

## Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI<sup>1</sup>

*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. Questo capitolo offre una presentazione sintetica delle statistiche più recenti disponibili sul mercato bancario internazionale (aggiornate a fine marzo 2014) e analizza quelle sul mercato internazionale dei titoli di debito (aggiornate a fine giugno 2014).*

Tra la fine del 2013 e fine marzo 2014 le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono cresciute di \$580 miliardi, segnando il primo ingente aumento trimestrale dall'ultimo periodo del 2011. L'espansione è stata generalizzata in termini di paesi e di settori, e considerevole nei confronti delle economie sia avanzate sia emergenti. A livello di singoli paesi l'incremento maggiore si è registrato nei confronti della Cina; a fine marzo 2014 lo stock di attività transfrontaliere (comprese le operazioni intragrupo di banche cinesi e non) in essere verso questo paese superava \$1 000 miliardi. Gli impieghi verso il resto dell'Asia, America latina, Africa e Medio Oriente sono parimenti aumentati, sebbene a un ritmo inferiore. Per contro, le attività verso l'Europa emergente sono calate per il quarto trimestre consecutivo.

Il riquadro dedicato alle statistiche sui titoli di debito evidenzia come la configurazione dell'intermediazione creditizia internazionale sia recentemente cambiata, con un aumento del finanziamento sui mercati obbligazionari a scapito del credito bancario. Il riquadro si sofferma in particolare sull'impennata negli ultimi anni delle emissioni di titoli di debito internazionali delle imprese dei mercati emergenti, analizzandole in base al criterio della nazionalità dell'emittente, e considerando quindi anche i collocamenti effettuati dalle loro affiliate all'estero. Vengono presentate le probabili conseguenze dell'allungamento delle scadenze delle obbligazioni per il rischio di rollover. L'esigenza di rinnovare tali emissioni in presenza di eventuali turbative nei mercati dei capitali potrebbe comportare in futuro costi significativi per l'economia, sotto forma di una crescita più lenta e condizioni di finanziamento più restrittive.

<sup>1</sup> Il presente articolo è stato redatto da Stefan Avdjiev ([stefan.avdjiev@bis.org](mailto:stefan.avdjiev@bis.org)), con l'assistenza statistica di Sebastian Goerlich.

## Andamenti recenti nel mercato bancario internazionale

Il primo trimestre 2014 ha visto la prima notevole espansione dell'attività bancaria internazionale dall'ultimo periodo del 2011: gli impieghi transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentati di \$580 miliardi. Benché non sia bastato a controbilanciare i cali trimestrali precedenti, tale incremento ha portato a una diminuzione del tasso di contrazione annuale degli impieghi transfrontalieri al -2,0%, dal -4,0% di fine 2013<sup>2</sup>.

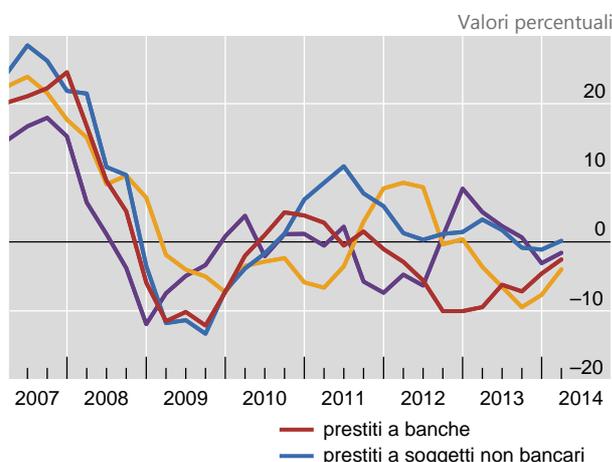
Il recupero dell'attività complessiva nel trimestre in rassegna ha beneficiato del primo aumento trimestrale degli impieghi interbancari transfrontalieri dall'ultimo periodo del 2011. Tali impieghi, che nelle statistiche bancarie su base locale<sup>3</sup> comprendono le posizioni nei confronti delle banche sia collegate sia non collegate, sono cresciuti di \$298 miliardi. Di conseguenza, il tasso annuo di flessione dell'attività interbancaria transfrontaliera si è ridotto dal -5,3 al -2,9% tra fine dicembre 2013 e fine marzo 2014. Come di consueto, l'espansione delle attività interbancarie è quasi interamente riconducibile ai prestiti (grafico 1, diagramma di sinistra). Gli impieghi transfrontalieri verso altre banche ed entità collegate nell'area dell'euro, compresa l'attività interna all'area, sono aumentati di \$104 miliardi nel 1° trimestre 2014, mettendo fine a una serie di sette flessioni consecutive.

### Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI

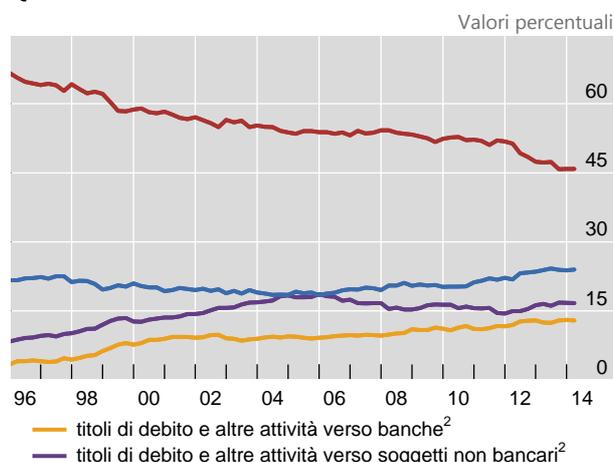
In base allo strumento e al settore della controparte

Grafico 1

Tasso di crescita annuale<sup>1</sup>



Quota sulle attività in essere



<sup>1</sup> Calcolato come somma delle variazioni rispetto ai quattro trimestri precedenti, depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, divisa per l'ammontare in essere un anno prima. <sup>2</sup> Le altre attività sono titoli azionari, strumenti derivati e altre attività finanziarie non classificate come prestiti, depositi o titoli di debito.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza (tabella 1).

<sup>2</sup> Le variazioni percentuali annue sono calcolate come somma delle variazioni rispetto ai quattro trimestri precedenti, depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, divisa per l'ammontare in essere un anno prima.

<sup>3</sup> Le statistiche bancarie su base locale si basano sul criterio dell'ubicazione delle dipendenze bancarie e rilevano l'attività di tutte le dipendenze bancarie con operatività internazionale nel paese dichiarante, indipendentemente dalla nazionalità della casa madre. Le banche contabilizzano le posizioni su base non consolidata, comprese quelle nei confronti delle proprie dipendenze in altri paesi.

Parallelamente all'aumento del credito interbancario transfrontaliero verso l'area dell'euro, nel primo trimestre si è osservato anche un incremento delle attività transfrontaliere denominate nella moneta unica, pari a \$163 miliardi, il primo aumento trimestrale dagli inizi del 2012. Esso ha abbassato il corrispondente tasso annuo di contrazione dal -10% di fine 2013 al -7,7% di fine marzo 2014.

Le attività transfrontaliere complessive verso i soggetti non bancari (principalmente società finanziarie non bancarie, amministrazioni pubbliche e imprese non finanziarie) sono anch'esse cresciute nel trimestre in rassegna, segnando un incremento di \$282 miliardi, il maggiore dall'ultimo periodo del 2010. Sebbene anche in questo caso sia stato l'aumento dei prestiti (\$196 miliardi) a trainare l'incremento complessivo, le banche dichiaranti hanno altresì continuato ad accrescere gli impieghi in titoli di emittenti non bancari (\$86 miliardi). Ciò nonostante, il tasso di crescita annuo dei loro acquisti di titoli è rimasto inferiore a quelli registrati nel 2012 e nel 2013 (grafico 1, diagramma di sinistra, linea viola).

Particolarmente vigorosa è stata l'attività di prestito transfrontaliera ai soggetti non bancari negli Stati Uniti, cresciuta di \$73 miliardi nel trimestre in esame. Le statistiche bancarie consolidate BRI<sup>4</sup> in base al mutuatario immediato indicano che l'aumento ha rispecchiato per la maggior parte un incremento del credito al settore privato non bancario, la cui quota sul totale delle attività internazionali verso gli Stati Uniti è aumentata di un intero punto percentuale (dal 52,0 al 53,0%) tra fine dicembre 2013 e fine marzo 2014. Per converso, nello stesso periodo la quota delle attività verso il settore pubblico statunitense è diminuita di 0,7 punti percentuali (dal 23,5 al 22,8%).

Malgrado la più recente ripresa trimestrale, la quota dei prestiti interbancari sull'insieme delle attività transfrontaliere è andata gradualmente diminuendo da circa due terzi a fine 1995 al 46% di fine marzo 2014 (grafico 1, diagramma di destra, linea rossa). All'opposto, la quota dei prestiti a soggetti non bancari, che tra fine 1995 e fine 2005 era rimasta stabile intorno al 20%, è aumentata negli ultimi anni, raggiungendo il 24% alla fine di marzo 2014 (linea blu). Contemporaneamente, la percentuale di attività transfrontaliere sotto forma di titoli emessi da prenditori non bancari è più che raddoppiata fra fine 1995 e fine 2005 (dall'8 al 19%), prima di flettere al 17% a fine marzo 2014 (linea viola). Infine, la quota di titoli emessi da altre banche sul totale degli impieghi bancari transfrontalieri è aumentata dal 3% di fine 1995 al 13% di fine marzo 2014 (linea gialla).

## Il credito alle economie emergenti

I prestiti transfrontalieri alle economie emergenti hanno continuato a crescere nel primo trimestre 2014. L'incremento di \$166 miliardi registrato nel periodo ha portato la crescita annua delle attività nei confronti di queste economie al 10% a fine marzo 2014<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Le statistiche bancarie consolidate si basano sul criterio della nazionalità delle banche dichiaranti e sono segnalate su base mondiale consolidata, ossia al netto delle posizioni tra affiliate del medesimo gruppo bancario. Le banche consolidano le posizioni intragruppo e dichiarano le sole attività verso mutuatari non collegati.

<sup>5</sup> Per un'analisi basata sulle nuove statistiche bancarie internazionali BRI (fase 1) delle principali determinanti del rallentamento dei prestiti bancari transfrontalieri alle economie emergenti (EME) durante l'episodio di turbolenza collegato all'annuncio del tapering nel 2013, cfr. l'articolo di S. Avdjiev e E. Takáts, "Il credito bancario transfrontaliero durante il «taper tantrum» e il ruolo dei

Come già da vari trimestri, la principale determinante dell'espansione durante il periodo in rassegna è stato il credito alla Cina, aumentato di \$133 miliardi. Questo incremento ha portato al 49% il tasso di crescita annua delle attività al paese. A fine marzo 2014 le consistenze in essere di attività transfrontaliere nei confronti della Cina si collocavano appena sopra \$1 000 miliardi ed erano composte per quasi i tre quarti (\$726 miliardi) da impieghi interbancari. Le statistiche bancarie consolidate indicano che una quota significativa (oltre \$400 miliardi) delle attività transfrontaliere verso la Cina è contabilizzata da banche con sede legale al di fuori dell'area dichiarante alla BRI per il tramite di affiliate nei paesi dichiaranti, ad esempio banche cinesi a Hong Kong SAR<sup>6,7</sup>. A titolo di confronto, a fine marzo 2014 le attività estere consolidate nei confronti di residenti cinesi contabilizzate dalle banche con sede legale all'interno dell'area dichiarante erano complessivamente pari a \$796 miliardi in base al rischio ultimo<sup>8</sup>.

Anche le attività nei confronti del resto dell'Asia emergente sono cresciute (di \$21 miliardi) nel trimestre in esame, ma a un tasso molto più moderato (7,8% su base annuale) rispetto a quelle verso la Cina.

Così come nel trimestre precedente, gli impieghi verso America latina e Caraibi sono aumentati a un ritmo assai modesto, con un incremento di appena \$8,9 miliardi. Le banche con operatività internazionale hanno accresciuto le attività nei confronti del Brasile di \$7,6 miliardi, mentre i prestiti transfrontalieri al Messico si sono contratti di \$3,7 miliardi.

Il credito transfrontaliero all'Europa emergente è calato per il quarto trimestre consecutivo, segnando una flessione di \$15 miliardi, superiore alle tre flessioni precedenti, che ha provocato un calo dell'1,9% su base annua degli impieghi verso la regione. Per quanto riguarda i singoli paesi, Turchia e Polonia hanno subito i cali maggiori (pari rispettivamente a \$5,3 e 4,8 miliardi), mentre le attività verso l'Ungheria sono cresciute di \$1,3 miliardi.

Di fronte all'aumento dell'incertezza geopolitica riguardo a Russia e Ucraina nel primo trimestre 2014, le banche con operatività internazionale hanno segnalato una riduzione (del valore in dollari USA) delle loro attività estere consolidate nei confronti di entrambi questi paesi. Le statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo indicano che tra fine dicembre 2013 e fine marzo 2014 lo stock in essere di attività estere verso la Russia è calato da \$225 a 209 miliardi e quello verso

fondamentali dei mercati emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese).

<sup>6</sup> L'elenco dei paesi dell'area dichiarante alla BRI è consultabile sul sito internet della BRI: [www.bis.org/statistics/rep\\_countries.htm](http://www.bis.org/statistics/rep_countries.htm). La Cina non rientra fra i paesi che partecipano alla segnalazione delle statistiche bancarie internazionali BRI. Tuttavia, le statistiche su base locale e quelle consolidate in base al mutuatario immediato rilevano le posizioni delle banche cinesi e di altra nazionalità con sede legale al di fuori dell'area dichiarante nella misura in cui tali posizioni sono contabilizzate attraverso affiliate in un paese dichiarante alla BRI.

<sup>7</sup> Cfr. P. McGuire e A. Van Rixtel, "Variazioni nella composizione del credito verso l'Asia emergente", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012, pagg. 9-11 del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI".

<sup>8</sup> Le attività estere comprendono le attività transfrontaliere e quelle locali, mentre le attività locali si riferiscono al credito erogato dalle affiliate di banche estere ubicate nello stesso paese del mutuatario. Le attività locali delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti della Cina denominate in renminbi erano pari in totale a \$235 miliardi a fine marzo 2014.

l'Ucraina da \$25 a 22 miliardi<sup>9</sup>. Le flessioni segnalate, tuttavia, risultano amplificate dal concomitante pronunciato deprezzamento delle monete di questi paesi nei confronti del dollaro, che ha ridotto il valore in dollari delle attività contabilizzate in moneta locale tramite affiliate locali<sup>10</sup>. Le statistiche bancarie su base locale indicano che al netto degli effetti di cambio le attività transfrontaliere verso i residenti della Russa sono rimaste pressoché invariate nel primo trimestre 2014 (a -\$0,3 miliardi) e quelle verso i residenti ucraini sono diminuite di \$1,5 miliardi (-15% su base annua).

<sup>9</sup> Per un'analisi delle consistenze in essere a fine 2013 delle attività estere verso la Russia e l'Ucraina, disaggregate in base alla nazionalità delle banche creditrici, cfr. il grafico 2 in Banca dei Regolamenti Internazionali, "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2014, pag. 5.

<sup>10</sup> Il deprezzamento di una moneta nei confronti del dollaro USA si traduce in un calo del valore segnalato in dollari dello stock in essere di attività denominate in quella moneta.

## L'intermediazione creditizia mondiale: cambiamenti recenti e potenziali rischi

Branimir Gruić, Masazumi Hattori e Hyun Song Shin

All'interno dell'attività mondiale di intermediazione creditizia si è assistito a un pronunciato spostamento dal settore bancario al mercato dei titoli di debito, per l'effetto congiunto della modesta attività bancaria transfrontaliera nel 2009-12 e della ricerca di investimenti più redditizi in un contesto di rendimenti bassi. Tale spostamento è particolarmente evidente nel caso dei prenditori societari delle economie emergenti, per i quali gli importi in essere in base alla nazionalità (ossia in base all'ubicazione della sede legale) superano quelli tradizionali in base alla residenza (grafico A, diagramma di sinistra), segnalando quindi la presenza di ingenti emissioni offshore non rilevate nelle tradizionali statistiche sul debito estero. Cfr. Chui et al. (2014)<sup>1</sup> per una descrizione più dettagliata delle caratteristiche e delle esposizioni dei prenditori.

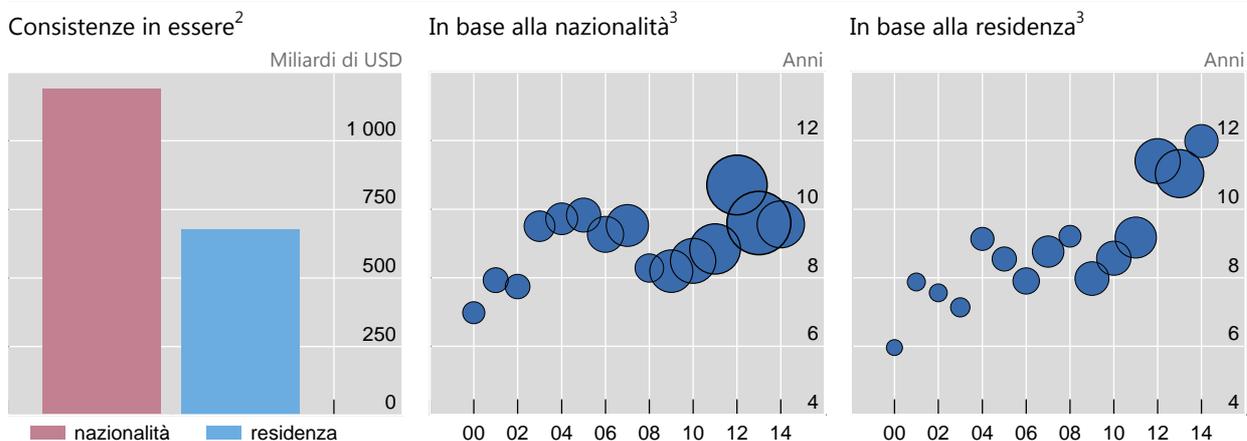
La scadenza media dei titoli di debito internazionali di nuova emissione dei prenditori societari delle EME è andata aumentando. I diagrammi di sinistra e centrale del grafico A mostrano l'ammontare e la scadenza media dei collocamenti lordi di titoli di debito internazionali da parte delle società non bancarie delle EME<sup>2</sup>. La grandezza della bolla rappresenta l'importo in dollari, mentre la sua collocazione sull'asse delle ordinate corrisponde alla scadenza media ponderata in base all'ammontare dell'emissione. Il grafico A mostra che negli ultimi anni sono aumentati sia il volume (bolle più grandi) sia la scadenza delle emissioni, specie nel caso della serie basata sulla residenza. Per quanto attiene alle consistenze di titoli di debito in essere per residenza, la vita media residua al netto degli strumenti del mercato monetario supera oggi gli otto anni.

L'allungamento delle scadenze contribuisce ad attenuare il rischio di rollover per i prenditori, ma lo fa a prezzo di una maggiore sensibilità dei prezzi obbligazionari alle variazioni di rendimento, ossia di un maggiore rischio di duration per il prestatore. Sebbene molti investitori obbligazionari come gli investitori istituzionali operino con una leva finanziaria molto bassa se non addirittura nulla, essi possono adottare comportamenti analoghi a quelli degli investitori ad alto grado di leva laddove siano soggetti a limiti di rischio, reagiscono a indicatori della performance

### Emissioni lorde annue e scadenza (media ponderata)

Società non bancarie dei mercati emergenti<sup>1</sup>

Grafico A



<sup>1</sup> Società non finanziarie e società finanziarie non bancarie di Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Estonia, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, India, Islanda, Lettonia, Lituania, Malaysia, Messico, Perù, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Singapore, Slovenia, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. <sup>2</sup> A fine giugno 2014. <sup>3</sup> Il criterio della nazionalità considera le società aventi sede legale nei paesi selezionati. Il criterio della residenza si riferisce alle società ubicate nei paesi selezionati. La grandezza delle bolle rispecchia il volume relativo delle emissioni lorde annuali di titoli a lunga scadenza. Le emissioni lorde per il 2013 erano pari a \$265 miliardi (in base alla nazionalità) e a \$152 miliardi (in base alla residenza). I dati per il 2014 arrivano fino a giugno.

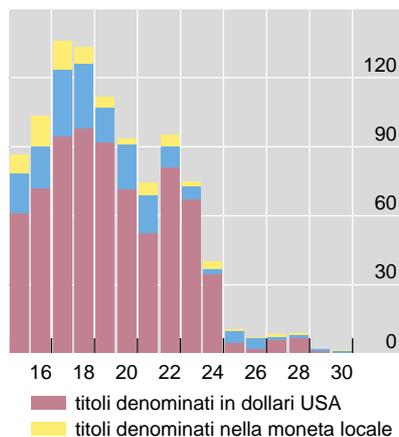
Fonti: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter; BRI.

## Proiezioni dei rimborsi<sup>1</sup>

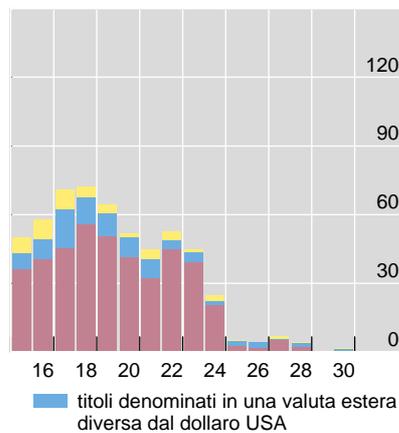
Società non bancarie dei mercati emergenti, in miliardi di dollari USA

Grafico B

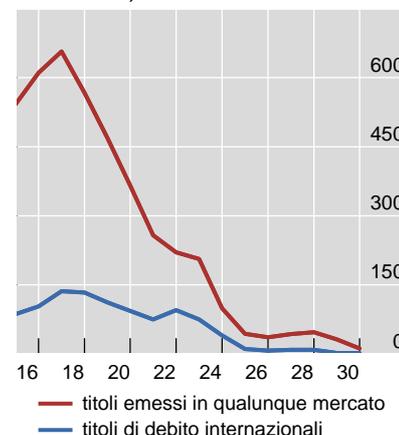
In base alla nazionalità



In base alla residenza



Proiezioni dei rimborsi (in base alla nazionalità)<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Proiezioni dei rimborsi di titoli di debito internazionali già emessi dalle società non bancarie nei paesi elencati nel grafico A. Il criterio della nazionalità si riferisce alle società con sede legale nei paesi elencati. Il criterio della residenza si riferisce alle società ubicate nei paesi selezionati. Per moneta nazionale si intende la moneta del paese di nazionalità della società emittente. <sup>2</sup> Proiezioni dei rimborsi di titoli a lungo termine indipendentemente dal mercato di emissione (fonte: Dealogic) e dei titoli che soddisfano i criteri della BRI (titoli di debito internazionali).

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

relativa o adottino coperture dinamiche per compensare le perdite derivanti dalla vendita di opzioni o da altre prassi volte ad accrescere i rendimenti. Nella misura in cui le reazioni degli investitori amplificano le turbative di mercato, la presenza di scadenze più lunghe potrebbe creare nuove vulnerabilità e incidere così potenzialmente sulla disponibilità e il costo del finanziamento. Queste problematiche sono esaminate in maggiore dettaglio da Miyajima e Shim (2014)<sup>3</sup>.

Le proiezioni relative alla tempistica dei rimborsi per le società non bancarie delle EME basate sui titoli di debito internazionali emessi finora indicano che i rimborsi raggiungeranno un picco nel 2017-18. Nel caso dei titoli di debito internazionali, la stragrande maggioranza dei rimborsi avviene in dollari USA (grafico B, diagrammi di sinistra e centrale).

Ciò rappresenta una potenziale fonte di vulnerabilità. Molti emittenti dei mercati emergenti, come gli esportatori di materie prime, presentano in genere un flusso di cassa in dollari USA in grado di controbilanciare i pagamenti cedolari, come illustrato da Chui et al. (2014)<sup>4</sup>. Ciò nonostante, anche nel caso di questi emittenti la copertura del rischio valutario connesso al rimborso del capitale potrebbe risultare incompleta. Nella misura in cui le turbative di mercato sono aggravate dal rischio di duration, un allungamento delle scadenze potrebbe avere l'effetto perverso di accentuare i problemi di rollover in caso di chiusura del mercato dei titoli di debito in dollari USA durante un episodio di stress. A questo proposito, va ricordato che nei mesi di settembre e ottobre 2008, gennaio 2009 e durante varie settimane a metà del 2013 i mercati in dollari degli emittenti dei mercati emergenti per poco non avevano chiuso i battenti.

I titoli di debito internazionali rappresentano il 20% circa dei titoli di debito totali in termini di importi in essere<sup>4</sup>,<sup>5</sup>. Il grafico B (diagramma di destra) mostra le proiezioni relative ai rimborsi di titoli di debito internazionali rispetto a quelli dei titoli complessivi, comprese le emissioni interne. I titoli di debito nazionali sono denominati perlopiù nella moneta nazionale, il che elimina il rischio immediato di disallineamento valutario. Tuttavia, poiché gli investitori internazionali sono sempre più presenti nel mercato dei titoli di debito nazionali, anche questo mercato potrebbe non essere immune da turbative provocate dal disimpegno di tali investitori.

Sebbene per gli investitori che non operano con un'elevata leva finanziaria non si ponga di norma il problema della solvibilità, l'impatto macroeconomico più generale di turbative nei mercati dei capitali potrebbe comportare costi significativi per l'economia, attraverso una crescita più lenta e condizioni finanziarie più restrittive. Per queste ragioni, le tendenze recenti nel mercato dei titoli di debito e la mutata configurazione dell'intermediazione creditizia meritano attenzione da parte dei responsabili delle politiche.

① M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese). ② La BRI considera un titolo di debito come internazionale se una qualunque delle seguenti caratteristiche non corrisponde al paese di residenza dell'emittente: paese di registrazione del titolo, diritto applicabile all'emissione oppure mercato di quotazione del titolo. Altrimenti, le emissioni sono classificate come nazionali. Cfr. B. Gruić e P. Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012. ③ K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese). ④ Gli investimenti in titoli di debito da parte di non residenti rappresentano circa un quarto dello stock di titoli di debito mondiali, mentre il restante 75% è composto dagli investitori nazionali. Cfr. B. Gruić e A. Schrimpf, "Gli investimenti transfrontalieri nei mercati mondiali del debito dall'inizio della crisi", alle pagine 9-10 del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI" nella *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014. ⑤ Per le economie elencate, a fine 2013 la quota di titoli di debito internazionali in essere per residenza all'interno della serie di lungo periodo sul credito al settore privato non finanziario era pari all'1% circa. Cfr. C. Dembiermont, M. Drehmann e S. Muksakunratana, "Il nuovo database BRI per il credito totale al settore privato non finanziario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2013. È ragionevole ipotizzare che le grandi società non finanziarie di tali economie si rivolgano al mercato dei titoli di debito internazionali.