

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, raccoglie e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Le statistiche più recenti disponibili sul mercato bancario si riferiscono al quarto trimestre 2010, quelle sui titoli di debito e sugli strumenti derivati negoziati in borsa al primo trimestre 2011, mentre i dati relativi ai contratti derivati scambiati nei mercati non regolamentati (OTC) sono aggiornati a fine 2010. Il presente capitolo comprende tre riquadri: il primo fornisce dettagli sulle discontinuità nelle serie dovute al trasferimento di attività a bad bank in vari paesi; il secondo presenta dati sulla struttura per scadenze del debito sovrano delle economie emergenti; il terzo analizza le implicazioni statistiche della compensazione dei derivati OTC tramite controparti centrali.

Il mercato bancario internazionale nel quarto trimestre 2010¹

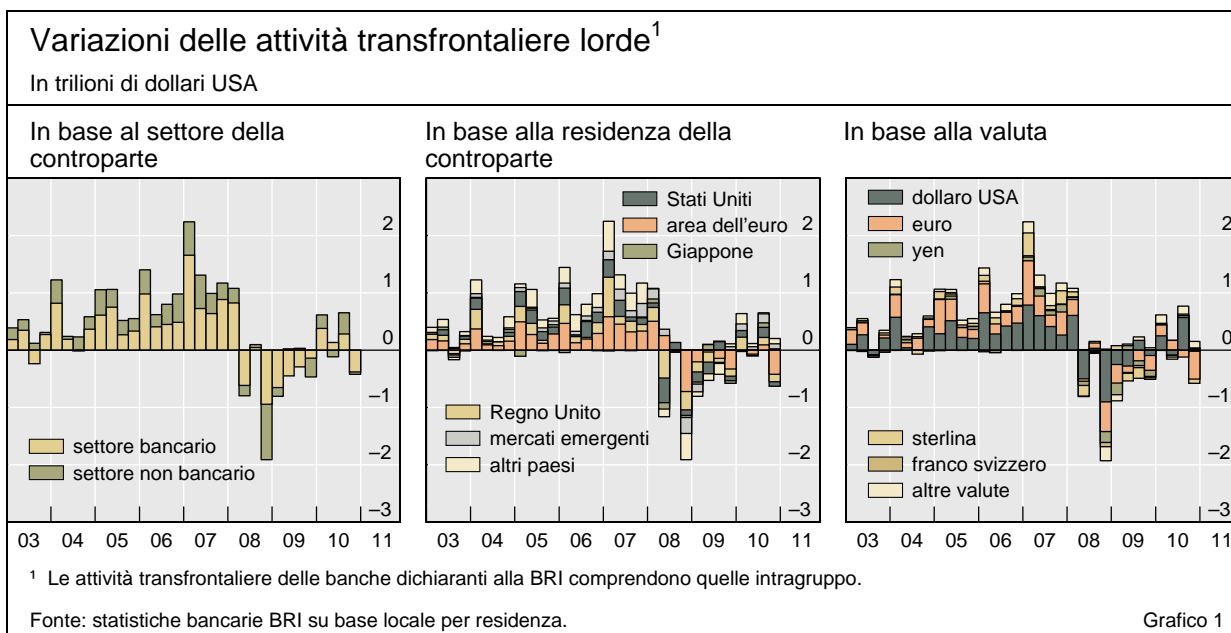
Nel quarto trimestre 2010 le attività transfrontaliere aggregate delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite, principalmente per effetto di un calo significativo dei prestiti ai residenti nell'area dell'euro. Per contro, gli impieghi verso i residenti nelle economie emergenti (EME) sono aumentati per il settimo trimestre consecutivo. Le informazioni desunte dalle statistiche bancarie consolidate BRI suggeriscono che gran parte dell'espansione dello stock di attività internazionali verso i residenti nelle EME negli ultimi due anni circa è riconducibile a prestiti a breve termine.

Diminuzione del credito transfrontaliero a livello mondiale²

Le attività transfrontaliere aggregate delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite nel periodo in rassegna. La contrazione di \$423 miliardi (1,4%) va ascritta in gran parte al calo di \$378 miliardi (1,9%) del credito interbancario (grafico 1, diagramma di sinistra), mentre per la parte restante è imputabile a

¹ Per maggiori informazioni sulle statistiche bancarie si prega di contattare Stefan Avdjiev.

² L'analisi contenuta in questa sottosezione e in quella successiva poggia sulle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza. In queste statistiche, i creditori e i debitori sono classificati in base alla residenza (come nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti) anziché in base alla nazionalità. Tutte le segnalazioni dei flussi relativi alle attività transfrontaliere sono state depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie.



un decremento di \$45 miliardi (0,4%) degli impieghi verso il settore non bancario.

Le banche hanno segnalato una flessione delle attività transfrontaliere verso la maggioranza delle principali economie avanzate (grafico 1, diagramma centrale). Il credito ai residenti dell'area dell'euro ha subito la contrazione più rilevante (di \$422 miliardi, 4,0%), dovuta per quasi la metà (\$208 miliardi) a un calo delle attività transfrontaliere all'interno dell'area stessa. È diminuito anche il credito transfrontaliero verso i residenti di Regno Unito e Stati Uniti, rispettivamente di \$126 miliardi (2,5%) e di \$80 miliardi (1,5%). Le attività a favore dei residenti del Giappone sono al contrario aumentate di \$23 miliardi (3,0%).

Si riduce il credito transfrontaliero alle economie avanzate ...

La composizione valutaria dei flussi di credito transfrontaliero nel quarto trimestre ha rispecchiato in larga misura quella in base alla residenza della controparte (grafico 1, diagramma di destra). In particolare, le attività denominate in euro hanno registrato il calo maggiore (di \$490 miliardi, 4,3%), imputabile per quasi tre quarti a una contrazione di \$359 miliardi degli impieghi a favore dei residenti nell'area dell'euro. Sono diminuite anche le attività in sterline e dollari statunitensi, rispettivamente di \$71 miliardi (4,2%) e di \$17 miliardi (0,1%), mentre quelle denominate in yen sono aumentate (di \$31 miliardi, 2,6%) per il quarto trimestre consecutivo.

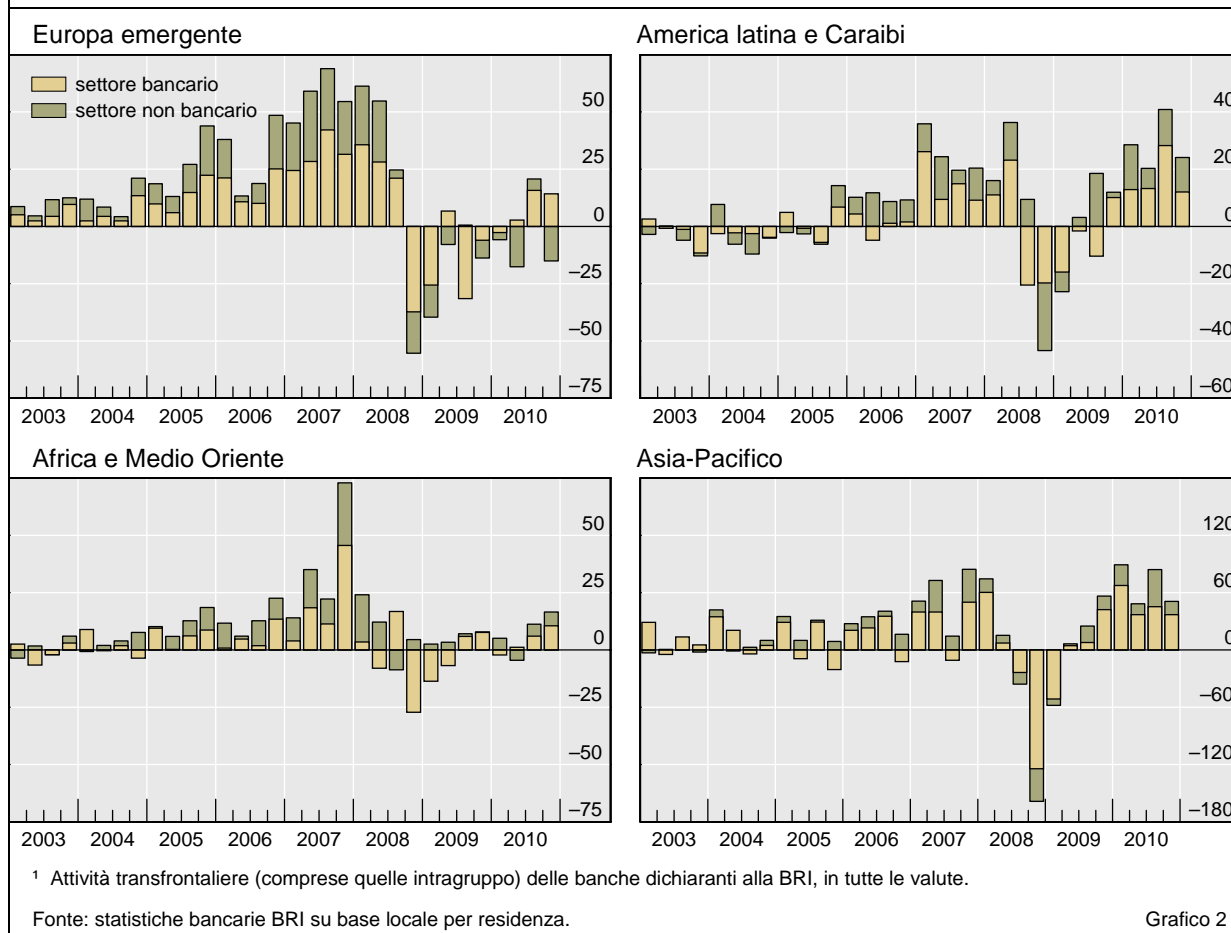
Protratta espansione delle attività transfrontaliere verso i mercati emergenti

Le attività bancarie transfrontaliere nei confronti dei residenti nelle EME sono aumentate per il settimo trimestre consecutivo (grafico 2). L'espansione di \$91 miliardi (3,3%) è il risultato di un incremento di \$74 miliardi (5,2%) degli impieghi interbancari e di \$17 miliardi (1,2%) delle attività verso il settore non bancario. Essa ha interessato tutte le regioni emergenti ad eccezione dell'Europa, dove gli impieghi hanno registrato l'ottava contrazione negli ultimi nove trimestri.

... mentre continua a crescere quello verso i mercati emergenti

Variazioni delle attività transfrontaliere verso i residenti dei mercati emergenti¹

In base al settore della controparte, in miliardi di dollari USA



Il credito transfrontaliero verso l'Asia-Pacifico ha continuato a crescere (grafico 2, diagramma in basso a destra). Ancora una volta, la maggior parte dei flussi è stata diretta verso la Cina: gli impieghi a favore dei residenti di questo paese sono aumentati di \$46 miliardi (16%). Le banche hanno inoltre segnalato aumenti significativi delle attività nei confronti di India (\$9,7 miliardi, 5,5%) e Thailandia (\$6,0 miliardi, 18%). Gli impieghi verso la Corea, per contro, sono diminuiti di \$20 miliardi (9,0%).

Anche le attività transfrontaliere verso i residenti della regione America latina e Caraibi hanno continuato ad aumentare (grafico 2, diagramma in alto a destra). L'incremento di \$24 miliardi (4,8%) è ascrivibile prevalentemente ad aumenti considerevoli degli impieghi verso i residenti di Messico (\$7,7 miliardi, 7,2%) e Brasile (\$7,6 miliardi, 3,2%), ma è cresciuto notevolmente anche il credito transfrontaliero a favore di Colombia (\$3,0 miliardi, 24%) e Uruguay (\$2,2 miliardi, 69%).

Le attività transfrontaliere verso i residenti di Africa e Medio Oriente hanno evidenziato l'espansione più marcata dal primo trimestre 2008 (grafico 2,

diagramma in basso a sinistra)³. L'incremento complessivo di \$17 miliardi (3,4%) si deve soprattutto a un aumento di \$11 miliardi (5,4%) degli impieghi interbancari. Le attività transfrontaliere ai residenti di Qatar e Arabia Saudita hanno riportato i maggiori incrementi, rispettivamente di \$6,2 miliardi (11%) e di \$4,5 miliardi (5,5%).

Le economie emergenti europee sono state le uniche fra le EME a registrare un calo delle attività transfrontaliere nel periodo (grafico 2, diagramma in alto a sinistra). Gli impieghi verso le banche di quest'area sono in realtà aumentati di \$14 miliardi (3,6%), ma tale incremento è stato più che compensato da una flessione di \$15 miliardi (4,0%) delle attività verso il settore non bancario. Il credito transfrontaliero verso l'Ungheria ha evidenziato la contrazione più marcata (di \$13 miliardi, 15%), ma anche quello verso la Polonia ha riportato un calo considerevole (di \$4,9 miliardi, 3,8%). Le banche hanno inoltre segnalato una flessione degli impieghi nei confronti di tutti e tre i paesi baltici, ovvero Lituania (\$1,4 miliardi, 8,3%), Estonia (\$0,9 miliardi, 5,9%) e Lettonia (\$0,4 miliardi, 2,4%). Per contro, i prestiti transfrontalieri alla Turchia hanno registrato un'impennata di \$11 miliardi (7,8%): l'espansione, la quinta consecutiva e la più alta mai registrata, si è verificata benché nel periodo la banca centrale del paese abbia ridotto i tassi applicati ai depositi *overnight* per scoraggiare ulteriori afflussi di capitali e innalzato al contempo gli obblighi di riserva allo scopo di contenere la crescita del credito. Le banche dichiaranti alla BRI hanno accresciuto anche gli impieghi transfrontalieri a favore dei residenti di Repubblica Ceca (di \$3,0 miliardi, 6,7%), Ucraina (di \$2,2 miliardi, 9,3%) e Romania (di \$1,9 miliardi, 3,3%).

Maggiore incidenza dei crediti a breve termine sui prestiti bancari alle EME⁴

Dal momento che negli ultimi due anni si è osservato un flusso costante di fondi verso le economie emergenti, è naturale chiedersi in quale misura esso possa essere soggetto a un'inversione repentina. Va da sé che nessuna serie statistica può cogliere esplicitamente le intenzioni alla base del comportamento degli investitori. Ciò nondimeno, la scomposizione per scadenze delle attività bancarie internazionali riportata nelle statistiche bancarie consolidate BRI in base al mutuatario immediato⁵ fornisce informazioni utili sulla percentuale dei

³ Si noti che gli ultimi dati disponibili sul credito transfrontaliero verso i residenti di Africa e Medio Oriente si riferiscono al quarto trimestre 2010, prima che iniziassero a emergere tensioni sociopolitiche in alcuni paesi della regione.

⁴ L'analisi in questa sottosezione si fonda sulle statistiche bancarie internazionali consolidate BRI in base al mutuatario immediato. In queste statistiche le esposizioni delle banche dichiaranti sono classificate in base alla nazionalità delle banche (ossia considerando la sede delle rispettive case madri), anziché in base all'ubicazione dell'unità che le contabilizza.

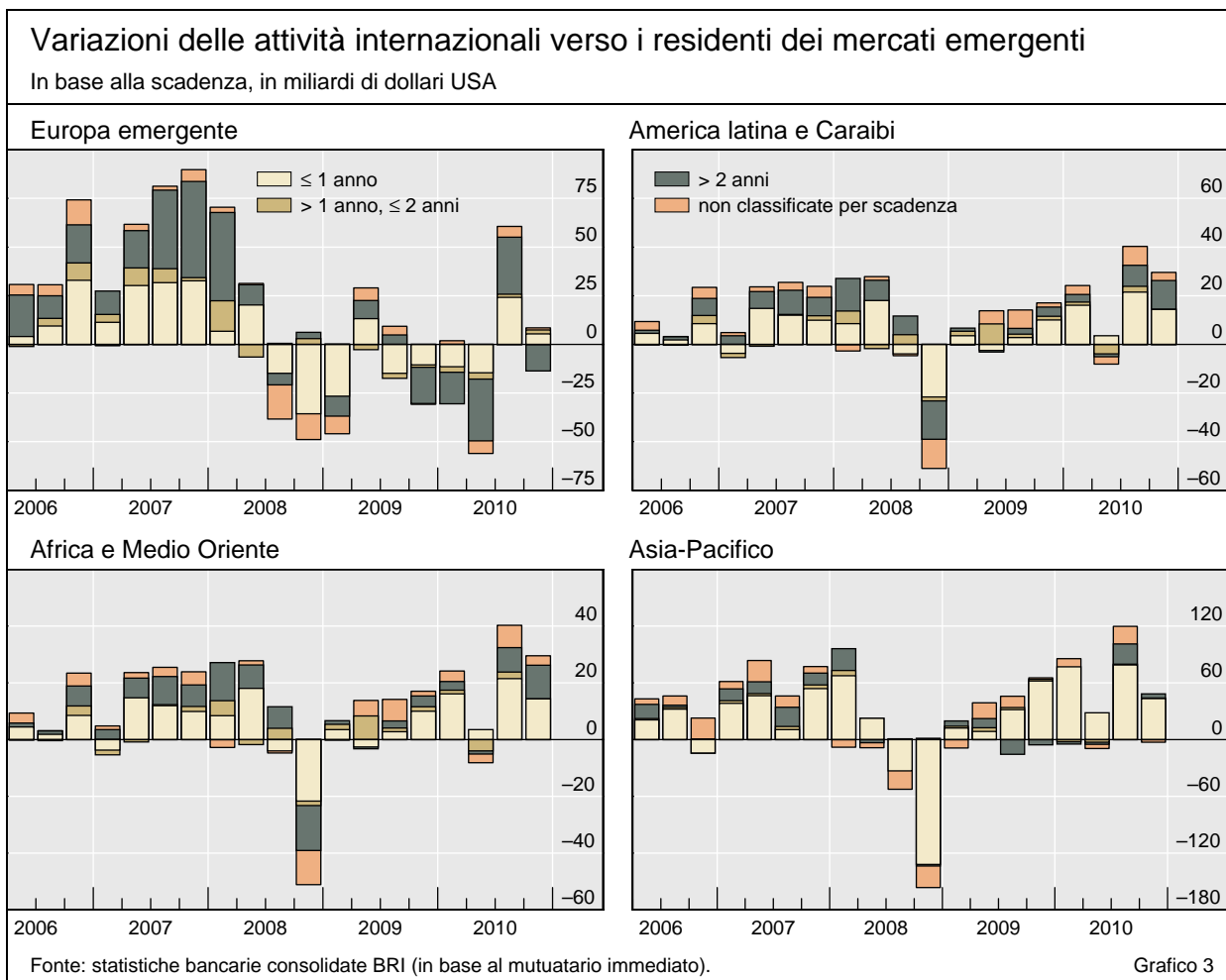
⁵ Le *attività internazionali* si compongono di attività transfrontaliere (vale a dire attività verso soggetti con sede in un paese diverso da quello di residenza della banca dichiarante) e attività locali (cioè attività verso soggetti situati nel paese di residenza della banca dichiarante) di filiali estere (ossia succursali e affiliate situate al di fuori del paese in cui ha sede la casa madre della banca dichiarante) denominate in valuta estera (cioè in una valuta diversa da quella ufficiale del paese di residenza della filiale della banca dichiarante). Fra le attività internazionali *non* rientrano gli impieghi a favore dei residenti nel paese in cui ha sede la casa madre della banca dichiarante.

flussi di capitale bancario verso le EME caratterizzata da un orizzonte di investimento breve⁶.

Il recente aumento delle attività internazionali verso le EME è perlopiù ascrivibile al credito a breve termine

L'espansione delle consistenze di attività bancarie internazionali verso i residenti delle EME osservata tra il secondo trimestre 2009 e la fine del 2010 va ricondotta per la maggior parte a un aumento del credito a breve termine. Su una crescita complessiva di \$527 miliardi, circa \$418 miliardi (79%) possono essere attribuiti a un aumento delle attività con scadenze inferiori a un anno. A titolo di confronto, tale categoria di attività aveva rappresentato approssimativamente il 49% dell'aumento del credito ai mercati emergenti tra inizio 2006 e metà 2008.

Il grafico 3 riporta una scomposizione per scadenze delle variazioni nelle consistenze delle attività internazionali verso le quattro principali regioni emergenti⁷. Le variazioni delle attività a breve termine sono state predominanti nell'Asia-Pacifico, dove hanno concorso per circa l'84% all'aumento



⁶ La scomposizione per scadenze delle attività internazionali nelle statistiche bancarie consolidate BRI in base al mutuatario immediato si fonda sulla vita *residua* (ossia il tempo rimanente fino alla scadenza delle attività al momento della rilevazione).

⁷ Poiché le statistiche bancarie consolidate BRI non comprendono una scomposizione per valuta, le suddette variazioni delle consistenze in essere di attività internazionali non sono depurate dalle oscillazioni dei tassi di cambio.

complessivo delle attività internazionali registrato negli ultimi sette trimestri per i quali sono disponibili dati. Tale categoria di attività ha inciso in misura considerevole anche sugli incrementi del credito internazionale ai residenti di Africa e Medio Oriente (71%) e di America latina e Caraibi (50%). Per contro, il suo impatto è stato significativamente inferiore nel caso delle oscillazioni dello stock complessivo di attività internazionali nei confronti dei residenti dell'Europa emergente.

Attività estere delle banche dichiaranti verso i residenti dell'area dell'euro⁸

Al fine di fornire dati più esaurienti sulle attività estere consolidate e su altre esposizioni potenziali (in base al rischio ultimo) dei sistemi bancari dichiaranti, la BRI ha deciso di pubblicare nell'allegato statistico⁹ una nuova tabella (tabella 9E), consistente in una versione ampliata della tabella 1 a pag. 6 del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI" nella *Rassegna trimestrale BRI* di marzo 2011. Più specificamente, la nuova tabella riporta le scomposizioni settoriali bilaterali delle attività estere dei principali sistemi bancari dichiaranti verso i residenti di un'ampia gamma di paesi. Essa riporta altresì informazioni bilaterali dettagliate su altre esposizioni potenziali sull'estero dei medesimi sistemi bancari dichiaranti.

Le attività estere¹⁰ consolidate totali delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei residenti dell'area dell'euro si collocavano a \$7 601 miliardi alla fine del quarto trimestre 2010. Secondo le stime, questa categoria di attività è diminuita, a tassi di cambio costanti¹¹, di \$291 miliardi (3,5%) nel trimestre¹². La maggiore contrazione (di \$87 miliardi, 4,8%) è stata quella delle attività estere verso la Germania, dovuta soprattutto alla considerevole flessione degli impieghi a favore del settore bancario e di quello pubblico (pari rispettivamente a \$54 miliardi, 8,5%, e a \$45 miliardi, 8,6%).

A fine 2010 le banche dichiaranti detenevano attività consolidate totali sull'estero per \$810 miliardi nei confronti dei residenti di Grecia, Irlanda e

Diminuiscono le attività estere consolidate verso l'area dell'euro al netto degli effetti di cambio

⁸ L'analisi in questa sottosezione si fonda sulle statistiche bancarie internazionali consolidate BRI in base al rischio ultimo. In queste statistiche le esposizioni delle banche dichiaranti sono classificate in base alla nazionalità delle banche (ossia considerando la sede delle rispettive case madri), anziché in base all'ubicazione dell'unità che le contabilizza. Inoltre, la classificazione delle controparti tiene conto dei trasferimenti di rischio tra paesi e settori (per una trattazione più dettagliata e alcuni esempi dei trasferimenti di rischio, cfr. il riquadro alle pagg. 13-14 della *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2011).

⁹ Consultabile all'indirizzo: <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>.

¹⁰ Le *attività estere* si compongono di attività transfrontaliere (vale a dire attività verso soggetti con sede in un paese diverso da quello di residenza della filiale che le contabilizza) e attività locali (cioè attività verso soggetti situati nel paese di residenza della filiale che le contabilizza) di filiali estere (ossia succursali e affiliate situate al di fuori del paese in cui ha sede la casa madre della banca dichiarante). Le attività estere *non* comprendono attività nei confronti dei residenti del paese in cui ha sede la casa madre della banca dichiarante.

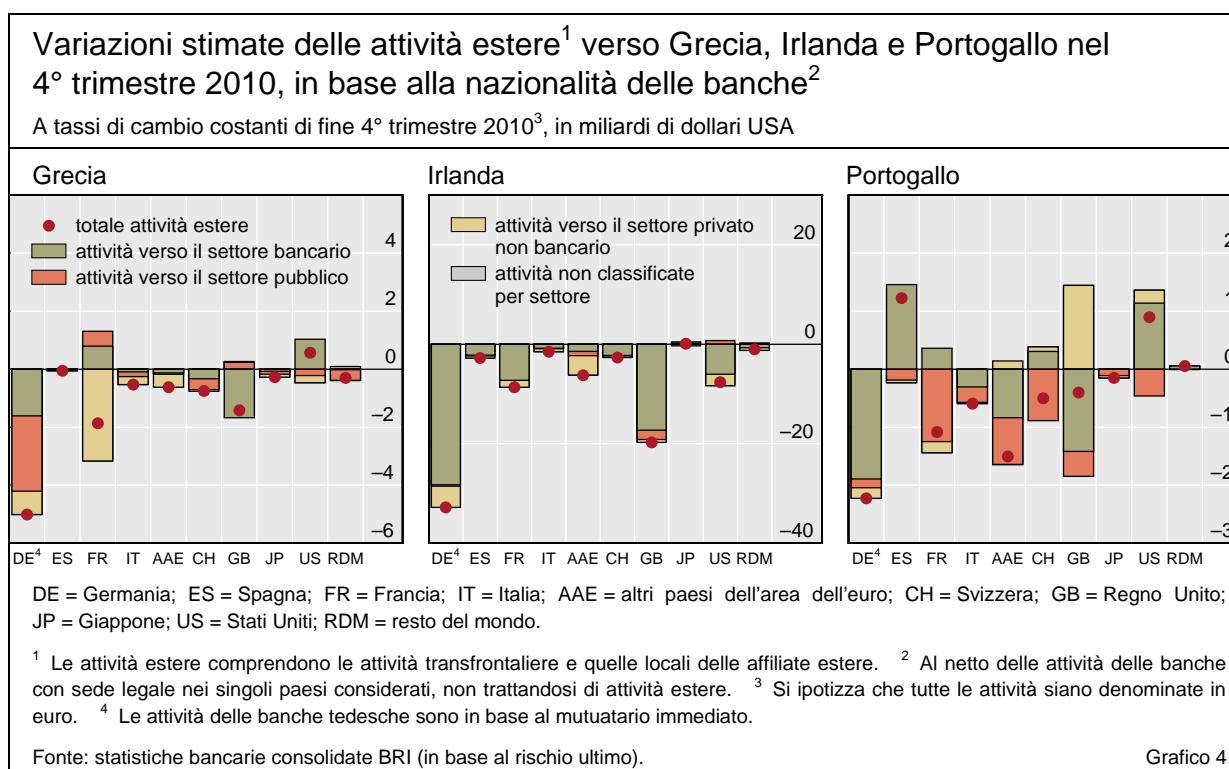
¹¹ Per tenere conto delle oscillazioni dei tassi di cambio verificatesi durante il periodo si formula l'ipotesi (seppure imprecisa) che tutte le attività estere verso i residenti dell'area dell'euro siano denominate in euro.

¹² Tutti i dati di flusso sono depurati delle discontinuità nelle serie. Per un'analisi dettagliata delle più rilevanti discontinuità durante il periodo, cfr. il riquadro 1 a fine testo.

Portogallo, i tre paesi dell'area dell'euro che hanno ricevuto sostegno esterno dalla UE e dall'FMI. Le stime indicano che, a tassi di cambio costanti, le attività estere verso tale gruppo di paesi sono diminuite di \$97 miliardi durante il quarto trimestre (grafico 4).

Tale calo è perlopiù riconducibile a una contrazione di \$83 miliardi (15%) degli impieghi nei confronti dei residenti dell'Irlanda, in particolare verso il settore bancario del paese (diminuiti di \$66 miliardi, 42%), benché le banche attive a livello internazionale abbiano segnalato anche un calo delle attività verso il settore privato non bancario e quello pubblico (rispettivamente \$14 miliardi, 3,7%, e \$2,6 miliardi, 10%).

Nel periodo sono diminuite anche le attività estere nei confronti di Grecia e Portogallo, seppure in misura alquanto inferiore rispetto a quelle verso l'Irlanda. Il calo di \$10,3 miliardi (6,0%) delle attività verso i prenditori greci è ascrivibile per quasi la metà a un decremento di \$5,0 miliardi (5,8%) del credito al settore privato non bancario. Per contro, quello di \$4,3 miliardi (1,9%) degli impieghi esteri nei confronti del Portogallo è scaturito da una riduzione di \$4,6 miliardi (9,3%) delle attività verso il settore pubblico.



Le emissioni di titoli di debito internazionali nel primo trimestre 2011¹³

L'attività sul mercato primario dei titoli di debito internazionali si è intensificata nel primo trimestre 2011. Le emissioni lorde perfezionate sono cresciute del 20% sul trimestre precedente, portandosi a \$2 127 miliardi (grafico 5, diagramma di sinistra), di riflesso sia a una ripresa stagionale¹⁴ sia a una lieve espansione dell'attività di fondo dovuta a condizioni di mercato generalmente favorevoli. In presenza di un leggero rialzo dei rimborsi, i collocamenti netti sono saliti a \$487 miliardi, da \$299 miliardi nel trimestre precedente.

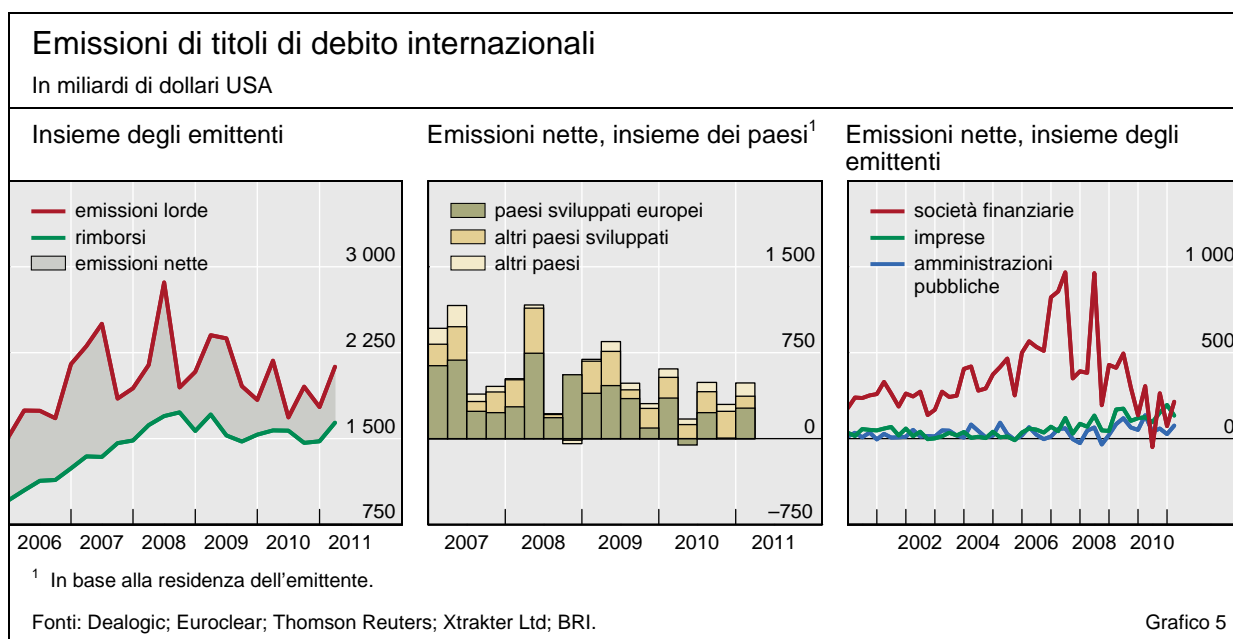
L'aumento dell'attività è riconducibile in larga parte ai residenti delle economie sviluppate europee, la cui raccolta netta è balzata a \$265 miliardi (grafico 5, diagramma centrale), un livello molto superiore ai \$4 miliardi del quarto trimestre 2010, ma ancora inferiore ai valori antecedenti la crisi finanziaria. Le emissioni nette delle altre economie avanzate sono scese a \$106 miliardi, da \$235 miliardi nei tre mesi precedenti. Quelle dei residenti nelle economie emergenti (EME) hanno fatto registrare una crescita vigorosa, salendo a \$51 miliardi al netto dei rimborsi. I collocamenti delle istituzioni finanziarie internazionali hanno raggiunto il massimo storico di \$62 miliardi.

Le società finanziarie sono stati i prenditori più attivi nel periodo in esame. La quota della loro raccolta netta è stata la maggiore (\$215 miliardi), seguita da quella delle imprese non finanziarie (\$135 miliardi) e delle amministrazioni

Crescita delle emissioni internazionali di titoli di debito ...

... soprattutto da parte di prenditori delle economie sviluppate europee

Le società finanziarie raccolgono importi ingenti



¹³ Per maggiori informazioni concernenti i titoli di debito internazionali si prega di contattare Andreas Schrimpf.

¹⁴ Per un'analisi critica dei fattori stagionali nel profilo dei collocamenti di titoli di debito, cfr. J.D. Amato e J. Sobrun, "Stagionalità nelle emissioni internazionali di obbligazioni e *note*", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2005, pagg. 38-41. Gli autori rilevano che la raccolta dei residenti europei, cui è riconducibile una quota considerevole del totale, è di norma massima nel primo trimestre dell'anno. Su base annua, nel primo trimestre 2011 le emissioni lorde perfezionate si sono di fatto lievemente ridotte (del 2%) rispetto al primo trimestre dell'anno precedente.

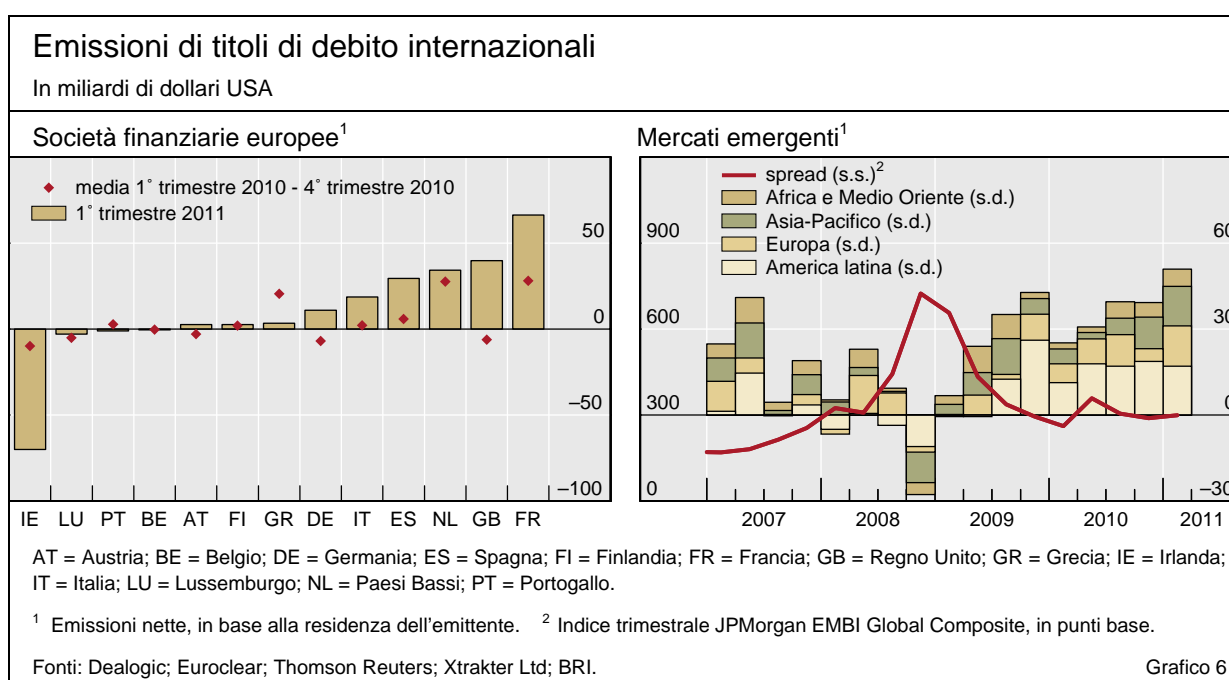
pubbliche (\$76 miliardi). In una prospettiva di più lungo periodo, le emissioni nette delle società finanziarie sembrano essersi stabilizzate dopo i livelli molto inferiori ed estremamente volatili segnati all'indomani della crisi finanziaria del 2007-08 (grafico 5, diagramma di destra). I collocamenti netti di questi prenditori nelle EME si sono decisamente ripresi rispetto ai minimi toccati durante la crisi, salendo a \$21 miliardi, un livello molto vicino al massimo di \$23 miliardi del quarto trimestre 2006.

Attività vigorosa delle imprese non finanziarie

L'intensa raccolta delle imprese non finanziarie ha riflesso le condizioni favorevoli di questo comparto del mercato internazionale dei titoli di debito (grafico 5, diagramma di destra). L'aumento è stato particolarmente pronunciato negli Stati Uniti, dove le emissioni nette di obbligazioni da parte dei prenditori di questa categoria hanno superato quelle delle società finanziarie in gran parte dei trimestri dalla metà del 2008.

Torna a crescere la raccolta delle società finanziarie europee

Le società finanziarie residenti nelle economie europee sviluppate hanno accresciuto il ricorso ai mercati internazionali dei titoli di debito. I loro collocamenti lordi perfezionati sono saliti del 28%. La raccolta netta è stata pari a \$171 miliardi, dopo che nel quarto trimestre 2010 si erano registrati rimborsi netti per \$33 miliardi. Le società finanziarie in Francia, Gran Bretagna e Paesi Bassi hanno mutuato rispettivamente \$66, 40 e 34 miliardi (grafico 6, diagramma di sinistra). Quelle spagnole (\$30 miliardi) e italiane (\$19 miliardi) hanno reagito alle condizioni più favorevoli accrescendo le emissioni internazionali di titoli di debito. Gli elevati rimborsi (\$131 miliardi) da parte delle società finanziarie irlandesi hanno sopravanzato le emissioni lorde (\$61 miliardi) e dato luogo a riscatti netti per \$70 miliardi, proseguendo una tendenza in atto dall'anno precedente. Le società finanziarie greche hanno raccolto \$3 miliardi su base netta, un livello ben inferiore alla media dell'anno trascorso.



I mercati delle obbligazioni bancarie garantite (*covered bond*) hanno mostrato un notevole dinamismo nel primo trimestre 2011. I collocamenti netti stimati sono saliti a \$64 miliardi, l'importo più elevato dal quarto trimestre 2008. Si è osservata tuttavia una certa dispersione tra paesi: gli istituti francesi, italiani e spagnoli hanno raccolto rispettivamente \$26, 18 e 10 miliardi, quelli tedeschi hanno invece effettuato rimborsi netti per \$27 miliardi.

Collocamenti cospicui di obbligazioni bancarie garantite

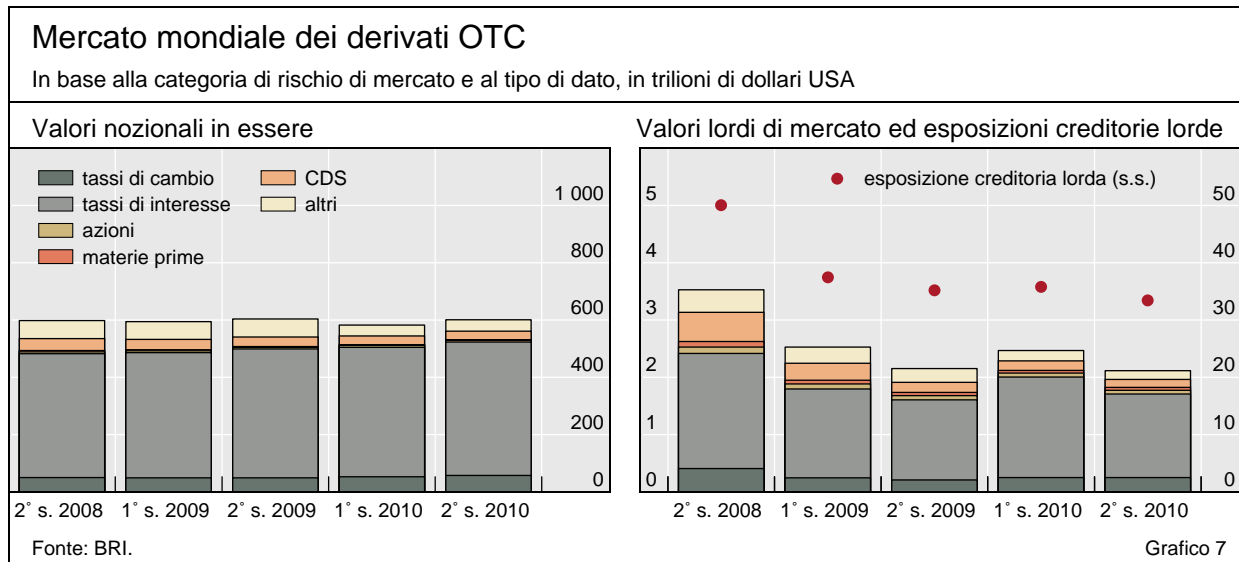
La raccolta netta delle EME è rimasta piuttosto vigorosa nel trimestre (grafico 6, diagramma di destra)¹⁵, trainata in particolare dai collocamenti dei mutuatari di America latina e Caraibi (\$17 miliardi), in primo luogo Messico (\$5 miliardi) e Venezuela (\$3 miliardi). Le emissioni nei paesi emergenti europei hanno registrato una forte ascesa, passando a \$14 miliardi da appena \$4 miliardi nel periodo precedente. Nella regione Asia-Pacifico sono stati effettuati collocamenti netti per \$14 miliardi, in rialzo di \$3 miliardi rispetto al trimestre precedente. Russia, Turchia e Corea del Nord hanno evidenziato i livelli di attività più elevati (rispettivamente pari a \$4, 3 e 7 miliardi) tra le EME europee e asiatiche.

Le economie emergenti continuano a raccogliere fondi

I derivati negoziati fuori borsa nella seconda metà del 2010¹⁶

Il valore nozionale dello stock in essere di derivati negoziati fuori borsa (*over-the-counter, OTC*) è salito del 3% nella seconda metà del 2010, portandosi a \$601 trilioni a fine dicembre (grafico 7, diagramma di sinistra). L'incremento è in larga parte conseguenza diretta dell'apprezzamento delle principali valute nei confronti del dollaro USA, divisa di segnalazione delle statistiche. I valori lordi di mercato dell'insieme di questi contratti sono scesi del 14% (diagramma

Lieve incremento delle posizioni



¹⁵ La quota di emissioni lorde di mutuatari dei mercati emergenti denominata in valute diverse da quelle principali (vale a dire dollaro USA, euro, yen e sterlina) era pari al 14% del totale nel periodo in rassegna. Seppur in lieve aumento negli ultimi trimestri, essa rimane ben inferiore al picco del 26% del terzo trimestre 2007.

¹⁶ Per maggiori informazioni sui mercati dei derivati OTC si prega di contattare Nicholas Vause.

di destra), principalmente per il calo del 17% nel segmento dei prodotti su tassi di interesse. Infine, le esposizioni creditorie lorde sono diminuite del 7%, a \$3,3 trilioni, dopo essere aumentate del 2% nella prima metà dell'anno¹⁷.

Per quanto concerne gli strumenti su tassi di interesse, che costituiscono sotto ogni profilo la principale categoria di rischio del mercato dei derivati OTC, i valori nozionali in essere sono saliti del 3%, a \$465 trilioni, soprattutto a causa degli effetti di cambio. I prodotti su tassi in dollari hanno subito un calo dell'8%. Quelli collegati ai tassi in euro, yen, franco svizzero e corona svedese sono cresciuti rispettivamente del 10, 7, 10 e 14%, ma ciò ha probabilmente riflesso l'apprezzamento di tali valute nei confronti del dollaro USA, più che un vero e proprio incremento dell'attività. Tra le divise principali, solo il comparto del dollaro canadese ha accusato una flessione: lo stock dei contratti in essere in questa moneta è diminuito del 4%, nonostante l'apprezzamento del 6% sul dollaro statunitense.

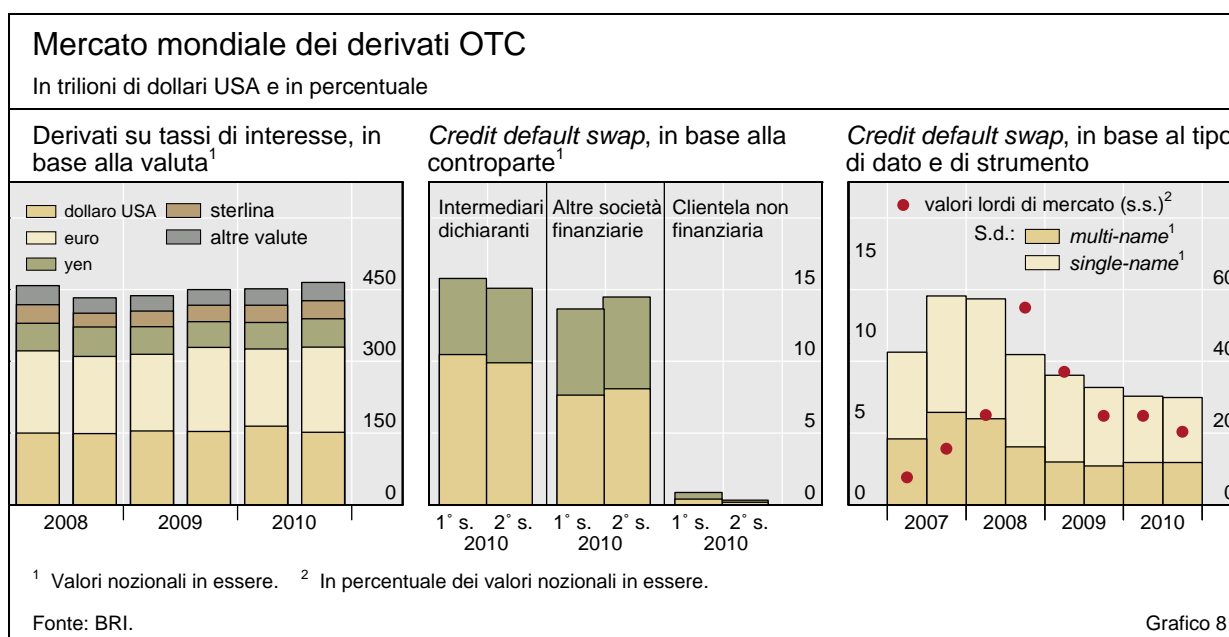
Il deprezzamento del dollaro cela la debolezza dell'attività su tassi di interesse

Le intense negoziazioni di strumenti a più breve termine hanno fatto salire del 9%, a \$58 trilioni, i valori nozionali dei derivati valutari. Il volume dei contratti in essere con scadenza fino a un anno è salito del 13% e quello di prodotti a più di cinque anni si è incrementato dell'11%. Per contro, lo stock in essere di strumenti con scadenze intermedie è sceso del 6%.

Aumentano le posizioni in derivati valutari a breve e a lunga scadenza

Le consistenze di *credit default swap* (CDS) si sono mantenute stabili nella seconda metà del 2010. A fine anno gli operatori dichiaranti avevano in portafoglio contratti per un valore nominale totale di \$30 trilioni, sostanzialmente invariato rispetto a sei mesi prima. Nel periodo in esame la quota di derivati in essere compensati attraverso controparti centrali è salita da circa il 10 al 15% del valore complessivo del mercato (riquadro 3). Le posizioni con la clientela non finanziaria sono crollate a \$0,3 trilioni, pari ad appena l'1%

Restano stabili gli importi in essere nel mercato dei CDS



¹⁷ Le esposizioni creditorie lorde tengono conto degli accordi bilaterali di compensazione giuridicamente vincolanti. Sono esclusi i contratti CDS per tutti i paesi tranne gli Stati Uniti.

circa del totale, da un massimo del 5% a fine dicembre 2009 (grafico 8, diagramma di destra) e un livello appena inferiore al 3% a metà 2010.

I CDS sovrani si sono collocati in controtendenza rispetto al summenzionato calo dei valori nozionali, registrando un aumento del 6% che ha fatto seguito a una crescita del 26% nei primi sei mesi del 2010. Le posizioni in CDS riferiti ad altri emittenti sono diminuite del 2%, dopo avere registrato un calo del 7% nel periodo precedente.

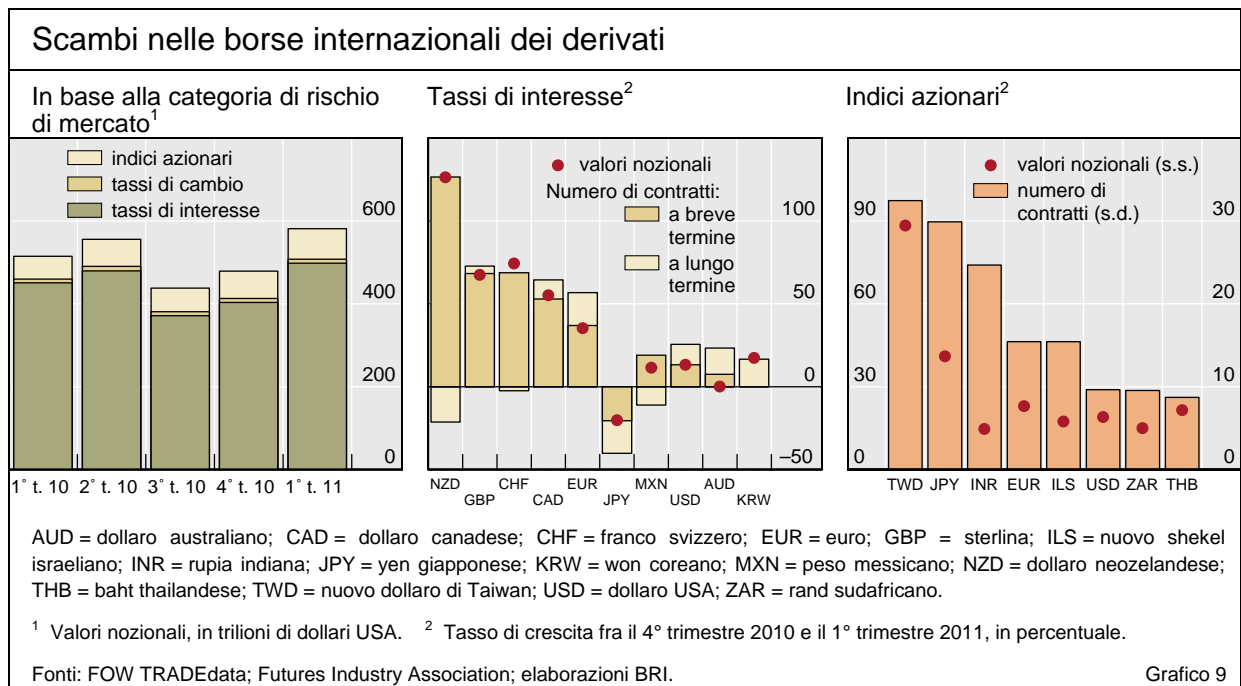
I derivati negoziati in borsa nel primo trimestre 2011¹⁸

L'attività in futures e opzioni nei mercati regolamentati si è intensificata nel primo trimestre 2011. Il turnover in termini di importi nozionali è salito a \$581 trilioni, in rialzo del 21% rispetto al periodo precedente (grafico 9, diagramma di sinistra). Le posizioni aperte, anch'esse misurate in termini di valori nozionali, sono cresciute del 24%. Gli aumenti hanno interessato tutti i comparti del mercato, ad eccezione di quello valutario.

Crescita del turnover e delle posizioni aperte in futures e opzioni

Le negoziazioni di derivati su tassi di interesse hanno messo a segno una crescita del 23%, a \$498 trilioni, principalmente di riflesso agli intensi scambi di futures e opzioni su tassi a breve, saliti rispettivamente del 23 e 30%. Anche il turnover di contratti su obbligazioni è aumentato (15%). L'espansione ha riguardato tutte le principali valute ad eccezione dello yen (grafico 9, diagramma centrale). Rialzi particolarmente considerevoli sono stati osservati nel comparto dei derivati su tassi a breve termine in sterline, dove futures e opzioni sono balzati rispettivamente del 57 e 113% di fronte all'assunzione di posizioni sulla variazione della probabilità di un innalzamento dei tassi ufficiali

L'assunzione di posizioni su un rialzo dei tassi spinge gli scambi di contratti su tassi a breve in sterline



¹⁸ Per maggiori informazioni concernenti i derivati negoziati in borsa si prega di contattare Christian Upper.

della Bank of England. In Giappone la probabilità di una modifica dei tassi è rimasta bassa per l'intero periodo, il che potrebbe spiegare il calo del 20% registrato dal turnover sia nel segmento a lunga sia in quello a breve del mercato degli strumenti su tassi di interesse.

I rialzi delle quotazioni accrescono il valore in dollari degli scambi su indici azionari

Gli scambi di futures e opzioni su indici azionari hanno evidenziato una moderata crescita nel periodo in rassegna. Il turnover in termini di valori nozionali ha registrato un incremento considerevole del 12%, che tuttavia sovrastima la sottostante espansione dell'attività. In termini di numero di contratti negoziati, infatti, l'aumento è stato di appena il 4%. Ciò detto, si rilevano notevoli discrepanze tra regioni. Gli strumenti su indici di borsa denominati in yen sono notevolmente cresciuti in termini sia di numero di contratti sia di valori nozionali, rispettivamente del 30 e 41% nell'insieme del trimestre (grafico 9, diagramma di destra). Gran parte dell'espansione è successiva al grave terremoto e allo tsunami che hanno colpito la costa orientale del Giappone l'11 marzo. Anche le negoziazioni di derivati denominati in euro hanno evidenziato un incremento significativo (15% per numero di contratti e 23% in termini di valori nozionali). Lo stesso vale per diversi mercati emergenti quali Israele (15 e 17%), India (25 e 15%), Thailandia (9 e 22%), Taipei Cinese (32 e 88%) e Sudafrica (10 e 15%).

Il turnover di futures e opzioni su valute rimane stabile

Il turnover nel segmento dei derivati valutari è rimasto stabile a \$10 trilioni nel primo trimestre, un risultato che cela tuttavia differenze consistenti tra divise. I contratti sullo yen solo saliti del 29%, in larga parte per effetto di negoziazioni a breve termine; le posizioni aperte sono aumentate di appena il 9%. Gli scambi di futures e opzioni sia sulla sterlina sia sul franco svizzero hanno registrato un incremento del 20%. Quelli sul real brasiliano (negoziato soprattutto in borsa) sono invece diminuiti del 17%, mentre il comparto dell'euro ha subito una flessione del 6%.

Maggiori scambi di contratti su materie prime tranne che in Cina

L'attività complessiva nel mercato internazionale dei derivati su materie prime durante il primo trimestre è stata indebolita dal calo delle contrattazioni nelle borse cinesi. Il turnover mondiale misurato in termini di numero di contratti (non essendo disponibili dati sui valori nozionali) è diminuito del 20% in presenza di un dimezzamento degli scambi nelle piazze cinesi, in parte riconducibile all'aumento del taglio dei contratti negoziati. Escludendo la Cina, le negoziazioni hanno registrato una crescita del 14%, con differenze limitate tra le varie tipologie di prodotti sottostanti.

Riquadro 1 – Discontinuità nelle serie delle statistiche bancarie internazionali BRI nel quarto trimestre 2010

Stephan Binder

Si ha una discontinuità in una serie quando in un dato periodo varia la metodologia di rilevazione oppure la popolazione dichiarante. Le banche dichiaranti forniscono i valori precedenti e posteriori al cambiamento relativamente allo stock delle attività in essere alla fine di ciascun periodo in cui si verifica una siffatta discontinuità^①. L'ammontare delle consistenze di fine periodo pubblicato dalla BRI si basa sui valori più recenti posteriori alla modifica. Le variazioni verificatesi nelle consistenze delle attività durante il periodo sono depurate della discontinuità sottraendo la differenza tra i valori posteriori e precedenti alla modifica dalla differenza fra gli importi non depurati alla fine del periodo corrente e di quello precedente. Queste correzioni sono essenziali per comprendere in quale misura le variazioni delle consistenze in essere degli impieghi siano imputabili alla normale attività degli istituti dichiaranti.

Le discontinuità nelle serie hanno avuto un impatto considerevole sulle statistiche BRI nel quarto trimestre 2010. Alcune tra quelle di maggior rilievo sono state riportate dalle banche tedesche e irlandesi. Queste discontinuità sono riconducibili in larga parte ai trasferimenti di attività e di altre esposizioni potenziali effettuati da banche dichiaranti alla BRI verso società di gestione di attivi (*bad bank*)^②. In linea generale, queste società non partecipano alle statistiche bancarie BRI dal momento che sono considerate parte del settore non bancario. Di conseguenza, i trasferimenti di attività dalle banche dichiaranti verso le *bad bank* danno luogo a cali delle esposizioni sull'estero rilevate nelle statistiche bancarie internazionali BRI. Questi cali non sono registrati come variazioni delle consistenze, bensì come discontinuità nelle serie. Durante l'ultimo trimestre 2010 nelle statistiche bancarie BRI sia consolidate sia su base locale si sono osservate discontinuità significative dovute a trasferimenti di questo tipo.

Per quanto riguarda le statistiche consolidate, le banche tedesche hanno segnalato una discontinuità nelle serie pari a -\$24 miliardi di attività estere in base al mutuatario immediato e a -\$18 miliardi di attività estere in base al rischio ultimo. Nel caso delle statistiche su base locale, le banche con sede in Germania hanno segnalato una discontinuità di -\$112 miliardi per le attività transfrontaliere non consolidate, imputabile per la maggior parte a trasferimenti di attività intragruppo alla società nazionale di gestione di attivi FMS Wertmanagement. Tali posizioni intragruppo non sono comprese nelle statistiche consolidate BRI: si spiega così la differenza di entità tra la discontinuità nelle posizioni su base locale e quella nelle posizioni consolidate segnalate dalla Germania.

Un'altra discontinuità di rilievo si è avuta nel caso dell'Irlanda. La ristrutturazione di un importante gruppo bancario internazionale e la chiusura degli sportelli in loco da parte di una banca estera hanno determinato congiuntamente una discontinuità di -\$174 miliardi nelle attività estere consolidate delle banche irlandesi in base al mutuatario immediato e di -\$170 miliardi nelle relative attività estere consolidate in base al rischio ultimo^③. Nelle statistiche BRI su base locale, le banche residenti in Irlanda hanno riportato una discontinuità di -\$140 miliardi per le attività transfrontaliere non consolidate.

Infine, nel caso della Francia si è avuta una discontinuità significativa nelle serie dovuta alla modifica della metodologia applicata dalla banca centrale dichiarante. Una banca francese controllata da una società finanziaria non bancaria estera, la cui contabilità è soggetta alla vigilanza prudenziale dell'autorità estera competente, è stata riclassificata nei dati francesi da banca nazionale consolidata a banca estera non consolidata. Questa riclassificazione non ha avuto alcun impatto sulle statistiche bancarie consolidate BRI aggregate. Tuttavia, ha generato una discontinuità nella serie temporale delle banche nazionali francesi pari a -\$330 miliardi nelle attività estere in base al mutuatario immediato e a -\$336 miliardi nelle attività estere in base al rischio ultimo.

^① Gli elenchi storici delle discontinuità osservate in ciascuna serie di dati sono consultabili all'indirizzo <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.
^② Una *bad bank* è un'istituzione finanziaria creata per detenere attività deteriorate e altre esposizioni potenziali.
^③ Questi dati rappresentano stime preliminari, soggette a probabili revisioni in futuro.

Riquadro 2 – La struttura per scadenze del debito interno delle amministrazioni centrali nelle economie emergenti

Agustín Villar

Il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG) ha raccolto alcune statistiche sulla struttura per scadenze del debito interno in essere delle amministrazioni centrali nelle economie emergenti (EME). Esse mostrano che tra il 2008 e il 2010 la scadenza media di tale debito è rimasta stabile in gran parte dei paesi (tabella A) nonostante i pesanti effetti sui mercati finanziari prodotti dalla crisi per gli emittenti, compresi i prenditori sovrani. La distribuzione geografica della scadenza media (residua) dello stock di debito interno delle amministrazioni centrali mostra che in tre paesi è superiore a 10 anni, in 10 è compresa tra cinque e 10 anni e in altri 10 è inferiore a cinque anni.

Scadenza del debito interno in essere delle amministrazioni centrali¹

Scadenza originaria e vita residua in anni²

	2005		2008		2009		2010	
	Origina- ria	Residua	Origina- ria	Residua	Origina- ria	Residua	Origina- ria	Residua
America latina	3.4	3.9	14.7	4.8	13.2	4.5	13.2	4.6
Di cui:								
Argentina	1.1	12.0	17.9	10.5	16.2	10.0	16.2	9.5
Brasile	...	2.3	...	3.3	...	3.4	...	3.4
Messico	...	3.4	...	6.5	...	6.4	...	7.2
Asia, economie maggiori	10.1	7.0	11.5	7.6	11.0	7.5	10.3	7.6
Di cui:								
Corea	6.1	4.1	7.5	4.5	7.6	4.6	8.1	5.0
India	14.0	10.0	14.9	10.6	13.8	10.5	11.2	9.8
Altre economie dell'Asia	8.0	5.5	7.6	4.4	7.6	4.3	7.7	4.3
Di cui:								
Malaysia	8.6	5.0	9.7	5.3	9.2	5.3	8.7	4.5
Europa centrale	6.6	4.0	8.4	4.4	7.7	4.2	7.7	3.9
Di cui:								
Polonia	6.2	3.6	8.6	4.2	7.9	4.1	7.5	4.3
Repubblica Ceca	8.6	5.7	9.3	5.8	9.6	5.9	9.4	3.4
Ungheria	...	4.1	7.1	3.8	5.3	2.7	6.4	2.9
Altre economie	7.3	4.3	8.0	4.1	8.5	4.5	9.3	5.1
Di cui:								
Sudafrica	16.0	8.1	18.3	9.9	18.0	10.6	18.0	10.6
Turchia	3.3	1.8	3.9	1.9	4.0	1.9	4.2	2.5
Totale	8.2	5.0	10.0	5.4	9.7	5.2	9.5	5.4
<i>Per memoria:</i>								
<i>Hong Kong SAR</i>	6.4	4.0	6.7	3.5	6.6	3.4	6.4	3.5
<i>Singapore</i>	6.2	3.6	7.0	3.6	6.2	3.2	6.3	3.3
<i>Paesi industriali</i>	10.4	5.9	11.0	5.0	10.4	5.1	10.5	5.3

¹ La presente tabella è un aggiornamento della tabella D4 contenuta nella pubblicazione *CGFS Papers* n. 28, giugno 2007. Include obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario. I totali regionali si riferiscono ai paesi elencati nella tabella D4 e sono ponderati in base ai corrispondenti volumi in essere. ² Queste stime sono da considerarsi indicative e potrebbero non essere perfettamente confrontabili tra paesi. I dati dettagliati a livello di singoli paesi sono consultabili sul sito internet della BRI (www.bis.org/statistics/secstats.htm).

Due paesi che hanno registrato un considerevole accorciamento delle scadenze sono la Repubblica Ceca e l'Ungheria, dove la scadenza media del debito interno delle amministrazioni centrali è scesa rispettivamente da 5,8 e 3,8 anni a 3,4 e 2,9 anni tra il 2008 e il 2010. Ciò ha coinciso con un notevole ampliamento del debito pubblico lordo, la cui incidenza sul PIL è passata dal 30 al 40% nella Repubblica Ceca e dal 72 all'80% in Ungheria[®].

Il debito interno in essere delle amministrazioni centrali nelle EME è cresciuto a quasi \$4,3 trilioni alla fine del 2010 (tabella B). Oltre la metà dell'aumento ha avuto luogo nel 2009, anno in cui le emissioni di titoli di Stato in Asia, America latina e nelle altre EME hanno raggiunto volumi eccezionali per effetto del perseguimento di politiche fiscali anticicliche da parte dei governi. Nonostante l'attivismo di questi ultimi, il debito interno delle amministrazioni centrali è cresciuto meno dello stock complessivo di debito interno. Gli altri settori dell'economia (comprese le banche centrali attraverso l'emissione di strumenti del mercato monetario) hanno accresciuto i collocamenti in misura ancora superiore alle amministrazioni pubbliche, la cui quota sul totale del debito interno in essere è scesa dal 51,5% del 2007 al 48,4% del 2010. Nel mercato interno dell'Asia i prenditori più dinamici sono state le imprese.

Variazioni delle consistenze di debito interno¹: insieme degli emittenti

In billions of US dollars

	2008	2009	2010	2010 (stock)	Crescita annua ²	
					Al netto degli effetti di cambio	Ai tassi di cambio correnti ³
Asia	574.3	732.5	510.8	5,926.0	13.7	14.1
Di cui: amm. centrali	123.2	328.8	192.6	2,384.0	11.9	12.2
America latina	180.5	119.3	129.0	2,050.0	8.6	9.0
Di cui: amm. centrali	53.7	98.4	34.6	1,203.4	6.8	8.6
Europa centrale	25.2	39.6	25.3	352.6	9.7	4.8
Di cui: amm. centrali	17.1	17.0	8.6	267.1	5.5	0.5
Altre EME	25.3	66.3	64.6	486.3	14.5	10.5
Di cui: amm. centrali	21.3	59.8	56.3	412.3	14.8	9.5
Totale	805.2	957.8	729.8	8,815.0	12.4	12.0
Di cui: amm. centrali	215.2	504.0	292.2	4,266.8	10.2	9.8

La presente tabella è un aggiornamento della tabella C3 contenuta nella pubblicazione *CGFS Papers* n. 28, giugno 2007, e include gli strumenti del mercato monetario. I dati dettagliati a livello di singoli paesi sono consultabili sul sito internet della BRI (www.bis.org/statistics/secstats.htm).

¹ Obbligazioni, *note* e strumenti del mercato monetario emessi da residenti e destinati a investitori residenti. Le variazioni delle consistenze sono calcolate nelle monete locali originarie per ogni singolo paese e successivamente convertite in dollari USA ai tassi di cambio medi trimestrali al fine di ottenere variazioni nette che escludono l'effetto delle oscillazioni del dollaro USA sulle consistenze di debito in essere. ² Media aritmetica dei tassi di crescita negli anni 2008-10. ³ In termini di dollari USA.

Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Tabella B

[®] FMI, *Fiscal Monitor – Shifting Gears: Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment*, aprile 2011.

Riquadro 3 – Compensazione accentrata e statistiche sui derivati OTC

Nick Vause

L'ammontare di derivati OTC compensati attraverso controparti centrali (CCP) è cresciuto notevolmente negli ultimi anni (grafico A, diagramma di sinistra). Ciò influisce sulla misurazione delle dimensioni del mercato per tali strumenti. La compensazione accentrata comporta infatti il raddoppio dei volumi in essere dei prodotti OTC ai quali è applicata, poiché sostituisce un unico contratto (fra le controparti A e B) con due contratti (tra la CCP da un lato e, rispettivamente, A e B dall'altro)^①. In aggiunta a questi effetti piuttosto meccanici, il ricorso a CCP incide sui volumi in essere anche attraverso l'ampiamiento dei casi di compensazione multilaterale e l'impatto sugli incentivi degli operatori. Questo riquadro considera l'effetto diretto sugli importi in essere.

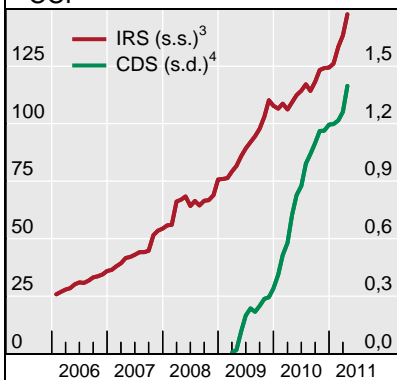
L'utilizzo di CCP moltiplica per due il numero di contratti, ma non modifica l'entità del rischio sottostante che viene trasferito mediante i derivati OTC. Per calcolare quest'ultimo, quindi, è opportuno dimezzare il volume dei contratti in essere con le CCP. Lo stesso vale nel caso in cui si intenda stabilire il volume o la quota di strumenti OTC oggetto di compensazione accentrata.

Se l'obiettivo è invece quello di misurare il rischio di controparte, allora il dato da considerare è il volume totale dei derivati in essere (senza dimezzare gli importi compensati attraverso CCP). Sebbene la probabilità di insolvenza di una CCP sia per natura bassissima, essa non è nulla^②. Pertanto, al momento di valutare l'entità complessiva di questo rischio sui mercati OTC occorre includere nel totale dei contratti anche tutti i contratti in cui figura come controparte una CCP.

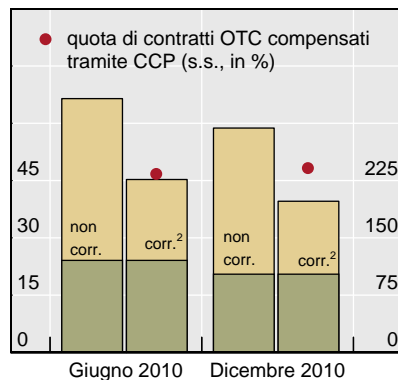
Il grafico A mostra la crescente importanza delle CCP nei mercati OTC dei derivati su tassi di interesse e dei derivati creditizi, oltre all'effetto che può avere il dimezzamento delle posizioni delle CCP sui volumi scambiati in tali mercati.

Controparti centrali nei mercati degli swap di tasso di interesse e dei *credit default swap*

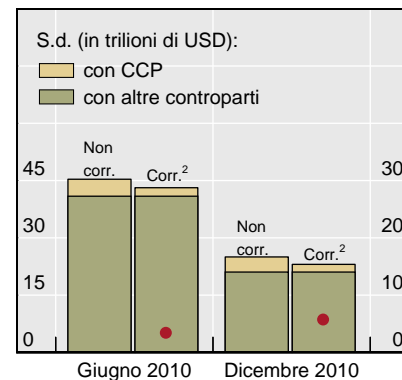
IRS/CDS compensati tramite CCP^{1,2}



IRS degli intermediari dichiaranti



CDS degli intermediari dichiaranti



¹ Interest rate swap (IRS) e credit default swap (CDS); valori nozionali in essere, in trilioni di dollari USA. ² Il volume di contratti con CCP è dimezzato. ³ Approssimati dagli IRS compensati da SwapClear. ⁴ Approssimati dai CDS compensati da ICE Trust e ICE Clear Europe. I dati sovrastimano i volumi in essere per l'ammontare di contratti chiusi nel periodo.

Fonti: IntercontinentalExchange; LCH.Clearnet; TriOptima; BRI.

Grafico A

^① Per una descrizione più approfondita del meccanismo di compensazione accentrata, cfr. N. Vause, "Rischio di controparte e volume dei contratti nel mercato dei *credit default swap*", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2010 (testo integrale disponibile solo in inglese). ^② Un'analisi dei rischi cui sono esposte le controparti centrali è contenuta in D. Heller, e N. Vause, "Espansione della compensazione accentrata", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011 (testo integrale disponibile solo in inglese).