

## Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali<sup>1</sup>

*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. Sulla base di questi dati essa stima indicatori delle condizioni di liquidità globali e indicatori di allerta precoce dei rischi di crisi finanziarie. Questo capitolo analizza gli andamenti recenti di tali indicatori e offre una sintesi degli ultimi dati relativi ai mercati bancari internazionali, disponibili fino a marzo 2016, e alle emissioni di titoli di debito internazionali, disponibili fino a giugno 2016.*

### In breve

- Le attività bancarie internazionali (attività bancarie transfrontaliere più attività locali in valuta estera) sono aumentate nel primo trimestre del 2016, per la prima volta da fine marzo 2015. Su base annua, sono diminuite del 4,5%, a causa di una contrazione dell'8% degli impieghi interbancari sull'anno precedente.
- Lo stock di titoli di debito internazionali ha continuato a crescere, con un volume positivo di collocamenti netti nel primo e secondo trimestre 2016. Alla fine del secondo trimestre 2016, i titoli di debito internazionali erano aumentati del 2,1% rispetto al corrispondente periodo del 2015.
- I tassi di crescita sull'anno precedente dei prestiti transfrontalieri in dollari USA a favore di prenditori esterni agli Stati Uniti e dei prestiti transfrontalieri in euro a prenditori residenti al di fuori dell'area dell'euro sono divenuti negativi nel primo trimestre 2016. È stata la prima contrazione dei prestiti denominati in dollari dal 2009 e la prima per quelli denominati in euro dal 2014.
- Il credito internazionale denominato in dollari USA (prestiti bancari più titoli di debito) verso i prenditori non bancari delle economie emergenti (EME) ha registrato un'ulteriore contrazione (-\$33 miliardi) nel primo trimestre 2016, segnando il terzo calo trimestrale consecutivo. Le consistenze in essere sono scese a \$3 200 miliardi a fine marzo 2016.

<sup>1</sup> Questo articolo è stato redatto da Torsten Ehlers ([torsten.ehlers@bis.org](mailto:torsten.ehlers@bis.org)) e Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)). Kristina Bektyakova, Bat-el Berger, Anamaria Illes e Pamela Pogliani hanno fornito l'assistenza statistica.

- Le attività bancarie transfrontaliere verso i residenti cinesi sono diminuite di \$63 miliardi nel primo trimestre. Il calo è stato minore di quelli registrati nei trimestri precedenti, ma ha comunque portato il tasso di crescita annua al -27%.
- La raccolta nei mercati internazionali dei titoli di debito è stata più robusta di quella effettuata tramite il canale bancario, con una ripresa delle emissioni nette da parte dei prenditori del settore finanziario nelle economie avanzate nel primo trimestre 2016 e collocamenti netti trimestrali consistenti da parte dei prenditori delle EME nel secondo trimestre.
- Si è confermata la tendenza di medio termine verso un maggiore utilizzo dell'euro come moneta di finanziamento per gli emittenti non finanziari di titoli di debito, nonostante una ripresa delle emissioni denominate in dollari USA nel secondo trimestre 2016.
- Il recente referendum britannico sull'appartenenza all'Unione europea ha richiamato l'attenzione su quanto le banche del Regno Unito siano integrate al sistema bancario mondiale in generale e al resto dell'Europa in modo particolare. L'attività transfrontaliera delle banche *situate* nel Regno Unito è di gran lunga maggiore di quella delle banche aventi la propria *sede legale* in tale paese. La percentuale delle attività denominate in euro sulle attività transfrontaliere delle banche situate nel Regno Unito era pari al 33% a fine marzo 2016 (cfr. il riquadro A "Il Regno Unito: centro nevralgico dell'attività bancaria internazionale").
- I risultati della recente Indagine triennale sui mercati dei cambi e dei derivati della BRI rivela che negli ultimi anni la crescita dell'attività di negoziazione di derivati over-the-counter (OTC) ha continuato a essere sostenuta, mentre i volumi di derivati negoziati in borsa non hanno evidenziato una tendenza chiara (cfr. il riquadro B, "I mercati regolamentati stentano ad attrarre le operazioni in derivati dai mercati OTC").

## L'attività creditizia internazionale rimane debole agli inizi del 2016

Nonostante un inizio d'anno turbolento nei mercati finanziari mondiali (cfr. "Una fragile calma cede il passo alle turbolenze", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016), le *attività bancarie internazionali* sono aumentate nel primo trimestre 2016. Tuttavia questo incremento ha compensato solo in parte i mercati calati dei tre trimestri precedenti. Di conseguenza, le attività bancarie internazionali<sup>2</sup> sono scese del 4,5%

<sup>2</sup> Il termine "attività bancarie internazionali" utilizzato nell'ambito degli indicatori BRI della liquidità globale corrisponde alla definizione delle statistiche bancarie BRI su base locale. Le attività bancarie internazionali comprendono le attività bancarie transfrontaliere in tutte le valute e le attività locali in valuta estera, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle affiliate situate nello stesso paese del prenditore. 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.

su base annua<sup>3</sup>, collocandosi a \$31 600 miliardi, continuando la flessione iniziata a metà 2015 (Grafico 1, diagramma superiore). Il calo annuale è riconducibile a una contrazione dell'8% del credito interbancario.

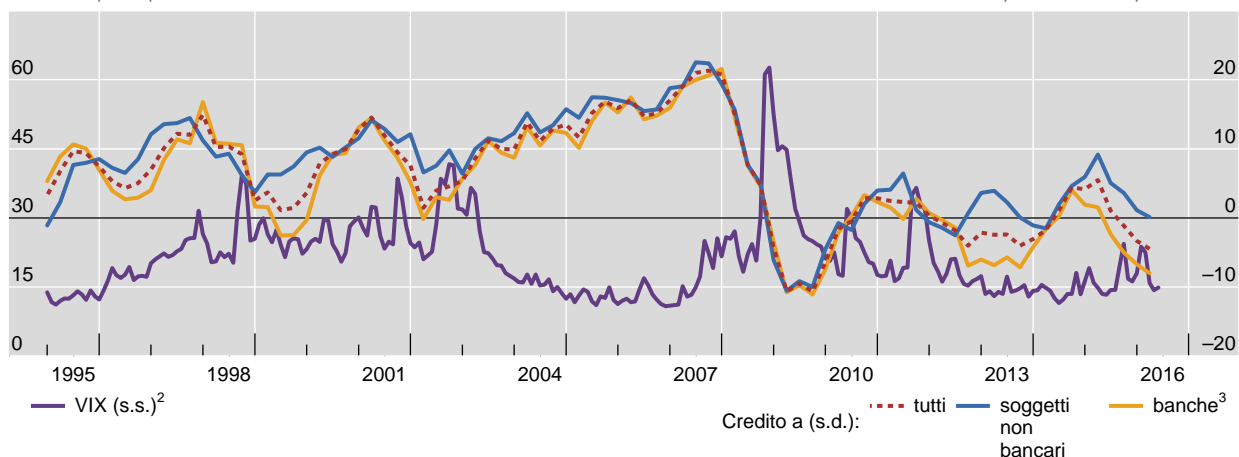
## Attività bancarie internazionali, titoli di debito internazionali e volatilità

Grafico 1

### Attività bancarie internazionali<sup>1</sup>

Volatilità, punti percentuali

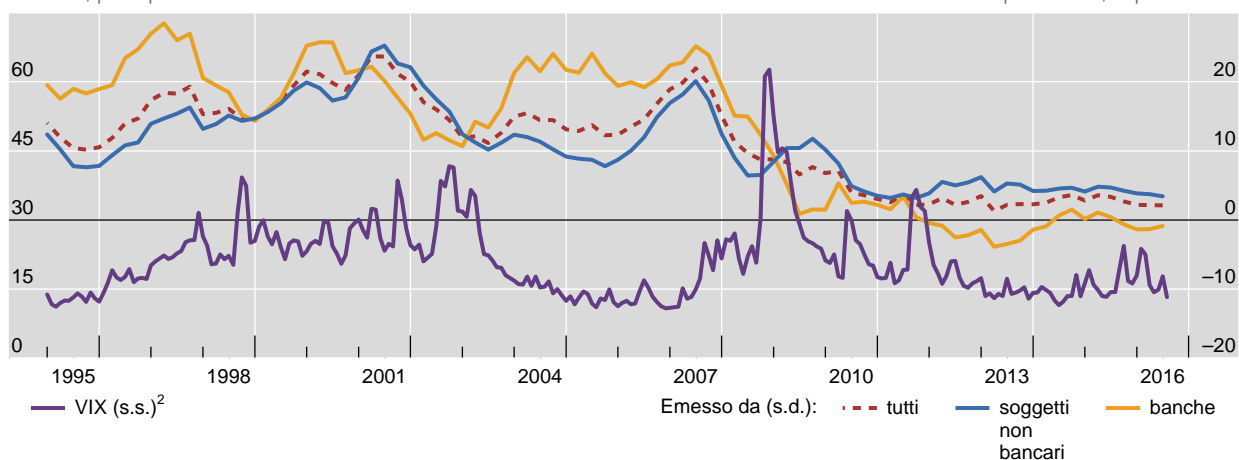
Variazioni sull'anno precedente, in percentuale



### Titoli di debito internazionali<sup>4</sup>

Volatilità, punti percentuali

Variazioni sull'anno precedente, in percentuale



Ulteriori informazioni sugli indicatori di liquidità globale BRI sono disponibili all'indirizzo [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) più attività locali in valuta estera. <sup>2</sup> Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali annualizzati. <sup>3</sup> Include le transazioni intragruppo. <sup>4</sup> Tutti gli strumenti, tutte le scadenze, tutti i paesi. In base all'emittente immediato.

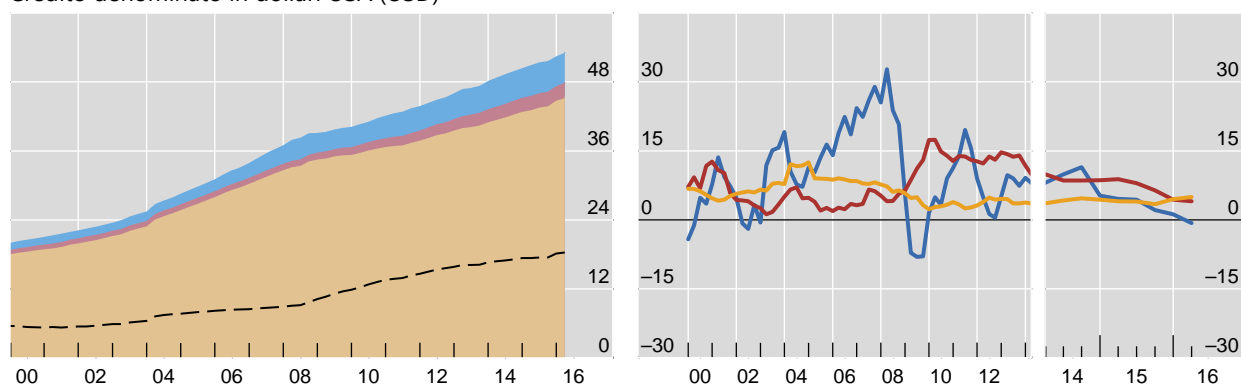
Fonti: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie BRI su base locale (LBS); elaborazioni BRI.

<sup>3</sup> Le variazioni percentuali annue registrate per le statistiche sull'attività bancaria internazionale sono calcolate come variazioni percentuali trimestrali composte, sulla base dei dati al netto degli effetti di cambio pubblicati dalla BRI. I tassi di crescita annua per il credito in valuta estera sono calcolati come variazioni percentuali degli stock rispetto all'anno precedente e non sono corretti per gli effetti di cambio.

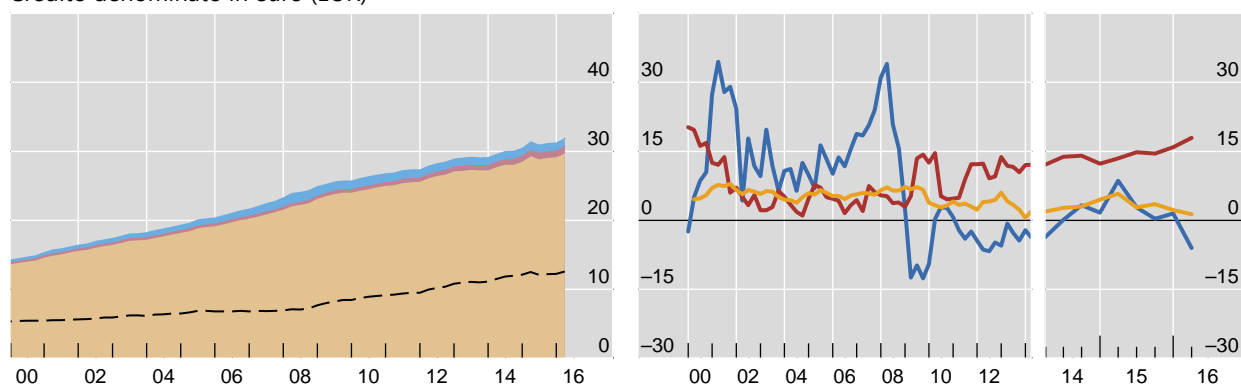
Consistenze, in migliaia di mdi di USD<sup>1</sup>

Variazione annua, in percentuale

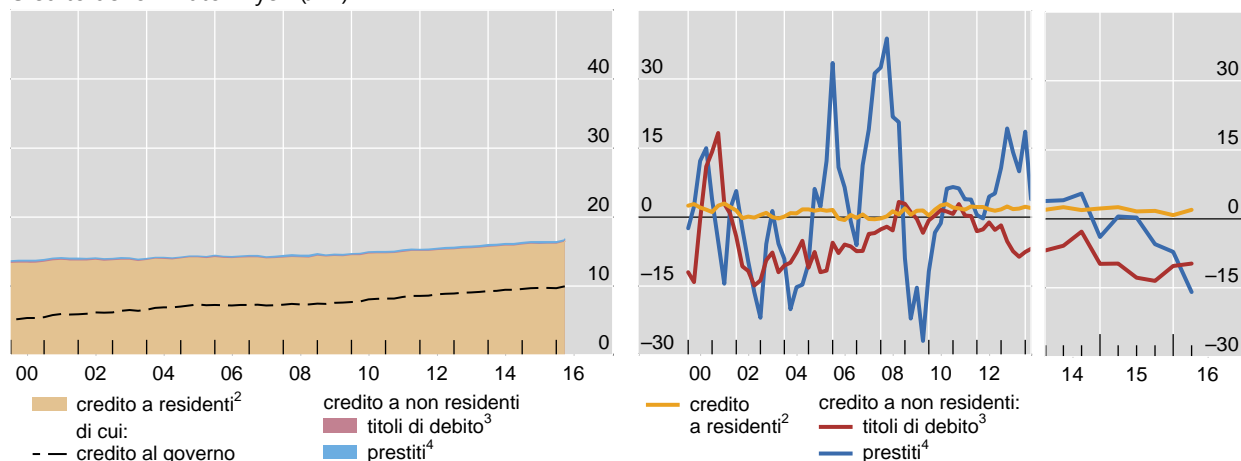
Credito denominato in dollari USA (USD)



Credito denominato in euro (EUR)



Credito denominato in yen (JPY)

Ulteriori informazioni sugli indicatori di liquidità globale BRI sono disponibili all'indirizzo [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Consistenze a fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari al tasso di cambio prevalente a fine dicembre 2015. <sup>2</sup> Credito a favore di prestatori non finanziari residenti negli Stati Uniti/nell'area dell'euro/in Giappone. I conti finanziari nazionali sono corretti utilizzando i dati BRI sull'attività bancaria e mobiliare per escludere il credito denominato in valute non locali. <sup>3</sup> Al netto dei titoli di debito emessi da società veicolo e altre entità finanziarie controllate da case madri non finanziarie. I titoli di debito denominati in euro sono al netto dei titoli emessi dalle istituzioni dell'Unione europea. <sup>4</sup> I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, incluse le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali. Per i paesi non dichiaranti ai fini delle LBS, i prestiti locali in USD/EUR/JPY sono stimati come segue: per la Cina, i prestiti locali in valuta estera sono ricavati da dati nazionali e si ipotizza che siano composti per l'80% da USD, per il 10% da EUR e per il 10% da JPY; per gli altri paesi non dichiaranti, i prestiti locali al settore non bancario sono posti pari ai prestiti transfrontalieri delle banche dichiaranti ai fini delle LBS alle banche nel paese (denominati in USD/EUR/JPY), nell'ipotesi che tali fondi siano prestati al settore non bancario.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito; statistiche bancarie BRI su base locale.

Le emissioni di titoli di debito internazionali<sup>4</sup> sono state più stabili, con emissioni nette trimestrali per \$203 miliardi e una crescita annua del 2,2% delle consistenze in essere nel primo trimestre 2016 (Grafico 1, diagramma inferiore). Con il ritorno della fiducia sui mercati finanziari nel secondo trimestre (per il quale sono disponibili solo i dati relativi ai titoli di debito internazionali e non quelli relativi al credito bancario internazionale), le emissioni nette sono ulteriormente salite a \$246 miliardi. Ciò nonostante, la crescita sull'anno precedente delle consistenze di titoli di debito internazionali nel secondo trimestre è rimasta sostanzialmente stabile, al 2,1%.

Se le emissioni nette delle economie emergenti sono state relativamente deboli nel primo trimestre 2016, nel secondo hanno raggiunto un massimo storico di \$128 miliardi, a indicazione di una ripresa più generale dei flussi di capitale verso le EME.

Sebbene le emissioni di titoli di debito da parte delle *banche* siano state positive nel primo e nel secondo trimestre, lo stock è diminuito dello 0,9% nel corso dell'anno fino al secondo trimestre 2016. Per i *prenditori non bancari*, lo stock di titoli di debito internazionali è cresciuto del 3,4% nello stesso periodo, segnando un lieve rallentamento del tasso di espansione rispetto ai trimestri precedenti. Uno dei fattori determinanti è stata la crescita del credito al *settore ufficiale*, causata in parte dal maggiore fabbisogno di finanziamento di alcuni governi delle EME.

Il rallentamento rispetto all'anno precedente delle attività bancarie internazionali agli inizi del 2016 ha trovato riscontro in un perdurante calo dei prestiti bancari transfrontalieri in valuta estera (principalmente prestiti denominati in dollari e in euro) verso il settore non finanziario (grafico 2). La crescita annuale dei prestiti bancari denominati in dollari USA ai non residenti (ossia i prestiti bancari denominati in dollari a prenditori al di fuori degli Stati Uniti) è stata negativa nel primo trimestre, per la prima volta dopo molti anni. I prestiti bancari denominati in dollari USA a non residenti del settore non finanziario sono scesi dello 0,7% nel primo trimestre 2016, registrando il primo calo dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-2009 (Grafico 2, diagrammi superiori). Tuttavia, in seguito a un aumento del credito veicolato tramite i mercati di titoli di debito del 4% sull'anno precedente, il credito totale denominato in dollari USA (prestiti bancari più titoli di debito) verso i prenditori non finanziari al di fuori degli Stati Uniti è salito dello 0,8% sul periodo corrispondente, arrivando a \$7 900 miliardi a fine marzo 2016. Il credito a favore di prenditori non bancari (inclusi i prenditori finanziari non bancari) è cresciuto dell'1,6% sull'anno precedente, raggiungendo \$9 800 miliardi alla fine del primo trimestre 2016.

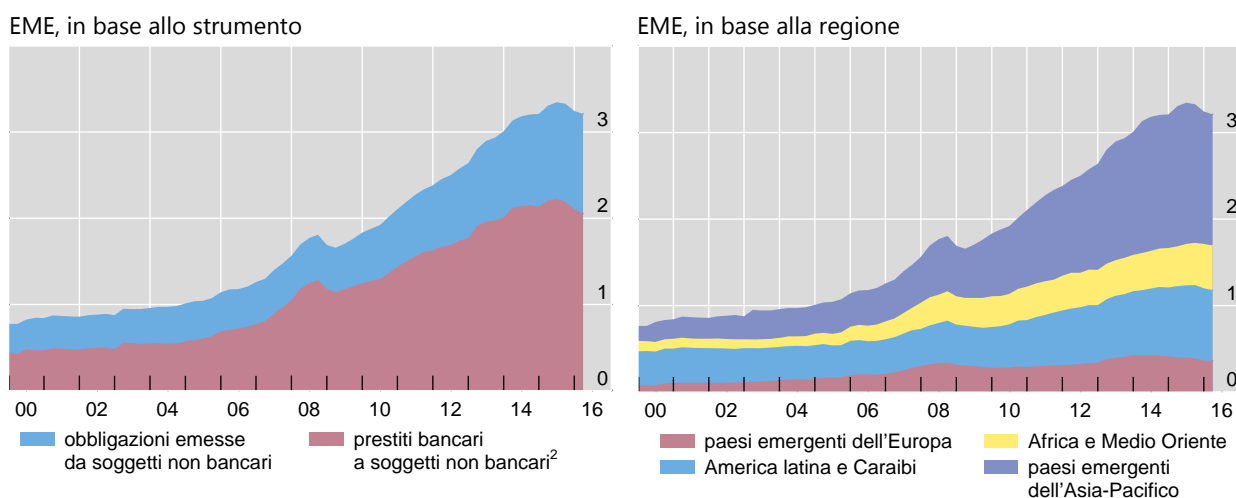
Anche i prestiti bancari denominati in euro a residenti esterni all'area dell'euro sono diminuiti su base annua, in contrasto rispetto alla ripresa del 2014-2015. Questo riflette in parte la fragilità del settore bancario europeo, causata dalla riduzione del credito internazionale da parte di alcune banche (benché, come si dirà in seguito, le banche di diversi paesi europei abbiano espanso il credito nel primo trimestre). Tuttavia, le emissioni di titoli di debito denominate in euro hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto, dato che i prenditori hanno approfittato di rendimenti molto bassi e di premi al rischio contenuti (grafico 2, diagrammi centrali). Di conseguenza, alla fine del primo trimestre lo stock totale del credito denominato in euro verso i residenti esterni all'area dell'euro ammontava a \$2 300 miliardi (\$2 700 miliardi se si considera anche l'indebitamento dei soggetti finanziari non

<sup>4</sup> La BRI definisce i titoli di debito internazionali come titoli emessi da non residenti in tutti i mercati. Per maggiori dettagli, cfr. B. Gruić e P. Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012.

## Credito denominato in dollari USA verso il settore non bancario al di fuori degli Stati Uniti<sup>1</sup>

Consistenze, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico 3



Ulteriori informazioni sugli indicatori di liquidità globale BRI sono disponibili all'indirizzo [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Il settore non bancario include società finanziarie non bancarie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e organizzazioni internazionali. <sup>2</sup> I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, incluse le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali. Per i paesi non dichiaranti ai fini delle LBS, i prestiti locali in USD sono stimati come segue: per la Cina, i prestiti locali in valuta estera sono ricavati da dati nazionali e si ipotizza che siano composti per l'80% da USD; per gli altri paesi non dichiaranti, i prestiti locali al settore non bancario sono posti pari ai prestiti transfrontalieri delle banche dichiaranti ai fini delle LBS alle banche nel paese (denominati in USD), nell'ipotesi che tali fondi siano prestati al settore non bancario.

Fonti: Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito; statistiche bancarie BRI su base locale.

bancari), il che equivale a un aumento del 4,2% sull'anno precedente (e del 4,4% se si includono le entità finanziarie non bancarie). Per il credito non finanziario denominato in yen verso i non residenti, che era relativamente modesto a \$340 miliardi, è continuato il calo già registrato di recente (grafico 2, diagrammi inferiori).

Il credito denominato in dollari USA (prestiti bancari e titoli di debito) verso i prenditori non bancari delle EME ha anch'esso registrato il suo primo calo significativo sull'anno precedente (grafico 3, diagramma di sinistra) nel primo trimestre 2016 (-2,9%), in seguito alla contrazione del credito in ognuno dei precedenti tre trimestri. Dal picco di \$3 300 miliardi di fine giugno 2015, lo stock di credito denominato in dollari USA verso le EME è sceso di \$137 miliardi, collocandosi a \$3 200 miliardi a fine marzo 2016. Tale andamento ha rispecchiato un rafforzamento del dollaro USA, rallentamenti in numerose grandi EME e un'accresciuta incertezza nei mercati finanziari internazionali. La riduzione dell'indebitamento in dollari USA nelle economie emergenti della regione Asia-Pacifico (Grafico 3, diagramma di destra) è stata una delle principali cause del calo (rappresentando l'86% del calo totale da fine giugno 2015). Con l'aumento delle emissioni nette di titoli di debito da parte delle EME nel secondo trimestre 2016 e il confermarsi dei recenti segnali di un incremento dei flussi di capitali verso le EME, la tendenza al calo delle passività in valuta estera dei prenditori delle EME potrebbe essersi invertita negli ultimi mesi.

Nonostante il rallentamento del credito transfrontaliero tra la fine del 2015 e gli inizi del 2016, in diversi paesi si sono ravvisati segnali di una crescita del credito interno decisamente superiore alla media, che potrebbe creare le premesse per

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni<sup>1</sup>

Tabella 1

	Gap credito/PIL <sup>2</sup>	Gap tra i prezzi immobiliari <sup>3</sup>	Indice di copertura del servizio del debito (DSR) <sup>4</sup>	Indice di copertura del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse <sup>4, 5</sup>
Asia <sup>6</sup>	12,1	6,0	1,6	3,9
Australia	4,5	3,1	1,4	5,4
Brasile	4,6	-25,6	7,4	9,2
Canada	12,1	5,3	2,8	6,9
Cina	30,1	-1,9	5,4	8,7
Corea	3,1	5,7	-0,6	3,0
Europa centrale e orientale <sup>7</sup>	-11,4	8,8	0,1	1,5
Francia	-0,6	-11,2	1,0	4,1
Germania	-6,1	13,3	-1,8	0,0
Giappone	4,1	15,6	-2,0	0,8
Grecia	-13,2	9,4		
India	-2,9		1,8	2,9
Italia	-13,7	-15,4	-0,1	2,0
Messico	8,8	5,0	0,6	1,3
Paesi Bassi	-20,2	-12,2	0,7	5,4
Paesi nordici <sup>8</sup>	-0,8	4,1	1,0	5,0
Portogallo	-40,5	12,4	-1,6	1,7
Regno Unito	-27,0	-0,1	-1,7	1,0
Spagna	-47,6	-17,7	-3,2	-0,4
Stati Uniti	-9,9	4,7	-1,7	0,9
Sudafrica	-0,2	-9,0	-0,3	1,0
Svizzera	7,2	7,7	0,0	3,2
Turchia	9,6		5,7	7,3
Legenda	Gap credito/PIL >10	Gap tra i prezzi immobiliari >10	Indice di copertura del servizio del debito >6	Indice di copertura del servizio del debito >6
	2 ≤ gap credito/PIL ≤ 10		4 ≤ Indice di copertura del servizio del debito ≤ 6	4 ≤ Indice di copertura del servizio del debito ≤ 6

Per il gap credito/PIL, dati fino al primo trimestre 2016 eccetto per Bulgaria, Lettonia, Lituania e Messico, per cui i dati terminano nel secondo trimestre 2016; per il gap tra i prezzi immobiliari i dati terminano nel primo trimestre 2016 eccetto per la Malaysia per la quale i dati terminano nel quarto trimestre 2015 e per Cina, Corea, Filippine, Germania, Hong Kong SAR, Indonesia, Messico, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Singapore, Sudafrica, Svezia, Svizzera e Thailandia, per i quali i dati terminano nel secondo trimestre 2016; per l'indice di copertura del servizio del debito, dati fino al primo trimestre 2016.

<sup>1</sup> Le soglie per le celle rosse sono scelte minimizzando i falsi allarmi subordinatamente all'identificazione di almeno due terzi delle crisi su un orizzonte cumulato di tre anni. Il segnale è corretto se si verifica una crisi in uno dei tre anni successivi. Il rumore è misurato dalle previsioni errate al di fuori di questo orizzonte. Le celle beige per il gap credito/PIL sono basate sulle linee guida per i buffer patrimoniali anticiclici previsti da Basilea 3. Le celle beige per l'indice di copertura del servizio del debito sono basate sulle soglie critiche in caso di utilizzo di un orizzonte previsionale di due anni. Per una derivazione delle soglie critiche per i gap credito/PIL e i gap dei prezzi degli immobili, cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, dicembre 2011, pagg. 189-240. Media semplice per gli aggregati dei paesi. <sup>2</sup> Differenza tra il rapporto credito/PIL e il suo trend di lungo periodo, trend in tempo reale calcolato con un filtro HP unilaterale utilizzando un fattore di perequazione di 400 000, in punti percentuali. <sup>3</sup> Scostamenti dei prezzi reali degli immobili residenziali dal rispettivo trend di lungo periodo calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento di 400 000, in percentuale. <sup>4</sup> Per le serie e la metodologia dell'indice di copertura del servizio del debito, cfr. <http://www.bis.org/statistics/dsr/index.htm>. Scostamento degli indici del servizio del debito dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi a partire dal 1999 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e da quando l'inflazione media a cinque anni è scesa al disotto del 10%, in punti percentuali. <sup>5</sup> Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 2,50 punti percentuali e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. <sup>6</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; al netto di Filippine e Singapore per l'indice di copertura del servizio del debito e la corrispondente previsione. <sup>7</sup> Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; al netto di Repubblica Ceca e Romania per il gap dei prezzi reali degli immobili; al netto di Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania per gli indici di copertura del servizio del debito e le corrispondenti previsioni. <sup>8</sup> Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

potenziali tensioni finanziarie (cfr. la tabella 1, in cui le cifre si riferiscono al quarto trimestre 2015 o al primo trimestre 2016). Secondo gli indicatori BRI di allerta precoce, volti a quantificare il surriscaldamento finanziario e il rischio di tensioni finanziarie su orizzonti temporali di medio periodo, la crescita del credito continua a essere insolitamente sostenuta in relazione al PIL in molte economie asiatiche, nonché in Canada (prima colonna). Tuttavia, per la maggior parte dei paesi, il divario si è lievemente ridotto rispetto ai dati precedenti. La crescita dei prezzi degli immobili è stata maggiormente in linea con le tendenze storiche, sebbene sia comunque ancora insolitamente elevata in Germania, Giappone e Portogallo (seconda colonna). Le stime degli indici di copertura del servizio del debito, che intendono cogliere il rapporto tra i pagamenti in linea capitale e interessi e il reddito, sembrano essere a livelli gestibili agli attuali tassi di interesse per la maggior parte dei paesi, eccetto per Brasile, Canada, Cina e Turchia, per i quali indicano qualche possibile timore (terza e quarta colonna)<sup>5</sup>.

## Il credito bancario internazionale nel primo trimestre 2016

Le ultime statistiche bancarie BRI su base locale segnalano, per i primi mesi del 2016, un incremento di \$451 miliardi delle attività bancarie transfrontaliere (una componente delle attività bancarie internazionali). Ciò ha fatto salire le consistenze in essere a \$27 500 miliardi. Nonostante l'aumento dell'ultimo trimestre, il tasso di crescita annua è rimasto negativo, al -4,6%, dato che le attività transfrontaliere sono calate complessivamente di \$1 300 miliardi nel corso dell'anno sino a fine marzo 2016.

Più della metà dell'incremento complessivo è riconducibile all'aumento di \$234 miliardi delle disponibilità di titoli di debito delle banche dichiaranti alla BRI, mentre \$137 miliardi derivano dai prestiti. La quota residua è rappresentata da un aumento di \$80 miliardi della voce "Altri strumenti", costituita principalmente dalle disponibilità delle banche dichiaranti di titoli azionari e strumenti derivati con valore di mercato positivo.

### Ulteriore spostamento verso il settore ufficiale nelle economie avanzate

L'incremento trimestrale del credito bancario transfrontaliero va ricondotto esclusivamente all'aumento delle attività verso le economie avanzate (+\$462 miliardi). Ciò nonostante, il suo tasso di crescita sull'anno precedente è rimasto negativo, al -4,2%.

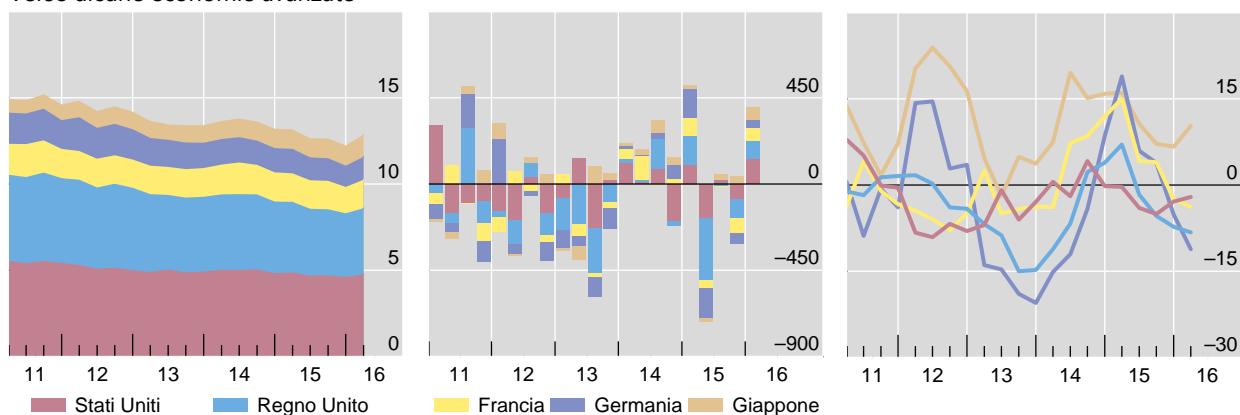
L'incremento degli impieghi verso le economie avanzate è ascrivibile principalmente all'espansione di \$358 miliardi del credito transfrontaliero verso soggetti non bancari, quali pubbliche amministrazioni, istituzioni finanziarie non bancarie e società non finanziarie. Per quanto riguarda le attività bancarie

<sup>5</sup> Per una trattazione più approfondita di questi indicatori e della loro interpretazione, cfr. "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016. Per una trattazione dell'indicatore del gap credito/PIL e delle serie storiche, cfr. anche "Recenti miglioramenti nelle statistiche BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016.

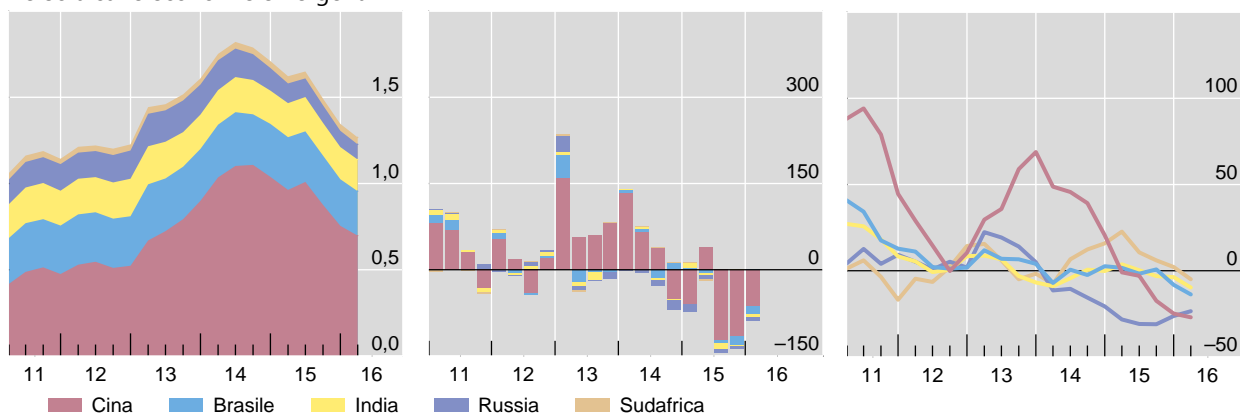


Consistenze, in migliaia di mdi di USD<sup>1</sup>Variazioni corrette, in mdi di USD<sup>2</sup>Variazione sul periodo corrispondente, in percentuale<sup>3</sup>

Verso alcune economie avanzate



Verso alcune economie emergenti

Ulteriori informazioni sulle statistiche bancarie BRI su base locale sono disponibili all'indirizzo [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> A fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Media geometrica delle variazioni percentuali trimestrali corrette.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

consolidate<sup>6</sup>, nelle economie avanzate la percentuale del credito bancario internazionale verso il settore ufficiale – attività verso gli Stati e depositi presso le banche centrali – sull'insieme delle attività bancarie internazionali totali è passata dal 13% a fine marzo 2008 al 24% a fine marzo 2016, raggiungendo il suo livello più alto in più di 25 anni.

Le attività transfrontaliere totali verso gli Stati Uniti sono cresciute di \$130 miliardi tra fine 2015 e fine marzo 2016 (grafico 4, diagrammi superiori). Gli impieghi verso prenditori non bancari sono stati particolarmente consistenti. Le statistiche bancarie consolidate BRI indicano che nel primo trimestre 2016 l'aumento

<sup>6</sup> Le statistiche bancarie consolidate BRI 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.

delle attività internazionali verso i soggetti non bancari statunitensi è riconducibile ai prenditori del settore ufficiale e del settore privato non bancario, mentre gli impieghi internazionali verso le banche hanno registrato una contrazione.

L'incremento delle attività delle banche estere verso il settore ufficiale statunitense – composte dalle disponibilità delle banche di titoli del Tesoro USA e dai loro impieghi verso il Federal Reserve System degli Stati Uniti<sup>7</sup> – ha confermato la tendenza in corso dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-09. La quota delle attività verso il settore ufficiale sul totale delle attività internazionali consolidate verso tutti i prenditori statunitensi è cresciuta di più di 20 punti percentuali tra fine marzo 2008 e fine marzo 2016, passando dal 9 al 33%. Nello stesso periodo, le consistenze totali degli impieghi internazionali verso il settore ufficiale statunitense sono più che raddoppiate, passando da \$255 a 763 miliardi. Al contrario, la quota delle attività internazionali verso il settore privato non bancario e il settore bancario degli Stati Uniti è scesa, rispettivamente, di 17 punti percentuali (dal 69 al 52%) e di 7 punti percentuali (dal 22 al 15%).

Parallelamente alla crescita degli impieghi bancari verso il settore ufficiale statunitense, recentemente la quota di attività internazionali verso il settore ufficiale dell'area dell'euro è tendenzialmente aumentata. A fine marzo 2016, il 27% delle attività bancarie internazionali consolidate verso i prenditori dell'area dell'euro era ascrivibile al settore ufficiale, in aumento rispetto al 17% di fine marzo 2008. Anche gli impieghi internazionali verso il Giappone si sono orientati in prevalenza verso il settore ufficiale, la cui percentuale sul totale del credito internazionale è cresciuta di 4 punti percentuali (dal 26 al 30%) tra la fine del primo trimestre 2008 e la fine del primo trimestre 2016.

### Ulteriore contrazione del credito bancario transfrontaliero verso le economie emergenti

Il credito bancario transfrontaliero verso le economie emergenti è sceso di \$76 miliardi durante il primo trimestre 2016. Questo ennesimo calo ha fatto scendere l'ammontare totale in essere a \$3 200 miliardi, accelerando ulteriormente il ritmo annuale di contrazione, che ha raggiunto il -9%.

Come nei due trimestri precedenti, la diminuzione delle attività verso la Cina ha influenzato le dinamiche trimestrali del credito verso l'insieme delle EME (e in particolare verso l'Asia emergente). Il calo di \$63 miliardi del credito bancario transfrontaliero verso i residenti cinesi è stato minore di quelli dei trimestri precedenti, ma ha comunque fatto scendere il tasso di crescita annua al -27% (grafico 4, diagrammi inferiori). Le consistenze totali in essere hanno raggiunto \$698 miliardi a fine marzo 2016. Dal massimo storico di fine settembre 2014, il credito bancario transfrontaliero verso la Cina è diminuito di complessivi \$367 miliardi (-33%) a fine marzo 2016; questa contrazione è ascrivibile principalmente al calo dell'attività interbancaria e intragrappo.

Tra fine dicembre 2015 e fine marzo 2016 vi è stata una lieve diminuzione delle attività verso il resto dell'Asia emergente (di \$2 miliardi), mentre la variazione sull'anno precedente è stata del -6%. Quest'ultima contrazione è il risultato di un calo

<sup>7</sup> Per una trattazione più approfondita, cfr. R. McCauley e P. McGuire, "Le attività delle banche non statunitensi nei confronti della Federal Reserve", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014.

di \$16 miliardi dell'attività interbancaria e di un'espansione di \$11 miliardi degli impieghi transfrontalieri verso il settore non bancario.

Il credito bancario transfrontaliero verso l'America latina e i Caraibi è diminuito (di \$9 miliardi) durante il primo trimestre del 2016, registrando un tasso di crescita annua del -3%. Il terzo calo trimestrale consecutivo è riconducibile alla brusca flessione del credito verso il Brasile (-\$14 miliardi) mentre i prestiti bancari transfrontalieri sono scesi del 14% nell'anno fino a fine marzo 2016.

Le attività nei confronti dei paesi emergenti dell'Europa hanno ristagnato durante il primo trimestre del 2016 a fronte di tendenze divergenti all'interno della regione. Il tasso di crescita annua si è collocato al -6%, un ritmo di contrazione simile a quello medio degli ultimi due anni. Da fine marzo 2013 i prestiti transfrontalieri verso la Russia sono diminuiti di complessivi \$96 miliardi.

## L'euro guadagna terreno nei mercati di titoli di debito internazionali

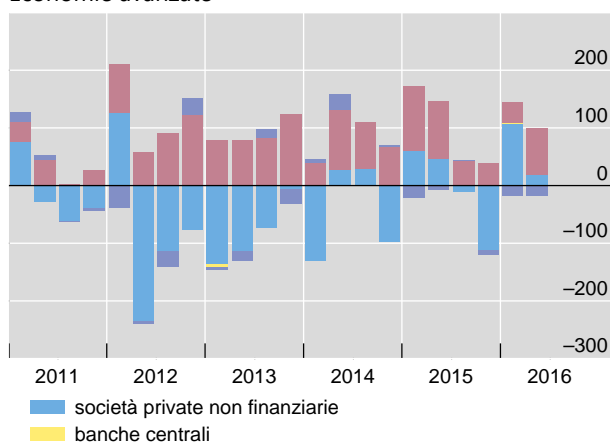
Sebbene le emissioni nette di titoli di debito internazionali siano state relativamente deboli nella seconda metà del 2015, nella prima metà 2016, e in modo particolare nel secondo trimestre, hanno invece registrato un recupero sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Nel primo trimestre 2016 vi è stata una ripresa delle emissioni internazionali da parte dei prenditori delle economie avanzate, in particolare i soggetti finanziari. Si sono registrati ingenti collocamenti netti anche nel secondo trimestre, questa volta con emissioni nette significative da parte del settore privato non finanziario (grafico 5, diagramma di sinistra). Nelle EME, le emissioni nette trimestrali sono state deboli nel primo trimestre 2016 ma hanno raggiunto

### Titoli di debito internazionali<sup>1</sup>

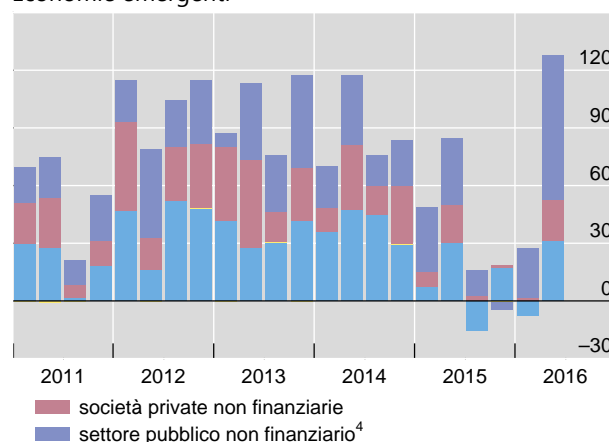
Emissioni nette trimestrali, in miliardi di dollari USA

Grafico 5

#### Economie avanzate<sup>2</sup>



#### Economie emergenti<sup>2, 3</sup>



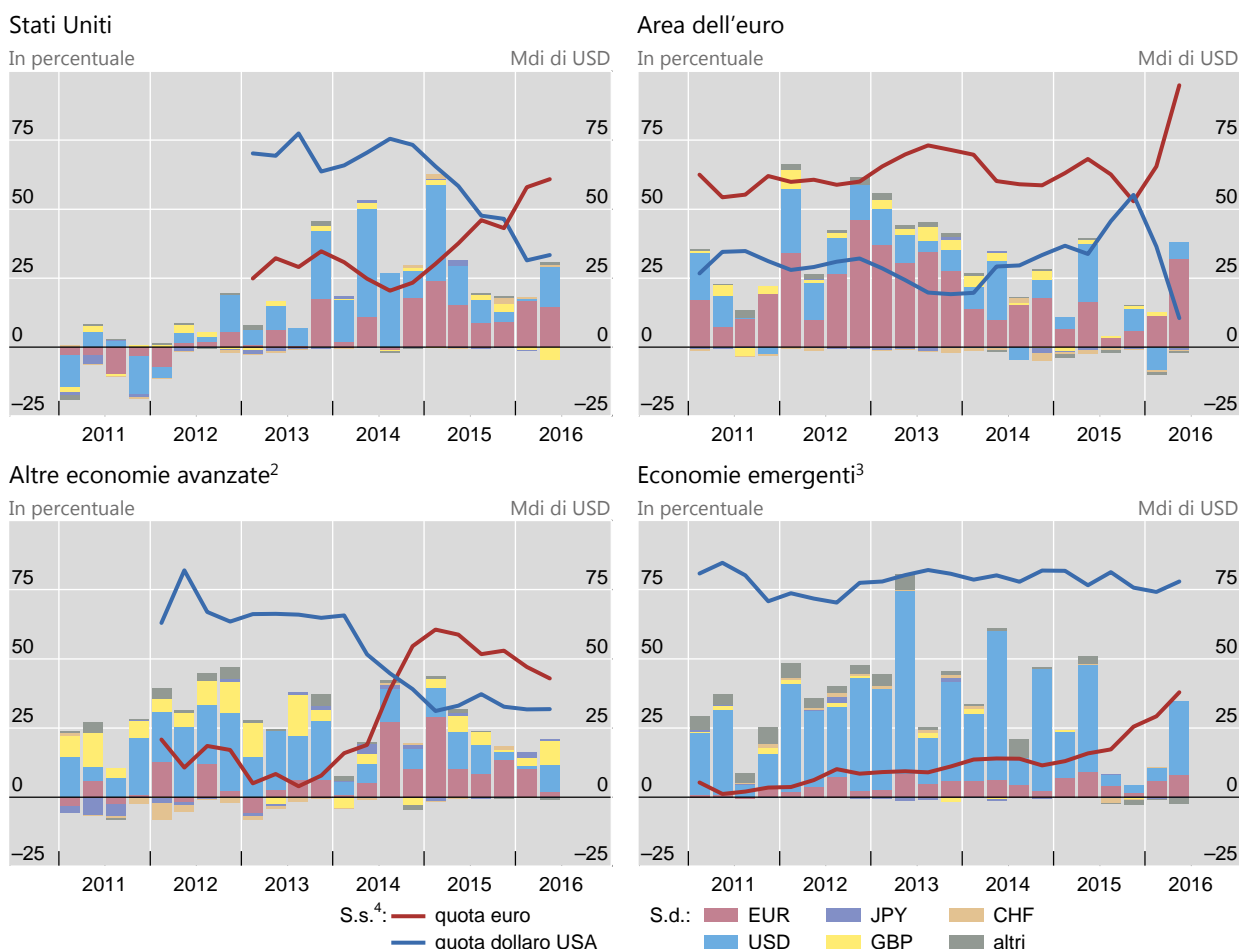
<sup>1</sup> Tutti gli emittenti, tutte le scadenze, in base alla nazionalità dell'emittente. <sup>2</sup> Per un elenco dei paesi, cfr. il *BIS Statistical Bulletin*. I settori si riferiscono alle case madri degli emittenti. Per maggiori dettagli sulla classificazione, cfr. "Introduzione alle statistiche BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015. <sup>3</sup> Compresi Hong Kong SAR e Singapore. <sup>4</sup> Società pubbliche non finanziarie, amministrazioni pubbliche.

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

## Titoli di debito internazionali – emittenti non finanziari<sup>1</sup>

Emissioni nette trimestrali e composizione per valute

Grafico 6



CHF = franco svizzero; EUR = euro; GBP = sterlina; JPY = yen; USD = dollaro USA.

<sup>1</sup> Emittenti con casa madre non finanziaria, in base alla nazionalità dell'emittente. <sup>2</sup> Per un elenco dei paesi, cfr. il *BIS Statistical Bulletin*. <sup>3</sup> Compresi Hong Kong SAR e Singapore. <sup>4</sup> Le quote sono calcolate come emissioni nette complessive in una determinata valuta negli ultimi quattro trimestri divise per le emissioni totali cumulate negli ultimi quattro trimestri in tutte le valute. Le quote sono riportate solo per il periodo in cui le emissioni nette complessive negli ultimi quattro trimestri, incluse le componenti denominate in dollari USA e in euro, sono esclusivamente positive.

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

\$128 miliardi nel secondo, grazie a collocamenti netti per \$76 miliardi da parte del settore ufficiale non finanziario (grafico 5, diagramma di destra).

Nonostante la ripresa delle emissioni denominate in dollari USA nel secondo trimestre del 2016, si è confermata la tendenza di medio termine verso un uso maggiore dell'euro come moneta di finanziamento per gli emittenti non finanziari<sup>8</sup>. Per quanto riguarda gli emittenti statunitensi non finanziari, il debito denominato in euro ha costituito la maggior parte delle emissioni nette al di fuori del mercato nazionale nel corso dell'anno da fine giugno 2015 a fine giugno 2016 (grafico 6, diagramma in alto a sinistra).

<sup>8</sup> La composizione per valute degli emittenti del settore finanziario non rivela una tendenza chiara e negli ultimi anni è stata infatti molto volatile.

La predilezione per il finanziamento denominato in euro è ascrivibile in parte alla divergenza tra la politica monetaria della Federal Reserve e quella della BCE, che ha contribuito all'ampliarsi del divario tra i rendimenti in dollari USA e quelli in euro. Grazie al livello relativamente basso degli spread creditizi per le obbligazioni denominate in euro, per molti emittenti il costo dei collocamenti in euro è sceso molto al di sotto dei costi di quelli in dollari USA. Di conseguenza, le società statunitensi possono finanziarsi in dollari USA a costi più bassi emettendo titoli di debito in euro e scambiandoli poi contro dollari USA, esercitando in tal modo pressioni sulla cross-currency basis<sup>9</sup>. Il calo dei differenziali riflette a sua volta la decisione della BCE di marzo 2016 di acquistare obbligazioni societarie non finanziarie di qualità investment-grade da emittenti dell'area dell'euro. Pertanto, gli emittenti dell'area dell'euro hanno anch'essi aumentato la quota dell'euro nelle loro emissioni internazionali nette (grafico 6, diagramma in alto a destra).

Gli emittenti internazionali delle economie emergenti, che tradizionalmente hanno fatto ricorso principalmente al dollaro USA come moneta di finanziamento, hanno anch'essi aumentato le loro emissioni nette in euro (grafico 6, diagramma in basso a destra). Se la quota in dollari USA delle emissioni nette annue dei prenditori non finanziari delle EME è rimasta elevata (circa il 75%), quella dell'euro è aumentata di più di 25 punti percentuali dalla fine del 2014, a circa il 38%<sup>10</sup> nel secondo trimestre 2016.

Più in generale, il ritorno della propensione al rischio degli investitori nel secondo trimestre 2016 ha probabilmente contribuito alla ripresa delle emissioni da parte dei prenditori delle EME. Allo stesso tempo, la ripresa è stata anche determinata da fattori specifici ai singoli paesi e potrebbe essere legata a eventi isolati.

In America latina, il governo dell'Argentina è tornato ad attingere ai mercati internazionali, con emissioni nette totali per \$19,6 miliardi nel secondo trimestre 2016 (grafico 7, diagramma in alto a sinistra), quasi integralmente in dollari USA.

Tra le economie emergenti della regione Asia-Pacifico, la Cina ha trainato le emissioni nette di obbligazioni internazionali, con \$40,7 miliardi nel secondo trimestre 2016 (grafico 7, diagramma in alto a destra). Di questo totale, \$9,0 miliardi sono stati emessi dal settore non finanziario e \$31,2 miliardi da società finanziarie. Ciò rappresenta una ripresa significativa rispetto alla debolezza del primo trimestre, durante il quale le società cinesi avevano rimborsato quantitativi ingenti di obbligazioni denominate in dollari USA<sup>11</sup>. La stabilizzazione del tasso di cambio CNY/USD tra marzo e giugno 2016 ha probabilmente contribuito alla ripresa, dopo vari episodi di turbolenza nei mesi precedenti.

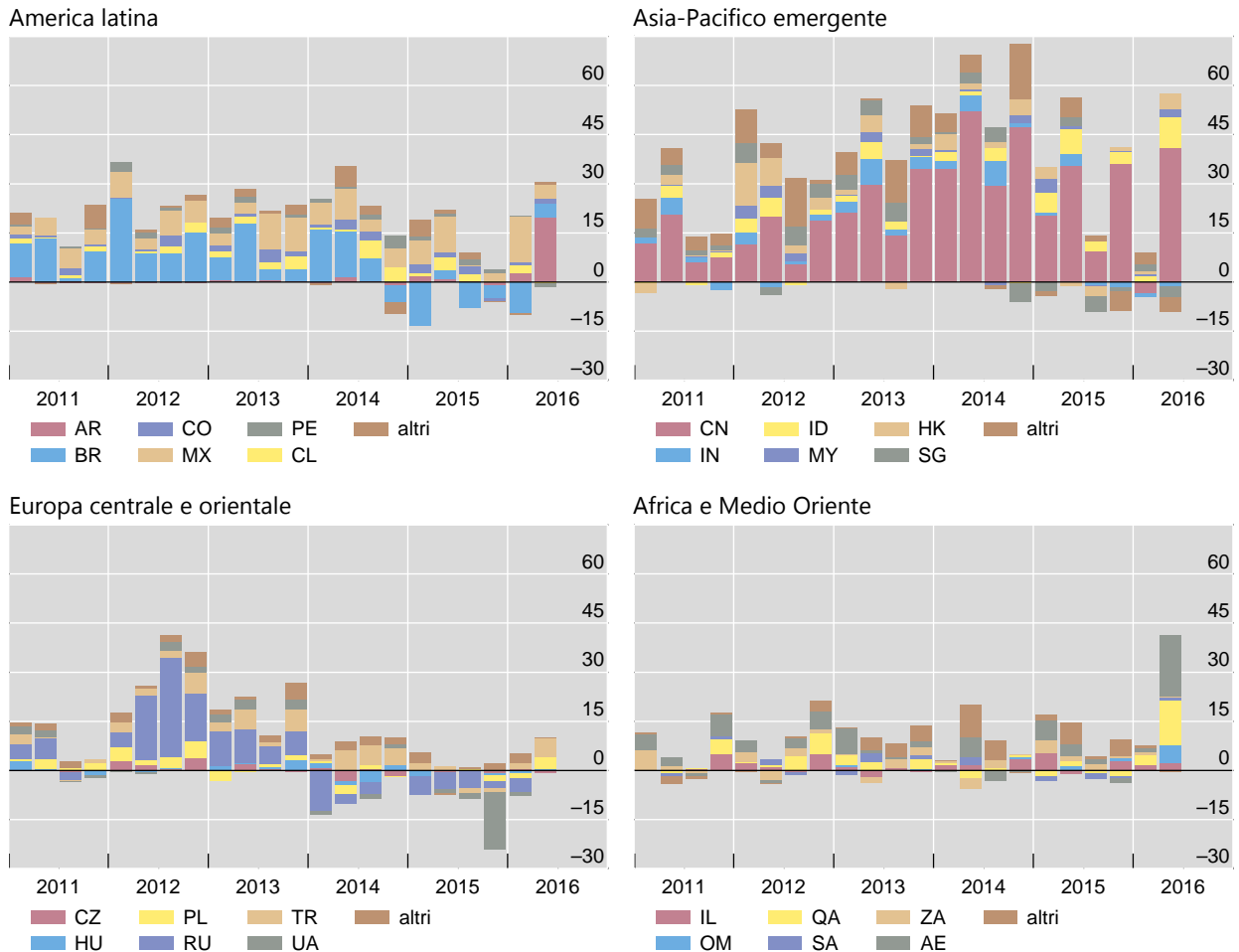
Gli esportatori di petrolio del Medio Oriente hanno anch'essi contribuito al marcato aumento delle emissioni obbligazionarie internazionali (grafico 7, diagramma in basso a destra). Con i prezzi del petrolio scesi a minimi storici nel febbraio 2016, diversi governi hanno deciso di finanziarsi sui mercati obbligazionari. Rari collocamenti obbligazionari internazionali sono stati effettuati dagli Emirati Arabi Uniti (\$14,4 miliardi di emissioni nette), dal Qatar (\$9 miliardi) e dall'Oman

<sup>9</sup> Cfr. C. Borio, R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Violazione della parità coperta dei tassi di interesse: capire la cross-currency basis", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016.

<sup>10</sup> Le quote in dollari e in euro delle emissioni nette cumulate illustrate nel grafico 7 corrispondono in alcuni casi a più del 100% a causa dei collocamenti netti negativi in altre valute.

<sup>11</sup> Cfr. R. McCauley e C. Shu, "Deflussi di dollari e renminbi dalla Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016.

Emissioni nette trimestrali, in miliardi di dollari USA



AE = Emirati Arabi Uniti; AR = Argentina; BR = Brasile; CL = Cile; CN = Cina; CO = Colombia; CZ = Repubblica Ceca; HK = Hong Kong SAR; HU = Ungheria; ID = Indonesia; IL = Israele; IN = India; MX = Messico; MY = Malaysia; OM = Oman; PE = Perù; PL = Polonia; QA = Qatar; RU = Russia; SA = Arabia Saudita; SG = Singapore; TR = Turchia; UA = Ucraina; ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> Tutti gli emittenti, tutte le scadenze, in base alla nazionalità dell'emittente.

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

(\$5 miliardi) nel secondo trimestre 2016. Nel complesso, l'Africa e il Medio Oriente hanno contribuito per il 32% alle emissioni nette totali delle EME, un livello prossimo a quello delle economie emergenti della regione Asia-Pacifico (37%) e superiore a quello dell'America latina (23%).

Le emissioni nette trimestrali dell'Europa centrale e orientale (grafico 7, diagramma in basso a sinistra) sono state positive per la prima volta dalla fine del 2014, contribuendo per circa \$9,4 miliardi (7%) alle emissioni nette delle EME nel secondo trimestre 2016.

## Il Regno Unito: centro nevralgico dell'attività bancaria internazionale

Catherine Koch

Il recente voto del Regno Unito a favore dell'uscita dall'Unione europea ha richiamato l'attenzione sul ruolo del paese nei sistemi bancari europeo e internazionale.

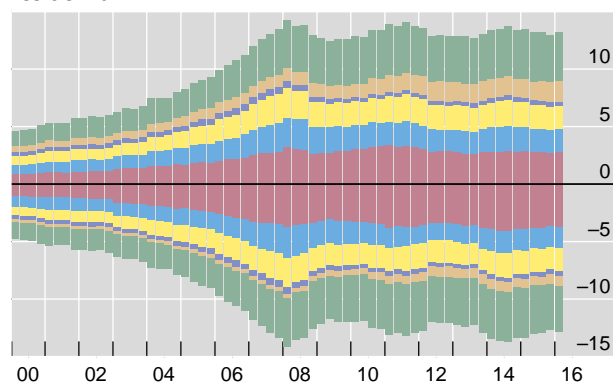
Su base locale, il Regno Unito emerge come centro nevralgico preminente dell'attività bancaria internazionale. Tuttavia, gran parte di questa attività è riconducibile a banche di altri paesi con dipendenze nel Regno Unito. Un confronto tra le scomposizioni per residenza e per nazionalità delle posizioni transfrontaliere totali delle banche

### Credito transfrontaliero, tutti i settori

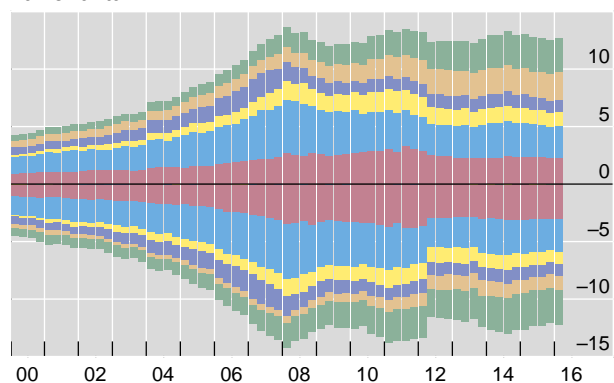
In migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico A1

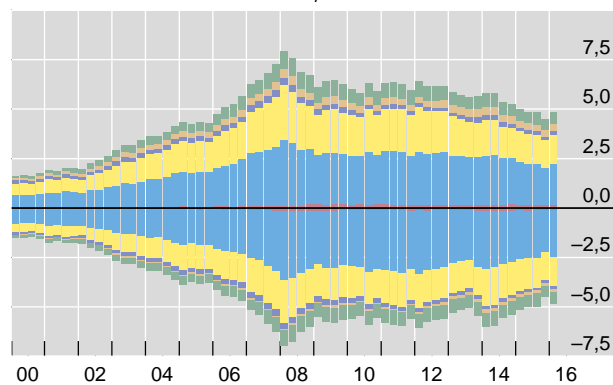
Credito denominato in dollari USA<sup>1</sup>, in base alla residenza



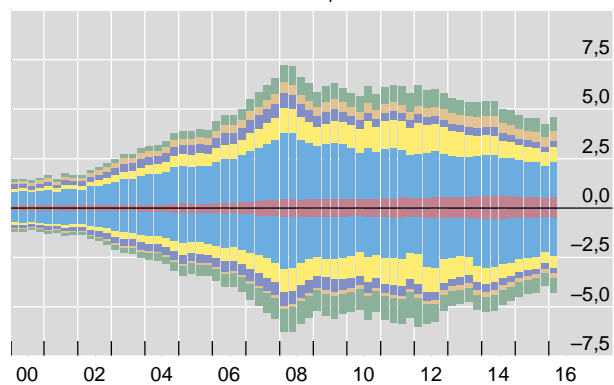
Credito denominato in dollari USA<sup>1</sup>, in base alla nazionalità<sup>2</sup>



Credito denominato in euro<sup>3</sup>, in base alla residenza



Credito denominato in euro<sup>3,4</sup>, in base alla nazionalità<sup>2</sup>



attività (+) e passività(-) di:   
■ Stati Uniti ■ Regno Unito ■ Giappone   
■ area dell'euro ■ Svizzera ■ altri

<sup>1</sup> Compresa le attività e le passività transfrontaliere all'interno dell'area dell'euro. <sup>2</sup> La discontinuità nelle serie tra il primo e il secondo trimestre 2012 è dovuta all'introduzione nel secondo trimestre 2012 di un processo di segnalazione più esauriente delle posizioni transfrontaliere (per ulteriori dettagli, cfr. [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1212v.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212v.htm)). <sup>3</sup> Escluse le attività e le passività transfrontaliere all'interno dell'area dell'euro. <sup>4</sup> Periodo precedente il secondo trimestre 2012: una stima delle attività e delle passività transfrontaliere all'interno dell'area dell'euro è ottenuta applicando la quota media tra il secondo trimestre 2012 e il primo trimestre 2016 delle attività e passività all'interno dell'area dell'euro alla totalità delle attività e delle passività delle banche dell'area.

Fonte: Statistiche bancarie BRI su base locale, tabelle A5 (per residenza) e A7 (per nazionalità).

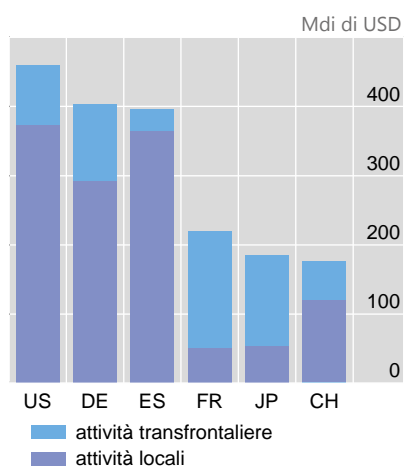
(a livello mondiale) mette in evidenza la distinzione tra il luogo in cui l'attività bancaria internazionale si svolge e la nazionalità delle banche coinvolte<sup>1</sup> (grafico A1). Nelle operazioni sia in dollari sia in euro, l'entità delle attività transfrontaliere delle banche *situate* nel Regno Unito (grafico A1, diagrammi di sinistra, aree in giallo) supera di gran lunga quella delle banche con *sede legale* nel paese (grafico A1, diagrammi di destra, aree in giallo). Per altri paesi, come la Svizzera (aree viola), si verifica il contrario.

Alla fine del primo trimestre 2016 le banche situate nel Regno Unito segnalavano un credito transfrontaliero totale di \$4 500 miliardi, collocandosi al primo posto tra tutte le banche situate nei paesi dichiaranti alla BRI, seguite da quelle in Giappone (\$3 400 miliardi) e negli Stati Uniti (\$3 100 miliardi). Al tempo stesso, con un totale di \$3 800 miliardi, il Regno Unito era il secondo maggiore destinatario di credito bancario transfrontaliero, superato soltanto dagli Stati Uniti (\$4 800 miliardi). Quasi due terzi di tutte le attività transfrontaliere verso il Regno Unito erano costituiti da impieghi interbancari e quasi un terzo delle posizioni interbancarie era ascrivibile ad attività verso banche collegate.

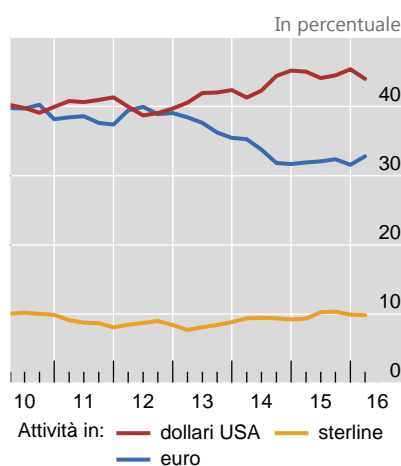
## Il Regno Unito: centro nevralgico dell'attività bancaria internazionale

Grafico A2

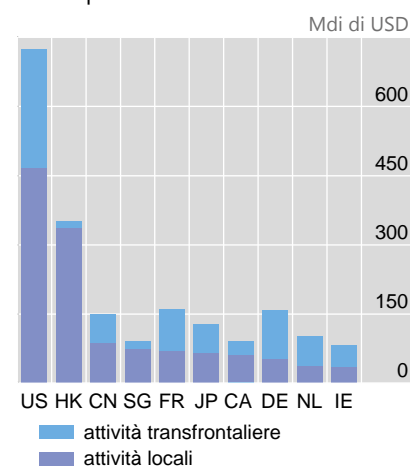
Attività verso il Regno Unito, in base alla nazionalità della banca dichiarante



Attività delle banche situate nel Regno Unito, in base alla valuta<sup>1</sup>



Attività consolidate delle banche del Regno Unito, in base al paese della controparte



CA = Canada; CH = Svizzera; CN = Cina; DE = Germania; ES = Spagna; FR = Francia; HK = Hong Kong SAR; IE = Irlanda; JP = Giappone; NL = Paesi Bassi; SG = Singapore; US = Stati Uniti.

<sup>1</sup> In percentuale delle attività transfrontaliere in essere in tutte le valute.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale e statistiche bancarie consolidate BRI in base al rischio ultimo.

Una quota considerevole dell'attività delle banche estere con il Regno Unito è contabilizzata tramite dipendenze locali nel paese, piuttosto che come attività transfrontaliera (grafico A2, diagramma di sinistra). A fine marzo 2016, in un'ottica consolidata in base al rischio ultimo, le attività estere<sup>2</sup> verso residenti nel Regno Unito ammontavano a \$2 400 miliardi, dei quali quasi due terzi erano contabilizzati localmente. Tra le banche estere attive a livello internazionale con operazioni locali, le maggiori consistenze di attività estere verso il Regno Unito erano state segnalate dalle banche statunitensi (\$460 miliardi), seguite da quelle tedesche (\$404 miliardi) e spagnole (\$396 miliardi). Le attività delle banche dei paesi dichiaranti alla BRI membri dell'Unione europea ammontavano a \$1 300 miliardi, equivalenti al 56% di tutte le attività estere verso residenti del Regno Unito<sup>3</sup>.

Le banche britanniche sono al tempo stesso particolarmente attive nel sistema bancario europeo (grafico A2, diagramma di destra). Alla fine del primo trimestre 2016 gli impieghi esteri consolidati delle banche del Regno Unito verso altri paesi dell'Unione europea erano pari a \$666 miliardi, ossia al 21% delle loro consistenze totali a livello mondiale, mentre quelli verso i paesi dell'area dell'euro ammontavano a \$634 miliardi, ossia al 20%. Ciò nonostante, le attività estere consolidate delle banche britanniche verso gli Stati Uniti (\$724 miliardi) e Hong Kong SAR (\$351 miliardi) erano maggiori di quelle verso qualsiasi singolo Stato membro dell'UE.



Il Regno Unito svolge un ruolo particolarmente importante come centro di redistribuzione dei capitali denominati in euro. Le banche e altri intermediari finanziari ubicati nel paese (la maggior parte dei quali ha sede legale fuori dal Regno Unito) prendono in prestito euro dall'estero per poi investirli in attività transfrontaliere denominate in euro. Le banche situate nel Regno Unito rappresentano i maggiori prenditori e prestatori di euro al di fuori dell'area dell'euro. A fine marzo 2016 circa il 54% di tutti gli impieghi transfrontalieri non consolidati denominati in euro a livello mondiale al di fuori dell'area dell'euro e il 60% di tutte le passività segnalate alla BRI erano nei confronti di residenti nel Regno Unito. Negli ultimi anni questa quota è andata tendenzialmente diminuendo, a causa in parte di una crescita dell'attività denominata in euro in altri paesi del mondo, ma anche di variazioni dei tassi di cambio.

Di fatto, dal lancio della moneta unica, le posizioni denominate in euro hanno rappresentato gran parte dei portafogli transfrontalieri delle banche ubicate nel Regno Unito. Per la maggior parte degli anni 2000 la quota dell'euro nelle attività transfrontaliere delle banche nel paese ha oscillato intorno al 40%, eguagliando pressoché quella delle attività denominate in dollari USA (grafico A2, diagramma centrale). Dal 2012 queste quote hanno avuto andamenti divergenti, sebbene parzialmente dovuti alle oscillazioni dei tassi di cambio. La quota dell'euro è scesa dal 39% di fine settembre 2012 al 33% di fine marzo 2016, mentre nello stesso periodo la quota delle attività transfrontaliere in dollari USA delle banche nel Regno Unito è salita dal 39 al 44%.

① Per maggiori informazioni, cfr. statistiche bancarie BRI su base locale, tabelle A5 e A7, [www.bis.org/statistics/bankstats.htm](http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm), e il discorso "Global liquidity and procyclicality" di H. S. Shin, alla conferenza della Banca mondiale in "*The state of economics, the state of the world*", tenutasi a Washington DC l'8 giugno 2016. ② Le attività estere comprendono le attività transfrontaliere e le attività locali in tutte le valute, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle affiliate situate nello stesso paese del prenditore. ③ Non tutti gli Stati membri dell'UE partecipano alla segnalazione delle statistiche bancarie BRI. I dati summenzionati includono Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia.

## I mercati regolamentati stentano ad attrarre le operazioni in derivati dai mercati OTC

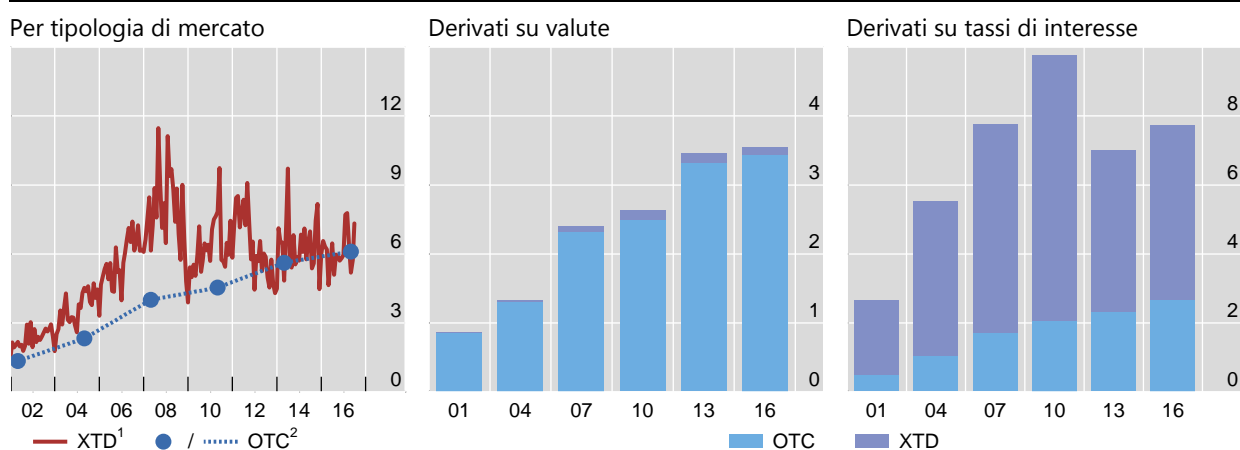
Robert N. McCauley e Philip Wooldridge

Stando all'ultima Indagine triennale delle banche centrali sull'attività nei mercati dei cambi e dei derivati OTC, la quota di derivati negoziati nei mercati regolamentati non è aumentata. Dal 2009 la negoziazione in borsa di strumenti derivati non ha evidenziato una tendenza definita, mentre quella nei mercati OTC ha registrato un aumento tendenziale (grafico B1, diagramma di sinistra). Il turnover medio giornaliero dei derivati valutari e di quelli su tassi di interesse negoziati a livello mondiale – in borsa e fuori borsa – è salito dai \$10 500 miliardi dell'aprile 2013 a \$11 300 miliardi nell'aprile 2016<sup>1</sup>. La quota delle negoziazioni nei mercati regolamentati è rimasta pressoché pari al 46%.

### Attività di negoziazione di derivati valutari e su tassi di interesse nel mondo

Turnover medio giornaliero, in migliaia di miliardi di USD

Grafico B1



OTC = derivati over-the-counter; XTD = derivati negoziati in borsa.

<sup>1</sup> Turnover medio giornaliero sulle borse mondiali, con frequenza mensile. <sup>2</sup> Turnover medio giornaliero in aprile al netto delle duplicazioni per le operazioni inter-dealer a livello locale e internazionale (ossia su base "net-net"). La linea evidenzia un'interpolazione lineare dei dati tra le indagini.

Fonti: Euromoney TRADEDATA; Futures Industry Association; Options Clearing Corporation; statistiche sui derivati BRI e Indagine triennale delle banche centrali.

L'Indagine triennale costituisce la fonte più esauriente di informazioni sulle dimensioni e sulla struttura dei mercati OTC<sup>2</sup>. L'ultima indagine è stata condotta nell'aprile 2016 e vi hanno partecipato circa 1 300 istituzioni finanziarie situate in 52 paesi. I risultati, una volta integrati con le statistiche BRI sui derivati negoziati nei mercati regolamentati, forniscono un'istantanea mondiale (seppure occasionale) dell'attività nei mercati dei derivati.

Dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-09 le autorità hanno tentato di ridurre i rischi sistemici nei mercati dei derivati OTC promuovendo la negoziazione di contratti standardizzati in borsa o su piattaforme organizzate e la compensazione tramite controparti centrali<sup>3</sup>. Sebbene sarebbe stato lecito attendersi un aumento delle contrattazioni nei mercati regolamentati, i dati più recenti indicano che le innovazioni nei mercati OTC sembrano aver reso gli strumenti OTC più attraenti. Ad esempio, sono stati introdotti meccanismi simili a quelli usati nelle borse per la contrattazione di strumenti OTC, in particolare le swap execution facilities negli Stati Uniti. Inoltre, la quota di contratti OTC compensati centralmente è in crescita; la parte relativa alle consistenze in essere dell'Indagine triennale che sarà pubblicata a novembre 2016 fornirà per la prima volta dati completi sulla compensazione accentrata. Infine, la compressione degli strumenti OTC da parte dei dealer è in continuo aumento: in altre parole, gli operatori di mercato operano congiuntamente per eliminare i contratti economicamente ridondanti e, di conseguenza, ridurre le esposizioni lorde.

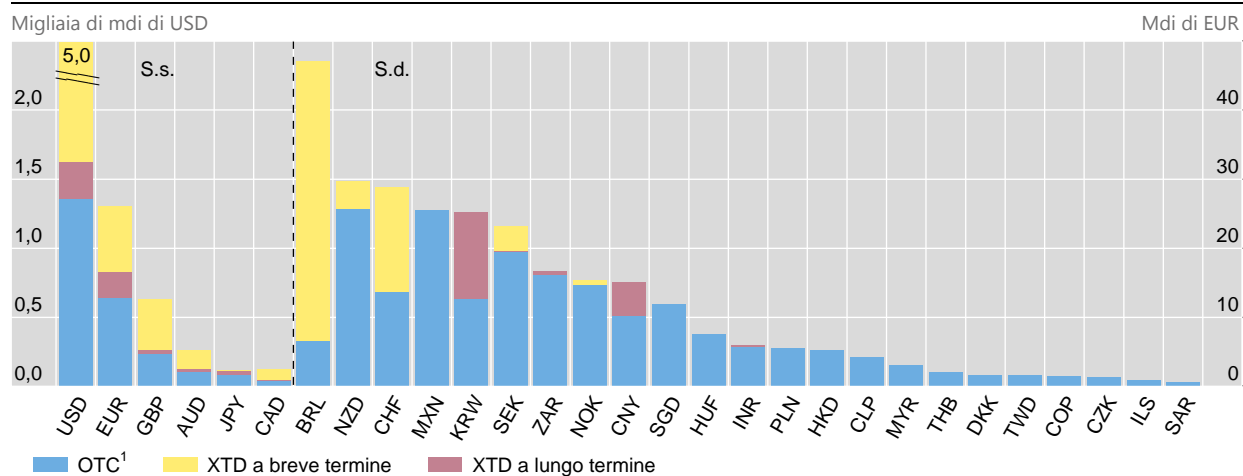
I derivati valutari continuano a essere negoziati in modo preponderante nei mercati OTC, con un turnover medio giornaliero superiore a \$3 400 miliardi nell'aprile 2016, a fronte degli appena \$100 miliardi negoziati nei mercati regolamentati (grafico B1, diagramma centrale). La quota preponderante dei mercati OTC è dovuta in ampia misura agli swap su valute, molto diffusi in quanto strumenti di finanziamento perché non modificano le esposizioni valutarie e possono quindi essere usati per rinnovare le coperture. Inoltre, le operazioni OTC si prestano meglio a soddisfare domande specifiche nei mercati OTC, come il matching dei flussi di pagamento in date spezzate o le transazioni con coppie di valute che non contengono il dollaro USA. Nei mercati regolamentati la quota dei derivati valutari scambiati è significativa unicamente per i contratti riferiti a tre valute: il real brasiliano, la rupia indiana e il rublo russo, che hanno rappresentato rispettivamente il 38, 15 e 11% del turnover nell'aprile 2016.

I derivati su tassi di interesse sono negoziati principalmente in borsa, ma la quota scambiata nei mercati OTC è in aumento. Nell'aprile 2016 il turnover medio giornaliero di questi contratti nei mercati OTC era pari a \$2 700 miliardi, a fronte dei \$5 100 miliardi negoziati nei mercati regolamentati (grafico B1, diagramma di destra). La quota scambiata in borsa è scesa da circa l'80% degli anni 2000 al 67% dell'aprile 2013 e al 66% dell'aprile 2016. Lo spostamento verso i mercati OTC è in parte dovuto alla debole attività nel segmento dei derivati su tassi di interesse a breve termine, i più negoziati in borsa (grafico B2). Il perdurante periodo di tassi ufficiali bassi e stabili nelle principali economie ha determinato una flessione dell'attività di copertura e di assunzione di posizioni su tassi a breve termine, soprattutto in euro e yen<sup>4</sup>. Ciò detto, sebbene non sia disponibile una scomposizione per scadenze dei derivati OTC su tassi di interesse, diverse fonti indicano che l'attività lungo la struttura a termine si stia spostando gradualmente verso i mercati OTC. Persino nel segmento a lunga, gli operatori di mercato sembrano passare da contratti basati sui rendimenti dei titoli di Stato a contratti basati su rendimenti di strumenti privati, nello specifico tassi degli swap su tassi di interesse<sup>5</sup>.

## Turnover dei derivati su tassi di interesse, in base alla valuta

Turnover medio giornaliero nell'aprile 2016

Grafico B2



AUD = dollaro australiano; BRL = real brasiliano; CAD = dollaro canadese; CHF = franco svizzero; CLP = peso cileno; CNY = renminbi cinese; COP = peso colombiano; CZK = corona ceca; DKK = corona danese; EUR = euro; GBP = sterlina; HKD = dollaro di Hong Kong; HUF = fiorino ungherese; ILS = nuovo shekel israeliano; INR = rupia indiana; JPY = yen giapponese; KRW = won coreano; MXN = peso messicano; MYR = ringgit malese; NOK = corona norvegese; NZD = dollaro neozelandese; PLN = zloty polacco; SAR = riyal saudita; SEK = corona svedese; SGD = dollaro di Singapore; THB = baht thailandese; TWD = nuovo dollaro di Taiwan; USD = dollaro USA; ZAR = rand sudafricano.

OTC = derivati su tassi di interesse over-the-counter; XTD breve termine = derivati negoziati in borsa riferiti a tassi di interesse a breve termine; XTD long-term = derivati negoziati in borsa riferiti a tassi di interesse a lungo termine.

<sup>1</sup> Al netto delle duplicazioni per le operazioni inter-dealer a livello locale e internazionale (ossia su base "net-net").

Fonti: Euromoney TRADEDATA; Futures Industry Association; Options Clearing Corporation; statistiche sui derivati BRI; Indagine triennale delle banche centrali coordinata dalla BRI.

Nelle economie emergenti, dove è meno probabile che tassi ufficiali persistentemente bassi frenino l'attività, le contrattazioni in derivati su tassi di interesse sono trainate al rialzo dai mercati OTC (grafico B2). Il turnover dei contratti su tassi di interesse denominati nelle valute delle EME è salito dai \$177 miliardi dell'aprile 2013 ai \$196 miliardi dell'aprile 2016, se misurato a tassi di cambio costanti. Per contro, il suo valore in dollari è sceso a causa del deprezzamento di numerose valute nei confronti della moneta statunitense. Nello stesso periodo la quota dell'attività nei mercati regolamentati è scesa dal 58 al 30%. Le uniche valute delle EME in cui i mercati regolamentati hanno rappresentato una quota significativa dell'attività in derivati su tassi di interesse sono state il real brasiliano (86%), il won coreano (50%) e il renminbi cinese (32%).

① Il turnover si riferisce agli importi nozionali valutati in dollari USA. L'apprezzamento del dollaro USA nei confronti di numerose valute tra il 2013 e il 2016 ha ridotto il valore in questa moneta dei derivati denominati in altre valute. Valutato ai tassi di cambio di aprile 2016, il turnover dei derivati valutari e di quelli su tassi di interesse nell'aprile 2013 era pari a \$9 600 miliardi. ② Per dati e maggiori informazioni riguardanti l'Indagine triennale, cfr. [www.bis.org/publ/rpfx16.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm). ③ Financial Stability Board, "OTC derivatives market reforms: tenth progress report on implementation", novembre 2015, [www.fsb.org/2015/11/otc-derivatives-market-reforms-tenth-progress-report-on-implementation/](http://www.fsb.org/2015/11/otc-derivatives-market-reforms-tenth-progress-report-on-implementation/). ④ Un'altra conseguenza è stata lo spostamento di queste negoziazioni più in là nel futuro. Cfr. L. Kreicher e R. N. McCauley, "Asset managers, eurodollars and unconventional monetary policy", *BIS Working Papers*, n. 578, agosto 2016. ⑤ L. Kreicher, R. N. McCauley e P. Wooldridge, "Benchmark tipping in the global bond market", *BIS Working Papers*, n. 466, ottobre 2014, [www.bis.org/publ/work466.htm](http://www.bis.org/publ/work466.htm).