

Aspetti salienti delle statistiche finanziarie internazionali BRI¹

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, compila e diffonde varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Questo capitolo offre una sintesi delle statistiche più recenti disponibili sul mercato bancario internazionale e sui mercati dei derivati over-the-counter (OTC), aggiornate a fine giugno 2014. Un riquadro esamina la composizione settoriale della raccolta nei centri offshore da parte delle società non finanziarie delle economie emergenti.

In breve

- L'attività bancaria internazionale è cresciuta per il secondo trimestre consecutivo tra fine marzo e fine giugno 2014, segnando una parziale inversione di rotta rispetto al calo sostenuto del 2012 e 2013. Il tasso di crescita annuale delle attività transfrontaliere è salito all'1,2% nell'anno terminato a fine giugno 2014, portandosi in territorio positivo per la prima volta dall'ultimo periodo del 2011.
- Gli impieghi transfrontalieri delle banche verso le economie emergenti (EME) hanno proseguito la loro ripresa dal periodo di turbolenza di metà 2013 collegato agli annunci sul tapering della Federal Reserve ("taper tantrum").
- Gli incrementi nel secondo trimestre 2014 hanno riguardato soprattutto l'Asia, e la Cina ha nuovamente registrato ingenti afflussi.
- Gli impieghi verso la Cina hanno continuato a crescere a tassi annui prossimi al 50%. L'ultimo aumento ha spinto le consistenze in essere di attività transfrontaliere verso questo paese a \$1 100 miliardi, l'importo di gran lunga più elevato tra le economie emergenti e il settimo globalmente.
- Le attività transfrontaliere verso l'Europa emergente sono diminuite; le maggiori contrazioni sono state registrate da Russia, Ungheria e Ucraina.
- Le posizioni in derivati over-the-counter (OTC) sono scese lievemente nella prima metà del 2014. A fine giugno il valore nozionale dei contratti in essere era diminuito a \$691 000 miliardi, dai \$711 000 miliardi di fine 2013.
- La compensazione accentrata da parte degli operatori di mercato si è ulteriormente diffusa, raggiungendo il 27% del valore nozionale dei credit default swap (CDS) in essere a fine giugno 2014, in aumento dal 23% di un anno

¹ Il presente articolo è stato redatto da Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org) e Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org), con l'assistenza statistica di Jeff Slee. La sezione sui derivati OTC è stata redatta da Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org), con l'assistenza statistica di Denis Pêtre.

prima. Inoltre, il ricorso agli accordi bilaterali di netting ha ridotto il valore netto di mercato dei contratti CDS in essere, che fornisce una misura dell'esposizione al rischio di controparte, sceso al 23% del valore lordo di mercato.

- La classificazione per settori delle affiliate estere delle società non finanziarie delle EME contribuisce a far luce sul profilo di rischio del debito offshore di tali società. Rispetto alle affiliate finanziarie, quelle non finanziarie hanno verosimilmente più probabilità di svolgere attività diverse dall'offerta di fondi alla casa madre. La ripartizione tra controllate finanziarie e non finanziarie differisce notevolmente tra paesi e settori.

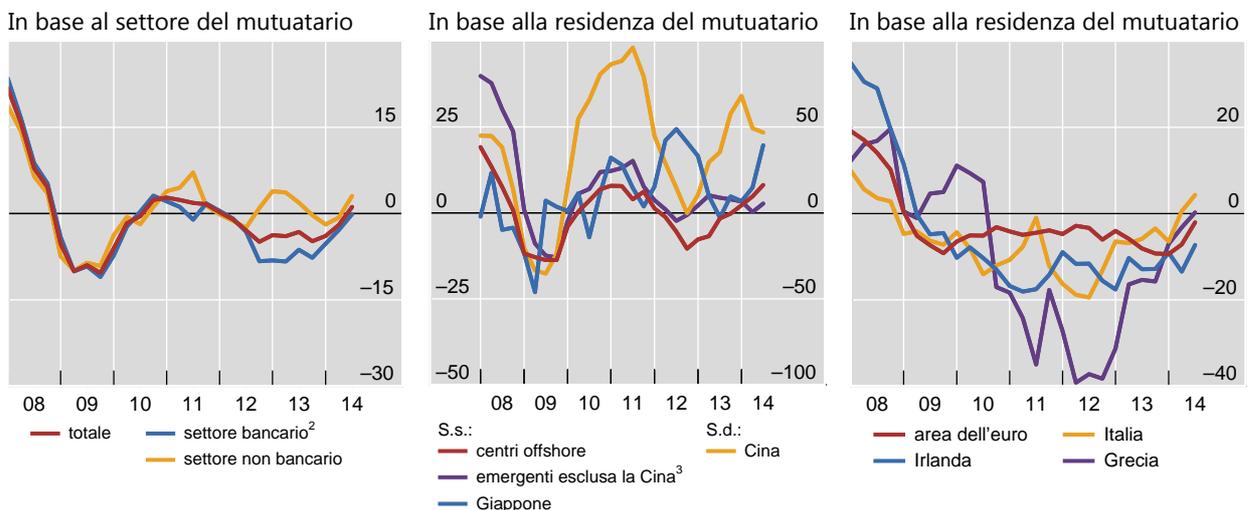
Andamenti recenti nel mercato bancario internazionale

Tra fine marzo e fine giugno 2014 l'attività bancaria internazionale è cresciuta per il secondo trimestre consecutivo, dopo il calo sostenuto del 2012 e 2013. Gli impieghi transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI sono aumentati di \$401 miliardi, a \$30 000 miliardi, facendo salire per la prima volta dall'ultimo periodo del 2011 il tasso di crescita annuale, portatosi all'1,2% per l'anno terminato a fine giugno 2014 (grafico 1, diagramma di sinistra). La modesta ripresa del credito internazionale nel secondo trimestre pare coincidere con un protratto aumento della propensione al rischio; ciò nonostante, i flussi di credito internazionale intermediati dalle banche sono rimasti inferiori a quelli veicolati dal mercato obbligazionario².

Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI

Variazioni percentuali annue¹

Grafico 1



¹ Calcolate come somma delle variazioni rispetto ai quattro trimestri precedenti, depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, divisa per l'ammontare in essere un anno prima. ² Comprese le posizioni delle banche nei confronti delle proprie dipendenze. Le attività verso banche sono calcolate come attività totali meno attività verso soggetti non bancari; di conseguenza, comprendono anche le attività non classificate in base al settore della controparte. ³ Attività verso le economie emergenti, al netto di quelle verso la Cina.

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

² Cfr. BRI, "Global liquidity: selected indicators", memorandum, 8 ottobre 2014.

Gli impieghi verso i prenditori non bancari hanno rappresentato la componente più vigorosa dell'attività bancaria transfrontaliera, aumentando di \$207 miliardi tra fine marzo e fine giugno 2014 e portando il tasso di crescita sull'anno precedente al 3% (grafico 1, diagramma di sinistra). Anche le attività transfrontaliere verso altre banche, che nelle statistiche bancarie su base locale³ comprendono le attività intragruppo, si sono espanse (di \$194 miliardi) durante il periodo in rassegna, proseguendo la ripresa iniziata nel primo trimestre. A fine giugno 2014 le attività transfrontaliere in essere verso i prenditori non bancari ammontavano pertanto a \$12 300 miliardi, un importo prossimo al massimo pre-crisi del 2008, mentre le consistenze in essere di attività interbancarie, pari a \$17 700 miliardi, rimanevano inferiori di circa il 22% al picco pre-crisi.

Rispetto alle statistiche bancarie su base locale, quelle consolidate⁴ forniscono una scomposizione settoriale più dettagliata delle controparti, e quindi maggiori informazioni sui settori destinatari del credito. I recenti incrementi delle attività transfrontaliere verso i prenditori non bancari sono principalmente riconducibili alle istituzioni finanziarie non bancarie, alle società non finanziarie e alle famiglie, raggruppate nel settore privato non bancario. Ciò segna un cambiamento rispetto alla prevalenza del credito alle amministrazioni pubbliche osservata dopo il 2008. A fine giugno 2014 le consistenze in essere di attività internazionali consolidate (in base al mutuatario immediato) verso il settore privato non bancario erano cresciute di \$139 miliardi, a \$9 500 miliardi⁵. A titolo di confronto, gli impieghi verso il settore pubblico erano aumentati di \$61 miliardi, a \$3 100 miliardi.

L'espansione delle attività verso prenditori non bancari è stata particolarmente pronunciata per i centri finanziari offshore. Le statistiche bancarie su base locale indicano che nel periodo in rassegna le banche dichiaranti alla BRI hanno accresciuto di \$62 miliardi il credito transfrontaliero ai prenditori non bancari nei centri offshore. Questo incremento ha fatto salire al 10% il corrispondente tasso di crescita annuale e ha portato a \$1 800 miliardi le consistenze in essere di attività verso entità non bancarie nei centri offshore a fine giugno 2014. I fondi sono stati incanalati per la maggior parte verso prenditori nelle Isole Cayman (dove sono domiciliati diversi fondi internazionali di investimento, in particolare hedge fund) e in misura minore verso prenditori non bancari a Hong Kong SAR e Singapore.

L'espansione delle attività transfrontaliere totali nel trimestre in rassegna appare distribuita uniformemente tra i paesi mutuatari. Gli impieghi verso il Giappone sono aumentati di \$32 miliardi, portando al 20% il tasso di crescita

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

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

⁵ Le statistiche consolidate BRI non includono una scomposizione per valute, e quindi non consentono di calcolare le variazioni depurate degli effetti di cambio, come invece avviene per le statistiche bancarie su base locale. Ad esempio, il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro USA tra fine marzo e fine giugno 2014 si è tradotto in un calo del valore segnalato in dollari dello stock in essere di attività denominate in euro. Viceversa, l'apprezzamento dello yen nei confronti del dollaro USA nel medesimo periodo si è tradotto in un aumento del valore segnalato in dollari dello stock in essere di attività denominate in yen.

nell'anno terminato a fine giugno 2014 (grafico 1, diagramma centrale) e a \$1 100 miliardi le consistenze in essere di attività verso il paese, incluse le posizioni delle banche nei confronti di proprie dipendenze. Le attività verso prenditori nell'area dell'euro, compresi gli impieghi transfrontalieri tra paesi interni all'area, sono cresciute di \$225 miliardi, segnando l'incremento trimestrale più marcato dal 2008. Di conseguenza, il tasso di contrazione annuale delle attività transfrontaliere verso l'area dell'euro si è ridotto dal -7% di fine marzo 2014 al -2% di fine giugno 2014 (grafico 1, diagramma di destra).

Si sono registrati afflussi anche in alcuni paesi dell'area dell'euro che erano stati interessati da cali sostanziali del credito transfrontaliero. Gli impieghi transfrontalieri verso l'Italia sono saliti di \$35 miliardi, con un incremento del 4% rispetto a un anno prima (grafico 1, diagramma di destra). L'Irlanda ha ricevuto afflussi per \$11 miliardi, che hanno ridotto il tasso annuale di contrazione al -7%.

Il credito alle economie emergenti

Il credito internazionale alle economie emergenti si è parimenti espanso durante il secondo trimestre 2014, proseguendo la ripresa dal "taper tantrum" di metà 2013⁶. L'incremento di \$98 miliardi ha portato il tasso di crescita annuale al 12%.

Gli afflussi verso le EME sono stati trainati ancora una volta dalla Cina. Le attività transfrontaliere verso questo paese sono aumentate di \$65 miliardi durante il periodo in rassegna, crescendo del 47% nell'anno terminato a fine giugno 2014 (grafico 1, diagramma centrale). A seguito di questa rapida espansione la Cina è divenuta di gran lunga il maggiore paese prenditore nelle EME. A fine giugno 2014 le attività transfrontaliere in essere verso i residenti cinesi erano pari a \$1 100 miliardi, a fronte di \$311 miliardi verso il Brasile e poco più di \$200 miliardi verso sia l'India sia la Corea (grafico 2, diagramma di sinistra). A livello mondiale la Cina si colloca al settimo posto, appena dopo i Paesi Bassi, ma subito prima del Giappone. Uno dei fattori chiave all'origine di questa impennata sono le operazioni tra le dipendenze delle banche cinesi ubicate nella Cina continentale e quelle al di fuori. Ciò nondimeno, anche su base consolidata (ossia escludendo le operazioni intragruppo) e tenendo conto delle attività delle banche estere contabilizzate tramite le loro affiliate in Cina, l'esposizione delle banche dichiaranti alla BRI verso la Cina è risultata quasi doppia rispetto a quella verso ogni altra economia emergente (grafico 2, diagramma centrale). A fine giugno 2014 essa ammontava a \$813 miliardi, a fronte di \$456 miliardi nei confronti del Brasile e \$381 miliardi nei confronti del Messico (per le attività estere consolidate in base al rischio ultimo). Ancora nel 2009 la Cina non figurava neppure tra le cinque principali economie emergenti verso cui erano esposte le banche dichiaranti alla BRI.

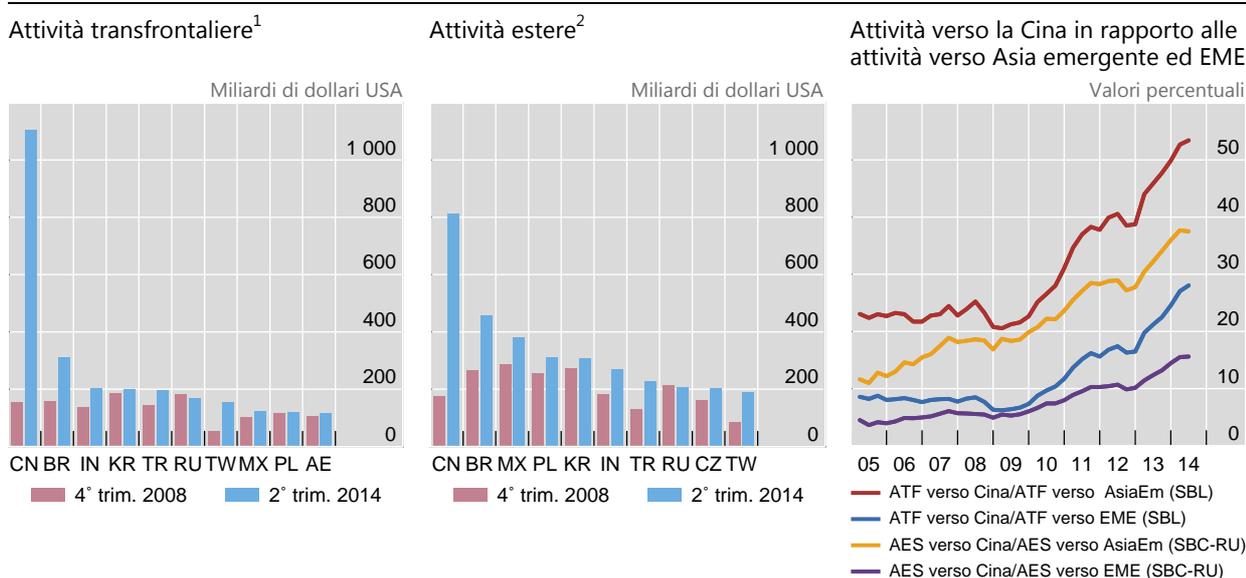
L'attuale posizione della Cina come principale destinataria del credito bancario internazionale fra le EME è il risultato di un'importante evoluzione verificatasi in larga misura dall'insorgere della crisi finanziaria (grafico 2, diagramma di destra). Su base non consolidata, alla fine del 2008 la Cina riceveva il 6% delle attività transfrontaliere verso tutte le EME e il 21% di quelle verso l'Asia emergente. A metà 2014 queste due quote erano salite rispettivamente al 28 e 53%. Su base consolidata si osservano dinamiche simili: tra fine 2008 e metà 2014 la quota della

⁶ Cfr. S. Avdjiev ed E. Takáts, "Il credito bancario transfrontaliero durante il "taper tantrum" e il ruolo dei fondamentali dei mercati emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (testo integrale disponibile solo in inglese).

Aumento dei prestiti bancari internazionali diretti in Cina

Attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle economie emergenti, consistenze in essere a fine periodo

Grafico 2



AE = Emirati Arabi Uniti; BR = Brasile; CN = Cina; CZ = Repubblica Ceca; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; PL = Polonia; RU = Russia; TR = Turchia; TW = Taipei Cinese; AsiaEm = Asia emergente; EME = economie emergenti; ATF = attività transfrontaliere; AES = attività estere; SBL = statistiche bancarie su base locale; SBC-RU = statistiche bancarie consolidate in base al rischio ultimo.

¹ Attività transfrontaliere di tutte le banche dichiaranti (comprese le posizioni nei confronti di proprie dipendenze) verso le 10 maggiori EME prenditrici, fine 2° trimestre 2014. ² Attività estere consolidate (in base al rischio ultimo) di tutte le banche nazionali verso le 10 maggiori EME prenditrici, fine 2° trimestre 2014.

Fonti: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza (tabella 6A); statistiche bancarie consolidate BRI (tabella 9D).

Cina sulle attività estere delle banche dichiaranti alla BRI verso l'insieme delle EME è cresciuta dal 5 al 16%, mentre quella sulle attività estere verso l'Asia emergente è aumentata dal 17 al 38%.

Esclusa la Cina, gli impieghi transfrontalieri verso le economie emergenti sono saliti di \$33 miliardi tra fine marzo e fine giugno 2014, con un aumento del 2,7% rispetto all'anno precedente (grafico 1, diagramma centrale). Gli incrementi hanno riguardato principalmente l'Asia. Le attività verso la Corea si sono espanse di \$13 miliardi nel periodo in rassegna e del 6% nell'arco dell'anno, mentre quelle verso l'Indonesia sono cresciute rispettivamente di \$5 miliardi e del 18%. Gli impieghi verso l'America latina hanno segnato un modesto aumento (\$3 miliardi, 2%).

A questa tendenza generale ha fatto eccezione, nel secondo trimestre 2014, l'Europa emergente. Il credito transfrontaliero verso la regione si è contratto di \$2,1 miliardi durante il periodo e del 5% sull'anno precedente. Alcuni singoli paesi hanno registrato incrementi, in particolare la Turchia (\$7 miliardi durante il trimestre e 0% sull'anno precedente). Tuttavia, tali espansioni sono state controbilanciate dalle flessioni nei confronti di Russia (-\$6 miliardi, -10%), Ungheria (-\$3 miliardi, -13%) e Ucraina (-\$2 miliardi, -18%).

In Russia e Ucraina gli impieghi delle banche estere contabilizzati da affiliate locali, spesso finanziati localmente, hanno evidenziato una migliore tenuta rispetto alle attività transfrontaliere. Depurate degli effetti di cambio, le attività locali verso i

residenti russi sono cresciute di circa il 5% a fine giugno 2014, rispetto a un anno prima, mentre quelle verso residenti ucraini sono diminuite di circa il 3%. Le banche estere con consistenti operazioni locali in Russia e Ucraina, in particolare le banche austriache, francesi e italiane, hanno pertanto registrato una flessione minore delle attività estere totali (attività transfrontaliere più attività locali) rispetto alle banche con in prevalenza attività transfrontaliere, come quelle britanniche, giapponesi, statunitensi e tedesche.

Oltre alle attività estere, le banche dichiaranti alla BRI presentavano verso residenti russi e ucraini altre esposizioni potenziali, tra cui contratti derivati, garanzie personali e aperture di credito, per un totale rispettivamente di \$156 miliardi e \$17 miliardi. La maggior parte (\$130 miliardi e \$16 miliardi) di queste esposizioni era costituita da garanzie personali, corrispondenti perlopiù alle passività eventuali dei venditori di protezione mediante CDS (ai valori nozionali). 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. Se da un lato le altre esposizioni potenziali verso la Russia non hanno subito variazioni di rilievo tra fine 2013 e fine giugno 2014, dall'altro quelle verso l'Ucraina si sono ridotte di circa \$2 miliardi a causa di una flessione delle aperture di credito delle banche.

Il mercato dei derivati OTC nella prima metà del 2014

L'attività nei mercati dei derivati over-the-counter (OTC) è lievemente diminuita nella prima metà del 2014. Il valore nozionale dei contratti in essere è sceso del 3%, portandosi a \$691 000 miliardi a fine giugno 2014 (grafico 3, diagramma di sinistra). Il valore lordo di mercato, che misura il costo di sostituzione dei contratti in essere ai prezzi di mercato, si è ridotto del 7% e a fine periodo risultava pari a \$17 000 miliardi (grafico 3, diagramma centrale). Le esposizioni creditizie lorde, che rilevano l'esposizione dei dealer al netto degli accordi di netting giuridicamente vincolanti e al lordo delle garanzie reali, sono rimaste sostanzialmente immutate. A fine giugno 2014 questa misura del rischio di controparte ammontava a \$2 800 miliardi, corrispondenti al 16,3% del valore lordo di mercato, una quota pressoché invariata rispetto a sei mesi prima (grafico 3, diagramma centrale).

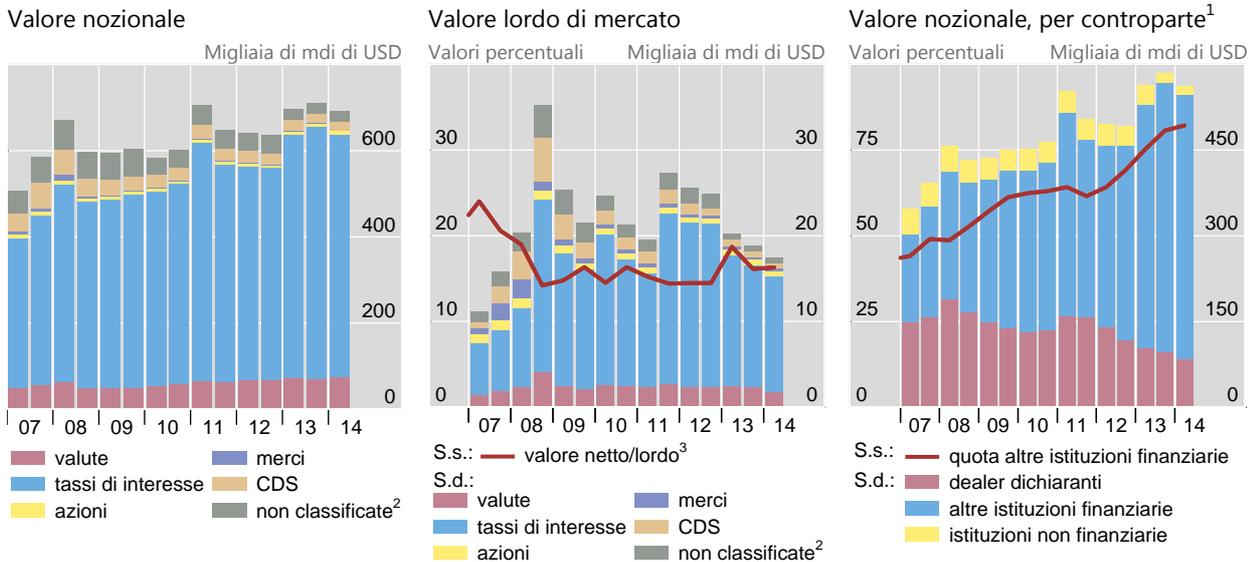
Il calo delle posizioni nozionali aggregate in derivati va imputato in larga parte al segmento dei contratti su tassi di interesse. L'importo nozionale di questi contratti era pari a \$563 000 miliardi a metà 2014, un livello inferiore di circa \$20 000 miliardi a quello di fine 2013. I volumi in essere degli swap su tassi di interesse sono diminuiti dell'8%, a \$421 000 miliardi. Una determinante importante della caduta dei valori nozionali è stato lo stralcio dei contratti di swap ridondanti mediante la compressione delle operazioni, che è cresciuta notevolmente nel 2014⁷. La contrazione delle posizioni in swap è stata in parte compensata dall'aumento dell'attività nel comparto dei forward rate agreement (FRA), nel quale i volumi

⁷ La compressione è un processo attraverso il quale le operazioni vengono scomposte, permettendo la risoluzione anticipata di quelle economicamente ridondanti senza modificare la posizione netta di ciascun operatore. Per le statistiche sulle compressioni multilaterali, cfr. TriOptima, www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html.

Mercato mondiale dei derivati OTC

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

Grafico 3



¹ Contratti su tassi di interesse. 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 delle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi e dei derivati. ³ Esposizione creditizia lorda in rapporto al valore lordo di mercato.

Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

nozionali sono cresciuti del 17%, a \$93 000 miliardi. Gli importi in essere di opzioni su strumenti a reddito fisso sono invece rimasti sostanzialmente immutati.

Il valore lordo di mercato dei derivati su tassi di interesse è sceso del 5% dalla fine del 2013, registrando quindi una flessione lievemente superiore a quella dell'importo nozionale. A fine giugno 2014 era pari a \$13 000 miliardi, inferiore di un terzo rispetto al recente massimo di fine 2011. Tale diminuzione può essere generalmente ricondotta al restringimento del divario fra i tassi di interesse di mercato alla data di segnalazione e i tassi prevalenti al momento della stipula dei contratti⁸. Nel periodo in rassegna il calo è stato per lo più circoscritto agli strumenti denominati in dollari USA. Il valore lordo di mercato dei contratti in euro e yen è invece salito, portandosi rispettivamente a \$7 400 miliardi e \$800 miliardi. Tali movimenti riflettono verosimilmente la diversa evoluzione dei tassi di interesse di mercato nel periodo, i quali sono scesi più nei comparti dell'euro e dello yen che in quello del dollaro USA⁹.

La distribuzione dei derivati su tassi di interesse in base alla controparte mette in luce il progressivo aumento dell'importanza relativa delle istituzioni finanziarie non-dealer (grafico 3, diagramma di destra). A fine giugno 2014 i contratti fra dealer e altre istituzioni finanziarie ammontavano a \$463 000 miliardi, corrispondenti

⁸ 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 di flussi di cassa a tasso variabile.

⁹ Cfr. "La ricomparsa della volatilità non scompone i mercati", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014.

Quali informazioni sui rischi può fornire la classificazione settoriale delle affiliate offshore?

Branimir Gruić, Christian Upper e Agustín Villar

Circa la metà dei titoli di debito internazionali in essere di imprese non finanziarie con sede legale nelle principali economie emergenti (EME) è stata emessa tramite filiazioni estere, sebbene con variazioni significative tra i paesi (grafico A, diagramma di sinistra). Queste passività non figurano nelle statistiche sul debito estero basate sulla residenza, le quali forniscono pertanto un quadro eccessivamente favorevole dell'indebitamento delle società del settore non finanziario¹. Il profilo di rischio del debito offshore, tuttavia, è probabilmente molto diverso a seconda che la controllata emittente sia un'impresa vera e propria con un'operatività significativa nel paese in cui è ubicata, oppure sia una mera società veicolo che trasferisce risorse finanziarie alla casa madre². Purtroppo non sono disponibili a livello aggregato informazioni sull'intera gamma di attività delle affiliate offshore, ma la classificazione settoriale delle controllate può venire in aiuto. In particolare, è presumibilmente più probabile che, rispetto a controllate puramente finanziarie, le affiliate non finanziarie di società non finanziarie svolgano anche attività diverse dal finanziamento della casa madre. In tal caso, il settore dell'entità emittente potrebbe fornire almeno qualche indicazione sul profilo di rischio del debito offshore³.

La classificazione settoriale delle affiliate offshore evidenzia una variazione considerevole tra paesi, anche nei casi in cui la quota di emittenti offshore è simile. Oltre l'80% delle emissioni offshore di imprese con sede legale in India è effettuato da controllate non finanziarie (grafico A, diagramma di destra). Gran parte di questo debito è collocato da società di produzione di metalli e acciaio, con ingenti operazioni a livello mondiale. Anche le imprese cinesi effettuano ingenti collocamenti tramite affiliate non finanziarie, alle quali è riconducibile ben oltre la metà delle emissioni estere di società con sede legale in Cina. Per contro, le imprese brasiliane e coreane raccolgono risorse principalmente tramite controllate finanziarie.

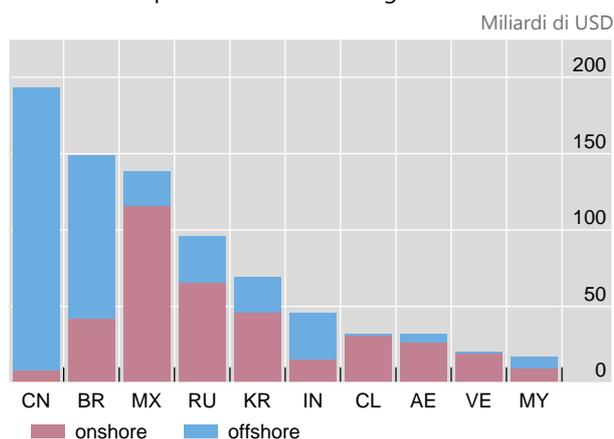
Utilizzare la ripartizione settoriale come approssimazione dei profili di rischio ha i suoi limiti. Ciò è illustrato dal settore delle attività immobiliari. Gran parte delle emissioni in tale settore è riconducibile a società con sede legale in Cina, che si avvalgono principalmente di affiliate non finanziarie. Una possibile spiegazione è che le controllate

Emissioni internazionali da parte di gruppi non finanziari con sede nelle EME¹

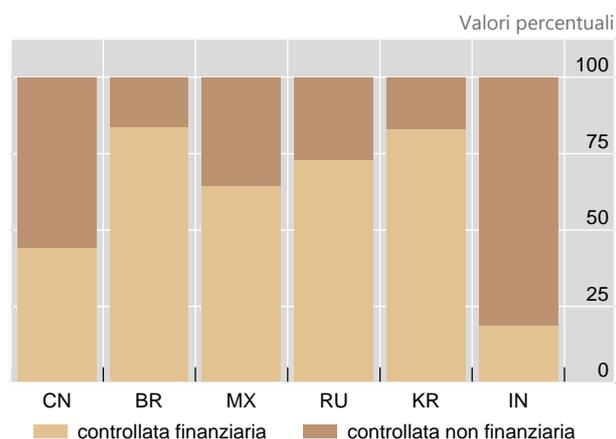
Consistenze in essere²

Grafico A

Nazionalità e paese di residenza degli emittenti³



Struttura delle entità societarie offshore⁴



AE = Emirati Arabi Uniti; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; IN = India; KR = Corea; MX = Messico; MY = Malaysia; RU = Russia; VE = Venezuela.

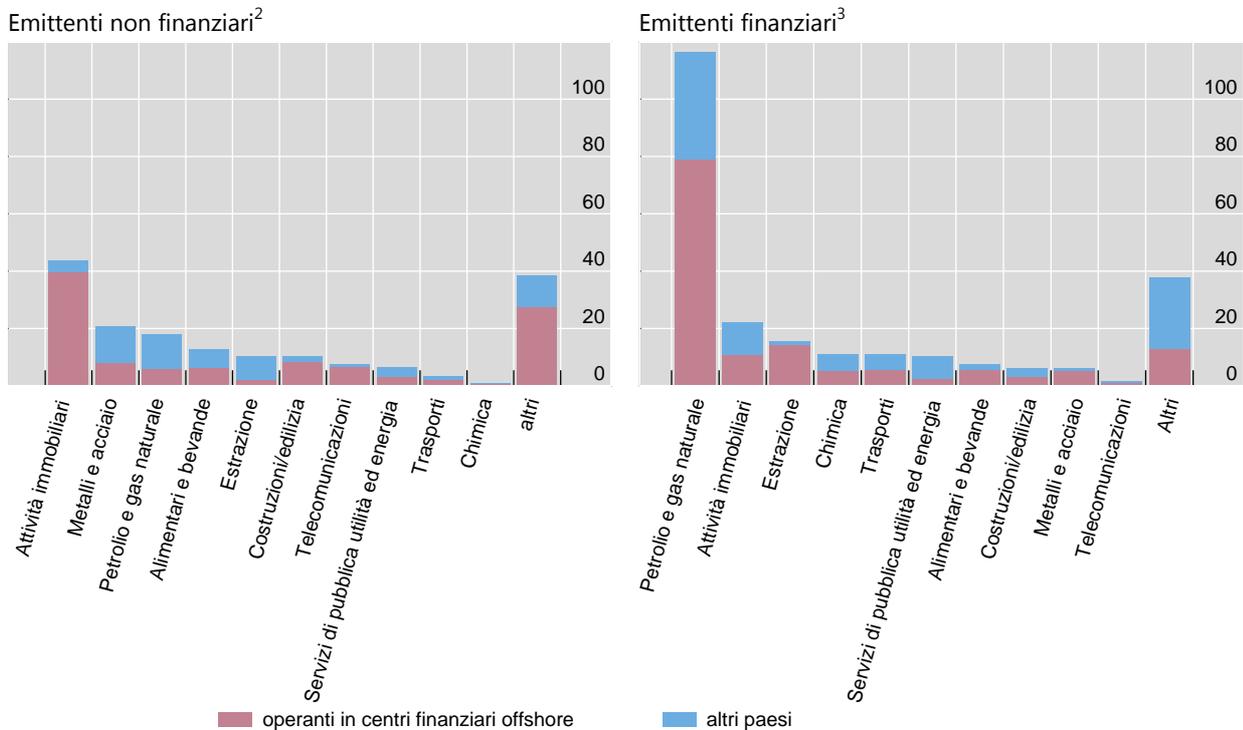
¹ Società non finanziarie con sede legale in uno dei paesi indicati ed emissioni a opera di entità ubicate in un paese diverso. Obbligazioni emesse offshore (ossia nei mercati internazionali). ² A fine settembre 2014. ³ Per nazionalità si intende il paese dove è ubicata la sede legale (non finanziaria); per residenza si intende il paese dove è ubicato l'emittente. La residenza e la nazionalità coincidono nel caso degli emittenti onshore e differiscono nel caso degli emittenti offshore. ⁴ Le controllate finanziarie sono quelle aventi come attività caratteristica l'offerta di servizi finanziari.

Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

Settore di appartenenza delle società non finanziarie

Consistenze in essere delle emissioni, in miliardi di dollari USA¹

Grafico B



¹ A fine settembre 2014. Insieme delle nazionalità considerate. ² Settore di appartenenza delle controllate non finanziarie, in base alla residenza. In mancanza di informazioni sul settore di appartenenza dell'emittente viene utilizzato quello della casa madre non residente. ³ Settore di appartenenza delle case madri non residenti, in base alla residenza delle controllate finanziarie emittenti.

Fonti: Dealogic; elaborazioni BRI.

non finanziarie detengano immobili che possono fungere da garanzia. Tali immobili, tuttavia, non sono necessariamente ubicati nel paese di emissione, ma potrebbero trovarsi anche in Cina o in un paese terzo. Di fatto, la grande maggioranza degli emittenti (offshore) immediati appartenenti a questo settore ha sede in centri finanziari offshore (grafico B) come le Isole Cayman, che hanno mercati immobiliari di dimensioni molto ridotte rispetto al volume delle obbligazioni in essere.

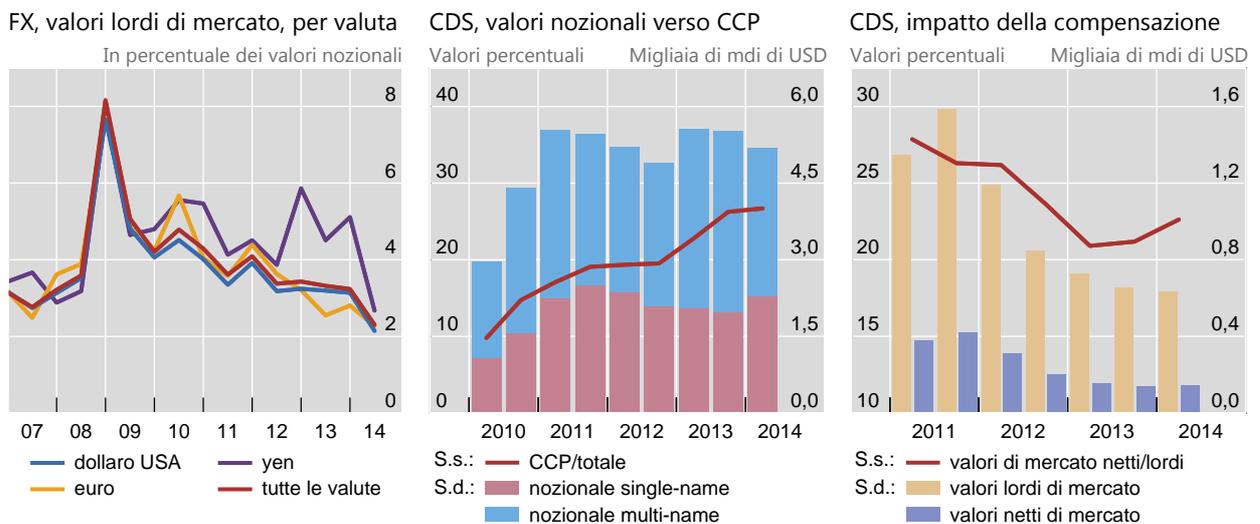
① I titoli di debito internazionali sono quelli emessi in un paese diverso da quello di residenza dell'emittente. Questa analisi non considera le emissioni locali, ossia quelle effettuate nel paese dell'emittente. Per disamine precedenti della raccolta offshore, cfr. R. McCauley, C. Upper e A. Villar, "Le emissioni di titoli di debito dei paesi emergenti nei centri offshore", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2013 (riquadro all'interno del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI"); nonché B. Gručić, M. Hattori e H. S. Shin, "L'intermediazione creditizia mondiale: cambiamenti recenti e potenziali rischi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (riquadro all'interno del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI"). Per un esame del modo in cui il rimpatrio di tali fondi figura nelle statistiche della bilancia dei pagamenti, cfr. S. Avdjiev, M. Chui e H. S. Shin, "Le società non finanziarie delle economie emergenti e i flussi di capitali", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese). © Cfr. M. Chui, I. Fender e V. Sushko, "I bilanci delle imprese nelle EME: i rischi collegati alla leva finanziaria e ai disallineamenti valutari", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese), per una trattazione dei rischi connessi all'emissione di titoli di debito internazionali. © In alcuni casi, controllate finanziarie con sede all'estero raccolgono i fondi per un'attività globale da diversi mercati nazionali. L'aggregazione di finanziamenti per diverse unità operative può permettere di conseguire economie di scala nell'attività di emissione, mentre i proventi possono essere distribuiti in diversi mercati nazionali. Le posizioni degli investitori esteri in tali titoli non incidono sulle statistiche relative al debito estero del paese della casa madre.

all'82% del totale dei contratti, rispetto a circa la metà nel 2008. Ciò potrebbe essere dovuto al maggiore utilizzo di derivati da parte delle società di gestione del risparmio e al generale allontanamento dalla struttura di mercato tradizionale imperniata sui dealer¹⁰. Detto questo, la tendenza verso la compensazione accentrata dei contratti OTC svolge anch'essa un ruolo importante al riguardo, poiché potrebbe sovrastimare la crescita dei valori nozionali per le altre istituzioni finanziarie: quando una transazione fra un dealer e una controparte è oggetto di novazione presso una controparte centrale (CCP), essa dà origine a due contratti con la CCP¹¹.

Nel segmento dei derivati valutari l'importo nozionale delle posizioni in essere è salito del 6%, portandosi a \$75 000 miliardi a metà 2014. La crescita dei volumi si è distribuita in modo abbastanza omogeneo fra i principali strumenti (contratti a termine e riporti in cambi, swap e opzioni su valute). Allo stesso tempo il valore di mercato dei derivati valutari in essere è crollato del 25%, raggiungendo il minimo (in percentuale dell'importo nozionale) da diversi anni (grafico 4, diagramma di sinistra): a fine giugno 2014 risultava pari a \$1 700 miliardi, in calo rispetto ai \$2 300 miliardi di fine 2013 e ai \$2 400 miliardi di fine giugno 2013. Gran parte della diminuzione va imputata ai contratti riferiti al dollaro USA, che a fine giugno 2014 rappresentavano l'87% del valore nozionale in essere. Il valore di mercato dei riporti in cambi, dei contratti a termine e delle opzioni collegati allo yen è sceso di oltre il

Derivati valutari (FX) e credit default swap

Grafico 4



Fonte: statistiche BRI sui derivati OTC.

¹⁰ Cfr. D. Rime e A. Schrimpf, "Anatomia del mercato internazionale dei cambi alla luce dell'Indagine triennale per il 2013", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2013, per una descrizione dell'evoluzione della struttura dei mercati dei derivati valutari OTC, che negli ultimi anni è divenuta meno incentrata sui dealer e ha visto una maggiore partecipazione di altre istituzioni finanziarie (quali banche più piccole, asset manager, hedge fund e società che svolgono attività di negoziazione in proprio). K. Miyajima e I. Shim, "Gli asset manager nelle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014 (versione integrale disponibile solo in inglese), esamina il comportamento dei gestori di portafogli di attività dei mercati emergenti e il loro ricorso a strumenti derivati.

¹¹ Cfr. N. Vause, "Compensazione accentrata e statistiche sui derivati OTC", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2011 (riquadro all'interno del capitolo "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI").

50% nella prima metà del 2014, quando i movimenti della divisa nipponica rispetto alle valute principali si sono stabilizzati e la volatilità dei cambi è scesa dai livelli elevati del 2013.

I volumi di credit default swap (CDS) in essere hanno continuato a ridursi, raggiungendo \$19 000 miliardi a fine giugno 2014, principalmente per il calo delle posizioni fra dealer e il perdurante ricorso allo stralcio dei contratti ridondanti. Ciò significa che le posizioni aggregate in derivati creditizi sono ora molto inferiori al massimo di \$58 000 miliardi osservato a fine 2007, prima dello scoppio della crisi. A fine giugno 2014 il valore nozionale delle posizioni fra dealer dichiaranti era sceso a \$10 000 miliardi, mentre quello dei contratti con banche e società di intermediazione era salito a \$2 000 miliardi. La compressione delle operazioni ha continuato a eliminare i contratti ridondanti, ma si è ridimensionata nel segmento dei CDS rispetto ai picchi del 2008-09. Ciò detto, ha segnato ulteriori progressi in altri comparti del mercato OTC, in particolare quello degli swap su tassi di interesse compensati attraverso CCP.

La compensazione accentrata è rimasta un tema rilevante nei mercati dei derivati OTC durante la prima metà del 2014, occupando un posto di primo piano nel programma delle autorità di regolamentazione di tutto il mondo per riformare questi mercati allo scopo di ridurre i rischi sistemici. A fine giugno 2014 i contratti nei confronti di CCP erano saliti al 27% del totale dei CDS, dal 23% di un anno prima. La quota di CDS compensati centralmente risulta massima (34%) per i contratti multi-name (grafico 4, diagramma centrale). I contratti su indici di CDS nel comparto multi-name presentano generalmente un grado di standardizzazione maggiore e si prestano quindi meglio alla compensazione accentrata rispetto a quelli single-name.

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 raffronto tra i valori netti e quelli lordi di mercato permette di evidenziare la rilevanza degli accordi di netting. Come conseguenza 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. La quota è tornata ad aumentare lievemente nel periodo recente, salendo al 23% a fine giugno 2014 (grafico 4, diagramma di destra). Gli accordi di netting risultano particolarmente rilevanti per i CDS con altri dealer e con CCP, dove hanno ridotto il rapporto tra valori netti e valori lordi di mercato rispettivamente al 15 e 16% a fine giugno 2014, mentre la loro rilevanza è minore per i CDS con compagnie di assicurazione (85%) e clienti non finanziari (75%).