

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI¹

Le banche dichiaranti alla BRI hanno ridotto le attività transfrontaliere nel terzo trimestre 2013, specie quelle interbancarie, che hanno segnato il maggiore calo dal secondo trimestre 2012. Questo ridimensionamento è principalmente ascrivibile agli aggiustamenti delle posizioni intragruppo. Anche il credito transfrontaliero verso il settore non bancario è diminuito, in particolare verso i prenditori negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Delle principali regioni dichiaranti solo le economie emergenti e il Giappone hanno beneficiato di nuovi afflussi di credito transfrontaliero. Le attività verso i centri offshore sono rimaste pressoché invariate. Il presente capitolo contiene due riquadri: il primo esamina i recenti cambiamenti nell'attività interbancaria internazionale, il secondo il ruolo degli investimenti transfrontalieri nel mercato globale dei titoli di debito.

Il mercato bancario internazionale nel terzo trimestre 2013

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$500 miliardi (1,8%) tra fine giugno e fine settembre 2013 (grafico 1, diagramma in alto a sinistra)². Per effetto di questa contrazione, il credito transfrontaliero totale in essere a fine settembre 2013 si collocava a \$28 500 miliardi, a fronte dei \$29 500 miliardi di un anno prima. Le attività transfrontaliere denominate in euro si sono ridotte di \$308 miliardi (3,2%) e quelle denominate in dollari USA di \$295 miliardi (2,5%), mentre gli impieghi in yen giapponesi e franchi svizzeri sono cresciuti rispettivamente di \$43 miliardi (3,3%) e \$18 miliardi (4,5%) (grafico 1, diagramma in alto a destra).

L'andamento del credito transfrontaliero è variato da regione a regione. Le attività verso le economie avanzate hanno subito una contrazione di \$554 miliardi (2,6%), la maggiore in quasi due anni. La principale eccezione al riguardo sono state le attività verso il Giappone, aumentate di \$90 miliardi (10%). Gli impieghi verso i centri offshore sono rimasti pressoché invariati, segnando una riduzione di appena \$4,4 miliardi (0,1%). Le attività transfrontaliere verso le economie emergenti, invece,

¹ Questo articolo è stato redatto da Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Jeff Slee ha fornito supporto statistico.

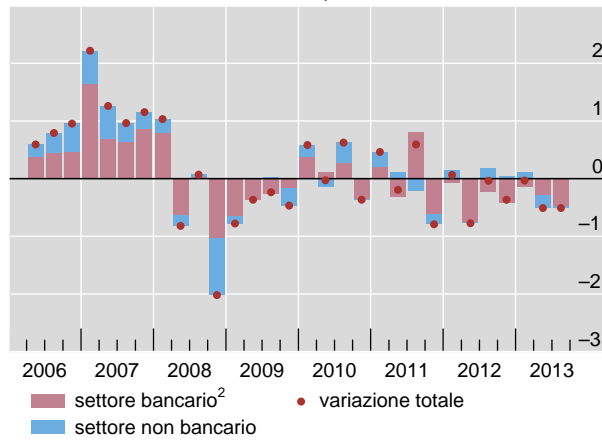
² Se non altrimenti specificato, l'analisi in questa sezione si fonda sulle statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza. In queste statistiche i creditori e i debitori sono classificati in base al paese di residenza (come nelle statistiche sulla bilancia dei pagamenti), anziché alla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

Variazioni delle attività transfrontaliere lorde¹

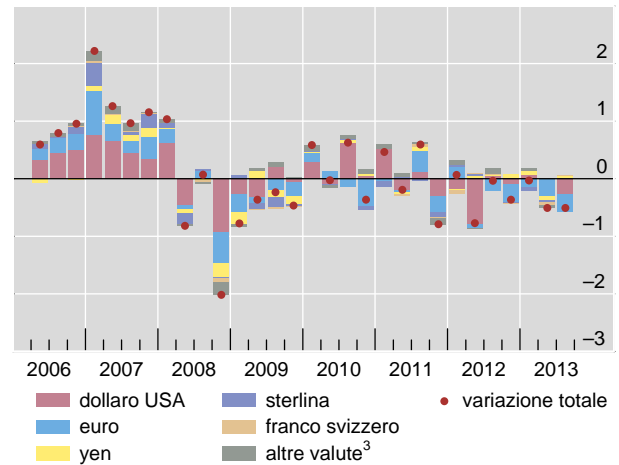
Depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico 1

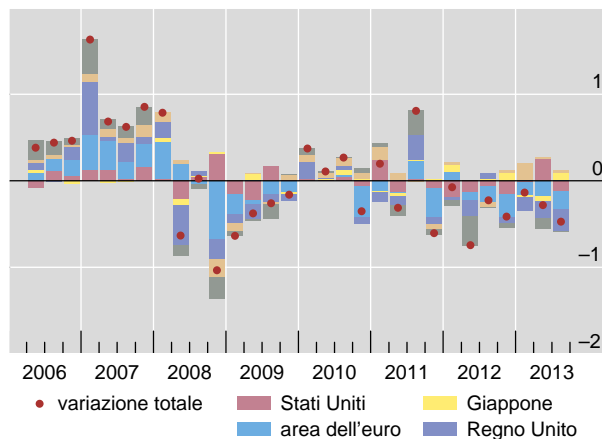
In base al settore della controparte



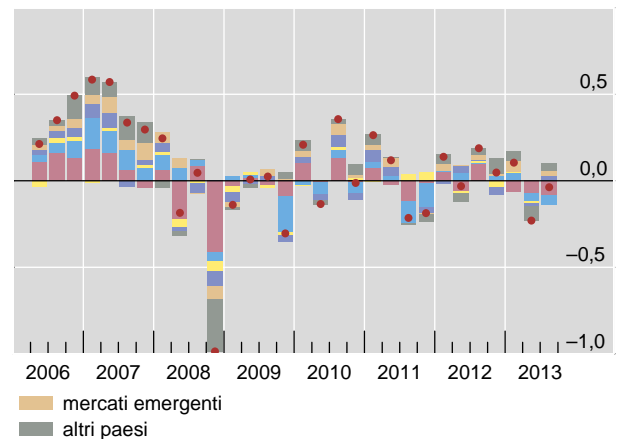
In base alla valuta



In base alla residenza della controparte, settore bancario²



In base alla residenza della controparte, settore non bancario



¹ Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI comprendono quelle intragruppo. ² Comprende le attività non classificate in base al settore della controparte. ³ Comprende le valute non classificate.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

sono cresciute di \$60 miliardi (1,7%). Tuttavia, se si esclude la Cina queste attività hanno di fatto registrato un calo.

Nel terzo trimestre 2013 l'attività bancaria internazionale è stata caratterizzata da una flessione del credito a entrambi i settori bancario e non bancario, come già nel trimestre precedente. Gli impieghi transfrontalieri verso le banche si sono ridotti di \$466 miliardi (2,7%) (grafico 1, diagramma in basso a sinistra). Questa flessione è principalmente ascrivibile alle posizioni intragruppo, in persistente calo da fine 2011. Il ridimensionamento dell'attività interbancaria transfrontaliera è stato più marcato per gli impieghi verso gli istituti nell'area dell'euro (\$205 miliardi, 4,2%), nel Regno Unito (\$250 miliardi, 7,8%) e nei centri offshore (\$35 miliardi, 1,7%).

Le attività transfrontaliere verso i prenditori non bancari (principalmente istituzioni finanziarie non bancarie, amministrazioni pubbliche e imprese) sono scese di \$34 miliardi (0,3%) (grafico 1, diagramma in basso a destra). Seppur lieve, questa

contrazione fa seguito a quella del trimestre precedente e ha in parte riassorbito il debole aumento registrato nel 2012.

Il credito ai soggetti non bancari

Il calo delle attività transfrontaliere verso i prenditori non bancari nel periodo in rassegna ha riguardato in particolare gli Stati Uniti (\$80 miliardi, 3,2%) e l'area dell'euro (\$58 miliardi, 1,6%). Ciò nondimeno, le statistiche bancarie consolidate, che includono una scomposizione settoriale più dettagliata rispetto alle statistiche su base locale, indicano che è stata in parte compensata la netta flessione degli impieghi verso il settore pubblico degli Stati Uniti registrata nella prima metà del 2013. Le attività internazionali consolidate³ verso tale settore sono cresciute dai \$534 miliardi di fine giugno a \$580 miliardi a fine settembre 2013. Nel contempo, le attività internazionali verso il settore privato non bancario statunitense (principalmente istituzioni finanziarie non bancarie e società non finanziarie) hanno continuato a ridursi nel terzo trimestre, scendendo a \$1 300 miliardi.

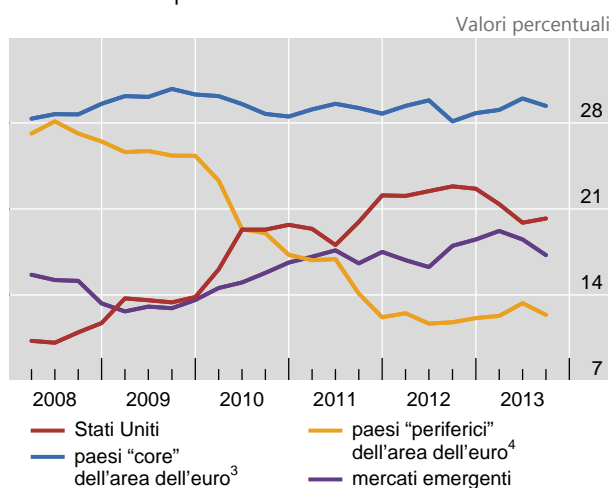
Nell'area dell'euro la flessione del credito ai prenditori non bancari ha riguardato soprattutto la Francia (-\$24 miliardi, -4,5%) e la Germania (-\$22 miliardi, -3,7%). Al tempo stesso, in alcune economie dell'area dell'euro che negli ultimi anni avevano registrato forti riduzioni del credito transfrontaliero quest'ultimo si è stabilizzato nel 2013. Le attività consolidate verso i settori non bancari, sia pubblico sia privato, dei paesi dell'Europa meridionale e dell'Irlanda si sono mantenute

Quota di attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI^{1,2}

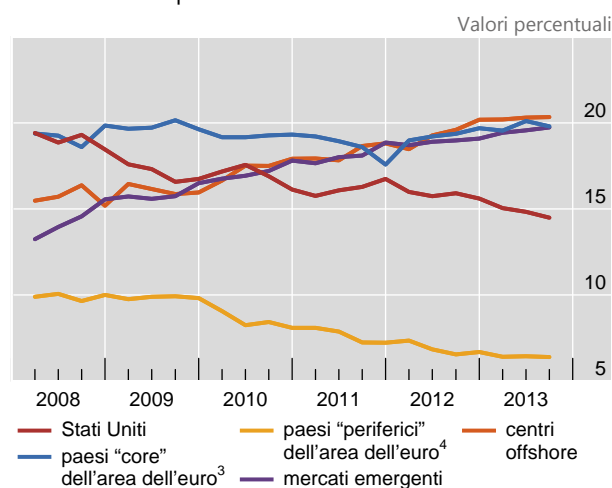
In base alla residenza e al settore del mutuatario immediato

Grafico 2

Verso il settore pubblico



Verso il settore privato non bancario



¹ In percentuale delle attività internazionali totali delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei settori specificati ² Attività transfrontaliere in tutte le valute più attività sull'interno in valuta estera, al netto delle posizioni intragrappo. ³ Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi. ⁴ Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna.

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

³ Le attività internazionali includono le attività transfrontaliere in tutte le valute e le attività locali in valuta estera, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle dipendenze bancarie ubicate nello stesso paese del prenditore.

pressoché invariate tra fine giugno e fine settembre 2013, sebbene di gran lunga inferiori al loro ammontare in essere nel 2009.

Le esposizioni settoriali consolidate delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di paesi specifici sono notevolmente cambiate negli ultimi anni, per quanto concerne sia il settore pubblico sia il settore privato non bancario. Tra il primo trimestre 2008 e il terzo trimestre 2013 la quota delle attività internazionali verso il settore pubblico riconducibile agli istituti nella periferia dell'area dell'euro si è più che dimezzata, dal 27 al 12% (grafico 2, diagramma di sinistra). A questa flessione hanno fatto riscontro forti incrementi del peso relativo delle esposizioni verso il settore pubblico statunitense⁴ e verso quello delle economie emergenti, salito rispettivamente al 20 e 17%. Le esposizioni relative verso il settore privato non bancario si sono riorientate a scapito degli Stati Uniti e della periferia dell'area dell'euro e a favore dei centri offshore e delle economie emergenti (grafico 2, diagramma di destra). Su base consolidata, nel terzo trimestre 2013 l'ammontare dei finanziamenti internazionali concessi ai prenditori privati non bancari nei centri offshore e nelle economie emergenti era pressoché uguale a quello dei crediti complessivamente erogati all'area dell'euro e agli Stati Uniti.

Il credito alle economie emergenti

Le statistiche bancarie BRI su base locale mostrano che le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti verso i residenti nelle economie emergenti sono aumentate di \$60 miliardi (1,7%) nel terzo trimestre 2013. Di questi, \$33 miliardi (+1,8%) sono fluiti alle banche e \$27 miliardi (+1,7%) al settore non bancario. Gli incrementi hanno riguardato pochi paesi, principalmente asiatici, mentre i cali sono stati diffusi (grafico 3). Questi andamenti hanno coinciso con un periodo di volatilità nei mercati finanziari mondiali, dopo che, in maggio, gli annunci dell'intenzione della Federal Reserve di rientrare gradualmente dal programma di acquisti su larga scala di attività finanziarie avevano provocato deflussi di capitali da diverse economie emergenti.

Tra i paesi in cui le attività transfrontaliere sono aumentate, i maggiori incrementi assoluti sono stati registrati da Cina (\$62 miliardi, 8,5%), Taipei Cinese (\$15 miliardi, 15%), Malaysia (\$6 miliardi, 9,3%) ed Emirati Arabi Uniti (\$6 miliardi, 6,3%). Nel caso della Malaysia si è trattato della più forte espansione in due anni e mezzo, trainata dal credito verso le banche (\$5 miliardi, 11%).

I maggiori cali in termini assoluti sono stati invece registrati da India (\$13 miliardi, 6,3%), Turchia (\$5 miliardi, 2,8%) e Brasile (\$3,4 miliardi, 1,1%). Per la Turchia è stata la prima flessione considerevole delle attività transfrontaliere in circa due anni. Gli impieghi verso la Thailandia sono scesi di \$2 miliardi (2,8%), segnando una svolta rispetto alla precedente tendenza al rialzo. Ciò nonostante, la contrazione è stata lieve se paragonata all'aumento cumulato di \$13 miliardi del finanziamento bancario transfrontaliero verso questo paese nella prima metà del 2013.

In Europa centrale e orientale le attività transfrontaliere si sono nuovamente contratte (grafico 3, diagramma in basso a sinistra). Gli incrementi degli impieghi verso Polonia e Repubblica Ceca sono stati più che compensati dai vasti cali nei confronti di Ungheria, Romania, Croazia e Lettonia.

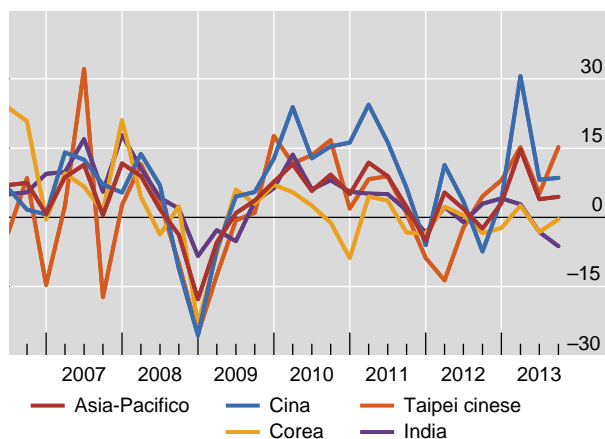
⁴ Cfr. R. McCauley e P. McGuire, "Le attività delle banche non statunitensi nei confronti della Federal Reserve", in questa Rassegna (versione integrale disponibile solo in inglese).

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

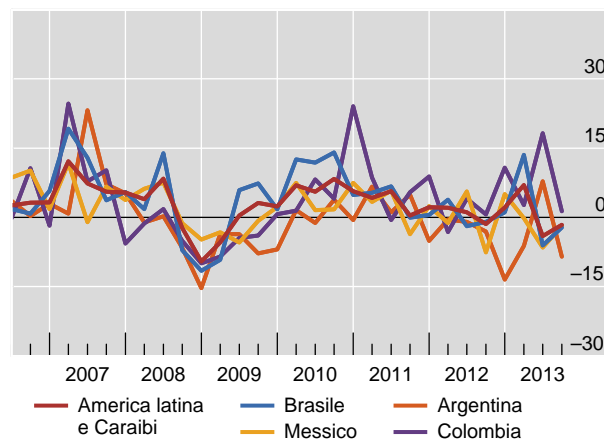
In percentuale

Grafico 3

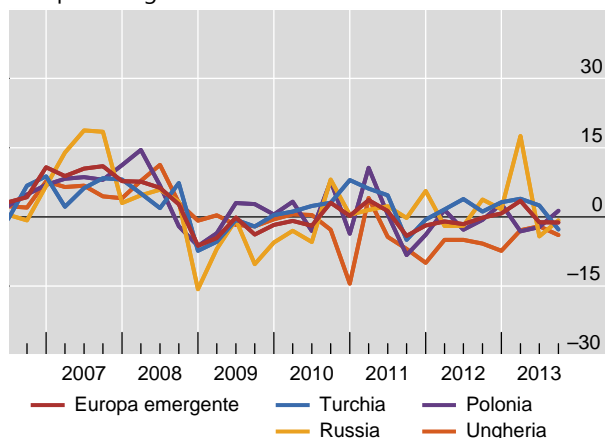
Asia-Pacifico



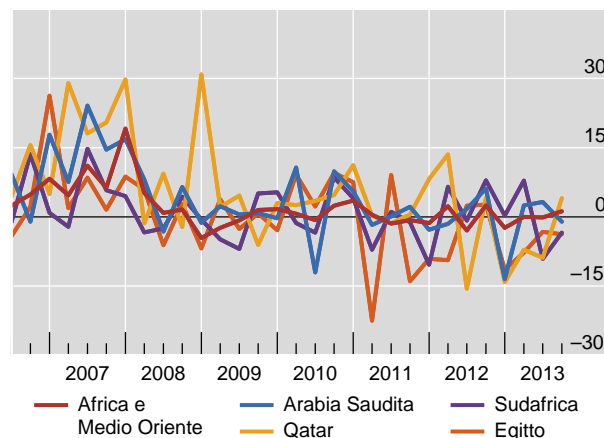
America latina e Caraibi



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.

Per quanto riguarda la nazionalità delle banche creditrici, sono stati gli istituti statunitensi a ridimensionare maggiormente gli impieghi verso le economie emergenti nel terzo trimestre 2013. Le banche europee nel loro insieme hanno mantenuto stabile il credito verso questi paesi. I sistemi bancari di minori dimensioni, che hanno avuto tradizionalmente una presenza internazionale limitata, hanno invece continuato a espandere la loro attività creditizia. La quota di questi sistemi bancari (nello specifico, tutte le banche dichiaranti alla BRI a eccezione di quelle statunitensi, europee e giapponesi) sul totale delle attività estere verso le economie emergenti è cresciuta dal 12% di fine 2012 al 13% di fine settembre 2013. In particolare le banche asiatiche hanno continuato a espandere la loro presenza internazionale nella regione dell'Asia emergente⁵.

⁵ Cfr. anche P. McGuire e A. van Rixtel, "Variazioni nella composizione del credito verso l'Asia emergente", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212b_it.pdf.

L'arretramento dell'attività interbancaria internazionale

Pablo García-Luna e Adrian van Rixtel

La crisi finanziaria mondiale degli anni 2007-09 e le successive tensioni finanziarie nell'area dell'euro hanno lasciato un segno profondo nell'attività *interbancaria* internazionale¹. Stando alle statistiche bancarie BRI su base locale per residenza, i prestiti interbancari transfrontalieri (comprese le posizioni intragrupo) sono scesi dai \$22 700 miliardi di fine marzo 2008 ai \$17 000 miliardi di fine settembre 2013. La contrazione, che pure ha interessato gran parte dei paesi a livello mondiale, è stata particolarmente accentuata per i prestatori in Europa, specie nell'area dell'euro. Le attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti degli istituti nell'area dell'euro sono diminuite in termini cumulati di \$2 600 miliardi, ossia del 31% (grafico A, diagramma di sinistra). I prestiti a favore delle banche nel Regno Unito sono calati di \$1 700 miliardi (35%). Anche le attività verso le banche negli Stati Uniti e in Svizzera hanno registrato una marcata flessione, rispettivamente di \$415 miliardi (16%) e \$346 miliardi (42%). Il presente riquadro analizza le forze in gioco, in particolare per quanto concerne gli andamenti nell'area dell'euro.

Le statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità mostrano che le banche con sede legale nell'area dell'euro hanno svolto un ruolo centrale nella riduzione del credito interbancario transfrontaliero, incidendo per oltre due terzi sulla contrazione totale (grafico A, diagramma centrale). La parte restante della flessione è riconducibile in prevalenza alle banche svizzere. Ciò si deve in parte alla specifica modalità operativa adottata da questi istituti per l'attività interbancaria internazionale. In passato le banche dell'area dell'euro e della Svizzera facevano normalmente transitare da Londra gran parte delle loro operazioni internazionali². Nel periodo 2008-13, tuttavia, tale prassi ha subito un consistente ridimensionamento. Di fatto, la contrazione dell'attività interbancaria

Contrazione dell'attività interbancaria internazionale¹

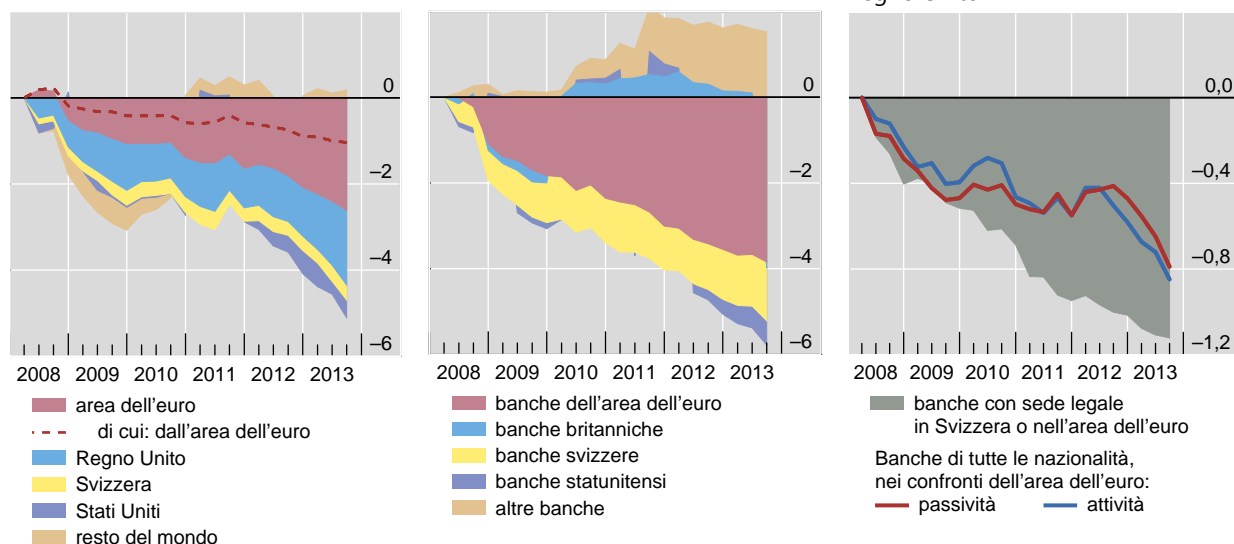
Variazione cumulata delle attività interbancarie transfrontaliere da fine marzo 2008, in migliaia di miliardi di dollari USA²

Grafico A

In base al paese debitore

In base alla nazionalità del creditore

Attività interbancaria delle dipendenze bancarie nel Regno Unito



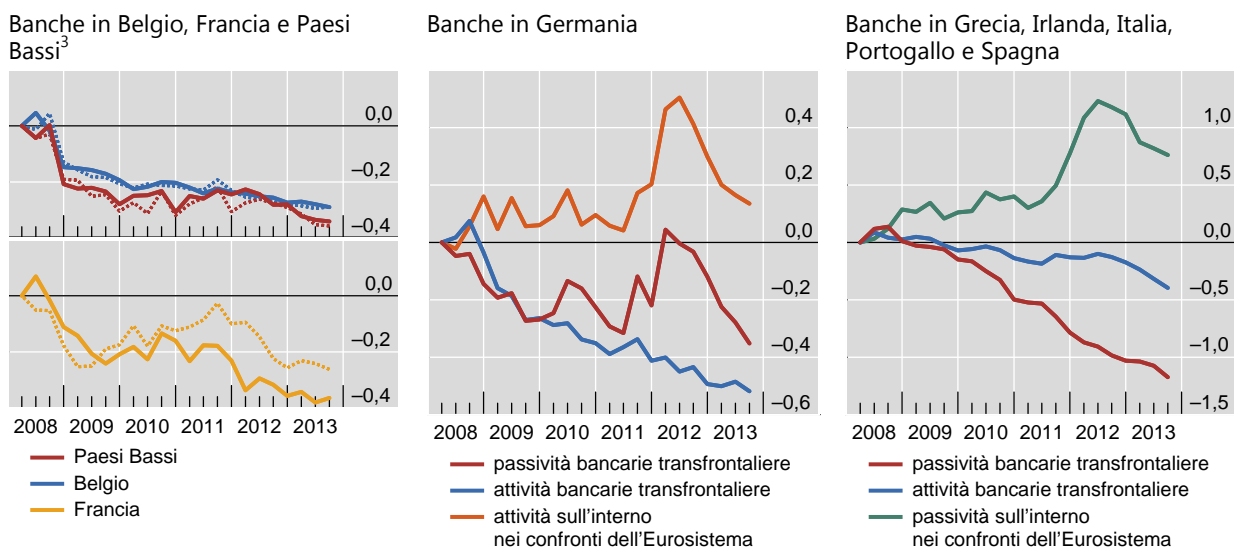
¹ Comprese le attività transfrontaliere delle banche nei confronti delle proprie dipendenze all'estero. ² Somma cumulata delle variazioni trimestrali depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie fra fine marzo 2008 e fine settembre 2013. La variazione assoluta delle consistenze in essere in questo periodo è inferiore alla variazione cumulata perché non è depurata degli effetti di cambio e delle discontinuità nella serie.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza e per nazionalità.

Contrazione nei mercati interbancari internazionali dell'area dell'euro¹

Variazione cumulata delle posizioni interbancarie transfrontaliere da fine marzo 2008, in migliaia di miliardi di dollari USA²

Grafico B



¹ Compresa le attività transfrontaliere delle banche nei confronti delle proprie dipendenze all'estero. ² Somma cumulata delle variazioni trimestrali depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie fra fine marzo 2008 e fine settembre 2013. ³ La linea continua e quella tratteggiata denotano rispettivamente le passività e le attività interbancarie transfrontaliere. Per il Belgio, unicamente prestiti e depositi; per la Francia e i Paesi Bassi, tutti gli strumenti.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza.

transfrontaliera registrata dagli istituti nel Regno Unito è pressoché interamente riconducibile alle banche dell'area dell'euro e della Svizzera, che vi hanno contribuito per \$1 100 miliardi in termini cumulati da fine marzo 2008 (grafico A, diagramma di destra, area ombreggiata). Il calo delle operazioni interbancarie transfrontaliere dal Regno Unito ha riguardato soprattutto l'area dell'euro, per quanto riguarda sia i flussi attivi che quelli passivi (grafico A, diagramma di destra, linee blu e rossa).

La brusca flessione dell'attività interbancaria internazionale verso l'area dell'euro ha assunto profili diversi a seconda dei paesi, classificabili in tre gruppi in base all'evoluzione seguita dai prestiti bancari transfrontalieri erogati e ricevuti. Il primo gruppo, formato da Belgio, Francia e Paesi Bassi, ha evidenziato una marcata contrazione della raccolta transfrontaliera nel periodo 2008-13, che è coincisa con una contrazione analoga degli impieghi transfrontalieri, per cui le posizioni nette di finanziamento sono rimaste sostanzialmente invariate (grafico B, diagramma di sinistra). All'inizio della crisi finanziaria mondiale le banche in Francia avevano registrato una rapida flessione dei flussi attivi e passivi di credito transfrontaliero, alla quale però è seguita una ripresa tra metà 2009 e metà 2011. Dall'estate 2011 l'acuirsi della crisi finanziaria nell'area dell'euro ha provocato un'altra brusca contrazione della loro attività interbancaria internazionale³.

Il secondo gruppo comprende le banche in Germania, destinatarie nette di ingenti finanziamenti interbancari internazionali, specie negli anni 2010-13. Tali istituti hanno registrato una flessione dei prestiti interbancari transfrontalieri sia attivi sia passivi per gran parte del 2008-09 (grafico B, diagramma centrale), ma non in seguito. Allorché nella prima metà del 2010 la crisi finanziaria dell'area dell'euro ha cominciato a ripercuotersi sui mercati, le passività interbancarie transfrontaliere delle banche in Germania sono aumentate, compensando parte del calo cumulato nei due anni precedenti (linea rossa). Al contempo, questi istituti hanno continuato a ridurre le

corrispondenti attività (linea blu). Il peggioramento della crisi finanziaria nell'area dell'euro tra giugno 2011 e giugno 2012 ha indotto un ulteriore brusco aumento delle passività interbancarie delle banche in Germania. Tale espansione ha trovato riflesso in un aumento dei depositi detenuti da queste banche presso l'Eurosistema (linea arancione).

Per contro, le banche nei paesi periferici dell'area dell'euro (terzo gruppo) hanno mostrato un marcato calo della raccolta interbancaria transfrontaliera, e un calo più modesto dei prestiti erogati ad altre banche (grafico B, diagramma di destra). Gli afflussi di credito interbancario transfrontaliero verso le banche in Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna sono diminuiti di \$1 200 miliardi in termini cumulati negli anni 2008-13 (linea rossa). L'ingente fabbisogno di finanziamento internazionale che ne è conseguito è stato soddisfatto accrescendo il ricorso al rifinanziamento dell'Eurosistema (linea verde). Di conseguenza, l'Eurosistema si è sostituito al mercato interbancario internazionale quale meccanismo di finanziamento per questi paesi.

① Cfr. J. Caruana e A. van Rixtel, "International financial markets and bank funding in the euro area: dynamics and participants", pubblicato originariamente in *Economistas*, dicembre 2012. ② Cfr. G. von Peter, "I centri bancari internazionali in una prospettiva di rete", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2007 (versione integrale disponibile solo in inglese). ③ Cfr. A. van Rixtel e G. Gasperini, "Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area", *BIS Working Papers*, n. 406, marzo 2013.

Gli investimenti transfrontalieri nei mercati mondiali del debito dall'inizio della crisi

Branimir Gruić e Andreas Schrimpf

A metà 2013 i mercati mondiali del debito (in termini di importi in essere) erano cresciuti secondo le stime a \$100 000 miliardi (grafico C, diagramma di sinistra), dai \$70 000 miliardi di metà 2007¹. L'espansione nei principali segmenti di mercato non è stata omogenea: le amministrazioni pubbliche e le società non finanziarie, con la loro vivace attività di emissione, hanno innalzato la quota di obbligazioni collocate nel mercato interno, mentre un effetto opposto è provenuto dall'attività più contenuta delle istituzioni finanziarie (grafico C, diagramma di sinistra).

Data la consistente espansione della spesa pubblica negli anni recenti, non sorprende che le amministrazioni pubbliche (centrali, statali e locali) siano state i principali emittenti di debito (grafico C, diagramma di sinistra). I loro collocamenti avvengono principalmente nei mercati nazionali, dove gli importi in essere hanno raggiunto \$43 000 miliardi a giugno 2013, con un incremento dell'80% circa rispetto a metà 2007 (area gialla nel diagramma di sinistra del grafico C). Le emissioni delle società non finanziarie sono aumentate a un tasso analogo (ancorché da un livello iniziale più basso). Al pari delle amministrazioni pubbliche, anche queste società collocano le proprie

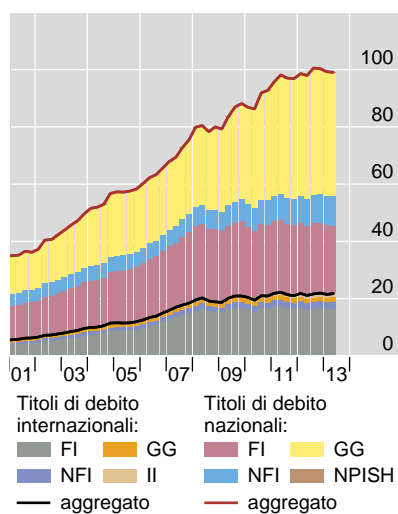
Il mercato mondiale dei titoli di debito

Consistenze in essere

Grafico C

Dimensioni stimate del mercato mondiale dei titoli di debito¹

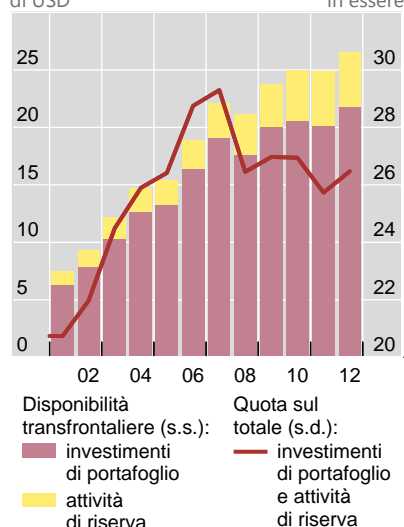
Migliaia di miliardi di USD



Investimenti transfrontalieri²

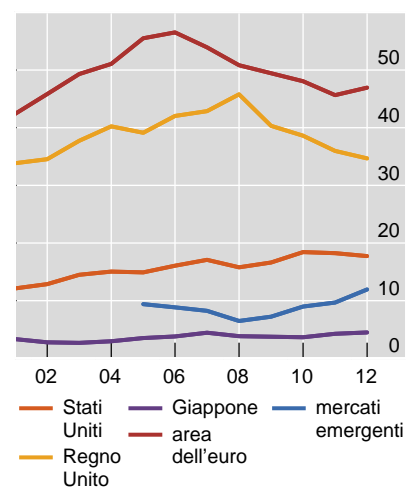
Migliaia di miliardi di USD

% delle consistenze in essere



Passività transfrontaliere desunte³

% delle consistenze in essere



FI = società finanziarie; GG = amministrazioni pubbliche; II = organizzazioni internazionali; NFI = società non finanziarie; NPISH = istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie; TDS = titoli di debito totali; EM = mercati emergenti (Brasile, Cina, Corea, Messico, Polonia, Russia, Sudafrica e Turchia).

¹ Dato trimestrale, in base al settore dell'emittente. Le dimensioni globali del mercato dei titoli di debito sono state stimate combinando le statistiche BRI sui titoli per i paesi riportati nella tabella 18 (titoli di debito totali) dell'allegato statistico: tabelle dettagliate, paesi nella tabella 16 (titoli di debito nazionali) che non segnalano dati sui titoli di debito totali e paesi della tabella 11 (titoli di debito internazionali) che non segnalano dati sui titoli di debito totali. Questo approccio ha permesso di massimizzare il contributo fornito all'aggregato globale dai singoli aggregati nazionali tratti dalle varie serie statistiche BRI sui titoli. ² Risultati dell'indagine Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIIS) dell'FMI. Gli investimenti transfrontalieri sono investimenti da parte di residenti in un'economia nei titoli emessi dai residenti di un'altra economia; comprendono le attività di riserva e gli investimenti di portafoglio (in base alla definizione del *Balance of Payments Manual*, 6ª edizione). ³ Passività CPIIS desunte a partire dalle disponibilità transfrontaliere segnalate dagli altri paesi.

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

emissioni principalmente nel mercato interno. Di conseguenza, a metà 2013 il debito in essere delle società non finanziarie nei mercati nazionali aveva superato i \$10 000 miliardi (area azzurra nel diagramma di sinistra del grafico C). A tale andamento potrebbe aver concorso la sostituzione dei tradizionali prestiti bancari con il finanziamento tramite obbligazioni, unitamente alla domanda degli investitori di attività con rendimenti più elevati rispetto a quelli molto bassi corrisposti in importanti mercati dei titoli di Stato.

La lentezza dell'espansione dei mercati del debito internazionali rispetto a quelli nazionali trova ragione innanzitutto nella riduzione dell'indebitamento del settore finanziario all'indomani della crisi. Storicamente questo settore (principalmente banche e società finanziarie non bancarie) costituisce il maggiore emittente di debito nei mercati internazionali (area grigia nel diagramma di sinistra del grafico C). Ciò detto, il volume dei titoli da esso collocati nel mercato internazionale è aumentato solo del 19% da metà 2007, mentre nei mercati nazionali ha addirittura registrato un lieve calo del 5% da fine 2007.

Chi sono gli investitori che hanno assorbito gli ingenti volumi di nuove emissioni? La base di investitori è prevalentemente nazionale oppure gli investimenti transfrontalieri sono aumentati a un ritmo analogo a quello dei mercati mondiali del debito? Per tracciare un quadro della situazione sono stati combinati i dati delle statistiche BRI sui titoli con quelli dell'indagine Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) dell'FMI^②. Secondo i risultati della CPIS, gli investitori non residenti detenevano circa \$27 000 miliardi di titoli di debito a livello globale, a titolo di attività di riserva oppure per investimenti di portafoglio (grafico C, diagramma centrale). Gli investimenti da parte di non residenti rappresentavano quindi approssimativamente un quarto delle consistenze globali di titoli di debito, mentre il restante 75% era riconducibile agli investitori nazionali.

La crisi finanziaria mondiale ha lasciato il segno sugli investimenti di portafoglio transfrontalieri in titoli di debito. La quota di titoli detenuta da investitori esteri come attività di riserva oppure per investimenti di portafoglio (in percentuale sul volume totale dei mercati globali del debito) è scesa dal 29% circa agli inizi del 2007 al 26% verso la fine del 2012. Si è così invertita la tendenza precedente alla crisi, quando questa stessa quota era cresciuta di 8 punti percentuali dal 2001 al massimo del 2007. È possibile che tale dinamica indichi una parziale regressione del processo di integrazione finanziaria internazionale dall'inizio della crisi, come segnalano anche recenti riscontri in letteratura^③. Questo fenomeno tuttavia potrebbe avere carattere temporaneo. Stando agli ultimi dati FMI-CPIS, gli investimenti transfrontalieri in titoli di debito hanno segnato un lieve recupero nella seconda metà del 2012, il periodo più recente per cui siano disponibili dati.

La quota di titoli detenuti da investitori esteri ha seguito andamenti diversi a seconda dei paesi e delle regioni (grafico C, diagramma di destra). Le disponibilità transfrontaliere di titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro si collocavano al 47% degli importi totali in essere a fine 2012, in calo di 10 punti percentuali rispetto al picco del 2006. Una dinamica analoga è riscontrabile per il Regno Unito. Ciò indica che il nuovo debito emesso dai residenti dell'area dell'euro e del Regno Unito è stato assorbito in gran parte da investitori nazionali. I titoli di debito statunitensi di nuova emissione erano invece detenuti in misura crescente da investitori esteri (grafico C, diagramma di destra), così come quelli emessi da prenditori delle economie emergenti. In quest'ultimo caso la quota in mano agli investitori esteri è salita nel 2012 al 12%, valore pressoché doppio rispetto al 2008.

① Le dimensioni globali del mercato dei titoli di debito sono stimate sulla base di tre serie statistiche della BRI, che riguardano: i titoli di debito totali (total debt securities, TDS), i titoli di debito nazionali (domestic debt securities, DDS) e i titoli di debito internazionali (international debt securities, IDS). La BRI classifica un titolo di debito come internazionale quando una delle seguenti caratteristiche non corrisponde al paese di residenza dell'emittente: paese di registrazione del titolo, diritto applicabile all'emissione oppure mercato di quotazione. Tutti gli altri titoli sono classificati come nazionali. Da un punto di vista metodologico, la somma di queste due categorie (IDS e DDS) costituisce l'insieme dei titoli di debito totali (TDS). Cfr. B. Gruic e P. Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012. ② I dati sugli investimenti transfrontalieri in titoli di debito sono tratti dall'indagine CPIS, condotta dall'FMI sotto forma di raccolta annuale volontaria di dati relativi agli investimenti di portafoglio. I dati dell'FMI incorporano anche informazioni desunte dall'indagine sui titoli detenuti come riserve valutarie (Securities Held as Foreign Exchange Reserves, SEFER) e dall'indagine sui titoli detenuti dalle organizzazioni internazionali (Securities Held by International Organizations, SSIO) (per un valore complessivo di \$4 800 miliardi a fine 2012). Per maggiori informazioni sulla CPIS, cfr. <http://cpis.imf.org>. ③ Per alcuni indicatori dell'integrazione finanziaria fra paesi attraverso i bilanci internazionali (che non si limitano ai soli titoli di debito globali come nel presente riquadro), cfr. ad esempio P. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, "International financial integration", *IMF Staff Papers*, vol. 50. Evidenze recenti sulla contrazione dei bilanci internazionali dall'inizio della crisi sono presentate ad esempio da G. Ma e R.N. McCauley, "Global and euro imbalances: China and Germany", *BIS Working Papers*, n. 424.