figurano la pubblicazione di scomposizioni aggiuntive delle emissioni obbligazionarie nonché di dati migliori sulle disponibilità di titoli di debito.

Per quanto riguarda le statistiche TDN, la BRI continuerà ad affinare la procedura di determinazione del mercato di emissione cercando di ottenere le informazioni mancanti sulle caratteristiche dei singoli titoli. In futuro, i dati basati sul mercato di emissione saranno disaggregati per obbligazioni estere ed euroobbligazioni. Le prime potranno quindi essere abbinate ai titoli di debito nazionali per stimare le dimensioni del mercato obbligazionario locale e analizzare il contributo degli emittenti esteri al suo sviluppo.

Man mano che aumenterà il numero di banche centrali che segnalano i dati necessari secondo le classificazioni HSS, verranno pubblicate ulteriori informazioni dettagliate sulle statistiche TDN e TDT. Fra le informazioni di rilievo per l'analisi della stabilità finanziaria figurano ad esempio: i sottosettori, in particolare una scomposizione più dettagliata delle società finanziarie; la scadenza originaria e la vita residua; il tasso di interesse dell'emissione (tasso fisso, variabile, indicizzato all'inflazione, ecc.); la valuta. Oltre ad agevolare il monitoraggio dei disallineamenti valutari, la disponibilità di dati disaggregati per valute consentirebbe di calcolare le variazioni corrette per i tassi di cambio dei dati di stock, anziché dei dati di flusso.

Anche per quanto riguarda la comparabilità sono previsti ulteriori miglioramenti statistici. Le metodologie di valutazione dei vari paesi non sono ancora completamente armonizzate: in alcuni casi le statistiche TDN e TDT si basano sui valori di mercato, in altri sui valori facciali o nominali. I valori facciali sono resi noti ogniqualvolta possibile, considerata l'enfasi posta dalle statistiche BRI sull'attività di indebitamento.

Infine, la BRI continuerà a collaborare con le istanze internazionali per migliorare la disponibilità dei dati sui titoli di debito detenuti dai vari tipi di investitori. Nel 2012 l'FMI ha introdotto principi più rigorosi di disseminazione, che prescrivono ai paesi di pubblicare le statistiche sui titoli di debito in base

all'approccio debitore/creditore ("whom-to-whom basis"), come descritto nella seconda parte dell'HSS (FMI, 2012). Ulteriori dettagli sui titoli di debito detenuti dalle banche saranno inoltre resi disponibili nell'ambito dei miglioramenti delle statistiche bancarie internazionali concordati dal CSFG (CSFG, 2012).

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): "Comparison of creditor and debtor data on short-term external debt", *BIS Papers*, n. 13, dicembre, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/publ/bppdf/bispap13.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap13.pdf).

——— (2008a): Regional financial integration in Asia: present and future, *BIS Papers*, n. 42, ottobre, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/publ/bppdf/bispap42.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap42.pdf).

——— (2008b): Financial globalisation and emerging market capital flows, *BIS Papers*, n. 44, dicembre, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.pdf).

Comitato permanente per l'euromercato (1986): "Recent innovations in international banking", *CGFS Publications*, n. 1, aprile, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/publ/ecsc01.htm](http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm).

Comitato sul sistema finanziario globale (2007): "Financial stability and local currency bond markets", *CGFS Publications*, n. 28, giugno, consultabile all'indirizzo: [www.bis.org/publ/cgfs28.pdf](http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf).

——— (2012): "Improving the BIS international banking statistics", *CGFS Publications*, n. 47, novembre, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/publ/cgfs47.htm](http://www.bis.org/publ/cgfs47.htm).

Financial Stability Board e Fondo monetario internazionale (2009): "*The financial crisis and information gaps*", rapporto ai Ministri finanziari e ai Governatori delle banche centrali del G20, 29 ottobre.

Fondo monetario internazionale (2012): "The Special Data Dissemination Standard Plus", *Policy Paper*, 4 ottobre, consultabile all'indirizzo [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf).

Forum per la stabilità finanziaria (2000): "Report of the Working Group on Capital Flows", marzo, disponibile all'indirizzo [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0004.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004.pdf).

Pêtre, D. (2009): "Mining individual securities databases for analytical purposes: the example of the BIS international debt securities statistics", *IFC Bulletin*, n. 29, gennaio, pagg. 177-181, consultabile all'indirizzo [www.bis.org/ifc/publ/ifcb29.htm](http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb29.htm).

Zettelmeyer, J. e M. Gulati (2012): "In the slipstream of the Greek debt exchange", *VOX*, 5 marzo.