

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI¹

Nel secondo trimestre 2013 le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto le attività transfrontaliere e in particolare gli impieghi verso i prenditori del settore non bancario, che hanno subito il calo maggiore da fine 2011. Le esposizioni creditizie lorde nel mercato dei derivati OTC sono cresciute nonostante la considerevole flessione dei valori di mercato. Il presente capitolo contiene tre riquadri: il primo analizza come l'intenzione annunciata dalla Fed in maggio di rientrare gradualmente dal programma di acquisti su larga scala di attività finanziarie abbia influito sul credito transfrontaliero alle economie emergenti; il secondo esamina le emissioni di obbligazioni internazionali denominate nelle valute dei mercati emergenti; il terzo aggiorna le precedenti stime della relazione fra gli scambi di una determinata moneta, da un lato, e le operazioni commerciali e il livello del reddito del rispettivo paese, dall'altro, utilizzando i dati della più recente Indagine triennale BRI.

Durante il secondo trimestre 2013 le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite, dopo essere rimaste stabili nel periodo precedente. La consistente riduzione degli impieghi transfrontalieri verso prenditori nelle economie avanzate e, in misura inferiore, nei centri offshore è stata solo in parte compensata dalla lieve crescita di quelli a favore delle economie emergenti. Il leggero incremento complessivo del credito ai mercati emergenti cela tuttavia variazioni significative tra paesi. Gli annunci della Federal Reserve sul prospettato rientro graduale ("tapering") dal programma di acquisti di attività finanziarie su vasta scala hanno coinciso con forti cali degli impieghi transfrontalieri verso alcune delle maggiori economie emergenti, quali Brasile, India, Russia e Sudafrica. I soggetti dichiaranti alla BRI hanno ridotto le attività transfrontaliere nei confronti di tutti i settori. Nei trimestri precedenti, invece, al calo del credito interbancario si era accompagnato un aumento di quello a favore del settore non bancario.

Il mercato bancario internazionale nel secondo trimestre 2013

Tra fine marzo e fine giugno 2013 le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$515 miliardi (1,8%) (grafico 1, diagramma in alto a

¹ Questo articolo è stato redatto da Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) (mercato bancario) e Jacob Gyntelberg (jacob.gyntelberg@bis.org) (mercato dei derivati) con il supporto statistico di, rispettivamente, Pablo García e Denis Pêtre.

sinistra)². Di conseguenza, a fine giugno 2013 il credito transfrontaliero totale in essere era pari a \$28 300 miliardi, in calo dell'1,2% rispetto a un anno prima. La flessione degli impieghi transfrontalieri ha riguardato tutte le principali divise ed è stata particolarmente ampia nel caso dell'euro (\$315 miliardi, 3,2%), del franco svizzero (\$48 miliardi, 11%) e dello yen giapponese (\$43 miliardi, 3,5%) (grafico 1, diagramma in alto a destra).

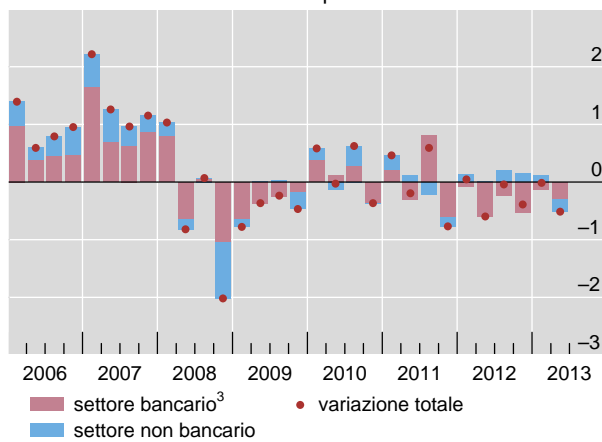
Nel periodo in rassegna si è registrato il primo calo sostanziale del credito transfrontaliero verso il settore non bancario da fine 2011. Gli impieghi nei confronti

Variazioni delle attività transfrontaliere¹

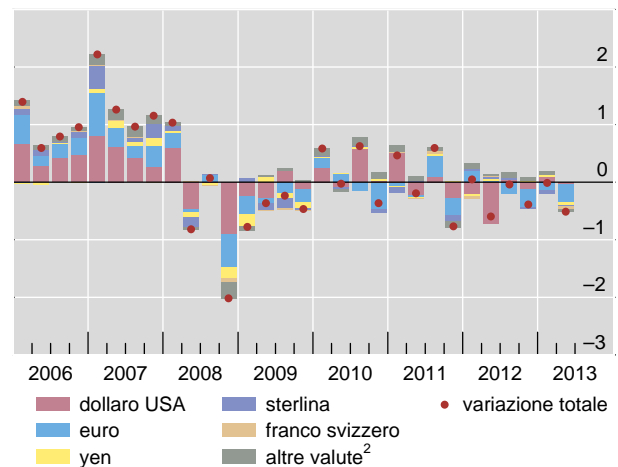
Depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico 1

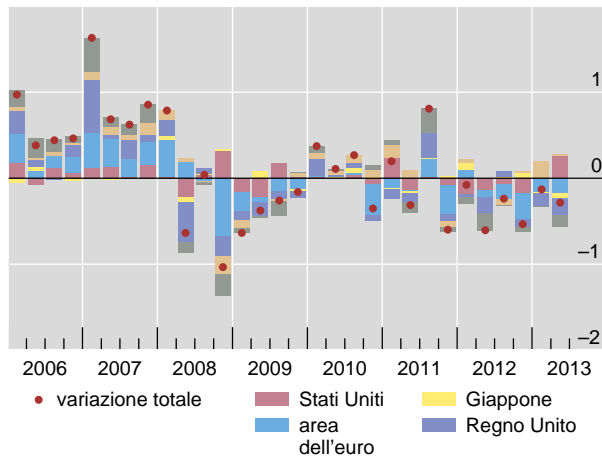
In base al settore della controparte



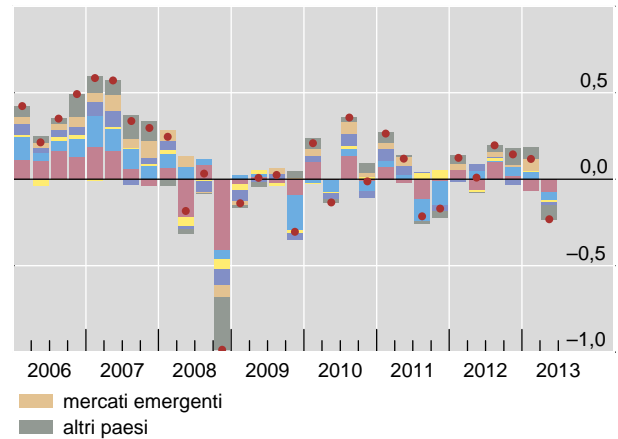
In base alla valuta



In base alla residenza della controparte, settore bancario³



In base alla residenza della controparte, settore non bancario



¹ Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI comprendono quelle intragrupo. ² Include le valute non classificate.

³ Include le attività non classificate in base al settore della controparte.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

² Se non altrimenti specificato, l'analisi in questa sezione fa riferimento alle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza. In queste statistiche i creditori e i debitori sono classificati in base al paese di residenza (come nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti), anziché alla nazionalità. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività transfrontaliere sono depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie.

di questo settore – comprendente istituzioni finanziarie non bancarie amministrazioni pubbliche e imprese – sono scesi di \$231 miliardi (2,0%) (grafico 1, diagramma in alto a sinistra), a \$11 400 miliardi. La riduzione ha riguardato soprattutto i residenti nelle economie avanzate, ma anche i prestatori in altri paesi (soprattutto centri offshore) (grafico 1, diagramma in basso a destra).

Le attività interbancarie transfrontaliere, comprese quelle verso entità collegate, si sono anch'esse ridotte nel periodo in esame. Il calo, pari a \$285 miliardi (1,7%), a \$16 800 miliardi (grafico 1, diagramma in basso a sinistra), prosegue una tendenza osservabile dal quarto trimestre 2011.

Il credito transfrontaliero ha seguito andamenti diversi a seconda delle regioni. Le attività verso le economie avanzate sono scese di \$470 miliardi (2,2%), corrispondenti al 91% della flessione complessiva mondiale delle attività transfrontaliere. Quelle nei confronti dei centri offshore sono diminuite di \$70 miliardi (1,9%). Gli impieghi transfrontalieri verso le economie emergenti hanno per contro registrato una crescita modesta, pari a \$23 miliardi (0,7%).

Il credito alle economie avanzate

Le attività verso il settore non bancario nelle economie avanzate sono diminuite di \$181 miliardi (2,2%) nel secondo trimestre 2013. Si tratta del loro primo calo considerevole da fine 2011, e ha compensato quasi interamente l'aumento cumulato nel 2012. La flessione è stata diffusa e ha riguardato specialmente i prestatori non bancari residenti in Stati Uniti, area dell'euro, Regno Unito, Giappone e Svizzera.

Le statistiche bancarie consolidate³ forniscono maggiori dettagli sulle categorie di soggetti non bancari interessate. La contrazione riscontrata si deve in misura determinante al ridimensionamento delle attività verso il settore pubblico, specie di Stati Uniti e Giappone. La quota degli impieghi a favore di questo settore sul totale delle attività internazionali⁴ consolidate nei confronti di prestatori statunitensi è scesa al 22% a fine giugno 2013, dal massimo del 25% di fine 2012. Nello stesso periodo quella relativa al Giappone si è portata dal 9,3 al 6,7%. L'incidenza degli impieghi verso il settore pubblico sul totale del credito all'area dell'euro è per contro rimasta stabile a circa il 19%.

Gli impieghi verso le banche nelle economie avanzate hanno continuato a scendere, seppure a un ritmo lievemente inferiore, riducendosi di \$289 miliardi (2,2%) nel secondo trimestre 2013. La perdurante contrazione dell'attività interbancaria internazionale ha riguardato soprattutto gli istituti nel Regno Unito (-\$198 miliardi, 5,9%) e nell'area dell'euro (-\$170 miliardi, 3,4%) (grafico 1, diagramma in basso a sinistra). Anche il credito verso il settore bancario di Giappone e Svizzera si è ridotto. Le banche negli Stati Uniti hanno costituito un'eccezione, ricevendo nuovi crediti per \$250 miliardi (+11%). La riduzione delle

³ Le statistiche bancarie consolidate sono strutturate secondo la nazionalità delle banche dichiaranti e segnalate su base mondiale consolidata, ossia al netto delle posizioni tra affiliate del medesimo gruppo bancario. Le banche consolidano le posizioni intragruppo e segnalano le sole attività verso prestatori non collegati.

⁴ Le attività internazionali comprendono le attività transfrontaliere in tutte le valute e le attività locali in valuta estera, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle affiliate situate nello stesso paese del prestatore.

posizioni interbancarie degli istituti con sede nelle economie avanzate si deve per circa la metà alla flessione degli impieghi verso entità collegate⁵.

Di fronte al calo del finanziamento interbancario, le banche hanno fatto crescente ricorso alla raccolta presso soggetti non bancari. Nel periodo in rassegna i finanziamenti transfrontalieri erogati alle banche dichiaranti da soggetti non bancari nelle economie avanzate sono saliti di \$224 miliardi (4,3%), a quasi un terzo delle passività bancarie transfrontaliere. Il contributo dei soggetti non bancari negli Stati Uniti e nel Regno Unito alla raccolta transfrontaliera delle banche dichiaranti è stato rispettivamente pari a \$107 miliardi (6,1%) e \$71 miliardi (6,5%).

Il credito alle economie emergenti

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti verso i prenditori nelle economie emergenti sono lievemente aumentate, di \$23 miliardi (0,7%), nel secondo trimestre 2013, dopo la crescita record di \$266 miliardi registrata nel periodo precedente⁶. Gli impieghi interbancari sono saliti di \$25 miliardi (1,4%), mentre quelli a favore del settore non bancario sono diminuiti di \$1,8 miliardi (0,1%).

Il rallentamento significativo del credito transfrontaliero alle economie emergenti nel periodo in esame è andato di pari passo con l'accresciuta volatilità nei mercati finanziari che ha fatto seguito alle dichiarazioni con cui la Federal Reserve annunciava in maggio l'intenzione di ridurre gradualmente gli acquisti di attività finanziarie su larga scala. L'aspettativa del cosiddetto "tapering" ha influito sui prezzi delle attività in alcune delle principali economie emergenti, quali Brasile, India, Russia e Sudafrica. L'andamento dell'attività bancaria internazionale ha perlopiù seguito lo stesso profilo (cfr. riquadro 1).

Gli impieghi transfrontalieri verso i prenditori nella regione America latina e Caraibi hanno subito la flessione maggiore. Il calo, pari a \$27 miliardi (4,0%) (grafico 2, diagramma in alto a destra), è il più ampio mai registrato su base trimestrale. Esso ha colpito in particolare il Brasile (\$20 miliardi, 6,2%), ma anche altri paesi, come Messico (\$7,5 miliardi, 6,0%) e Cile (\$2,8 miliardi, 5,0%).

Il credito alle economie emergenti in Asia, Europa e Africa e Medio Oriente è invece rimasto relativamente stabile (grafico 2, diagramma in alto a sinistra e diagrammi in basso), pur con differenze significative tra paesi.

Per ciò che concerne le economie emergenti dell'Asia, le attività a favore di India e Corea sono diminuite rispettivamente di \$7,2 miliardi (3,3%) e \$6,3 miliardi (3,3%). Nelle economie emergenti dell'Europa gli impieghi transfrontalieri sono scesi di \$8,0 miliardi (4,2%) verso la Russia e di \$2,6 miliardi (2,2%) e \$1,8 miliardi (11%) rispettivamente nei confronti di Polonia e Ucraina. In Africa e Medio Oriente si è notevolmente ridimensionato il credito a Qatar (\$4,6 miliardi, 8,9%) e Sudafrica (\$3,5 miliardi, 9,0%).

⁵ Ciò si desume dalle statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità, che forniscono informazioni sull'attività bancaria di tutte le banche con operatività internazionale residenti nel paese dichiarante, raggruppate in base alla nazionalità della società madre controllante. Esse prevedono una scomposizione delle posizioni verso banche in posizioni verso dipendenze estere (intragruppo), altre banche (non collegate) e istituzioni monetarie ufficiali. Per maggiori dettagli, cfr. *Guidelines to the international banking statistics*.

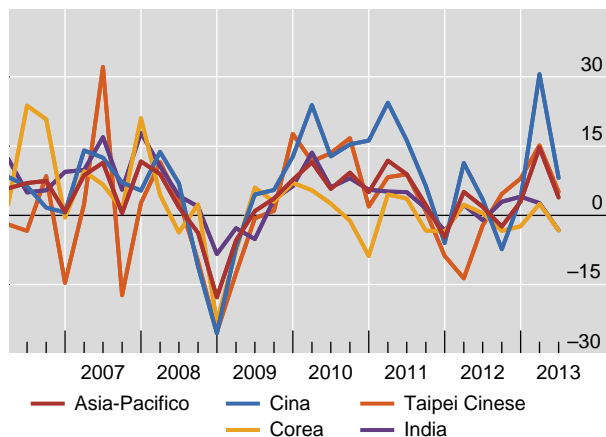
⁶ Per una descrizione delle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza, cfr. la precedente nota 2.

Crescita delle attività transfrontaliere verso i residenti dei mercati emergenti, in base alla regione¹

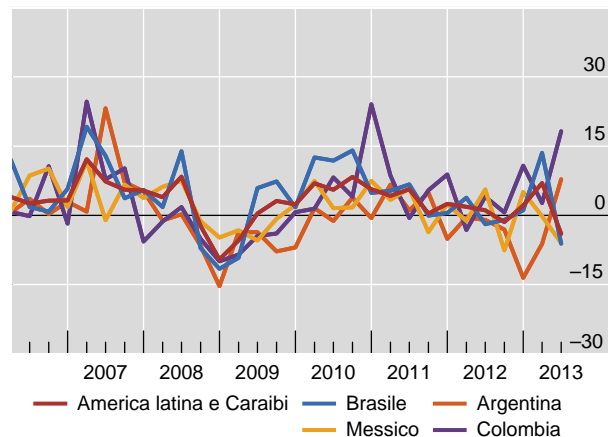
In percentuale

Grafico 2

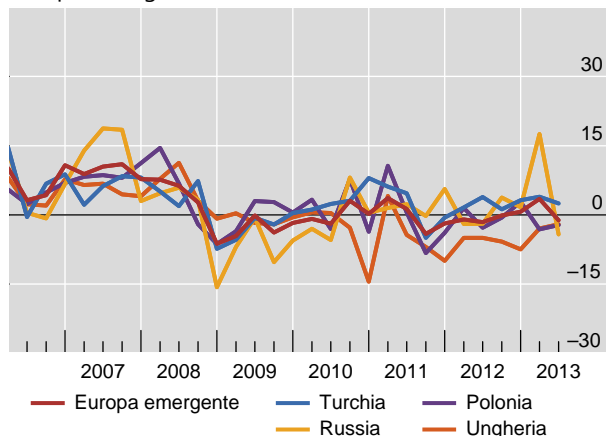
Asia-Pacifico



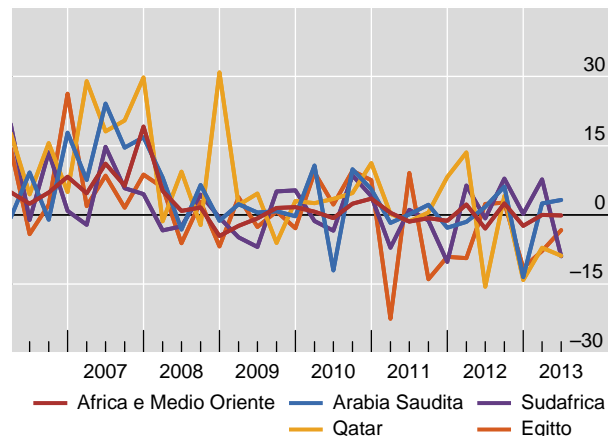
America latina e Caraibi



Europa emergente



Africa e Medio Oriente



¹ Tassi di crescita sul trimestre precedente delle attività transfrontaliere (comprese quelle intragrupo) delle banche dichiaranti alla BRI in tutte le valute.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Hanno invece continuato a crescere, sebbene a un ritmo inferiore che nel primo trimestre, le attività bancarie transfrontaliere nei confronti del principale mercato emergente, la Cina. Nel periodo in rassegna il loro aumento è stato pari a \$54 miliardi (8,1%) e si è diretto soprattutto verso banche ed entità collegate (\$35 miliardi, 7,8%). La Cina da sola rappresenta ora il 21% dello stock di attività transfrontaliere verso prenditori dei mercati emergenti, contro l'8% di fine 2007. Gli impieghi transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti della Cina superano ormai quelli verso ogni altro paese del mondo esclusi otto⁷.

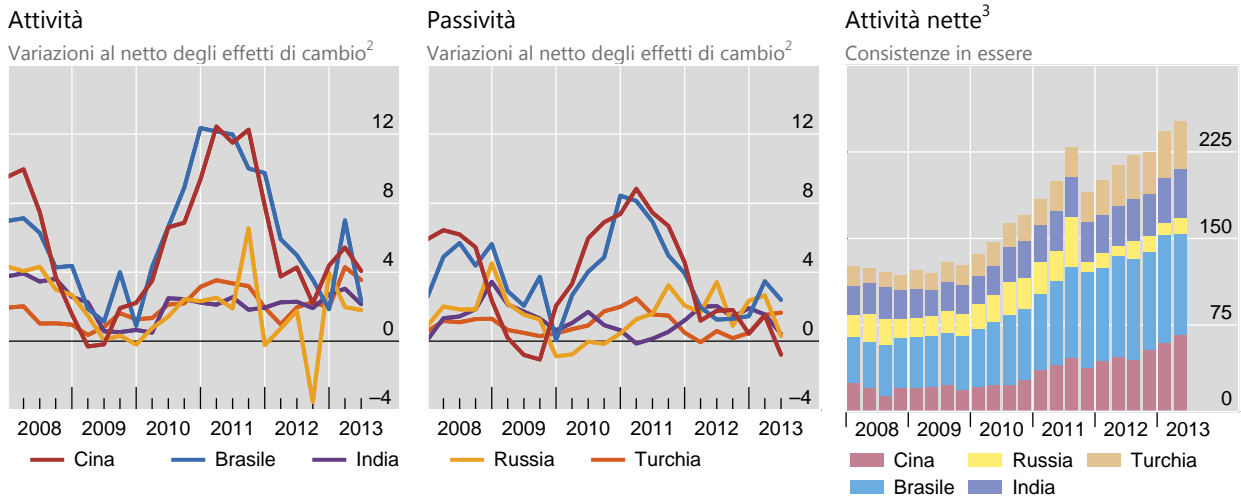
Nel secondo trimestre ha beneficiato di afflussi anche la Turchia, dove la crescita delle attività verso banche ed entità collegate ha più che compensato la

⁷ Secondo le statistiche bancarie su base locale per paese di residenza, gli otto principali paesi prenditori sono, nell'ordine, Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania, Isole Cayman, Paesi Bassi, Lussemburgo e Giappone.

Attività e passività locali delle banche dichiaranti alla BRI nelle economie emergenti¹

In miliardi di dollari USA

Grafico 3



¹ In termini di moneta locale. ² Medie mobili di quattro trimestri. ³ Attività locali meno passività locali.

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

flessione del credito nei confronti di prestatori non bancari, dando luogo a un incremento complessivo di \$4,6 miliardi (2,5%). Gli impieghi transfrontalieri verso Arabia Saudita, Gabon, Marocco, Kuwait e Angola sono anch'essi cresciuti, per complessivi \$8,4 miliardi.

In molte economie il calo del credito transfrontaliero è stato compensato dall'ingente volume di attività contabilizzate in loco dalle dipendenze di banche estere. Sebbene in numerosi paesi il valore in dollari degli impieghi contabilizzati localmente sia diminuito nel secondo trimestre, quello in valuta locale è di fatto aumentato per effetto del deprezzamento della moneta nazionale nei confronti del dollaro USA. Nell'insieme, una volta depurata di questi effetti di cambio, la media mobile su quattro trimestri del credito erogato dalle dipendenze locali delle banche dichiaranti alla BRI ha continuato a espandersi nelle maggiori economie emergenti (grafico 3, diagramma di sinistra). Tale espansione è stata ampiamente superiore a quella delle passività locali segnalate da dette banche (grafico 3, diagramma centrale).

Il mercato dei derivati OTC nella prima metà del 2013

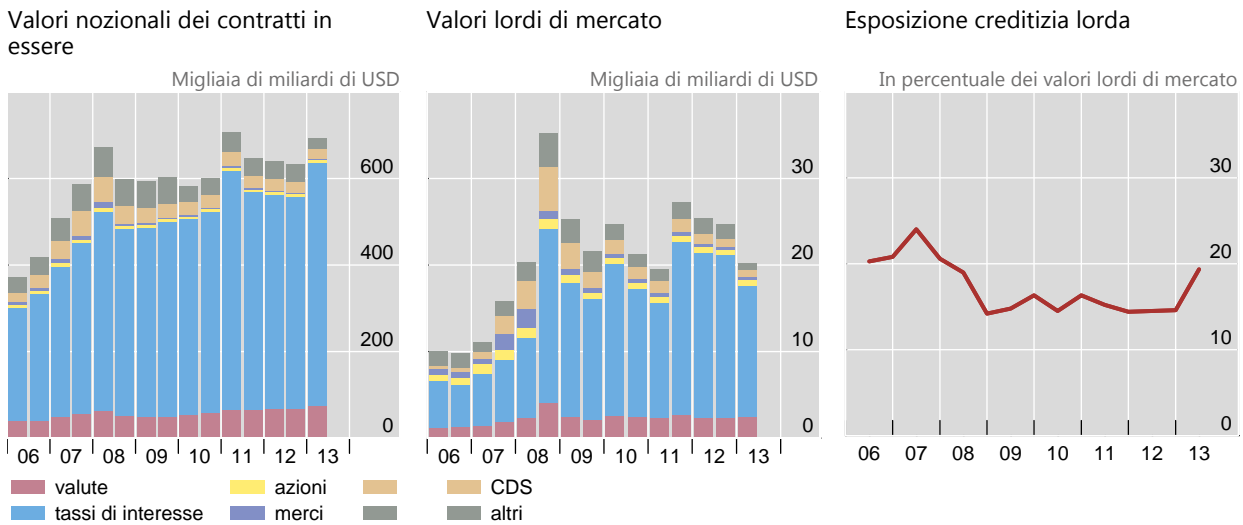
Le più recenti statistiche BRI sui mercati mondiali dei derivati OTC indicano che a fine giugno 2013 i valori nozionali in essere erano pari a \$693 000 miliardi, in crescita del 10% rispetto a fine dicembre 2012 (grafico 4, diagramma di sinistra). Di questo importo totale, \$668 000 miliardi erano segnalati da dealer residenti nei 13 paesi partecipanti all'indagine semestrale BRI e \$25 000 miliardi da dealer nei 34 paesi che partecipano soltanto all'indagine triennale⁸.

⁸ Nell'indagine semestrale l'attività dei dealer non dichiaranti è riportata come porzione non classificata dell'ammontare totale in essere. Tale porzione è diminuita dal 7% del dicembre 2012,

Mercato mondiale dei derivati OTC

In base al tipo di dato e alla categoria di rischio di mercato

Grafico 4



Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

Nonostante l'aumento dell'importo nozionale totale dei contratti in essere, il loro valore lordo di mercato, che ne misura il costo di sostituzione ai prezzi di mercato di fine giugno, è sceso del 19%, a \$20 000 miliardi (grafico 4, diagramma centrale). Le esposizioni creditizie lorde, che rilevano l'esposizione dei dealer dichiaranti tenendo conto degli accordi di compensazione giuridicamente vincolanti e quindi forniscono una misura del rischio di controparte nel mercato dei derivati OTC, sono aumentate dell'8%, a \$3 900 miliardi, pari al 20% dei valori lordi di mercato, raggiungendo così livelli paragonabili a quelli di fine 2007 (grafico 4, diagramma di destra).

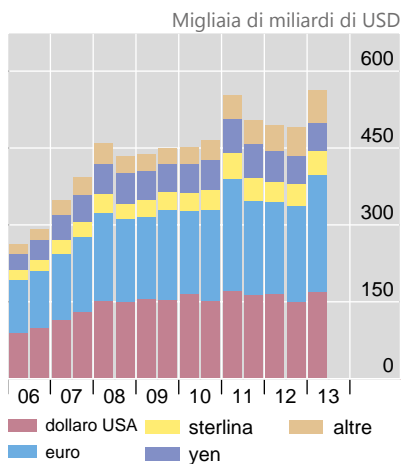
L'aumento dei valori nozionali in essere ha riflesso soprattutto gli andamenti nei segmenti dei derivati su tassi di interesse e su valute. Gli importi in essere dei derivati su tassi di interesse sono cresciuti del 15%, toccando un nuovo massimo di \$561 000 miliardi a metà 2013 (grafico 5, diagramma di sinistra), e quelli dei derivati su valute sono saliti di circa il 9%, portandosi a \$73 000 miliardi a fine giugno. L'espansione delle consistenze di derivati su tassi di interesse è riconducibile agli swap (15%) e ai forward rate agreement (FRA) (21%), mentre quella dei derivati su valute è ascrivibile principalmente a un aumento significativo delle opzioni.

Sebbene i valori nozionali abbiano registrato una crescita, il valore di mercato dei derivati su tassi di interesse si è ridotto di quasi il 20%, per effetto di forti cali nei costi di sostituzione degli swap denominati in dollari USA, euro e sterline (grafico 5, diagramma centrale). I tassi swap in queste valute sono notevolmente aumentati nella prima metà del 2013, portandosi su livelli prossimi a quelli prevalenti al momento della stipula di diversi swap di più lunga durata.

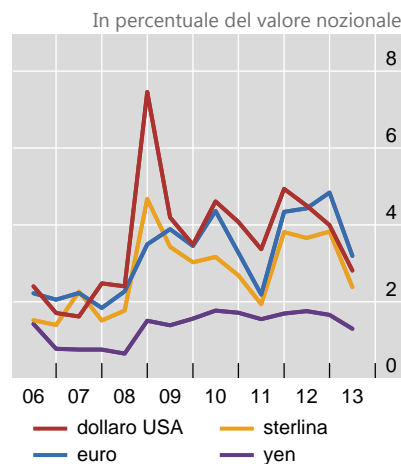
Il calo nel volume delle posizioni fra dealer è stato più che compensato da un aumento delle posizioni nei confronti di altre controparti finanziarie, in particolare

stimato in base all'Indagine triennale del 2010, al 4% del giugno 2013, dato aggiornato alla luce dell'Indagine triennale del 2013. Cfr. www.bis.org/publ/otc_hy1311.htm.

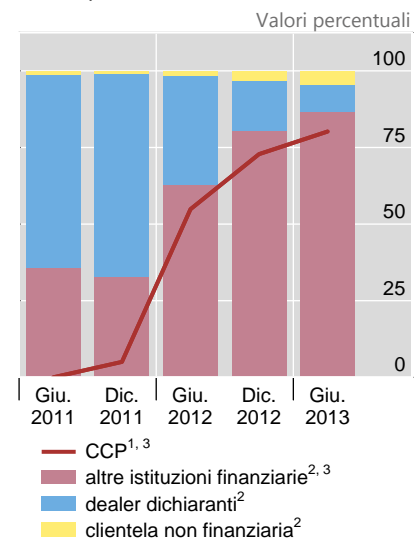
Valori nozionali in essere, per valuta



Valori lordi di mercato, per valuta



Forward rate agreement, per tipo di controparte



¹ Quota dei contratti nei confronti di controparti centrali (CCP) sul totale dei valori nozionali segnalati al Global Trade Repository. ² Quota sul totale dei valori nozionali segnalati alla BRI. ³ Dati non corretti per l'effetto di duplicazione dei volumi dei contratti che si produce allorché le posizioni bilaterali sono trasferite alle CCP.

Fonti: statistiche BRI sui derivati OTC; DTCC; TriOptima.

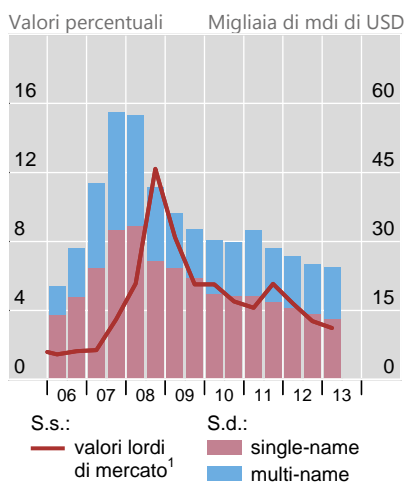
nel mercato dei FRA, dove i contratti fra dealer dichiaranti rappresentavano solo il 10% di tutte le operazioni in essere (grafico 5, diagramma di destra). Ciò riflette in parte l'aumento della quota di contratti compensati centralmente: quando i contratti vengono compensati tramite controparti centrali (CCP), infatti, i volumi segnalati alla BRI aumentano, poiché ogni contratto viene sostituito da due contratti (grafico 5, diagramma di destra)⁹. Per effetto della compensazione centrale, nonché di un considerevole ampliamento della copertura statistica in un particolare paese, i valori di mercato dei FRA in essere sono aumentati da \$47 miliardi a fine 2012 a \$168 miliardi a metà 2013.

I credit default swap (CDS)

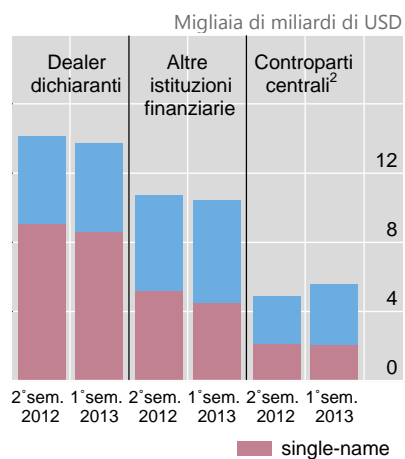
Nel mercato dei CDS è proseguita la graduale contrazione del volume dei contratti in essere, sceso a \$24 000 miliardi a fine giugno 2013 (grafico 6, diagramma di sinistra). Il calo nel semestre in rassegna riflette sia il ricorso alla compressione dei contratti in essere, sia il numero ridotto di nuovi contratti.

⁹ Una controparte centrale è un'entità che si interpone fra le controparti di contratti negoziati su uno o più mercati finanziari, agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente. Quando un contratto derivato tra due dealer dichiaranti è compensato da una CCP, esso viene sostituito, attraverso un'operazione detta "novazione", da due nuovi contratti: uno tra la controparte A e la CCP e un altro tra la CCP e la controparte B. Poiché i dati BRI rilevano tutte le posizioni in essere, essi riporteranno entrambi questi contratti. Questa misura delle dimensioni del mercato, che rileva tutti i contratti in essere, può essere adeguata per valutare il rischio di controparte, dato che esiste una possibilità di inadempienza per ogni contratto in essere. Tuttavia, essa sovrastima la dimensione del mercato dei derivati se utilizzata come proxy di altri aspetti, quali il trasferimento dei rischi sottostanti, per il quale sarebbe più appropriata una contabilizzazione unica dei contratti compensati centralmente.

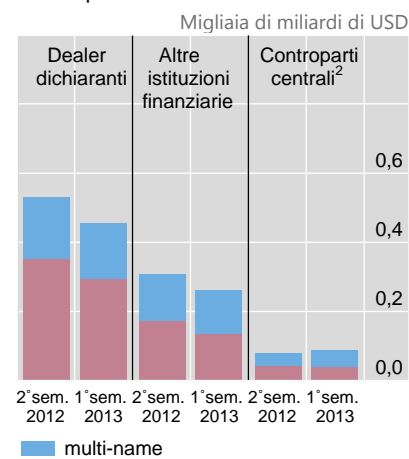
Valori nozionali, per strumento



Valori nozionali, per controparte



Valori lordi di mercato, per controparte



¹ In percentuale dei valori nozionali in essere. ² Già incluse all'interno della categoria "Altre istituzioni finanziarie".

Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

La contrazione dei valori nozionali in essere è ascrivibile a una flessione dell'8% dei CDS relativi a un unico debitore (single-name). I CDS riferiti a un paniere di debitori o a indici di mercato (multi-name), invece, sono aumentati per la prima volta da fine giugno 2011, salendo del 4% a \$11 miliardi. Di questi, i contratti su indici sono cresciuti a un ritmo leggermente più rapido, del 5%. La protezione in essere dal rischio di credito sovrano ha registrato un aumento del 10% rispetto a fine 2012, mentre quella su prodotti cartolarizzati relativi a titoli garantiti da ipoteche e da altre attività è scesa del 21%.

I valori lordi di mercato dei CDS hanno continuato a ridursi, calando del 14%, a \$725 miliardi, il livello più basso da giugno 2007 (grafico 6, diagramma di sinistra). Questo andamento è imputabile principalmente ai contratti single-name, in calo del 18%. Anche i valori di mercato dei contratti multi-name sono diminuiti, ma solo dell'8%. Poco più della metà dei contratti in essere continua a essere riconducibile a operazioni tra dealer dichiaranti, mentre il resto è ascrivibile per gran parte a operazioni con altre istituzioni finanziarie (43%) (grafico 6, diagramma centrale). La quota di CDS compensati tramite controparti centrali si è mantenuta bassa, ad appena l'8% per i contratti single-name e al 18% per quelli multi-name¹⁰.

¹⁰ Operazioni originarie depurate degli effetti della doppia contabilizzazione, poiché un singolo contratto inizialmente stipulato da due aderenti alla CCP è sostituito da due contratti distinti, tra la CCP e ciascuna delle controparti.

I mercati emergenti e l'annunciato tapering

Pablo García Luna e Adrian van Rixtel

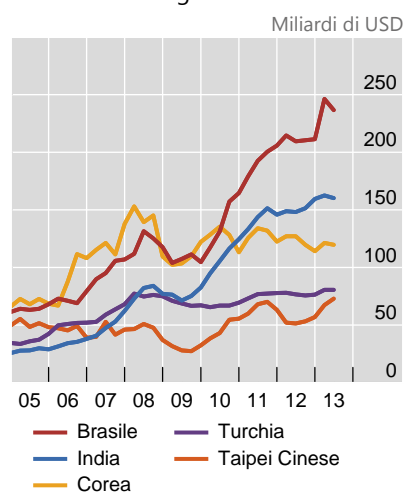
L'orientamento accomodante della politica monetaria adottato nelle economie avanzate sulla scia della crisi finanziaria mondiale ha impresso slancio ai flussi di capitali verso le economie emergenti in rapida crescita e provocato pressioni al rialzo sulle loro valute. Ciò ha contribuito all'accumulo di squilibri finanziari, ravvisabile nell'impennata del credito e dei prezzi delle attività. Il credito bancario internazionale verso queste economie ha registrato un forte rialzo. Il volume dei finanziamenti in dollari USA erogati dalle banche estere alle economie emergenti si è espanso rapidamente, specie negli anni 2010-11. Questo andamento, tuttavia, cela differenze notevoli fra paesi (grafico A, diagramma di sinistra): tra gli inizi del 2009 e fine giugno 2013 le passività in dollari sono più che raddoppiate in Brasile e India, rispettivamente a \$237 e 160 miliardi, mentre in Turchia e Corea hanno evidenziato una crescita più moderata.

L'inasprimento della politica monetaria e l'innalzamento dei tassi di interesse negli Stati Uniti accresceranno i costi di rifinanziamento del debito denominato in dollari. Inoltre, le potenziali conseguenti pressioni al rialzo sul dollaro aumenterebbero il valore di tale debito in termini di moneta locale. Le economie emergenti con volumi relativamente bassi di passività in dollari rispetto alle esportazioni, che generano valuta estera, potrebbero risentire meno di questi effetti. Questi ultimi, tuttavia, potrebbero risultare rilevanti anche per le passività denominate in altre valute estere, qualora all'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti si affiancasse un rialzo dei tassi in altre economie avanzate. Le passività denominate in dollari USA rimangono, comunque, il canale più diretto. Il presente riquadro analizza le ripercussioni che gli annunci nel maggio 2013 di una progressiva riduzione ("tapering") degli acquisti su larga scala di attività finanziarie hanno avuto sul credito transfrontaliero verso le economie che presentano volumi relativamente importanti di passività in dollari.

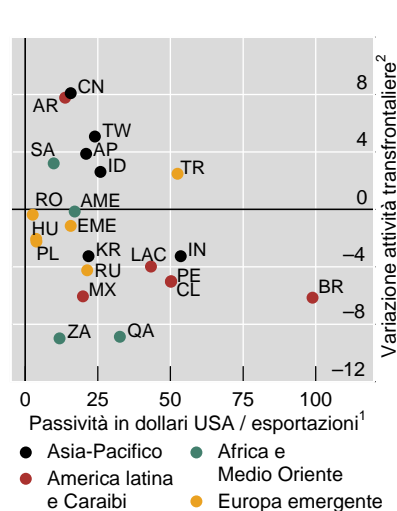
Attività bancaria transfrontaliera nelle economie emergenti

Grafico A

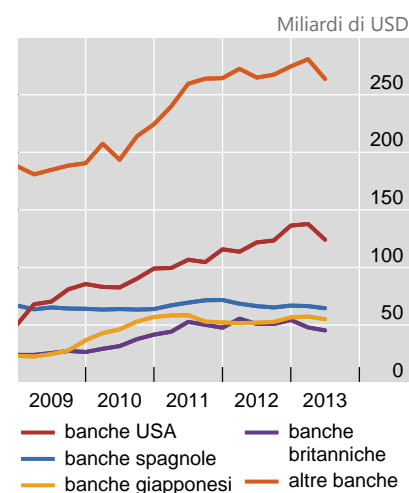
Passività in dollari USA delle economie emergenti



Quota delle passività in dollari USA e variazioni attività transfrontaliere



Principali sistemi bancari creditori dell'America latina e dei Caraibi³



AE = Emirati Arabi Uniti; AME = economie emergenti di Africa e Medio Oriente; AP = economie emergenti dell'Asia-Pacifico; AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; EME = Europa emergente; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; LAC = economie emergenti di America latina e Caraibi; LR = Liberia; MX = Messico; PE = Perù; PL = Polonia; QA = Qatar; RO = Romania; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; TR = Turchia; TW = Taipei Cinese; ZA = Sudafrica.

¹ Attività transfrontaliera in dollari USA delle banche dichiaranti alla BRI, in percentuale delle esportazioni annuali. ² Crescita sul trimestre precedente registrata dalle attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI nel 2° trimestre 2013. ³ Attività internazionali.

Fonti: FMI, *Direction of Trade Statistics*; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e per nazionalità; statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato).

Stando alle statistiche bancarie BRI su base locale, che comprendono l'attività intragrupo, nel secondo trimestre 2013 il credito transfrontaliero nei confronti di numerose economie emergenti con consistenti passività in dollari USA si è ridotto (grafico A, diagramma centrale). Il fenomeno è stato particolarmente marcato in America latina: la contrazione ha colpito soprattutto il Brasile (dove il rapporto fra passività in dollari ed esportazioni è del 99%), ma è stata piuttosto brusca anche in Cile (50%), Messico (20%) e Perù (50%). Quanto alle altre regioni, sono calati gli impieghi nei confronti di India e Russia, mentre è aumentato il credito transfrontaliero alla Turchia (52%) e a vari paesi emergenti dell'Asia, in particolare Taipei Cinese e Indonesia.

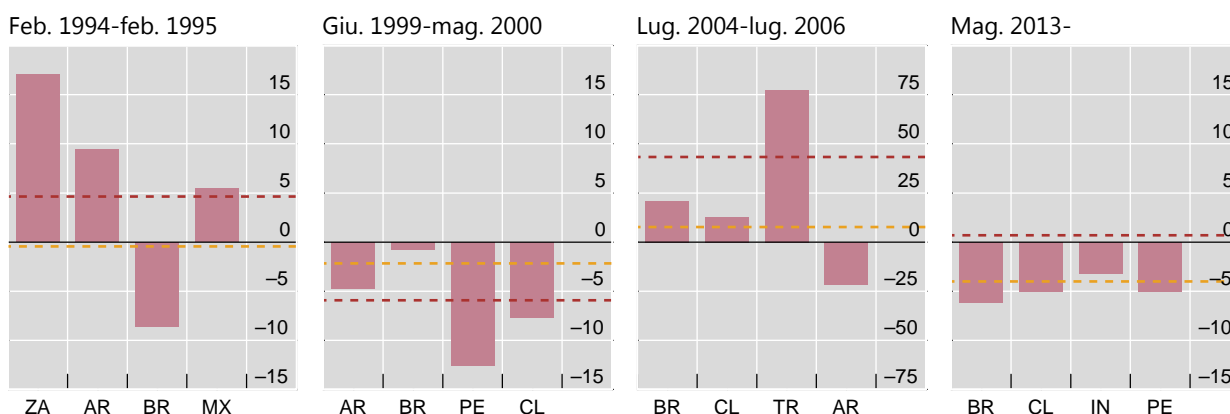
Non è d'altronde la prima volta che l'annuncio di una graduale riduzione del grado di accomodamento provoca forti contraccolpi nei paesi con passività relativamente cospicue in dollari USA, soprattutto dell'America latina: fenomeni analoghi si sono osservati durante precedenti cicli di inasprimento della Fed. Il grafico B riporta la variazione del credito transfrontaliero verso le quattro economie emergenti che presentavano il più elevato rapporto tra passività in dollari ed esportazioni all'inizio degli ultimi quattro cicli di inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti. Questi paesi, selezionati tra le 16 principali economie emergenti, si trovano prevalentemente in America latina. Il credito transfrontaliero nei loro confronti è cresciuto in misura nettamente inferiore rispetto a quello verso la totalità delle economie emergenti nel ciclo del 2004-06. Nel secondo trimestre 2013 tale differenza è risultata persino più accentuata. Inoltre, in tre dei quattro episodi le attività transfrontaliere verso America latina e Caraibi (grafico B, linea tratteggiata gialla) hanno evidenziato un'espansione molto più contenuta rispetto agli impieghi verso l'insieme delle economie emergenti (grafico B, linea tratteggiata rossa). L'unica eccezione si è verificata negli anni 1999-2000, quando il credito transfrontaliero verso l'Asia emergente risentiva ancora pesantemente della crisi in quella regione.

Il fatto che all'annuncio del tapering siano corrisposte marcate flessioni del credito verso i paesi dell'America latina con esposizioni relativamente consistenti in dollari USA potrebbe essere dovuto alla crescente importanza assunta in quella regione dalle banche statunitensi (grafico A, diagramma di destra). Tra gli inizi del 2009 e gli inizi del 2013 queste banche hanno raddoppiato gli impieghi internazionali verso l'America latina e i Caraibi, portandoli a quasi \$140 miliardi. Rispetto ad altre regioni emergenti, in America latina l'incidenza delle banche statunitensi sul credito internazionale complessivo verso la regione è decisamente maggiore. Le attività internazionali delle banche statunitensi nei confronti di America latina e Caraibi si sono ridotte del 10% nel secondo trimestre 2013, molto più di quelle segnalate dagli altri principali sistemi bancari creditori.

Cicli di inasprimento della Fed

Variazione delle attività transfrontaliere nelle fasi di inasprimento effettivo e durante gli annunci sul "tapering", in percentuale

Grafico B



AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; IN = India; MX = Messico; PE = Perù; TR = Turchia; ZA = Sudafrica.

Le linee tratteggiate rossa e gialla rappresentano la variazione delle attività transfrontaliere nei confronti rispettivamente di tutte le economie emergenti e della sola regione America latina e Caraibi.

I diagrammi mostrano i quattro paesi che all'inizio di ciascun ciclo di inasprimento presentavano il maggiore rapporto fra passività transfrontaliere in dollari USA ed esportazioni. Il campione di paesi è composto da Argentina, Brasile, Cile, Cina, Corea, India, Indonesia, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Romania, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

Chi sono gli emittenti delle obbligazioni internazionali denominate nelle valute dei mercati emergenti?

Branimir Gruić e Philip Wooldridge

Nei recenti trimestri la domanda di attività più redditizie da parte degli investitori ha favorito forti emissioni di titoli di debito internazionali denominati nelle valute dei mercati emergenti (EM)^①. Nel periodo tra gennaio e settembre 2013 tali emissioni ammontavano su base lorda a \$107 miliardi, valore di poco inferiore ai \$115 miliardi registrati nello stesso periodo del 2012. Su base netta, ossia tenendo conto dei rimborsi, tali emissioni erano concentrate nel real brasiliano, nello yuan cinese e nel peso messicano. Seppur frenati in parte dalla maggiore volatilità nei mercati finanziari mondiali a metà anno, i nuovi collocamenti di titoli di debito internazionali nelle valute EM nel terzo trimestre sono rimasti decisamente superiori ai minimi degli anni 2008-10 (grafico C, diagramma di sinistra).

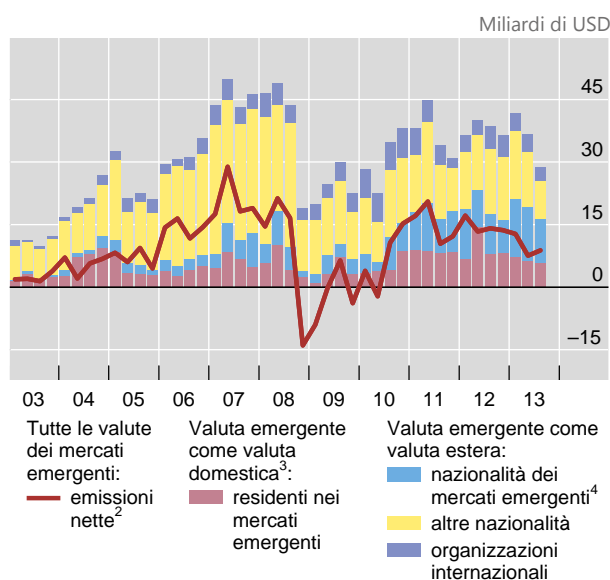
Le emissioni internazionali denominate nelle valute EM sono state trainate di recente dalle imprese delle economie emergenti, in particolare dalle loro affiliate estere. Le statistiche BRI sui titoli di debito internazionali rilevano i collocamenti effettuati al di fuori del mercato di residenza del mutuatario (collocamenti offshore), indipendentemente dalla valuta di emissione^②. Le emissioni offshore in valuta nazionale effettuate da mutuatari residenti in un'economia emergente rappresentavano una parte solo modesta dei collocamenti denominati nelle valute EM sui mercati internazionali nel 2013, ossia il 18%, valore pari alla media del periodo 2003-12 (grafico C, diagramma di sinistra). Tuttavia, se si prende in esame la nazionalità degli emittenti, l'importanza dei mutuatari delle economie emergenti cambia in misura rilevante. Nel 2013 le imprese con sede legale in un'economia emergente, ma residenti all'esterno dei suoi confini (designate nel grafico C, diagramma di sinistra, come emittenti di nazionalità dei mercati emergenti aventi una valuta emergente come valuta estera) erano all'origine del 35% delle emissioni internazionali lorde nelle valute EM, contro il 25% nel 2011-12 e solo l'11% prima del 2011.

Titoli di debito internazionali denominati nelle valute dei mercati emergenti¹

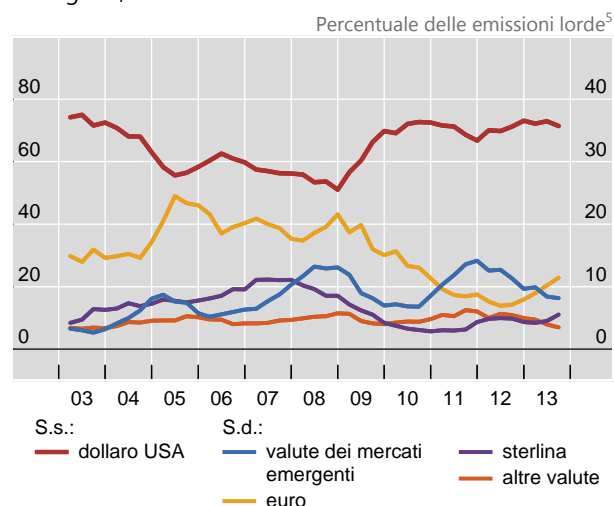
Emissioni lorde trimestrali

Grafico C

Titoli denominati nelle valute dei mercati emergenti, in base all'emittente



Titoli emessi da emittenti di nazionalità dei mercati emergenti, in base alla valuta



¹ Per una definizione di valute delle economie emergenti, cfr. la nota ①. ² Emissioni lorde meno rimborsi. ³ Si intendono per emissioni aventi una "valuta emergente come valuta domestica" le emissioni internazionali denominate nella moneta locale del paese di residenza dell'emittente. ⁴ Si intendono per emittenti di "nazionalità dei mercati emergenti" gli emittenti aventi sede legale in un'economia emergente ma residenti altrove. ⁵ Media mobile di quattro trimestri.

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

Negli anni recenti i maggiori emittenti EM di titoli di debito internazionali denominati nelle valute EM sono state le imprese asiatiche, seguite da quelle latinoamericane. Mentre le imprese brasiliane e messicane che emettono obbligazioni internazionali denominate in real o peso tendono a farlo attraverso la loro sede centrale, le imprese cinesi, coreane e russe spesso ricorrono ad affiliate estere, anche basate in centri finanziari offshore^③. Nella misura in cui la casa madre è disposta a offrire sostegno finanziario alle affiliate estere, l'analisi dell'indebitamento sotto il profilo della nazionalità anziché della residenza può fornire ulteriori indicazioni circa la vulnerabilità di un paese alla volatilità nei mercati finanziari mondiali.

La maggiore attività dei mutuatari EM lascia supporre che il mercato internazionale del debito dei mercati emergenti si stia aprendo a una più ampia varietà di mutuatari. Tradizionalmente il collocamento internazionale di obbligazioni denominate nelle valute EM era prevalentemente appannaggio dei mutuatari con qualità creditizia elevata; gli investitori internazionali preferivano in genere separare il rischio di cambio associato alle emissioni nelle valute EM dal rischio di credito associato ai mutuatari EM. Sebbene i mutuatari con sede legale nelle economie avanzate (indicati come emittenti di altre nazionalità nel grafico C, diagramma di sinistra) rimangano i maggiori emittenti di titoli internazionali denominati nelle valute EM, negli anni recenti la loro quota è scesa ben al di sotto del 55% raggiunto negli anni 2000, portandosi al 38% nel 2012 e al 36% nel 2013. La quota delle organizzazioni internazionali è in genere stata pari al 12%.

Il miglioramento percepito nella qualità creditizia di molte economie emergenti negli ultimi anni concorre a sostenere la domanda degli investitori di obbligazioni denominate nelle valute EM ed emesse da imprese di tali economie. Tali emissioni, a loro volta, aiutano queste imprese a ridurre i disallineamenti valutari tra attività e passività.

Ciò detto, il dollaro USA continua a essere di gran lunga la principale valuta di denominazione delle emissioni internazionali. Dal 2010 la quota del dollaro all'interno dei nuovi collocamenti degli emittenti EM è pari in media al 71%, valore decisamente superiore al 61% del 2003-09 (grafico C, diagramma di destra). In confronto, le valute EM rappresentano, dal 2010, tra il 6 e il 17% delle emissioni di titoli internazionali dalla medesima categoria di mutuatari, mentre la quota dell'euro, pari a circa il 19% prima del 2009, è scesa al di sotto del 10%. La quota dell'euro risulta superiore per le emissioni dei mutuatari dell'Europa centrale e orientale, ma anche in questo caso il dollaro USA è la valuta di elezione, con una quota del 65% in media dal 2009.

① Ai fini del presente riquadro, si intende per valuta EM qualsiasi valuta diversa dalle 11 seguenti: corona danese, corona norvegese, corona svedese, dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro neozelandese, dollaro statunitense, euro (comprese le valute che vi sono confluite), franco svizzero, sterlina e yen giapponese. A fine settembre 2013 rispondevano complessivamente a tale definizione 76 valute di denominazione di una o più emissioni nelle statistiche BRI sui titoli di debito internazionali. ② La BRI classifica un titolo di debito come internazionale qualora una delle seguenti caratteristiche non corrisponda al paese di residenza dell'emittente: paese di registrazione del titolo, diritto applicabile all'emissione oppure mercato di quotazione del titolo. Cfr. l'articolo "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012. ③ Per un'illustrazione dei motivi che spingono alcuni mutuatari a effettuare collocamenti tramite affiliate offshore, cfr. il riquadro "Le emissioni di titoli di debito dei paesi emergenti nei centri offshore", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2013.

Le transazioni valutarie hanno sempre più carattere finanziario

Robert N. McCauley e Michela Scatigna

Le Indagini triennali delle banche centrali per il 2007 e il 2010 indicavano che il rapporto fra le contrattazioni valutarie e le sottostanti transazioni commerciali di un paese cresce di pari passo con il reddito nazionale¹. In particolare, al crescere del reddito pro capite, le contrattazioni di una determinata valuta in rapporto alle transazioni in conto corrente del suo paese di emissione crescono da una, a dieci, sino a più di cento volte (grafico D, diagrammi centrale e di sinistra). In effetti, in presenza di un reddito maggiore le valute diventano meno dipendenti dall'economia reale, e più dall'economia finanziaria. Stimate separatamente in base ai dati del 2007 e del 2010, le curve di regressione ("curve di Kuznets") presentano una notevole somiglianza. Man mano che le economie si sviluppano e il PIL pro capite cresce, il rapporto aumenta e l'equilibrio tra transazioni commerciali e transazioni finanziarie si sposta a vantaggio di queste ultime seguendo un andamento molto prevedibile.

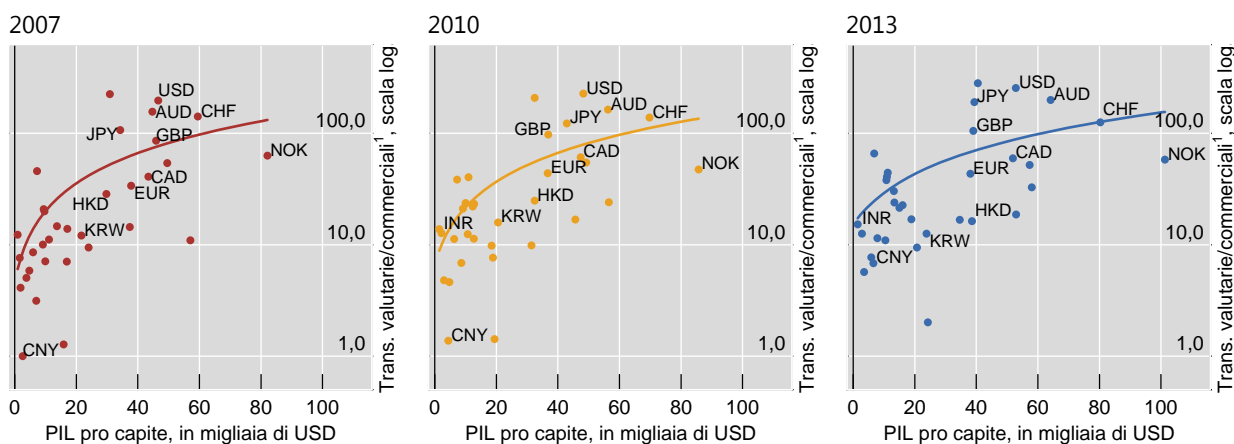
Anche i dati del 2013 mostrano la stessa relazione tra reddito nazionale e rapporto tra transazioni commerciali e transazioni finanziarie (grafico D, diagramma di destra). I test statistici non forniscono indicazioni di un cambiamento di questa relazione nel corso del tempo.

In termini di bontà di adattamento la correlazione è abbastanza stretta. Nel corso del 2013 la vivacità degli scambi in renminbi ha consolidato una relazione già forte, mentre la breve pausa del turnover in yen la ha temporaneamente indebolita (cfr. "Anatomia del mercato internazionale dei cambi alla luce dell'Indagine triennale per il 2013" in questo numero). Considerando le rilevazioni triennali nel loro complesso, il semplice modello curvilineo è in grado di spiegare due quinti della varianza.

¹ Robert N. McCauley e Michela Scatigna, "Gli scambi valutarie nelle divise delle economie emergenti: finanziarizzazione e localizzazione offshore", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2011, testo integrale disponibile solo in inglese.

Rapporto transazioni valutarie/transazioni commerciali e PIL pro capite

Grafico D



¹ Le transazioni valutarie comprendono sia quelle fuori borsa sia quelle su mercati regolamentati, le quali risultano più significative nel caso di real brasiliano, rupia indiana e won coreano. La relazione stimata, comune all'intero campione (2007-13), è: $y = 0,492 (5,621) + 0,029 (5,275) x - 1,96E-07 (-2,754) x^2$; R^2 agg. = 0,41, numero totale di osservazioni = 99. Dove $y = \log(\text{transazioni valutarie/transazioni commerciali})$ e $x = \text{PIL pro capite}$; valori t tra parentesi.

Fonti: FMI; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Indagine triennale delle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi e dei derivati; stime degli autori.