

Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI¹

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, compila e diffonde statistiche sull'attività nei mercati finanziari internazionali. Questo capitolo offre una sintesi dei dati più recenti sull'attività bancaria e sulle emissioni di titoli di debito internazionali. Le statistiche bancarie sono aggiornate al secondo trimestre 2015, quelle sui titoli di debito al terzo trimestre. Due riquadri esaminano rispettivamente il credito bancario estero alla Cina e i derivati over-the-counter (OTC) nel primo semestre 2015.

In breve

- Il credito bancario transfrontaliero è diminuito tra fine marzo e fine giugno 2015, principalmente per effetto di una contrazione nei confronti delle economie avanzate (EA). Le attività nei confronti delle economie emergenti (EME) sono invece cresciute moderatamente.
- Stando alle statistiche bancarie BRI su base locale (LBS), gli impieghi transfrontalieri verso le EA sono scesi di \$916 miliardi tra fine marzo e fine giugno 2015, annullando l'espansione di \$761 miliardi del primo trimestre.
- Ciò nonostante, le statistiche bancarie consolidate (CBS) BRI segnalano una contrazione del credito alle EA di appena \$305 miliardi nel secondo trimestre.
- La discrepanza fra il calo evidenziato dalle CBS e quello segnalato dalle LBS si deve soprattutto alle posizioni in derivati e ai prestiti intragrupo, due poste comprese nelle LBS ma non nelle CBS.
- Le attività transfrontaliere nei confronti della Cina sono aumentate moderatamente, di \$38 miliardi, nel secondo trimestre 2015. Malgrado ciò, il credito bancario internazionale alla Cina ha perso gran parte del suo slancio, segnando una contrazione del 3% nell'anno terminato a fine giugno 2015.
- Le emissioni nette di titoli di debito internazionali sono diminuite nel terzo trimestre 2015 a \$50 miliardi, dai \$233 miliardi del secondo.

¹ Questo articolo è stato redatto da Catherine Koch (catherine.koch@bis.org), Gianpaolo Parise (gianpaolo.parise@bis.org) e Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org). Jeff Slee, Stephan Binder, Branimir Gručić e Denis Pêtre hanno fornito l'assistenza statistica.

- Il calo dei collocamenti internazionali nel terzo trimestre è stato particolarmente pronunciato nelle EME, dove le emissioni nette sono scese a \$1,5 miliardi, subendo la maggiore contrazione dalla fine della crisi finanziaria.
- Le posizioni in essere in derivati negoziati fuori borsa (OTC) sono crollate del 12% nel primo semestre 2015, passando da \$629 000 a \$553 000 miliardi, principalmente a causa della compressione delle operazioni, un processo che prevede lo stralcio dei contratti volto a eliminare le posizioni economicamente ridondanti. La compressione si è notevolmente diffusa nel 2014 e ha continuato a crescere nel primo semestre 2015, permettendo agli intermediari di ridurre le dimensioni dei portafogli di derivati.

Andamenti recenti nel mercato bancario internazionale

L'attività bancaria transfrontaliera ha segnato una contrazione significativa tra fine marzo e fine giugno 2015, la quale ha più che compensato la forte espansione osservata nel primo trimestre. Le LBS² segnalano che nel secondo trimestre gli impieghi transfrontalieri sono diminuiti di \$902 miliardi in termini depurati degli effetti di cambio³, abbassando il corrispondente tasso di crescita annuo⁴ dal 6% di fine marzo all'1% di fine giugno (grafico 1). Ciò detto, considerato l'aumento di \$780 miliardi osservato nel primo trimestre, il calo complessivo degli impieghi bancari transfrontalieri nel primo semestre è stato di appena \$122 miliardi.

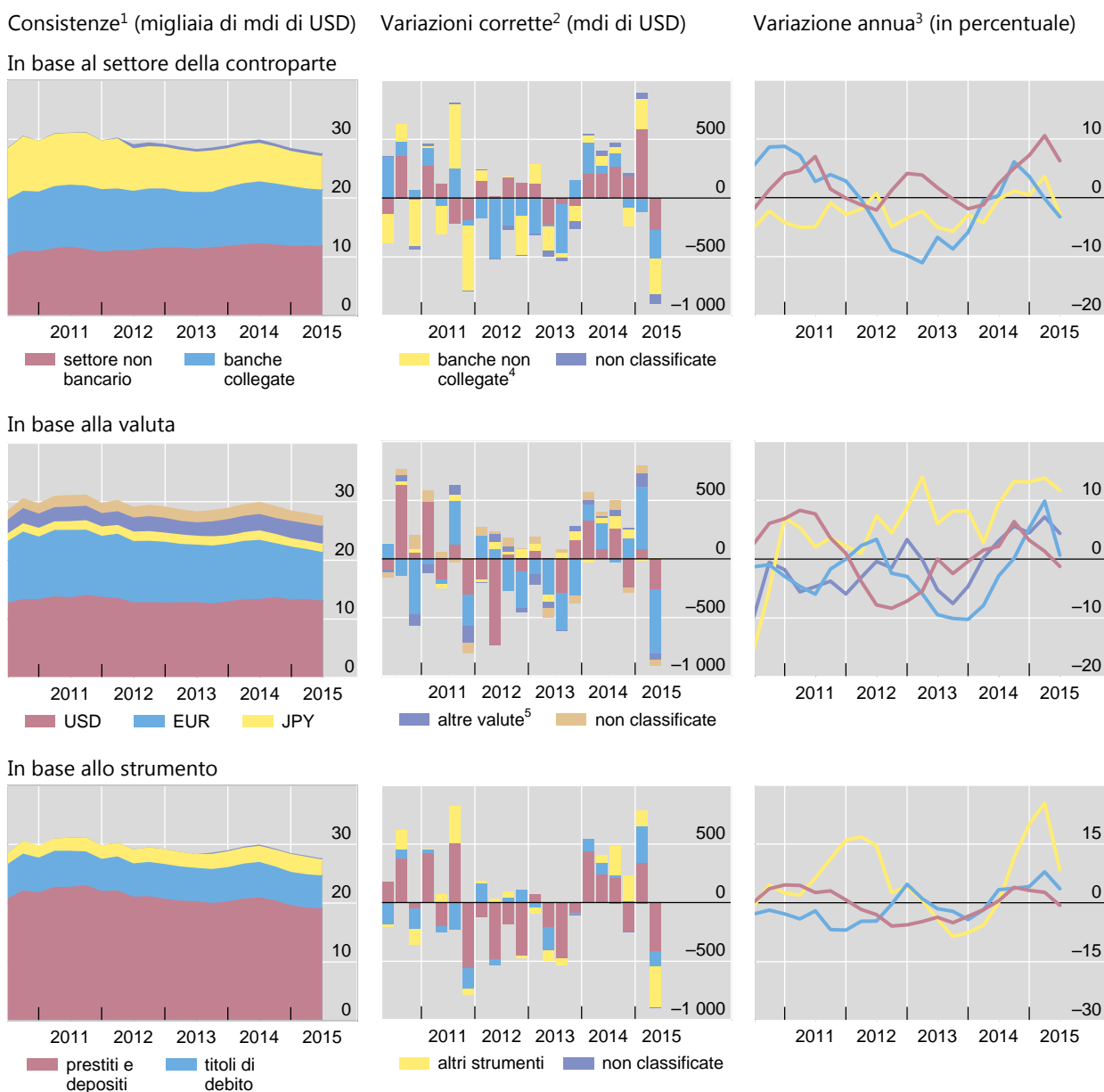
Nel secondo trimestre il credito bancario a favore delle EA e quello a favore delle EME hanno evidenziato andamenti divergenti. Le attività transfrontaliere verso le EA hanno subito una contrazione trimestrale di \$916 miliardi che ha più che compensato l'aumento di \$761 miliardi registrato nel primo trimestre, facendo scendere la crescita sull'anno precedente a meno dell'1%. Gli impieghi transfrontalieri nei confronti delle EME sono invece aumentati di \$46 miliardi, annullando quasi interamente la flessione di \$57 miliardi del primo trimestre. Ciò nonostante, il loro tasso di variazione annuo è divenuto negativo (-1%) per la prima volta da fine settembre 2012⁵.

² Le LBS seguono il 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 loro casa madre. Le banche contabilizzano le posizioni su base non consolidata, comprese quelle nei confronti delle proprie dipendenze in altri paesi.

³ Le variazioni trimestrali delle consistenze in essere sono corrette per gli effetti sia dei movimenti di cambio tra la fine del trimestre precedente e quella del trimestre in esame, sia delle discontinuità metodologiche nelle serie.

⁴ Le variazioni percentuali annue sono calcolate come somma delle variazioni nei quattro trimestri precedenti, corrette per gli effetti di cambio e le discontinuità nelle serie, divisa per le consistenze in essere un anno prima.

⁵ Il resto della variazione trimestrale delle attività si deve ai centri offshore e a una posta non classificata.



¹ In essere a fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento. ² Variazioni trimestrali delle consistenze in essere, corrette per gli effetti delle oscillazioni dei tassi di cambio tra la fine di un trimestre e l'altro e per gli effetti delle discontinuità metodologiche nei dati. ³ Media geometrica delle variazioni corrette percentuali trimestrali. ⁴ Comprende le attività verso banche centrali e le attività verso banche non classificate in base al sottosectore fra attività intragruppo o attività verso banche non collegate. ⁵ Attività nelle altre valute segnalate, calcolate come attività totali meno attività in USD, EUR, JPY e attività non classificate in base alla valuta. La valuta è nota ma la segnalazione è incompleta.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

Si contraggono le attività transfrontaliere verso le economie avanzate

La netta contrazione del credito transfrontaliero alle EA tra fine marzo e fine giugno 2015 ha rappresentato un'inversione di rotta rispetto agli andamenti del trimestre precedente. Le attività transfrontaliere verso le EA sono diminuite di \$916 miliardi (al netto degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie), dopo un aumento di

\$761 miliardi nel primo trimestre. Le loro consistenze in essere sono pertanto scese a \$19 600 miliardi a fine giugno 2015.

L'inversione di rotta del credito bancario transfrontaliero alle EA ha interessato sia le banche sia i soggetti non bancari. Le attività transfrontaliere verso banche sono diminuite di \$499 miliardi, dopo essere aumentate di \$255 miliardi nel primo trimestre. Ciò ha portato le loro consistenze in essere a \$11 300 miliardi e il corrispondente tasso di variazione annuo in territorio negativo (-2%). Gli impieghi transfrontalieri nei confronti di prenditori non bancari, che erano aumentati di \$456 miliardi nel primo trimestre, si sono ridotti di \$342 miliardi. Per effetto di questa flessione, il corrispondente tasso di incremento annuo è passato dal 10% di fine marzo al 5% di fine giugno 2015.

La scomposizione per valute nelle LBS indica che la contrazione del credito bancario transfrontaliero alle EA nel secondo trimestre 2015 è stata trainata dalla brusca caduta delle attività denominate in euro e dollari USA. Gli impieghi in euro, corrispondenti a poco più di un terzo delle consistenze complessive di attività transfrontaliere alle EA, sono stati all'origine di oltre la metà della recente flessione trimestrale. Il loro calo di \$527 miliardi ha fatto scendere il corrispondente tasso di incremento annuo dal 9% di fine marzo all'1% di fine giugno. Le attività denominate in dollari USA verso le EA hanno registrato una diminuzione di \$255 miliardi, che ha portato il loro tasso di crescita sull'anno precedente al -2%, la prima contrazione annuale dal secondo trimestre 2014. Anche gli impieghi transfrontalieri in franchi svizzeri e yen giapponesi sono diminuiti nel secondo trimestre (rispettivamente di \$51 e 9 miliardi), mentre quelli in sterline sono aumentati (di \$14 miliardi), seppure a ritmi inferiori rispetto al primo trimestre.

Rispetto alle LBS, le CBS in base alla controparte immediata⁶ segnalano per il credito transfrontaliero alle EA un calo assai più modesto nel secondo trimestre, pari a \$305 miliardi, da \$10 075 a 9 770 miliardi⁷.

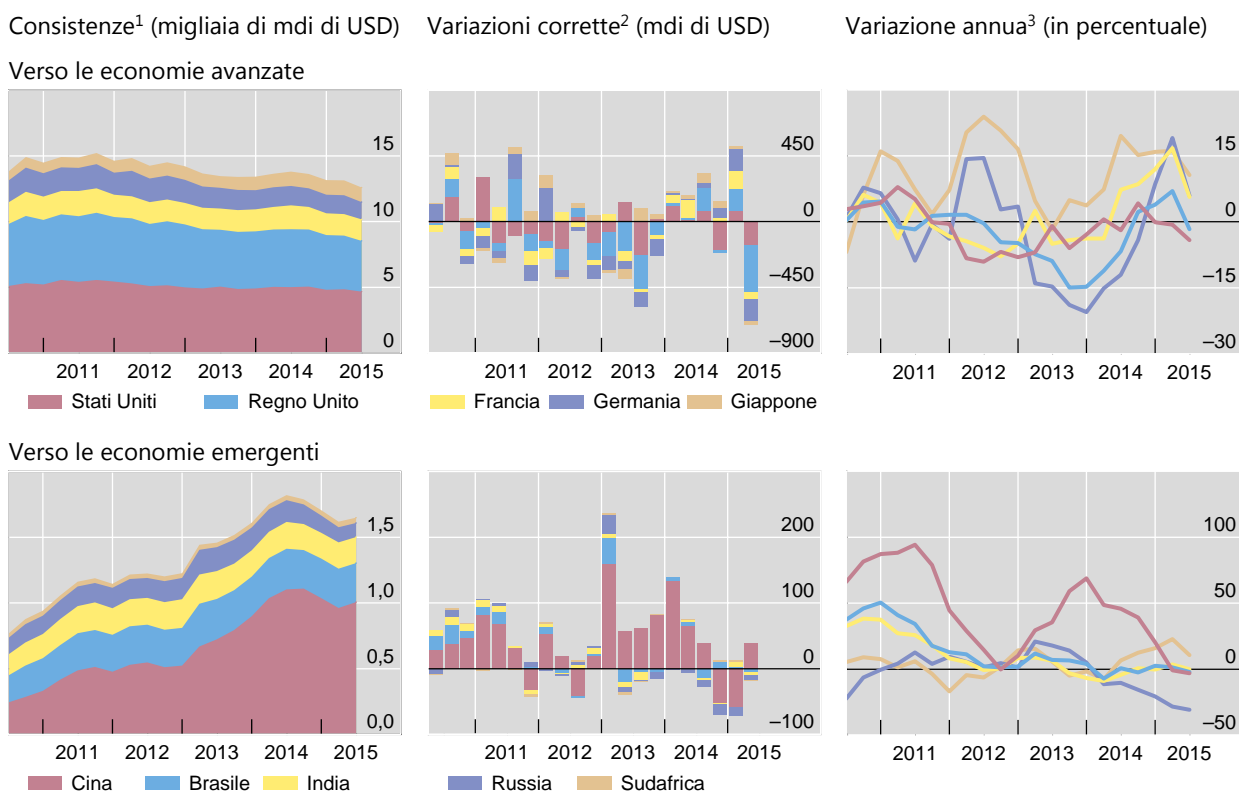
Questa discrepanza si deve principalmente a due motivi. In primo luogo, la scomposizione per strumenti nelle LBS indica che la contrazione era riconducibile per circa \$342 miliardi alla voce "Altri strumenti", che include principalmente i valori di mercato positivi delle posizioni in derivati delle banche dichiaranti, posizioni non rilevate fra le attività transfrontaliere all'interno delle CBS. In secondo luogo, ulteriori \$112 miliardi della contrazione trimestrale complessiva evidenziata dalle LBS erano dovuti ai prestiti intragruppo, non compresi all'interno delle CBS.

Il credito all'Asia emergente segna un modesto aumento

Dopo due periodi consecutivi di contrazione, nel secondo trimestre 2015 il credito transfrontaliero alle EME ha registrato una moderata espansione. L'aumento di \$46 miliardi (al netto degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie) non è stato tuttavia sufficiente a compensare i cali precedenti; di conseguenza, il tasso di

⁶ Le statistiche bancarie consolidate (CBS) sono strutturate secondo il criterio della nazionalità delle banche dichiaranti e segnalate su base consolidata mondiale, ossia al netto delle posizioni tra affiliate dello stesso gruppo bancario. Le banche consolidano le proprie posizioni intragruppo e segnalano unicamente le attività verso prenditori non collegati senza fornire una scomposizione per valute. Di conseguenza, le CBS non riportano le variazioni al netto degli effetti di cambio.

⁷ Le variazioni delle consistenze nelle CBS dovrebbero essere sempre interpretate con cautela perché, a differenza di quanto avviene per le LBS, non sono corrette per gli effetti dei movimenti di cambio e delle discontinuità nelle serie.



¹ In essere a fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento. ² Variazioni trimestrali delle consistenze in essere, corrette per gli effetti delle oscillazioni dei tassi di cambio tra la fine di un trimestre e l'altro e per gli effetti delle discontinuità metodologiche nei dati. ³ Media geometrica delle variazioni corrette percentuali trimestrali.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

variazione annuo è diminuito al -1% , a fronte del picco più recente del 14% toccato nel quarto trimestre 2013.

Gli impieghi transfrontalieri verso i paesi emergenti dell'Asia in generale, e la Cina in particolare, hanno continuato a perdere slancio. Le attività nei confronti dell'Asia emergente sono salite di \$42 miliardi nel secondo trimestre 2015. Ciò nonostante, il tasso di variazione sul periodo corrispondente è divenuto negativo (-2%). Gli andamenti nella regione sono stati ancora una volta dominati dalla Cina, che resta il principale paese prenditore delle EME, con un volume di attività transfrontaliera in essere pari a \$1 000 miliardi. Sebbene gli impieghi transfrontalieri a favore della Cina siano aumentati di \$38 miliardi nel trimestre in rassegna, il loro tasso di crescita annuo è sceso al -3% (grafico 2, diagrammi inferiori). Il riquadro 1 esamina il credito estero alla Cina in un'ottica consolidata.

Il credito bancario internazionale alle altre economie emergenti dell'Asia ha seguito andamenti contrastanti. Le attività transfrontaliera verso residenti della Corea sono aumentate di \$2,6 miliardi. Sono invece diminuite, rispettivamente di \$3,5 e \$1,4 miliardi, quelle verso India e Indonesia.

Il credito alle altre economie emergenti segue andamenti eterogenei

Il credito transfrontaliero all'America latina e ai Caraibi tra fine marzo e fine giugno 2015 è rimasto pressoché invariato (al netto degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie). Il dato regionale aggregato cela tuttavia una considerevole eterogeneità tra paesi. Le attività transfrontaliere in essere verso il Brasile, il secondo paese prenditore delle EME, si sono ridotte di \$5,1 miliardi, a \$296 miliardi (grafico 2, diagrammi inferiori). Anche il Messico, il secondo paese prenditore della regione, ha registrato un calo (di \$3 miliardi) delle attività in essere nei suoi confronti, scese a \$123 miliardi. Gli impieghi transfrontalieri verso il Venezuela hanno invece evidenziato un aumento di \$2 miliardi, dovuto quasi interamente all'impennata degli impieghi interbancari. Tale aumento ha fatto salire il tasso di crescita annuo delle attività transfrontaliere nei confronti del paese all'11%. Le attività transfrontaliere verso Argentina, Ecuador, Guyana e Uruguay sono parimenti aumentate (di quasi \$1 miliardo in ciascun caso).

Tra fine marzo e fine giugno 2015 il credito transfrontaliero all'Europa emergente è sceso di \$3,5 miliardi ma, come in altre regioni, con pronunciate differenze tra paesi. Le attività transfrontaliere verso Russia e Ucraina hanno continuato a diminuire. Nel caso della Russia, il calo trimestrale di \$8 miliardi ha accentuato la flessione sull'anno precedente, portandola al 30%, e ridotto le consistenze in essere a \$108 miliardi. Gli impieghi transfrontalieri a favore dell'Ucraina sono diminuiti di \$473 milioni, portando al 44% il tasso di contrazione annuo. Quelli verso Bulgaria e Turchia sono anch'essi diminuiti (rispettivamente di \$1,1 e 3,5 miliardi). Per contro, le attività nei confronti di Repubblica Ceca e Polonia hanno registrato un incremento significativo (rispettivamente di \$1,9 e 5,2 miliardi), quasi interamente ascrivibile nel caso della Polonia alla componente interbancaria.

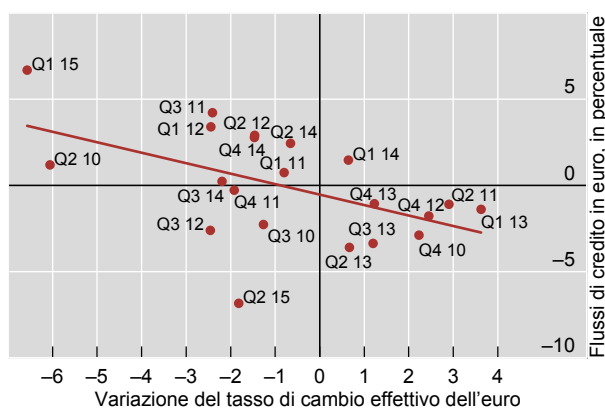
Nel periodo in esame i prestiti transfrontalieri alla regione Africa e Medio Oriente sono saliti di \$6 miliardi. L'espansione ha mantenuto il tasso di crescita annuo su un livello sostenuto, pari all'11%, in linea con la crescita costante registrata dagli inizi del 2014, e portato le consistenze totali a \$523 miliardi. Il maggiore contributo all'incremento complessivo è provenuto dalle attività transfrontaliere verso Emirati Arabi Uniti (+\$11 miliardi), Qatar (+\$2 miliardi) ed Egitto (+\$1,5 miliardi). Gli impieghi transfrontalieri nei confronti di Nigeria, Arabia Saudita e Sudafrica sono invece diminuiti (rispettivamente di \$1,2, 1,8 e 2,3 miliardi).

L'euro si afferma come valuta di finanziamento internazionale

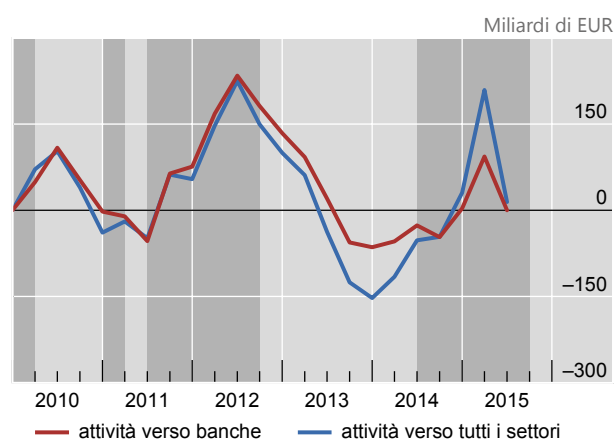
Gli andamenti recenti delle attività transfrontaliere denominate in euro esaminati in precedenza sembrano inserirsi in una dinamica più generale che vede l'esistenza di un nesso fra le oscillazioni del tasso di cambio di una determinata valuta di finanziamento e il credito bancario transfrontaliero globale denominato in tale valuta. Più nello specifico, esistono crescenti riscontri empirici del fatto che il deprezzamento di una divisa di finanziamento internazionale (di norma il dollaro USA) si accompagna a un aumento del patrimonio netto dei mutuatari residenti nei paesi di emissione di altre valute e, in ultima istanza, a un aumento del credito transfrontaliero denominato nella stessa moneta di finanziamento internazionale⁸.

⁸ Cfr. Bruno, V. e H. S. Shin (2015b): "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy" *Journal of Monetary Economics*, n. 71, pagg. 119-132; Hofmann, B., I. Shim e H. S. Shin (2015): "Risk-taking channel of currency appreciation", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Variazioni percentuali delle attività transfrontaliere in euro e variazioni del tasso di cambio effettivo dell'euro¹



Flussi cumulati²



¹ La diagonale corrisponde alla retta di regressione stimata. Le variazioni positive del tasso di cambio indicano un apprezzamento dell'euro; le variazioni percentuali sono corrette per gli effetti delle discontinuità e si riferiscono alle attività transfrontaliere nei confronti dell'insieme dei settori. ² Le aree ombreggiate indicano i periodi di deprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro; i flussi sono corretti per gli effetti delle discontinuità.

Fonti: statistiche BRI sui tassi di cambio effettivi; statistiche bancarie BRI su base locale in base alla residenza.

Tradizionalmente la valuta di finanziamento internazionale nel meccanismo sopradescritto è stata il dollaro USA, ma le LBS indicano che una dinamica analoga si sta profilando per l'euro. Il diagramma di sinistra del grafico 3 mette a confronto i tassi di crescita trimestrali delle attività bancarie transfrontaliere in euro verso non residenti nell'area dell'euro con il tasso di cambio effettivo della moneta unica. Esso evidenzia che, in media, un deprezzamento dell'euro è associato a una crescita più rapida degli impieghi transfrontalieri denominati in euro verso non residenti nell'area.

Il diagramma di destra del grafico 3 esamina le serie temporali, riportando l'evoluzione dei flussi trimestrali corretti cumulati di attività transfrontaliere denominate in euro verso mutuatari esterni all'area e distinguendo al tempo stesso tra gli episodi di apprezzamento e quelli di deprezzamento dell'euro (aree ombreggiate). Ne emerge un profilo analogo, nel senso che i periodi di deprezzamento dell'euro sono di norma associati a un aumento del credito bancario transfrontaliero in questa valuta (linea blu) e di converso quelli di apprezzamento tendono a coincidere con un calo di tali posizioni. La relazione sembra riconducibile principalmente al credito transfrontaliero interbancario (linea rossa).

Andamenti recenti dei titoli di debito internazionali

Mentre il credito transfrontaliero si è contratto nel secondo trimestre 2015, le emissioni internazionali di titoli di debito hanno evidenziato una dinamica generalmente robusta per tutto il primo semestre dell'anno (cfr. "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015). Tale andamento si è invertito nel terzo trimestre (non coperto dalla precedente sezione sulle attività transfrontaliere), quando i collocamenti netti sono scesi a \$50 miliardi (grafico 4), la flessione più marcata dal primo trimestre 2013, pari al 79% sul trimestre precedente e al 78% rispetto al periodo corrispondente del 2014. La contrazione ha

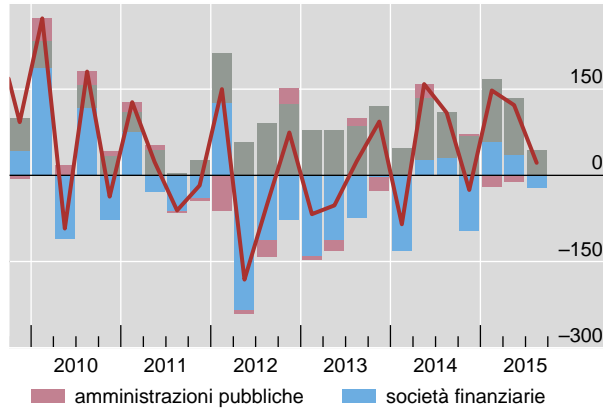
Titoli di debito internazionali¹

In miliardi di dollari USA

Grafico 4

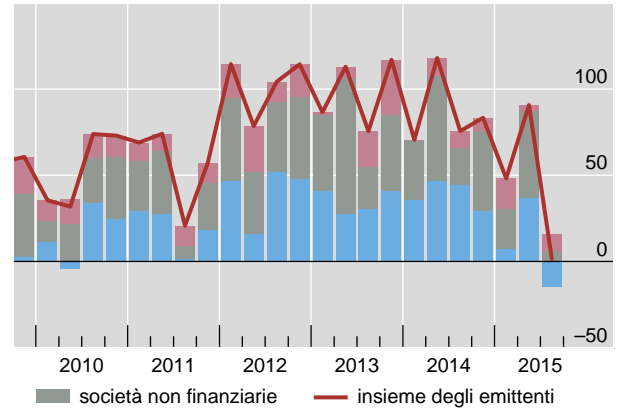
Economie avanzate²

Emissioni nette

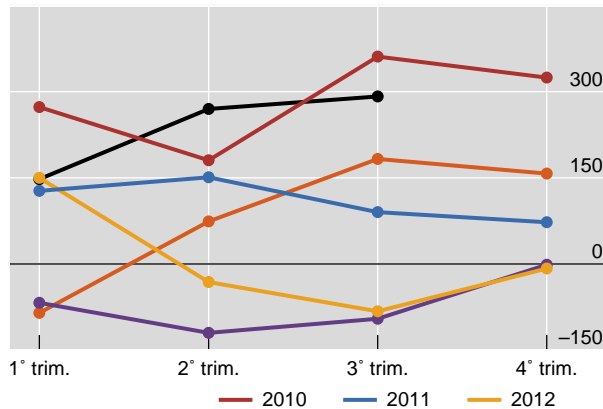


Economie emergenti^{2,3}

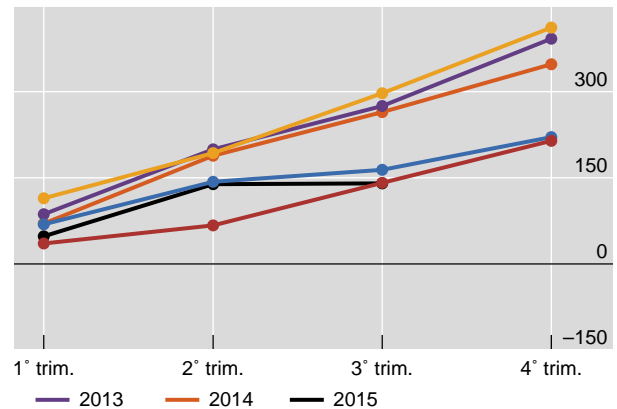
Emissioni nette



Emissioni nette cumulate⁴



Emissioni nette cumulate⁴



¹ Titoli di ogni scadenza collocati dall'insieme degli emittenti, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Per l'elenco dei paesi, cfr. il *BIS Statistical Bulletin*. Il settore si riferisce al settore della casa madre dell'emittente. ³ Compresi Hong Kong SAR e Singapore. ⁴ Emissioni trimestrali cumulate nette.

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

riguardato sia le EA sia le EME. I residenti nelle EA hanno emesso \$22 miliardi al netto dei rimborsi, ossia \$100 miliardi in meno che nel trimestre precedente. I prenditori nelle EME hanno collocato appena \$1,5 miliardi su base netta, con un calo di circa \$89 miliardi⁹. La parte restante delle emissioni è riconducibile ai centri offshore e alle organizzazioni internazionali.

Il ridimensionamento della raccolta è stato particolarmente pronunciato nelle EME. Nonostante la decelerazione del terzo trimestre, le emissioni nette cumulate nelle EA nei primi tre trimestri del 2015 (\$291 miliardi) sono state superiori a quelle effettuate in ciascuno dei quattro anni precedenti (grafico 4, diagramma in basso a sinistra). I residenti nelle EME hanno invece collocato \$141 miliardi nei primi tre trimestri di quest'anno, con un rallentamento significativo delle emissioni rispetto agli anni precedenti (grafico 4, diagramma in basso a destra).

⁹ I dati includono Hong Kong SAR e Singapore.

La debolezza dell'attività di emissione di titoli di debito nel terzo trimestre è riconducibile solo in parte a effetti stagionali e rifletterebbe perlopiù la fase di turbolenza che ha interessato i mercati finanziari mondiali e in particolare le EME (cfr. "Riflettori puntati sulle vulnerabilità delle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015). Le stime preliminari dell'Institute of International Finance indicano che per quanto concerne i flussi di portafoglio verso le EME il terzo trimestre 2015 è stato il peggiore dalla Grande Crisi Finanziaria. Al riguardo hanno probabilmente inciso i crescenti timori per i fondamentali dei mercati emergenti, la flessione dei prezzi delle materie prime e l'aumento degli oneri debitori. In aggiunta, specie nel caso della Cina, potrebbe essere entrata in gioco la sempre maggiore attenzione ai mercati locali. Dati recenti della People's Bank of China segnalano infatti un aumento delle emissioni totali di titoli di debito, compresi quelli nazionali, da parte delle società non finanziarie cinesi.

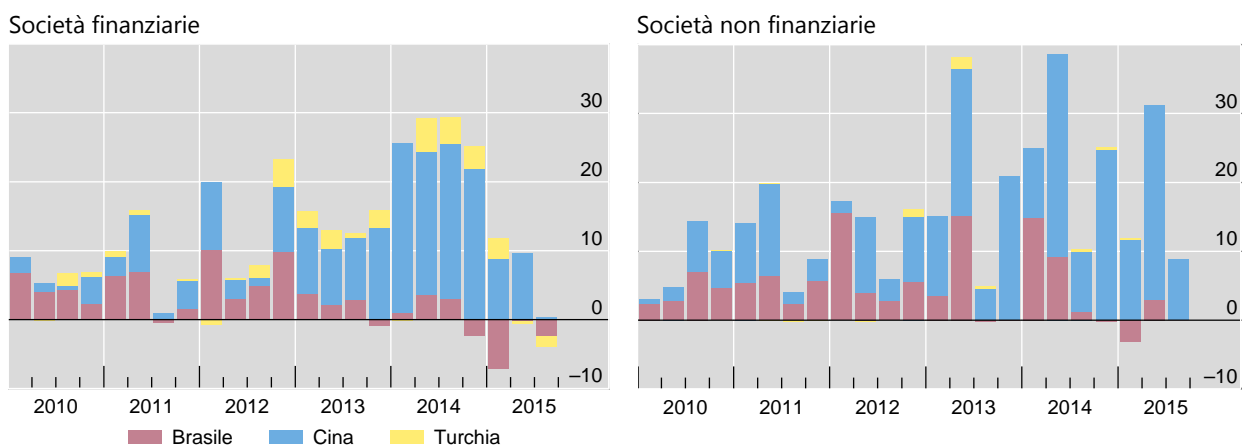
Le emissioni nette delle EME hanno segnato il dato più negativo dalla fine della crisi (grafico 4, diagramma in alto a destra). Le società finanziarie hanno rimborsato su base netta complessivi \$15 miliardi, a fronte di \$37 miliardi di emissioni nette nel trimestre precedente, mentre le società non finanziarie hanno raccolto su base netta \$6 miliardi. I volumi di emissione di entrambe queste categorie di prenditori non erano più stati così bassi dagli inizi del 2009. I collocamenti netti delle società finanziarie brasiliane sono stati negativi, pari a -\$2 miliardi, contro -\$200 milioni nel trimestre precedente; quelli delle società finanziarie cinesi sono passati da \$10 miliardi a \$300 milioni; le emissioni nette delle imprese finanziarie turche sono risultate anch'esse negative, a -\$1,6 miliardi, il livello più basso degli ultimi sei anni (grafico 5, diagramma di sinistra). La raccolta netta delle società non finanziarie cinesi è passata da \$28 a 9 miliardi e quella delle loro omologhe brasiliane da \$3 a -\$8 miliardi (grafico 5, diagramma di destra). Analogamente, i collocamenti netti sono diminuiti di \$4,3 miliardi in India e \$5,5 miliardi in Corea.

La contrazione trimestrale delle emissioni di titoli di debito internazionali è stata significativa anche nel caso delle economie sviluppate. Il settore finanziario ha effettuato rimborsi netti per \$22 miliardi, a fronte di un volume positivo di collocamenti netti di \$35 miliardi nel trimestre precedente (grafico 4, diagramma in

Titoli di debito internazionali¹

Emissioni nette semestrali, in miliardi di dollari USA

Grafico 5



¹ In base alla nazionalità dell'emittente e al settore della casa madre dell'emittente.

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

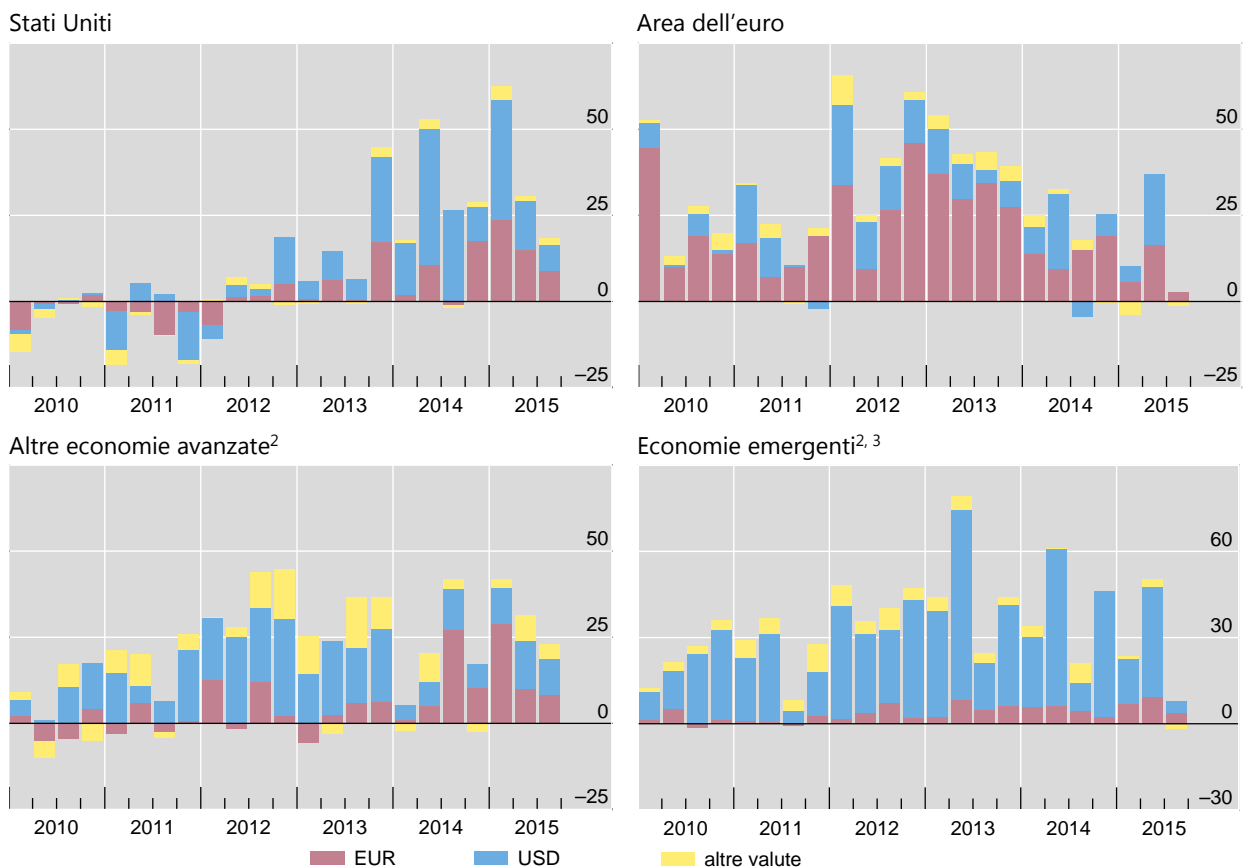
alto a sinistra). Le emissioni nette da parte delle società non finanziarie sono ammontate a \$43 miliardi, l'importo più basso dal quarto trimestre 2011.

Nel terzo trimestre 2015 è cresciuta l'importanza relativa delle emissioni in euro rispetto a quelle in dollari. Le società non finanziarie hanno collocato su base netta un totale di \$23 miliardi in euro e appena \$22 miliardi in dollari. I dati corrispondenti per il trimestre precedente erano rispettivamente di \$50 e 87 miliardi. Negli Stati Uniti la raccolta netta in euro dei mutuatari non finanziari (\$15 miliardi) aveva già superato in valore quella netta in dollari (\$14 miliardi) nel secondo trimestre ed è rimasta più elevata anche nel terzo (\$9 miliardi, contro \$8 miliardi in dollari) (grafico 6, diagramma in alto a sinistra). In Europa i collocamenti netti in dollari delle società non finanziarie sono stati negativi, a -\$200 milioni, in calo rispetto ai \$21 miliardi del trimestre precedente (grafico 6, diagramma in alto a destra). Nelle altre EA la quota dell'euro sulle emissioni nette totali di debito è andata crescendo, passando dal 32 al 36% (grafico 6, diagramma in basso a sinistra). Nelle EME la raccolta sia in euro sia in dollari è diminuita rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, l'incidenza dell'euro sulle emissioni totali di debito delle EME è aumentata, crescendo dal 18% nel secondo trimestre al 62% nel terzo, e raggiungendo così la quota più elevata degli ultimi sei anni (grafico 6, diagramma in basso a destra).

Titoli di debito internazionali¹

Emissioni nette semestrali, in miliardi di dollari USA

Grafico 6



¹ Emittenti con casa madre non finanziaria, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Per l'elenco dei paesi, cfr. il *BIS Statistical Bulletin*. ³ Compresi Hong Kong SAR e Singapore.

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

Il credito bancario estero alla Cina

Cathérine Koch

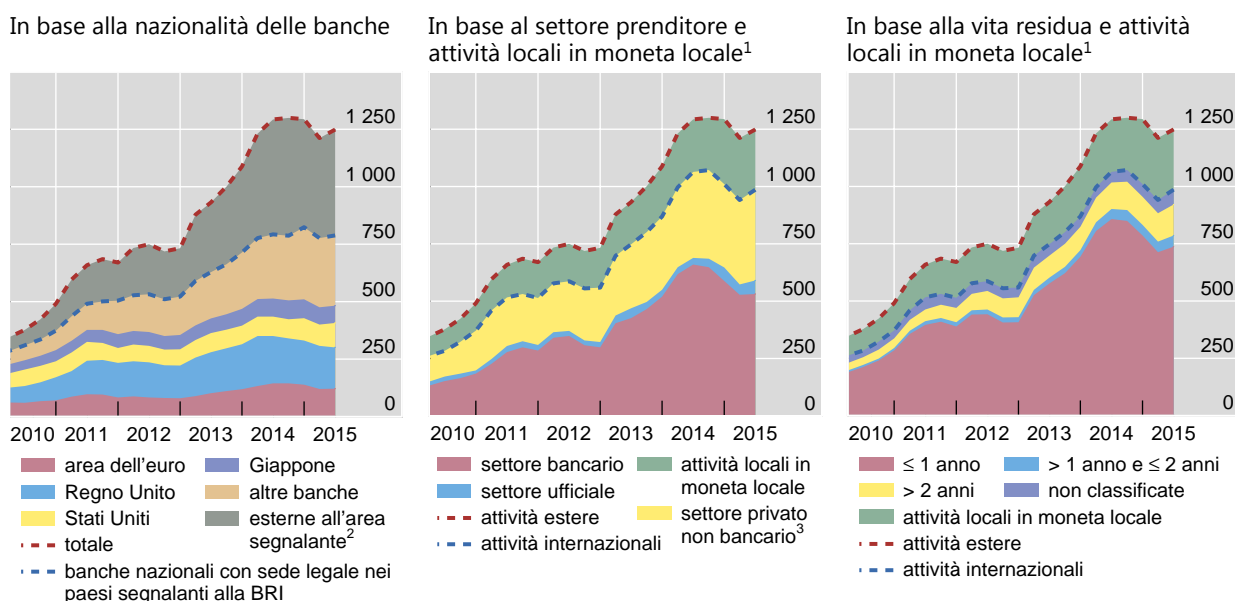
Le statistiche bancarie consolidate (CBS) BRI in base alla controparte immediata indicano che gli impieghi esteri^① nei confronti dei residenti cinesi, inclusi quelli locali contabilizzati dalle dipendenze in Cina delle banche estere, ammontavano a \$1 200 miliardi a fine giugno 2015. Ciò rappresenta un calo rispetto al massimo storico di \$1 300 miliardi di fine settembre 2014. A metà 2015 quasi due terzi di queste attività estere erano contabilizzati da banche con sede legale nei paesi segnalanti alla BRI (grafico A, diagramma di sinistra). Alle banche con sede legale al di fuori dei paesi segnalanti, ma con dipendenze situate in tali paesi, come ad esempio banche cinesi presenti a Hong Kong SAR, era riconducibile oltre un terzo degli impieghi esteri nei confronti della Cina a fine giugno 2015^②. Le attività di questo gruppo di banche "esterne all'area segnalante" si sono ridotte dai \$512 miliardi di fine settembre 2014 a \$460 miliardi a fine giugno 2015. A differenza degli impieghi delle banche con sede legale nei paesi segnalanti alla BRI, quelli delle banche esterne all'area sono segnalati su base non consolidata e comprendono quindi le posizioni intragruppo.

Un'ampia quota dell'aumento delle attività estere verso la Cina negli ultimi anni si deve agli impieghi interbancari (grafico A, diagrammi centrale e di destra). A metà 2015 le consistenze in essere di questi impieghi, pari a \$532 miliardi, rappresentavano oltre la metà delle attività internazionali nei confronti della Cina^③. Esse erano tuttavia diminuite, rispetto ai \$660 miliardi di metà 2014 (grafico A, diagramma centrale)^④. Le posizioni interbancarie comprendono attività denominate in renminbi che rappresentano la contropartita di passività per depositi offshore^⑤. Diversamente dagli impieghi interbancari, le attività internazionali nei confronti del settore privato non bancario cinese hanno

Attività delle banche estere verso la Cina

In miliardi di dollari USA

Grafico A



¹ Per le attività locali in moneta locale non sono disponibili le scomposizioni in base al settore prenditore o alla scadenza. ² Comprende le succursali o controllate situate nel paese segnalante le cui attività non sono consolidate da parte di una casa madre controllante situata in un altro paese segnalante. Si tratta principalmente di dipendenze bancarie aventi una casa madre controllante non bancaria (ad esempio, la controllata bancaria di un gruppo assicurativo). Nell'arco del periodo le loro attività ammontavano in media a poco più di \$960 milioni. ³ Comprende le attività internazionali non classificate in base al settore.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata).

continuato a crescere al ritmo sostenuto registrato negli ultimi anni; le loro consistenze in essere sono aumentate da \$91 miliardi a metà 2010 a \$395 miliardi a metà 2015.

Le attività a breve termine hanno rispecchiato i recenti cali del credito interbancario a favore della Cina (grafico A, diagramma di destra). Le attività con vita residua fino a un anno, che alla fine del secondo trimestre 2015 rappresentavano il 75% delle consistenze totali di impieghi internazionali verso la Cina, si sono contratte da \$858 miliardi a metà 2014 a \$737 miliardi a metà 2015. Esse sono state pertanto all'origine della maggior parte del calo complessivo del credito bancario internazionale alla Cina verificatosi in questo periodo.

① Le attività estere comprendono le attività locali delle dipendenze estere di una banca nonché quelle transfrontaliere delle dipendenze della banca in tutto il mondo. ② L'elenco dei paesi rientranti nell'area segnalante alla BRI è disponibile sul sito internet della BRI www.bis.org/statistics/rep_countries.htm. La Cina non partecipa alla segnalazione delle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tuttavia, le statistiche su base locale e quelle consolidate in base alla controparte immediata rilevano le posizioni delle banche cinesi e di altri paesi con sede legale al di fuori dell'area segnalante alla BRI nella misura in cui tali posizioni sono contabilizzate tramite dipendenze situate in un paese segnalante alla BRI. ③ Le attività internazionali corrispondono alla somma delle attività transfrontaliere denominate in tutte le valute e delle attività locali delle dipendenze estere denominate in valuta estera. ④ Le variazioni nelle statistiche bancarie consolidate non sono corrette per gli effetti delle oscillazioni dei tassi di cambio. Nella misura in cui gli impieghi sono denominati in valute diverse dal dollaro statunitense, un apprezzamento del dollaro si traduce in un calo del valore segnalato in dollari delle consistenze delle attività denominate nelle altre divise. ⑤ Cfr. R. N. McCauley, "Il deflusso di capitali dalla Cina per il tramite delle banche dichiaranti alla BRI nel primo trimestre 2015", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015.

Le posizioni in essere in derivati OTC si riducono con il diffondersi della compressione

Andreas Schrimpf

Le posizioni in essere nei mercati globali dei derivati negoziati fuori borsa (over-the-counter, OTC) si sono sensibilmente ridotte nel primo semestre 2015. Gli importi nozionali dei contratti in essere sono scesi del 12%, da \$629 000 a 553 000 miliardi (grafico B, diagramma di sinistra)¹. Queste variazioni, tuttavia, non riflettono necessariamente variazioni dell'attività di mercato o del rischio effettivamente assunto. I dealer spesso stipulano contratti derivati per compensare esposizioni esistenti. La crescente diffusione della compensazione centralizzata tende a gonfiare ulteriormente gli importi nozionali in essere: il processo di novazione presso una controparte centrale (CCP), infatti, trasforma una singola transazione tra due intermediari in due contratti distinti fra ciascun intermediario e la CCP. La compressione delle operazioni, un processo che consiste nello stralcio di contratti per eliminare le posizioni economicamente ridondanti in derivati, ha invertito questo trend, contribuendo a ridurre considerevolmente negli ultimi anni il valore delle posizioni nozionali in essere in derivati OTC. Il volume complessivo delle compressioni, già aumentato vigorosamente nel 2014, ha continuato a crescere nel primo semestre 2015 (grafico B, diagramma centrale).

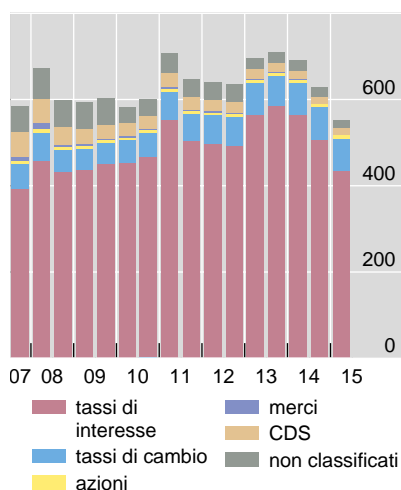
La flessione dei contratti derivati OTC in essere è ascrivibile in gran parte a una netta contrazione degli importi nozionali nel segmento dei contratti su tassi di interesse denominati in euro. Il valore nozionale di tali contratti è diminuito da \$167 000 a 126 000 miliardi tra fine dicembre 2014 e fine giugno 2015 (in termini di euro, da €138 000

I mercati mondiali dei derivati OTC si contraggono per effetto della compressione delle operazioni

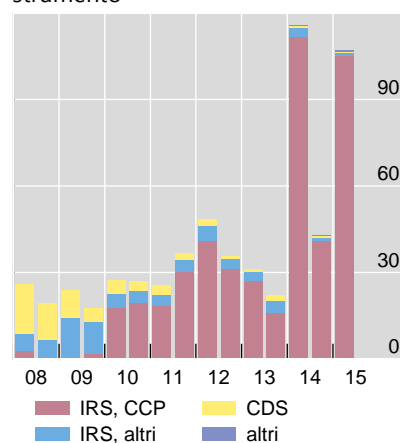
Importo nozionale, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico B

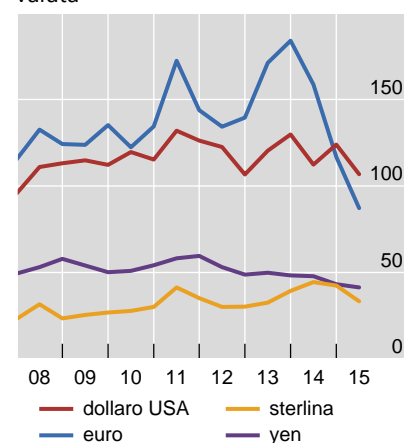
Categorie di rischi di mercato¹



Compressione, in base allo strumento



Swap di tassi di interesse, in base alla valuta¹



Per maggiori informazioni in merito alle statistiche BRI sui derivati, cfr. www.bis.org/statistics/derstats.htm.

¹ A fine semestre (fine giugno e fine dicembre). Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento.

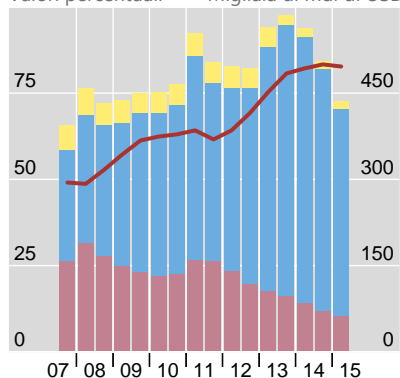
Fonti: TriOptima triReduce; statistiche BRI sui derivati.

Mercati mondiali dei derivati OTC¹

Grafico C

Derivati su tassi di interesse, importo nozionale in base al settore della controparte

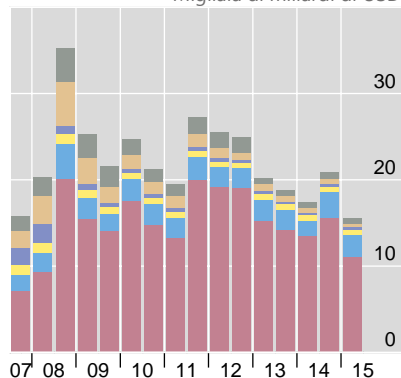
Valori percentuali Migliaia di mdi di USD



S.s.: — quota di altre istituzioni finanziarie
S.d.: ■ dealer segnalanti
■ altre istituzioni finanziarie
■ istituzioni non finanziarie

Valore lordo di mercato

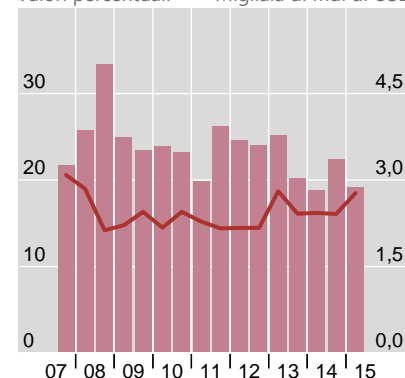
Migliaia di miliardi di USD



■ tassi di interesse ■ merci
■ tassi di cambio ■ CDS
■ azioni ■ non classificati

Esposizione creditizia lorda

Valori percentuali Migliaia di mdi di USD



— quota del valore lordo di mercato (s.s.)
■ importi (s.d.)

Per maggiori informazioni in merito alle statistiche BRI sui derivati, cfr. www.bis.org/statistics/derstats.htm.

¹ A fine semestre (fine giugno e fine dicembre). Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento.

Fonte: statistiche BRI sui derivati.

a 113 000 miliardi). Da verso la fine del 2013 il volume in essere degli importi nozionali degli swap di tassi di interesse in euro si è quasi dimezzato (grafico B, diagramma di destra) per effetto del marcato aumento della compressione².

La tecnologia di base della compressione è disponibile già da tempo, ma negli ultimi due anni si è particolarmente diffusa nel segmento degli swap di tassi di interesse (IRS) (grafico B, diagramma centrale). La crescente esigenza di un utilizzo più efficiente dei bilanci da parte delle banche internazionali dealer (dovuta in parte ai cambiamenti della regolamentazione) ha fornito un importante impulso all'innovazione tecnologica volta ad agevolare la compressione delle operazioni in derivati. I servizi di compressione più diffusi sono offerti da fornitori terzi e si basano sulle posizioni in portafoglio inviate dai clienti partecipanti al servizio. Con l'impiego di un algoritmo si cerca di individuare i contratti ridondanti che possono essere chiusi senza modificare la posizione netta di ciascun partecipante. Il ridimensionamento del portafoglio di derivati di un dealer mediante compressione concorre a ridurre i rischi operativi, i rischi di controparte e i costi associati.

Negli anni successivi alla Grande Crisi Finanziaria la compressione aveva già contribuito a un calo significativo degli importi nozionali in essere di credit default swap. Più di recente, la diffusione della compensazione di IRS tramite CCP (cfr. Domanski et al., "Central clearing: trends and current issues", in questa edizione) ha forse determinato un'accelerazione di questa tendenza, in quanto la compensazione centralizzata ha reso possibile un maggiore ricorso a tecniche di compressione sofisticate. La distribuzione dei derivati su tassi di interesse in base alla controparte evidenzia il progressivo spostamento dell'attività verso istituzioni finanziarie diverse dai dealer, tra cui le CCP (grafico C, diagramma di sinistra). I contratti tra dealer e altre istituzioni finanziarie, incluse le CCP, ammontavano a \$360 000 miliardi a fine giugno 2015, in calo da \$421 000 miliardi a fine dicembre 2014. Più di recente hanno inoltre visto la luce metodi di compressione che non richiedono il coinvolgimento di terzi. Ciò ha determinato un ulteriore aumento dei volumi di compressione. Inoltre, alcune nuove piattaforme di contrattazione elettronica per i derivati OTC, come le swap execution facility (SEF), hanno iniziato a offrire meccanismi efficienti di compensazione delle posizioni tra controparti.

Il valore lordo di mercato dei contratti in essere, ossia il costo di sostituzione di tutti i contratti in essere ai prezzi di mercato vigenti alla data di segnalazione, è parimenti diminuito nel primo semestre 2015 (grafico C, diagramma centrale). La tendenza al calo dei valori lordi di mercato osservata negli ultimi anni è proseguita, nonostante un picco di breve durata verso la fine del 2014. A fine giugno 2015 i valori di mercato si attestavano a \$15 500 miliardi, il minimo dal 2007. La flessione potrebbe essere dovuta, oltre che alla compressione, alla riduzione del differenziale tra i tassi alla data di segnalazione e i tassi alla stipula del contratto. Le esposizioni creditizie lorde, che tengono conto della riduzione del rischio di credito di controparte tramite accordi di compensazione ma non mediante garanzie reali, sono anch'esse diminuite, collocandosi a fine giugno 2015 a \$2 900 miliardi, ossia in prossimità dei livelli pre-crisi (grafico C, diagramma di destra).

① In questo periodo le fluttuazioni dei cambi hanno amplificato la contrazione delle posizioni nelle valute diverse dal dollaro statunitense. Ad esempio, il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro tra fine dicembre 2014 e fine giugno 2015 ha provocato un calo del valore in dollari delle posizioni denominate in euro. Tuttavia, anche al netto di questo effetto, a fine giugno 2015 i nozionali risultavano comunque inferiori di circa il 10% a quelli di fine dicembre 2014. ② Vi sono diversi motivi per cui l'impatto della compressione è stato massimo nel segmento degli IRS in euro. Per cominciare, i portafogli di derivati in euro sono generalmente molto ampi rispetto a quelli in altre valute. Gli IRS in euro tendono inoltre a essere più standardizzati e la gamma dei broker-dealer attivi in questi mercati è meno diversificata. Per queste ragioni, è possibile che nel caso degli IRS in euro vi siano state maggiori opportunità di compressione.