

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI¹

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 sintesi degli ultimi dati disponibili sull'attività bancaria internazionale e sui derivati over-the-counter (OTC), aggiornati a fine 2013.

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI si sono contratte per il settimo trimestre consecutivo tra fine settembre e fine dicembre 2013, sebbene a un ritmo più blando che nei sei mesi precedenti. Il calo ha interessato gli impieghi sia verso gli istituti bancari sia verso i soggetti non bancari. Le attività denominate in euro hanno segnato una notevole flessione, mentre il credito transfrontaliero in dollari USA e yen giapponesi è cresciuto. Le attività transfrontaliere verso l'Asia emergente, alimentate dal forte aumento del credito alla Cina, hanno proseguito la loro ininterrotta espansione.

I mercati dei derivati OTC hanno continuato a crescere nel secondo semestre 2013. Gli incrementi dei valori nozionali sono riconducibili ai derivati su tassi di interesse, in particolare ai contratti con scadenza a medio-lungo termine. Nel mercato dei credit default swap (CDS) si è registrata un'ulteriore progressione del ricorso a compensazione accentrata e accordi di netting.

Il mercato bancario internazionale nel quarto trimestre 2013²

Tra fine settembre e fine dicembre 2013 il credito bancario transfrontaliero si è ridotto per il settimo trimestre consecutivo. Il calo di \$122 miliardi (0,4%) ha portato l'ammontare della flessione aggregata da fine marzo 2012 a \$2 400 miliardi (7,8%).

¹ Questo articolo è stato redatto da Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org) (mercato bancario) e Philip Wooldridge (philip.wooldridge@bis.org) (mercato dei derivati), con il supporto statistico di Pablo García-Luna, Sebastian Goerlich e Jeff Slee (mercato bancario) e Denis Pêtre (mercato dei derivati).

² Le statistiche bancarie internazionali a fine dicembre 2013, in particolare quelle consolidate in base al rischio ultimo, risentono di cambiamenti metodologici relativi all'attuazione dei miglioramenti raccomandati dal Comitato sul sistema finanziario globale. Per una spiegazione delle discontinuità significative nei dati più recenti, cfr. BRI, "BIS international banking statistics at end-December 2013", *Statistical release*, aprile 2014, www.bis.org/statistics/rppb1404.htm.

La contrazione più recente è tuttavia notevolmente inferiore a quella dei due trimestri precedenti, pari in media a \$520 miliardi (1,7%).

Il credito transfrontaliero è diminuito sia verso gli istituti bancari sia verso i prestatori non bancari. Le attività interbancarie, che nelle statistiche bancarie su base locale³ comprendono le posizioni nei confronti di entità collegate e non collegate, sono calate di \$38 miliardi (0,2%), mentre il credito transfrontaliero verso il settore non bancario (principalmente istituzioni finanziarie non bancarie, amministrazioni pubbliche e imprese) è sceso di \$85 miliardi (0,7%).

Attività transfrontaliere denominate in euro

Il calo aggregato delle attività transfrontaliere nel periodo in rassegna è riconducibile a una contrazione di \$355 miliardi (3,6%) degli impieghi denominati in euro (grafico 1, diagramma di sinistra). Le attività in dollari USA e yen giapponesi sono invece cresciute rispettivamente di \$64 miliardi (0,5%) e \$61 miliardi (5,2%).

La brusca flessione delle attività transfrontaliere in euro si iscrive in una tendenza più ampia in atto da qualche anno. Da fine marzo 2008, infatti, lo stock in essere del credito bancario transfrontaliero in euro, compresi i prestiti fra paesi dell'area, si è ridotto di €1 900 miliardi (21%), pari a quasi due terzi del calo complessivamente riportato nello stesso periodo dallo stock di attività transfrontaliere (in termini di dollari USA)⁴.

La contrazione delle attività transfrontaliere denominate in euro tra fine marzo 2008 e fine dicembre 2013 è stata generalizzata in termini sia di paesi sia di settori (grafico 1, diagramma centrale). Per quanto riguarda i prestatori residenti all'interno dell'area dell'euro, gli impieghi verso gli istituti bancari sono scesi di €1 200 miliardi (32%) e quelli verso i soggetti non bancari di €220 miliardi (10%)⁵. Flessioni significative hanno interessato anche i prestatori all'esterno dell'area dell'euro, con un calo di €352 miliardi (17%) nei confronti di istituti bancari e di €111 miliardi (12%) nei confronti di soggetti non bancari. Nel 2013 il credito in euro verso le banche dell'area ha continuato a calare, mentre quello verso soggetti non bancari all'esterno dell'area dell'euro è rimasto pressoché stabile.

Le statistiche bancarie su base locale per nazionalità possono essere usate per stabilire a quali sistemi bancari vada ricondotta la riduzione delle attività transfrontaliere denominate in euro. Il calo di €1 900 miliardi (29%) segnalato dalle dipendenze delle banche dell'area dell'euro è stato all'origine della stragrande maggioranza della flessione complessiva osservata tra fine marzo 2008 e fine

³ Le statistiche bancarie su base locale sono strutturate secondo l'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.

⁴ A causa degli effetti di cambio, un semplice confronto tra le variazioni nelle consistenze in essere nell'arco del periodo sopravvaluta il contributo dell'euro al calo complessivo delle attività transfrontaliere. Il deprezzamento del 13% dell'euro rispetto al dollaro USA tra fine marzo 2008 e fine dicembre 2013 ha dato luogo a una flessione del valore segnalato in dollari USA delle attività in essere denominate in euro. Ciò detto, anche tenendo conto degli effetti di cambio, la contrazione complessiva del credito è da attribuire in gran parte all'euro.

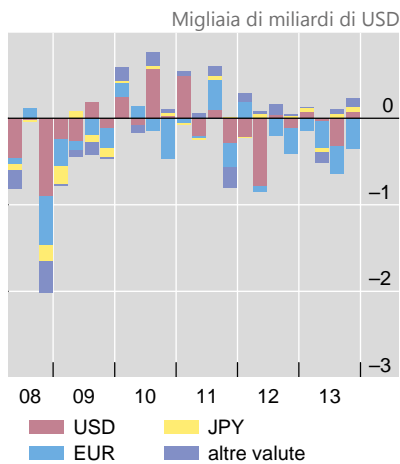
⁵ Per un'analisi del recente calo dell'attività interbancaria internazionale nell'area dell'euro, cfr. P. Garcia-Luna e A. van Rixtel, "L'arretramento dell'attività interbancaria internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014, pagg. 6-8, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403b_it.pdf.

Tendenze del credito bancario transfrontaliero denominato in euro

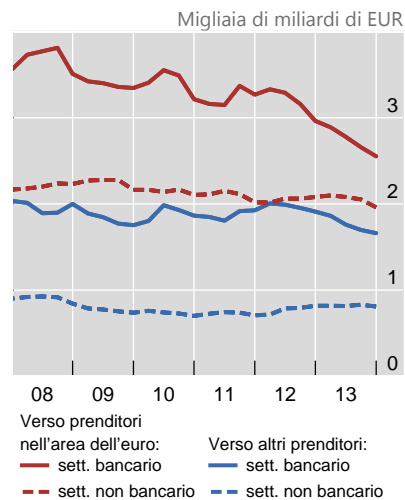
Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI, comprese quelle intragrupo¹

Grafico 1

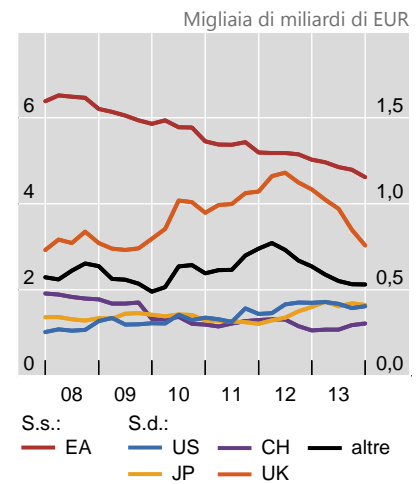
Variazioni depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, in base alla valuta



Consistenze in essere delle attività denominate in euro, in base alla residenza e al settore della controparte²



Consistenze in essere delle attività denominate in euro, in base alla nazionalità della banca dichiarante²



EA = banche dell'area dell'euro; US = banche statunitensi; JP = banche giapponesi; CH = banche svizzere; UK = banche britanniche.

¹ Comprese le attività delle banche nei confronti delle proprie dipendenze. ² Importi convertiti in euro al tasso di cambio di fine periodo.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza (tabelle 5A, 6A e 6B) e per nazionalità (tabella A2).

dicembre 2013 (grafico 1, diagramma di destra). A ridurre significativamente (di €169 miliardi, 36%) il credito transfrontaliero denominato in euro sono state anche le dipendenze di banche svizzere. Per contro, le banche statunitensi e giapponesi hanno segnalato incrementi nella stessa categoria, rispettivamente di €134 miliardi (50%) e €71 miliardi (21%). Le attività transfrontaliere denominate in euro delle banche britanniche, che erano cresciute rapidamente tra fine marzo 2008 e fine giugno 2012 (€389 miliardi, 49%), sono invece decisamente calate tra metà 2012 e fine 2013 (€423 miliardi, 36%).

Credito alle economie emergenti

Il credito transfrontaliero alle economie emergenti è aumentato di \$91 miliardi (2,5%) tra fine settembre e fine dicembre 2013, seppure con sostanziali divergenze tra regioni. Alimentate dalla forte crescita del credito verso la Cina, le attività transfrontaliere verso l'Asia emergente hanno proseguito la loro ininterrotta espansione nel quarto trimestre 2013 (\$115 miliardi, 6,4%). Anche il credito transfrontaliero verso l'America latina si è accresciuto, ma a un ritmo molto più lento (\$6,4 miliardi, 1,0%). Per contro, gli impieghi verso Europa emergente e Africa e Medio Oriente sono calati, rispettivamente di \$9,7 miliardi (1,3%) e di \$20 miliardi (4,2%).

Come nei trimestri precedenti, l'incremento del credito bancario transfrontaliero verso l'Asia emergente è ascrivibile principalmente al forte aumento degli

impieghi verso la Cina (\$81 miliardi, 9,0%). Le statistiche bancarie consolidate⁶ indicano che la recente robusta espansione del credito bancario internazionale verso questo paese si deve principalmente a prestiti a breve termine: la quota delle attività internazionali verso la Cina con scadenza residua inferiore a un anno è salita dal 56% di fine 2007 al 76% di fine 2010 e al 79% di fine 2013.

Le attività transfrontaliere verso il resto dell'Asia emergente sono aumentate di \$34 miliardi (3,9%) tra fine settembre e fine dicembre 2013. Gli impieghi verso l'Indonesia hanno registrato un incremento di \$4,1 miliardi (5,2%), mentre quelli verso la Corea si sono contratti di \$3,0 miliardi (1,6%). Allo stesso tempo, le attività transfrontaliere verso l'India sono rimaste pressoché invariate, dopo essere calate nei due trimestri precedenti.

Anche il credito transfrontaliero verso America latina e Caraibi ha registrato un'espansione, la quale rappresenta tuttavia solo una parziale inversione delle notevoli contrazioni del secondo e terzo trimestre 2013⁷. Gli impieghi transfrontalieri verso il Messico sono cresciuti di \$8,9 miliardi (7,8%), mentre quelli verso il Brasile sono diminuiti di \$4,0 miliardi (1,3%). Le statistiche bancarie consolidate mostrano che l'espansione complessiva delle attività transfrontaliere verso America latina e Caraibi si è verificata nonostante un calo del credito estero erogato a questa regione dalle banche statunitensi, che nel trimestre in esame è sceso dal 21 al 20% degli impieghi esteri totali verso la regione. Per contro, nello stesso periodo è salita dal 39 al 41% la quota degli impieghi esteri delle banche spagnole, che sono per la maggior parte contabilizzati dalle loro affiliate nei paesi mutuatari, e quindi spesso finanziati localmente.

Le attività transfrontaliere verso l'Europa emergente hanno continuato a ridursi nel quarto trimestre 2013, in particolare verso la Russia (\$11 miliardi, 6,0%). Nel resto della regione gli andamenti sono stati eterogenei. Gli impieghi verso Turchia e Polonia sono aumentati, rispettivamente di \$3,0 miliardi (1,6%) e \$0,9 miliardi (0,7%), mentre si è contratto di \$2,4 miliardi (5,4%) il credito a favore dell'Ungheria.

Le statistiche bancarie consolidate mostrano che a fine dicembre 2013, alla vigilia delle recenti tensioni in Ucraina, le attività estere verso la Russia delle banche dichiaranti alla BRI (che comprendono le attività transfrontaliere e gli impieghi contabilizzati dalle affiliate locali) erano pari a \$241 miliardi in base al mutuatario immediato e a \$218 miliardi in base al rischio ultimo⁸. Le maggiori consistenze in essere di attività estere verso la Russia erano ascrivibili alle banche francesi (\$49 miliardi in base al rischio ultimo), statunitensi (\$32 miliardi) e italiane (\$29 miliardi) (grafico 2, diagramma di sinistra). Nel caso delle banche statunitensi,

⁶ Le statistiche bancarie consolidate sono strutturate secondo la nazionalità delle banche dichiaranti e segnalate su base consolidata mondiale, 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.

⁷ Per un'analisi degli effetti del tapering della Fed sui flussi bancari transfrontalieri verso America latina e Caraibi, cfr. P. Garcia-Luna e A. van Rixtel, "I mercati emergenti e l'annuncio tapering", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013, pagg. 10-11, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312b_it.pdf.

⁸ Le statistiche bancarie consolidate sono segnalate sia in base al rischio ultimo sia in base al mutuatario immediato. Diversamente dalle statistiche in base al mutuatario immediato, quelle in base al rischio ultimo tengono conto degli strumenti di attenuazione del rischio, come le garanzie reali e personali, che trasferiscono il rischio tra paesi e settori. Per una spiegazione delle differenze tra queste statistiche, cfr. S. Avdjiev, "Informazioni effettivamente desumibili dalle statistiche bancarie BRI sulle esposizioni dei sistemi bancari verso determinati paesi e settori", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2011, pagg 13-14, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103b_it.pdf.

si trattava perlopiù di impieghi transfrontalieri. Per contro, gran parte delle attività estere verso la Russia delle banche francesi e italiane consisteva di attività locali contabilizzate dalle loro affiliate russe nel paese. Gli impieghi di questo tipo sono in larga misura finanziati localmente.

Oltre alle attività estere di cui sopra, le banche dichiaranti alla BRI presentavano verso residenti russi altre esposizioni potenziali, fra cui contratti derivati, garanzie personali e aperture di credito, per complessivi \$151 miliardi. La maggior parte (\$125 miliardi) di queste esposizioni era costituita da garanzie personali, corrispondenti perlopiù alle passività eventuali di venditori di protezione mediante CDS (ai valori nozionali)⁹. Va notato che le passività eventuali di questo tipo sono generalmente segnalate su base lorda, senza tenere conto della presenza di accordi di netting o garanzie reali. Il loro valore segnalato rappresenta quindi il livello massimo delle esposizioni bancarie verso un dato paese connesse a CDS.

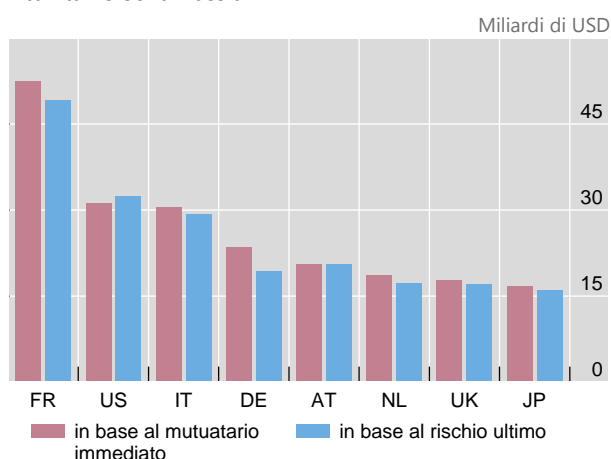
In termini di dollari USA, le esposizioni estere verso l'Ucraina delle banche con operatività internazionale erano di gran lunga inferiori a quelle verso la Russia. A fine dicembre 2013 esse ammontavano a \$27 miliardi in base al mutuatario immediato e a \$24 miliardi in base al rischio ultimo, ed erano riconducibili per oltre il 90% a banche europee (grafico 2, diagramma di destra). La maggior parte (\$15 miliardi) degli impieghi esteri (in base al rischio ultimo) verso l'Ucraina era costituita da attività locali delle affiliate ucraine di banche estere. Le altre esposizioni potenziali verso l'Ucraina delle banche dichiaranti alla BRI ammontavano a \$19 miliardi.

Attività estere consolidate verso Russia e Ucraina, in base alla nazionalità della banca dichiarante

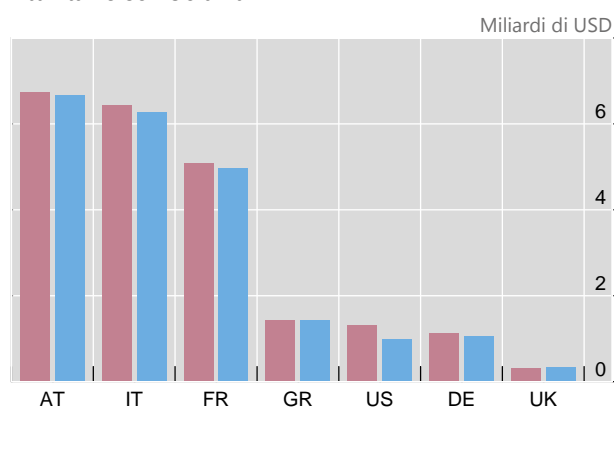
Fine dicembre 2013

Grafico 2

Attività verso la Russia



Attività verso l'Ucraina



AT = banche austriache; DE = banche tedesche; FR = banche francesi; GR = banche greche; IT = banche italiane; JP = banche giapponesi; NL = banche olandesi; UK = banche britanniche; US = banche statunitensi.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al mutuatario immediato e al rischio ultimo; tabelle 9B e 9D).

⁹ Per una spiegazione più approfondita, cfr. S. Avdjiev, "Analisi della relazione tra "garanzie rilasciate" e CDS venduti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2011, pag. 15, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109b_it.pdf.

Il mercato dei derivati OTC nella seconda metà del 2013

Il mercato dei derivati over-the-counter (OTC) ha continuato a espandersi nella seconda metà del 2013. Il valore nozionale dei contratti in essere, che determina i pagamenti contrattuali e costituisce un indicatore dell'attività del mercato, si collocava a fine dicembre a \$710 000 miliardi, a fronte dei \$693 000 miliardi di fine giugno e dei \$633 000 miliardi di fine 2012 (grafico 3, diagramma di sinistra). A fine 2013 i valori nozionali depurati degli effetti di cambio superavano di circa l'1% quelli di fine giugno e del 13% quelli di fine 2012¹⁰.

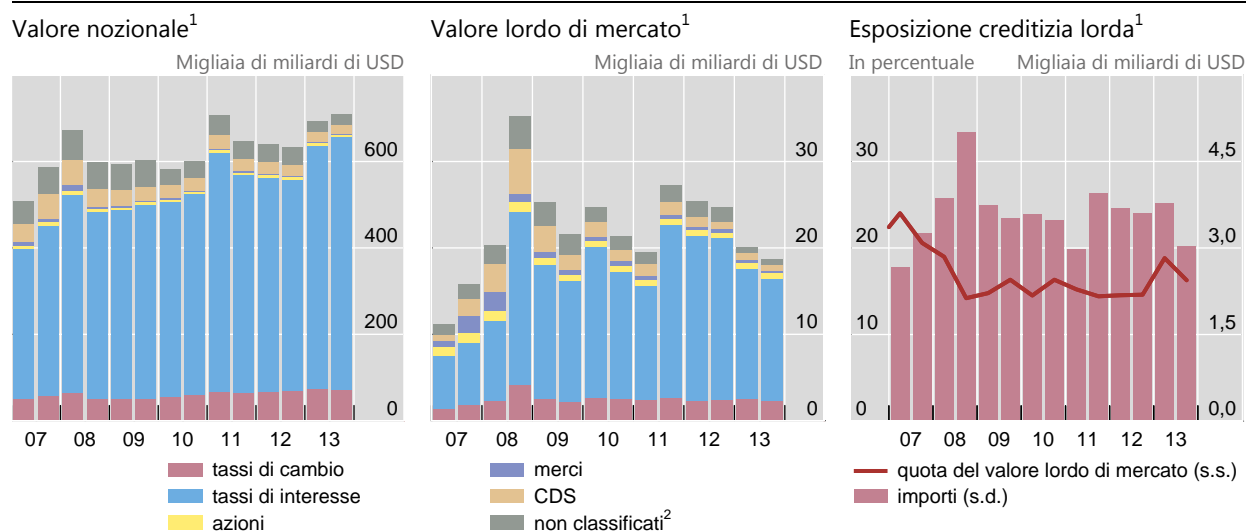
Nonostante l'aumento degli importi nozionali, il valore di mercato dei contratti in essere è sceso in base ai prezzi di mercato a fine dicembre 2013. Il valore lordo di mercato di tutti i contratti, che ne misura il costo di sostituzione ai prezzi di mercato prevalenti alla data di segnalazione, ammontava a \$19 000 miliardi, in calo rispetto ai \$20 000 miliardi di fine giugno e ai \$25 000 miliardi di fine 2012 (grafico 3, diagramma centrale).

Il valore lordo di mercato rappresenta la perdita massima che gli operatori subirebbero qualora nessuna delle controparti adempisse i pagamenti contrattuali e i contratti fossero sostituiti ai prezzi correnti di mercato¹¹. Gli operatori di mercato

Mercato mondiale dei derivati OTC

Posizioni in essere, in base al tipo di dato e alla categoria di rischio

Grafico 3



¹ Per le corrispondenti definizioni, cfr. BRI, "OTC derivatives statistics at end-December 2013", *Statistical release*, maggio 2014, www.bis.org/publ/otc_hy1405.html. ² Posizioni in essere in derivati OTC dei dealer che non partecipano all'indagine semestrale della BRI. Stimate dalla BRI sulla base dell'indagine triennale sull'attività nei mercati dei cambi e dei derivati.

Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

¹⁰ L'apprezzamento dell'euro e della sterlina rispetto al dollaro USA tra fine giugno e fine dicembre 2013 ha determinato un aumento del valore in dollari USA dei contratti in essere denominati in euro e sterline. Specularmente, il deprezzamento dello yen giapponese ha dato luogo a un calo del valore in dollari USA dei contratti denominati in yen.

¹¹ Il valore lordo di mercato è calcolato come la somma del valore assoluto dei valori lordi di mercato positivi e dei valori lordi di mercato negativi. Il valore lordo di mercato positivo corrisponde al guadagno – e il valore lordo di mercato negativo alla perdita – per i dealer qualora questi vendessero tutti i loro contratti in essere ai prezzi di mercato prevalenti alla data di segnalazione.

possono ridurre l'esposizione al rischio di controparte mediante accordi di netting e garanzie reali. Le esposizioni creditizie lorde depurano i valori lordi di mercato degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti, ma non tengono conto delle garanzie reali. A fine dicembre 2013 le esposizioni creditizie lorde erano pari a \$3 000 miliardi, in calo rispetto ai \$3 800 miliardi di fine giugno (grafico 3, diagramma di destra), e corrispondevano al 16,3% dei valori lordi di mercato, una quota leggermente superiore alla media del 15,1% del periodo 2009-12.

Derivati su tassi di interesse

L'attività nel mercato dei derivati OTC è ascrivibile per la maggior parte al segmento dei contratti su tassi di interesse. Per i derivati su tassi di interesse in un'unica valuta, i valori nozionali dei contratti in essere a fine dicembre 2013 ammontavano a \$584 000 miliardi, corrispondenti all'82% del mercato internazionale dei derivati OTC. La quota preponderante dei derivati in essere su tassi di interesse era rappresentata dagli swap (\$461 000 miliardi).

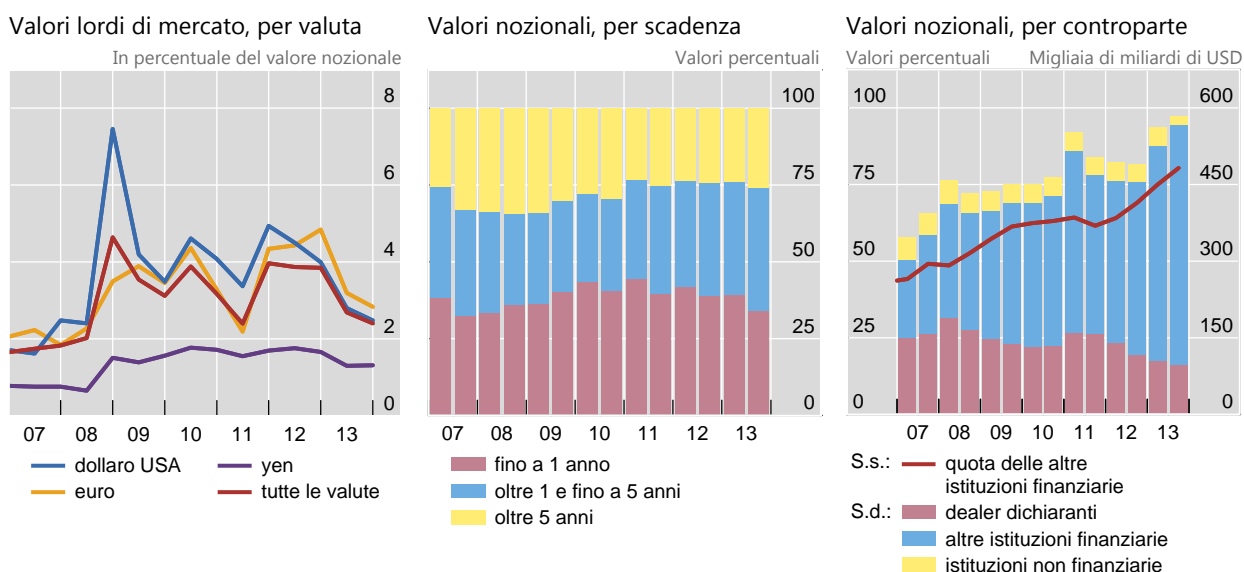
La recente tendenza globale all'aumento dei valori nozionali e al calo dei valori di mercato è stata alimentata dagli andamenti nel segmento dei tassi di interesse. Pur in presenza di una crescita degli importi nozionali, il valore lordo di mercato dei derivati su tassi di interesse è diminuito a \$14 000 miliardi a fine 2013, a fronte dei \$15 000 miliardi di fine giugno e dell'ultimo picco di \$20 000 miliardi registrato a fine 2011. Questa flessione ha riguardato i contratti denominati nella maggior parte delle principali valute (grafico 4, diagramma di sinistra). I rendimenti obbligazionari a lungo termine e i tassi swap in queste valute sono aumentati a metà 2013, dopo l'annuncio in maggio dell'intenzione della Federal Reserve di rientrare gradualmente dalla politica di allentamento quantitativo¹². La flessione del valore lordo di mercato dei derivati su tassi di interesse in questo periodo appare in linea con l'ondata di vendite sul mercato obbligazionario, che ha ridotto il divario tra i tassi di interesse di mercato alla data di segnalazione e i tassi prevalenti al momento della stipula dei contratti¹³.

L'espansione del valore nozionale dei derivati su tassi di interesse ha riguardato soprattutto i segmenti a medio e lungo termine. A fine 2013 il valore nozionale dei contratti con vita residua da uno a cinque anni era salito a \$234 000 miliardi, corrispondenti al 40% del totale di tutte le scadenze in essere, e a un aumento rispetto ai \$180 000 miliardi (37%) dell'anno precedente (grafico 4, diagramma centrale). Nello stesso periodo il valore nozionale dei contratti con vita residua superiore a cinque anni era cresciuto a \$152 000 miliardi, corrispondenti al 26% del totale di tutte le scadenze, da \$119 000 miliardi (24%). L'incremento dell'attività nei segmenti a medio e lungo termine potrebbe riflettere le mutate aspettative degli investitori circa il mantenimento a medio termine di un basso livello dei tassi ufficiali e degli acquisti su vasta scala di attività finanziarie da parte delle banche centrali¹⁴.

¹² Cfr. BRI, "I mercati precipitano l'inasprimento", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2013, pagg. 1-11, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309a_it.htm.

¹³ Alla stipula di un contratto di swap su tassi di interesse il valore di mercato è pari a zero, ossia il valore atteso dei flussi di cassa a tasso fisso nell'arco della durata dello swap è uguale al valore atteso dei flussi di cassa a tasso variabile.

¹⁴ Cfr. BRI, "I tassi bassi stimolano i mercati creditizi mentre le banche perdono terreno", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013, pagg. 1-12, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312a_it.htm.



Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

La distribuzione dei derivati su tassi di interesse in base alla controparte mette in luce il progressivo aumento dell'importanza delle istituzioni finanziarie non-dealer, comprese le controparti centrali (CCP)¹⁵. Il valore nozionale dei contratti su tassi di interesse tra dealer è andato calando dal 2011, raggiungendo \$96 000 miliardi a fine 2013, dal massimo (post 2008) di \$159 000 miliardi registrato a fine giugno 2011 (grafico 4, diagramma di destra). A fine 2013 i contratti tra dealer e altre istituzioni finanziarie ammontavano a \$470 000 miliardi, corrispondenti all'80% del totale dei contratti, in aumento rispetto ai \$355 000 miliardi (64%) di fine giugno 2011. Il ruolo crescente della compensazione accentrata "gonfia" la crescita dei valori nozionali per le altre istituzioni finanziarie: quando i contratti vengono compensati tramite CCP, infatti, ogni transazione dà origine a due contratti¹⁶.

Derivati su valute

I derivati su valute rappresentano il secondo maggiore segmento del mercato internazionale dei derivati OTC. A fine dicembre 2013 il valore nozionale dei contratti valutari in essere era pari a \$71 000 miliardi, corrispondenti al 10% dell'attività in derivati OTC.

Le statistiche più recenti mostrano che la composizione per strumenti di questo segmento è rimasta pressoché invariata. All'incirca la metà del valore nozionale in essere era riconducibile a contratti a termine e riporti in cambi. Tuttavia, la quota

¹⁵ I dati più recenti evidenziano un brusco calo del valore nozionale segnalato per i contratti su tassi di interesse con la clientela non finanziaria. Tale flessione si deve a una riclassificazione dei contratti con controparti centrali da parte di un dealer, che in precedenza erano stati erroneamente segnalati come contratti nei confronti della clientela non finanziaria ma, a partire dal dicembre 2013, sono stati rilevati come contratti nei confronti di altre istituzioni finanziarie.

¹⁶ Cfr. N. Vause, "Compensazione accentrata e statistiche sui derivati OTC", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011, pag. 17, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106b_it.pdf.

degli swap su valute – che di norma hanno una scadenza più lunga degli altri derivati valutari e sono quindi più sensibili alle variazioni dei prezzi di mercato – era la maggiore in termini di valore lordo di mercato.

Diversamente dal mercato dei derivati su tassi di interesse, nel mercato dei derivati valutari l'attività fra dealer ha continuato grosso modo a eguagliare quella con altre istituzioni finanziarie. A fine dicembre 2013 il valore nozionale dei contratti valutari in essere tra dealer dichiaranti ammontava a \$31 000 miliardi, una cifra pressoché equivalente a quella dei contratti con altre controparti finanziarie. Dal 2011 la quota delle contrattazioni inter-dealer è stata pari in media a circa il 43%, in aumento da meno del 40% registrato precedentemente. L'attività in questo comparto è particolarmente significativa nei mercati dello yen e del dollaro USA, dove a fine dicembre 2013 rappresentava rispettivamente il 52 e il 47% dei valori nozionali. In termini di strumenti, l'attività fra dealer risulta maggiore nel caso della negoziazione di contratti più complessi, come gli swap su valute (54% dei valori nozionali) e le opzioni (49%).

Sebbene le due indagini BRI sul mercato dei derivati – quella semestrale sulle posizioni in essere, sulla quale si basa questa pubblicazione, e l'Indagine triennale sul turnover – forniscano due immagini diverse della rilevanza dell'attività fra dealer, ciò riflette principalmente differenze strutturali fra le due indagini. L'Indagine triennale per il 2013 mostrava che l'aumento dei volumi di contrattazione nel mercato dei cambi era principalmente ascrivibile alle altre istituzioni finanziarie, comprendenti banche minori, investitori istituzionali e hedge fund¹⁷. Questo andamento sembra riflettere le negoziazioni di strumenti più semplici con scadenze più brevi, come le transazioni a pronti e i contratti forward. Le statistiche sui derivati OTC relative ai contratti in essere inducono a ritenere che i principali dealer continuino a ricoprire un ruolo predominante nell'attività in strumenti più complessi, a più lungo termine, come gli swap su valute. Di fatto, nel mercato dei derivati su cambi l'attività fra dealer rappresentava il 58% del valore nozionale dei contratti con vita residua superiore a cinque anni e appena il 40% dei contratti con scadenza pari o inferiore a un anno. Inoltre, mentre le posizioni in essere (nelle statistiche sui derivati OTC) sono segnalate dagli intermediari su base consolidata mondiale, i dati sul turnover (nell'Indagine triennale) sono segnalati in base ai sales desk e includono le transazioni tra le affiliate di una stessa istituzione dichiarante.

Credit default swap

Nel 2007 i derivati su crediti stavano per subentrare ai derivati valutari come secondo maggiore segmento del mercato internazionale dei derivati OTC. Tuttavia, da allora i loro valori nozionali sono andati calando. A fine 2013 gli importi nozionali dei CDS erano scesi a \$21 000 miliardi, a fronte dei \$29 000 miliardi di fine 2011 e del massimo di \$58 000 miliardi di fine 2007 (grafico 5, diagramma di sinistra), mentre il loro valore lordo di mercato si era contratto a \$700 miliardi, dai \$1 600 miliardi di fine 2011 (grafico 5, diagramma centrale). Parallelamente, è diminuito da \$417 a 139 miliardi il loro valore netto di mercato, che tiene conto degli accordi bilaterali di netting sui contratti CDS ma, a differenza delle esposizioni creditizie lorde, non è corretto per la compensazione fra prodotti differenti.

¹⁷ Cfr. D. Rime e A. Schrimpf, "L'anatomia del mercato internazionale dei cambi alla luce dell'Indagine triennale per il 2013", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013, www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312e_it.pdf.

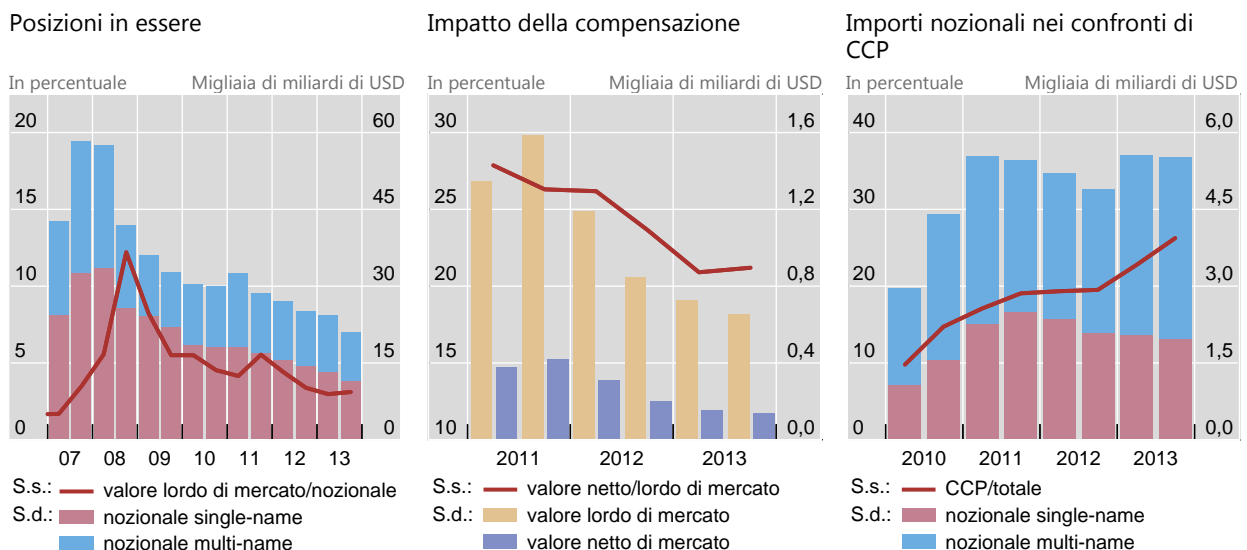
La flessione dell'attività complessiva in CDS è principalmente riconducibile a un calo delle contrattazioni fra dealer. A fine 2013 il valore nozionale dei contratti tra dealer dichiaranti era diminuito a \$11 000 miliardi, dai \$14 000 miliardi di fine 2012. Nello stesso periodo sono diminuiti anche i valori nozionali dei contratti con banche e società di intermediazione, da \$3 000 miliardi a meno di \$2 000 miliardi. La compressione delle operazioni ha continuato a eliminare i contratti ridondanti, sebbene si sia ridimensionata rispetto ai picchi del 2008-09¹⁸.

Nel 2013 si è ulteriormente diffusa nel mercato dei CDS la compensazione accentrata, che rappresenta un elemento chiave del programma delle autorità di regolamentazione di tutto il mondo per riformare i mercati dei derivati OTC allo scopo di ridurre i rischi sistemici. Il passaggio alla compensazione accentrata aveva compiuto progressi significativi nel 2010-11: la quota di contratti in essere compensati mediante CCP era aumentata da meno del 10 al 19% (grafico 5, diagramma di destra). Tuttavia, nel 2012 si era registrata una battuta d'arresto, e tale quota aveva ristagnato al 19%. In seguito, nel 2013, i contratti nei confronti di CCP hanno ripreso ad aumentare, portandosi al 26% del totale dei contratti CDS a fine anno. La quota di CDS compensati centralmente risulta massima (37%) nel comparto dei contratti multi-name, ma di gran lunga inferiore in quello dei prodotti single-name (17%). I contratti su indici di CDS nel segmento multi-name presentano generalmente un grado di standardizzazione maggiore rispetto a quelli single-name e si prestano quindi maggiormente alla compensazione accentrata.

Anche per effetto del passaggio alla compensazione accentrata, il mercato dei CDS ha registrato un aumento delle operazioni di netting, che permettono agli operatori di ridurre l'esposizione al rischio di controparte compensando i contratti aventi valori di mercato negativi con i contratti aventi valori di mercato positivi. Un

Credit default swap

Grafico 5



Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

¹⁸ La compressione è un processo attraverso il quale le operazioni vengono scomposte, permettendo la risoluzione anticipata dei contratti derivati economicamente ridondanti senza modificare la posizione netta di ciascun operatore. Per le statistiche sulle compressioni multilaterali di contratti CDS, cfr. TriOptima, www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html.

raffronto fra i valori netti e quelli lordi di mercato permette di evidenziare la rilevanza degli accordi bilaterali di netting giuridicamente vincolanti. A seguito del maggiore ricorso a questo tipo di accordi, i valori netti di mercato in percentuale dei valori lordi sono scesi al 21% a fine 2013, dal 24% di fine 2012 e dal 26% di fine 2011 (grafico 5, diagramma centrale). Gli accordi di netting risultano particolarmente rilevanti per i CDS con CCP e altri dealer, dove hanno ridotto il rapporto tra valori netti e lordi di mercato rispettivamente al 9 e al 15% a fine 2013, mentre la loro rilevanza è minore per i CDS con compagnie di assicurazione (83%) e società veicolo (57%).

La distribuzione delle entità di riferimento sottostanti indica che i contratti riferiti a società non finanziarie sono diminuiti a un ritmo più rapido di quelli riferiti ad altri debitori. A fine dicembre 2013 i contratti CDS in essere su società non finanziarie erano pari a \$7 000 miliardi, ossia al 34% di tutti i CDS, contro il 37% di fine 2012 e il 40% di fine 2011 (quando è cominciata la segnalazione di questa scomposizione). I contratti riferiti a società finanziarie ammontavano a \$6 000 miliardi a fine 2013, seguiti dai prodotti cartolarizzati e dai CDS su settori multipli, a \$5 000 miliardi, e dai CDS su soggetti sovrani, a meno di \$3 000 miliardi. In base al rating, i contratti riferiti a entità investment grade erano pari a \$13 000 miliardi e quelli riferiti a entità con rating inferiore o prive di rating ammontavano a \$8 000 miliardi.

Derivati su azioni e su merci

A fine dicembre 2013 il valore nozionale dei derivati OTC collegati ad azioni o su merci ammontava a \$9 000 miliardi e il loro valore di mercato era pari a \$1 000 miliardi. Dopo il brusco crollo registrato nel 2008-09, l'attività in contratti collegati ad azioni ha successivamente oscillato su livelli analoghi al valore nozionale di \$6 600 miliardi segnalato a fine dicembre 2013.

L'attività nel comparto dei contratti su merci ha invece continuato a diminuire. Sebbene tra il 2004 e il 2008 gli intermediari avessero espanso l'attività in questo comparto, in seguito hanno ridimensionato le loro posizioni in essere. A fine 2013 il valore nozionale dei contratti OTC in essere su merci era sceso a \$2 200 miliardi, dai \$2 900 miliardi di fine 2009 e dal massimo di \$8 500 miliardi di fine 2007.