

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 degli ultimi dati disponibili sull'attività bancaria, sui derivati negoziati fuori borsa (over-the-counter, OTC) e sui prezzi degli immobili residenziali, aggiornati a fine 2016.

In breve

- L'attività bancaria internazionale si è indebolita nel quarto trimestre 2016. Le attività transfrontaliere sono calate di \$281 miliardi nel trimestre (cfr. [statistiche](#)) ma hanno comunque registrato un incremento dell'1,9% nell'anno sino a fine dicembre 2016. Il calo è ascrivibile principalmente alla riduzione del credito verso soggetti non bancari e banche non collegate, mentre sono aumentate le posizioni intragruppo (cfr. [statistiche](#)).
- Le tendenze sono state divergenti tra le economie avanzate e le economie emergenti (EME). L'indebolimento del quarto trimestre 2016 riflette principalmente un calo del credito transfrontaliero verso le economie avanzate mentre le attività aggregate verso le EME sono rimaste relativamente stabili.
- L'ultimo aumento trimestrale di \$16 miliardi delle attività verso la Cina ha sostenuto un recupero moderato, che era iniziato nel secondo trimestre 2016 per poi arenarsi nel terzo trimestre.
- I finanziamenti in dollari in bilancio delle banche non statunitensi sono cresciuti nel 2016, nonostante la perdita di finanziamenti associata all'attuazione della riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti.
- Nel contesto di due delle tre maggiori emissioni di titoli di debito nella storia del debito sovrano delle EME, gli impieghi transfrontalieri verso i paesi produttori di petrolio in Medio Oriente hanno anch'essi registrato un'espansione nel 2016. Nello stesso periodo i loro depositi nel sistema bancario internazionale si sono ridotti, sulla spinta di un calo di \$43 miliardi dei depositi denominati in dollari USA.

¹ Questo articolo è stato redatto da Iñaki Aldasoro (Iñaki.Aldasoro@bis.org) e Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org) con l'assistenza statistica di Swapan-Kumar Pradhan.

Indebolimento del mercato bancario internazionale nel quarto trimestre 2016

Stando alle statistiche bancarie BRI su base locale, corrette per gli effetti delle oscillazioni dei tassi di cambio e delle discontinuità metodologiche, le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono scese di \$281 miliardi tra fine settembre e fine dicembre 2016 (grafico 1, diagrammi superiori)², segnando la seconda contrazione trimestrale consecutiva del 2016. Tuttavia, riflettendo la crescita marcata della prima metà del 2016, il tasso di crescita sull'anno precedente è rimasto positivo all'1,9%, con un incremento di \$504 miliardi durante il 2016.

Per quanto riguarda la composizione per valute, il calo del quarto trimestre 2016 è ascrivibile principalmente alla riduzione del credito denominato in euro. Una contrazione di \$208 miliardi delle attività denominate in euro nell'ultimo trimestre ha portato il tasso di crescita sull'anno precedente a -1% (grafico 1, diagrammi centrali). Mentre i prestiti denominati in dollari USA si sono ridotti anch'essi di \$81 miliardi, le attività transfrontaliere in yen sono aumentate di \$68 miliardi. Sia il credito denominato in dollari USA sia quello denominato in yen erano in crescita su base annua alla fine del 2016, rispettivamente del 3 e del 5%.

Nel quarto trimestre 2016 le attività si sono contratte in tutte le categorie di strumenti. Le disponibilità in titoli di debito delle banche sono scese di \$105 miliardi, rallentando il ritmo di crescita dal 3% di fine settembre al 2% di fine dicembre 2016 (grafico 1, diagrammi inferiori). I prestiti sono scesi di \$157 miliardi e altri strumenti di \$30 miliardi; ciò nonostante, i loro tassi di crescita annua sono rimasti positivi, rispettivamente all'1 e al 4%.

La flessione del quarto trimestre è stata causata principalmente da un calo dei prestiti verso i soggetti non bancari, il primo di tutto l'anno. Gli impieghi verso il settore non bancario hanno registrato una contrazione di \$210 miliardi, ascrivibile in larga parte a quella di \$120 miliardi del credito verso le istituzioni finanziarie non bancarie, tra cui hedge fund, fondi del mercato monetario, fondi pensione e compagnie di assicurazione³. Allo stesso tempo, l'attività interbancaria è rimasta generalmente stabile, riflettendo le variazioni compensative del credito verso entità collegate e banche non collegate.

Su base consolidata, il credito bancario verso il settore ufficiale è rimasto generalmente costante. A fine dicembre 2016, le attività estere verso il settore ufficiale – che includono non solo gli impieghi verso gli Stati ma anche i depositi presso le banche centrali – costituivano il 26% delle attività estere in essere totali, un punto percentuale in meno rispetto al trimestre precedente⁴.

² 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. 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.

³ Per maggiori informazioni sulle definizioni del settore e altri termini tecnici, cfr. il [Glossario](#) sul sito Internet della BRI.

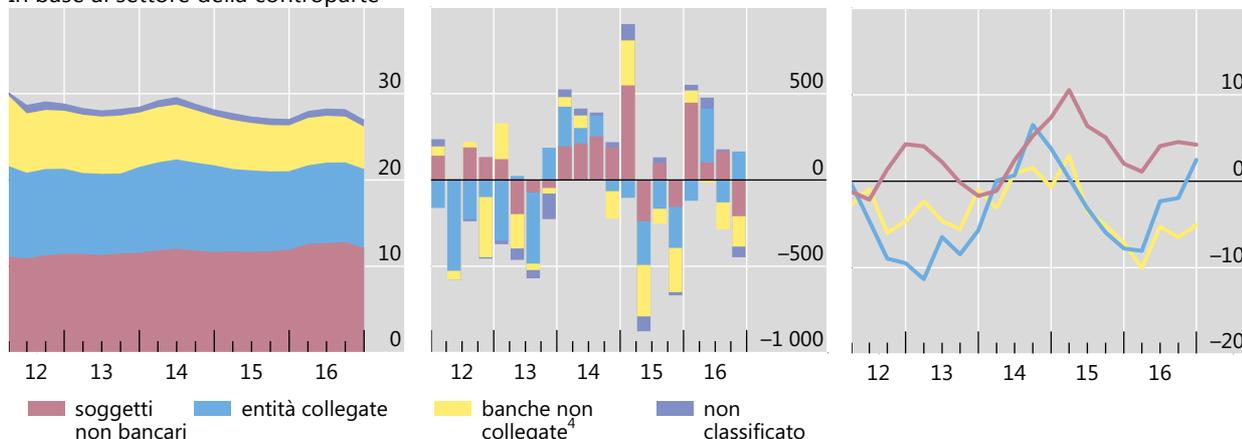
⁴ Queste cifre fanno riferimento alle statistiche consolidate BRI in base al rischio ultimo, che escludono le posizioni intragruppo e tengono conto dei trasferimenti di rischio. L'inclusione delle attività verso le banche centrali nelle attività aggregate dello Stato rappresenta una differenza di metodo rispetto al Sistema dei conti nazionali.

Consistenze in essere, in migliaia di mdi di USD¹

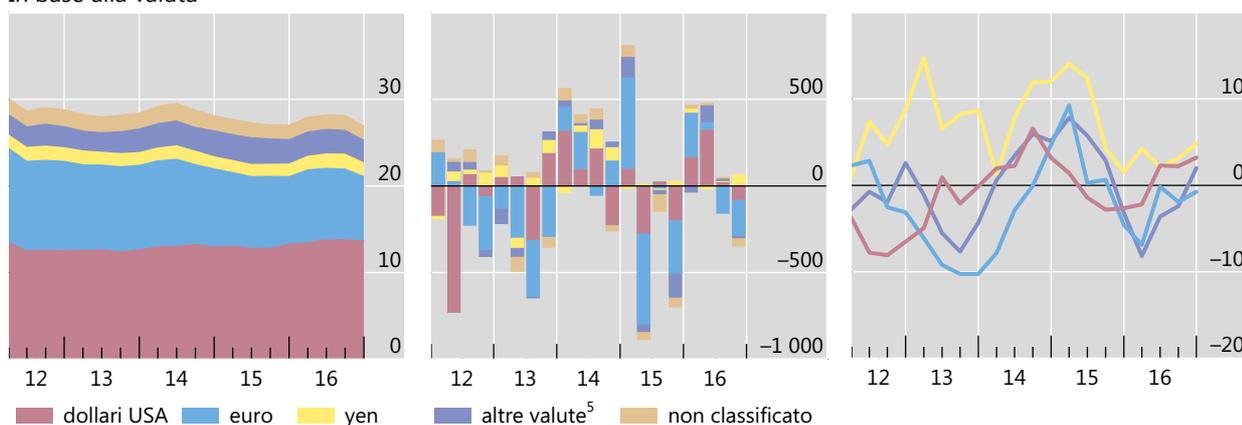
Variazioni corrette, in mdi di USD²

Variazione sul periodo corrispondente, in percentuale³

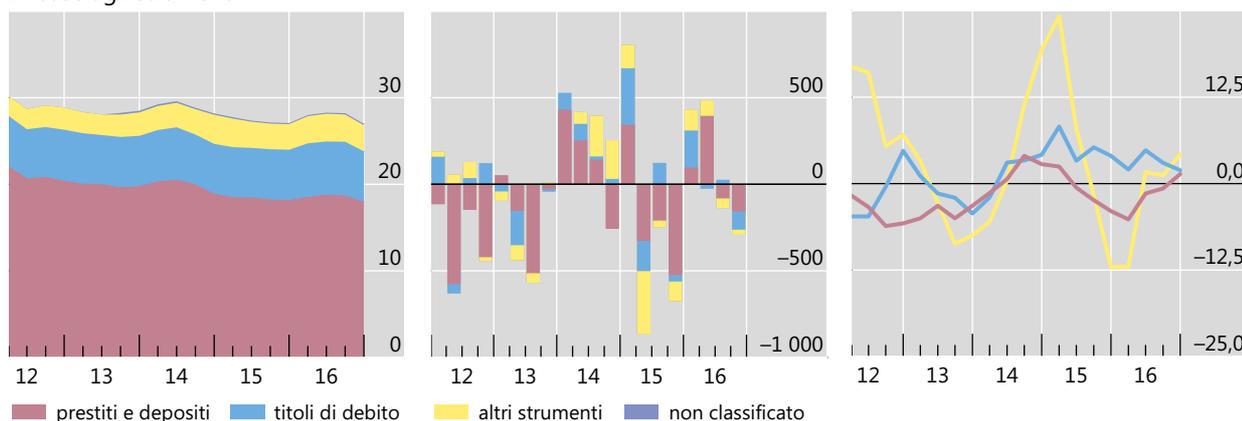
In base al settore della controparte



In base alla valuta



In base agli strumenti



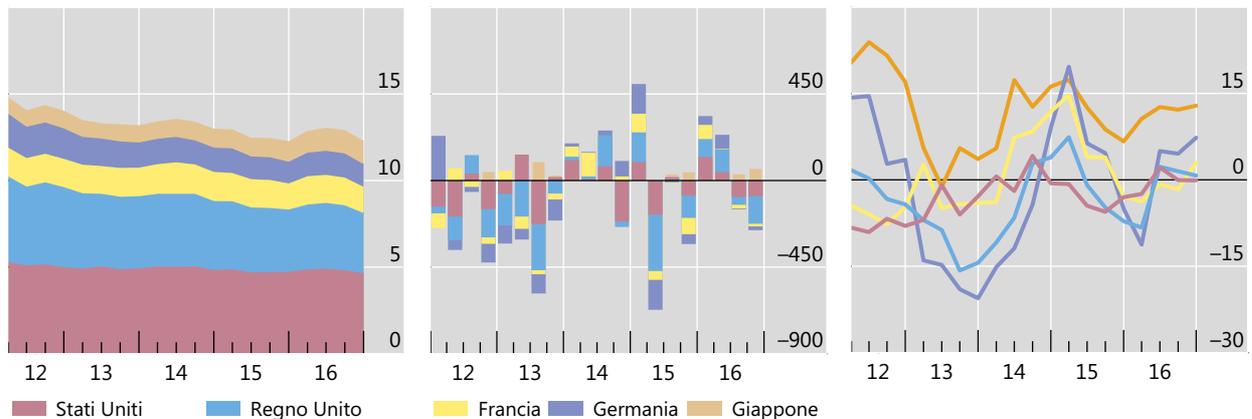
Ulteriori informazioni sulle statistiche bancarie BRI su base locale sono disponibili all'indirizzo www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ 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 percentuali trimestrali corrette. ⁴ Comprende le attività verso banche centrali e le attività verso banche non classificate in base al sottosectore fra attività intragruppo e attività verso banche non collegate. ⁵ Altre valute segnalate, calcolate come totale di tutte le valute meno dollari USA, euro, yen e valute non classificate. La valuta è nota ma la segnalazione è incompleta.

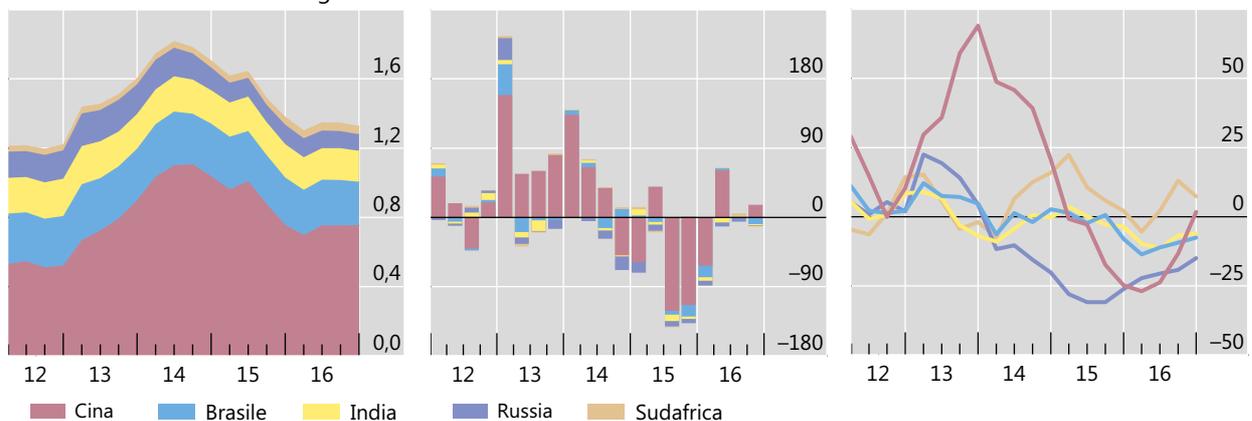
Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

Consistenze in essere, in migliaia di mdi di USD¹Variazioni corrette, in mdi di USD²Variazione sul periodo corrispondente, in percentuale³

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.

¹ 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 percentuali trimestrali corrette.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale.

La contrazione trimestrale di \$287 miliardi del credito verso le economie avanzate ha riflettuto principalmente un calo di \$143 miliardi delle attività transfrontaliere verso il Regno Unito (grafico 2, diagrammi superiori). Come nel trimestre precedente, la percentuale più grossa del calo del credito transfrontaliero verso il Regno Unito (rispettivamente il 96 e quasi l'80% nel terzo e quarto trimestre 2016) è riconducibile principalmente alle attività denominate in euro. La flessione ha toccato tutti i settori delle controparti. Le attività transfrontaliere verso le banche nel Regno Unito sono scese di \$72 miliardi e quelle verso il settore non bancario di \$47 miliardi, mentre i restanti \$24 miliardi non sono stati ricondotti a un settore specifico. I prestiti transfrontalieri verso gli Stati Uniti (-\$82 miliardi) e diversi paesi dell'area dell'euro sono anch'essi diminuiti, mentre quelli verso il Giappone sono cresciuti di \$60 miliardi (grafico 2, diagrammi superiori).

Relativa stabilità delle attività verso le EME

Gli impieghi bancari transfrontalieri verso le EME sono stati relativamente stabili nel quarto trimestre 2016, registrando un calo di \$9 miliardi. Il tasso di crescita per l'intero 2016 è stato leggermente positivo (1%), segnando un'inversione di rotta rispetto alla flessione annua del 2015 e il primo incremento sull'anno precedente dall'inizio del 2015. Le attività transfrontaliere verso l'America latina e i Caraibi (-\$16 miliardi) e l'Europa emergente (-\$13 miliardi) si sono contratte durante il quarto trimestre 2016, mentre quelle verso l'Africa, il Medio Oriente e le regioni emergenti dell'Asia e del Pacifico sono aumentate rispettivamente di \$13 e 7 miliardi.

In America latina, gran parte della flessione complessiva è ascrivibile al calo degli impieghi verso prestatari situati in Brasile e Messico (grafico 2, diagrammi inferiori). Le attività transfrontaliere verso il Brasile sono scese di \$9 miliardi, principalmente a causa di un calo degli impieghi verso le banche (-\$15 miliardi). La contrazione di \$6 miliardi dei finanziamenti transfrontalieri verso il Messico riflette invece una riduzione del credito verso i settori non finanziari (-\$5 miliardi).

Nell'Europa emergente sono stati gli impieghi verso la Turchia a registrare la contrazione più marcata nel quarto trimestre 2016, perdendo \$9 miliardi. Più della metà di questo calo è dovuto all'indebolimento dei prestiti denominati in dollari USA. Il calo trimestrale è dovuto principalmente alla riduzione del credito verso le banche, che ha portato le consistenze in essere delle attività in questo settore a \$89 miliardi, con un calo di \$17 miliardi nell'anno sino a fine dicembre 2016.

L'incremento trimestrale di \$16 miliardi delle attività bancarie transfrontaliere verso la Cina ha fatto salire le consistenze in essere degli impieghi transfrontalieri a \$755 miliardi a fine 2016. Questo recente aumento trimestrale ha sostenuto un recupero moderato che era iniziato nel secondo trimestre 2016 per poi arenarsi nel terzo trimestre. All'origine dell'espansione del quarto trimestre vi è l'attività interbancaria, specialmente tra entità non collegate. Al contrario, i finanziamenti transfrontalieri verso l'Asia emergente, eccetto la Cina, si sono ridotti di \$9 miliardi, principalmente a causa del calo di \$7 miliardi dei finanziamenti verso la Corea e di \$3 miliardi di quelli verso l'Indonesia, mentre quelli verso Taipei Cinese sono leggermente aumentati (\$4 miliardi).

L'impatto della riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti sui flussi bancari internazionali

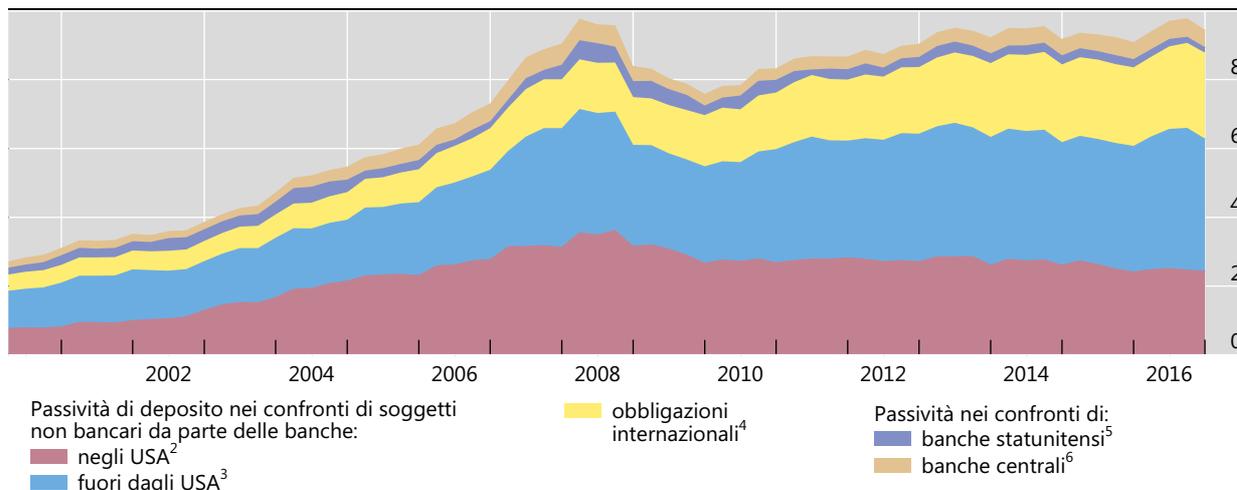
La riforma dei fondi del mercato monetario statunitense, che ha avuto come risultato un sostanziale aggiustamento dei modelli di finanziamento in dollari per le banche non statunitensi, è entrata in vigore nell'ottobre 2016⁵. Nonostante la riduzione dei finanziamenti da parte dei fondi prime del mercato monetario, per le banche non statunitensi sono aumentati i finanziamenti totali in dollari in bilancio nel periodo di aggiustamento prima della riforma (dal terzo trimestre 2015 al terzo trimestre 2016, grafico 3). In questo periodo, una perdita di circa \$310 miliardi di finanziamenti denominati in dollari USA da parte dei fondi monetari è stata compensata da un aumento dei depositi (cioè delle passività) dei soggetti non bancari presso entità bancarie fuori dagli Stati Uniti (\$467 miliardi) e delle obbligazioni internazionali (\$179 miliardi). Dopo aver raggiunto un massimo di \$9 800 miliardi nel terzo trimestre

Cfr. "Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

Finanziamento in dollari in bilancio delle banche non statunitensi¹

Consistenze in essere, in migliaia di mdi di dollari USA

Grafico 3



¹ Al netto delle posizioni segnalate da Cina e Russia, che sono entrate a far parte dei paesi dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie BRI su base locale a partire dal quarto trimestre del 2015. ² Passività locali denominate in dollari USA (totali) e passività transfrontaliere denominate in dollari USA nei confronti di soggetti non bancari da parte di affiliate estere negli Stati Uniti; le passività locali sono ricavate dalle statistiche bancarie consolidate in base alla controparte immediata. ³ Passività denominate in dollari USA nei confronti di soggetti non bancari da parte di banche situate al di fuori degli Stati Uniti. ⁴ Emissioni denominate in dollari USA da parte di banche pubbliche e private non statunitensi; inclusi obbligazioni, note a medio termine e strumenti del mercato monetario. ⁵ Attività interbancarie denominate in dollari USA delle banche statunitensi. ⁶ Passività denominate in dollari USA nei confronti delle autorità monetarie ufficiali (banche centrali) da parte delle banche non statunitensi.

Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie consolidate BRI (in base alla controparte immediata); statistiche bancarie BRI su base locale; elaborazioni BRI.

2016, a fine dicembre i finanziamenti in dollari USA in bilancio del settore non bancario ammontavano a \$9 400 miliardi, a causa di una riduzione dei depositi offshore.

Ricorso dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente al finanziamento internazionale⁶

Nel 2016 i flussi bancari e mobiliari internazionali hanno subito gli effetti dei prezzi del petrolio persistentemente bassi a livello mondiale, che hanno esercitato pressioni sulla posizione di bilancio di molti paesi esportatori di petrolio. I prezzi sono passati da più di \$100 al barile nel 2014 a quasi \$30 all'inizio del 2016, per poi riprendersi parzialmente arrivando a \$54 a fine 2016.

Come illustrato in Domanski et al. (2015)⁷, l'aumento dei livelli del debito nel settore petrolifero può creare nuove correlazioni tra alcuni mercati delle materie prime e l'economia mondiale in generale. Inoltre, l'accumulo di leva finanziaria

⁶ Per isolare gli aspetti economici, quest'analisi si concentra sui seguenti paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente: Arabia Saudita, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.

⁷ D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi e H. S. Shin, "Petrolio e debito", Rassegna trimestrale BRI, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

influenza le reazioni dei produttori di petrolio al calo dei profitti e, alla fine, la dinamica dei prezzi del petrolio.

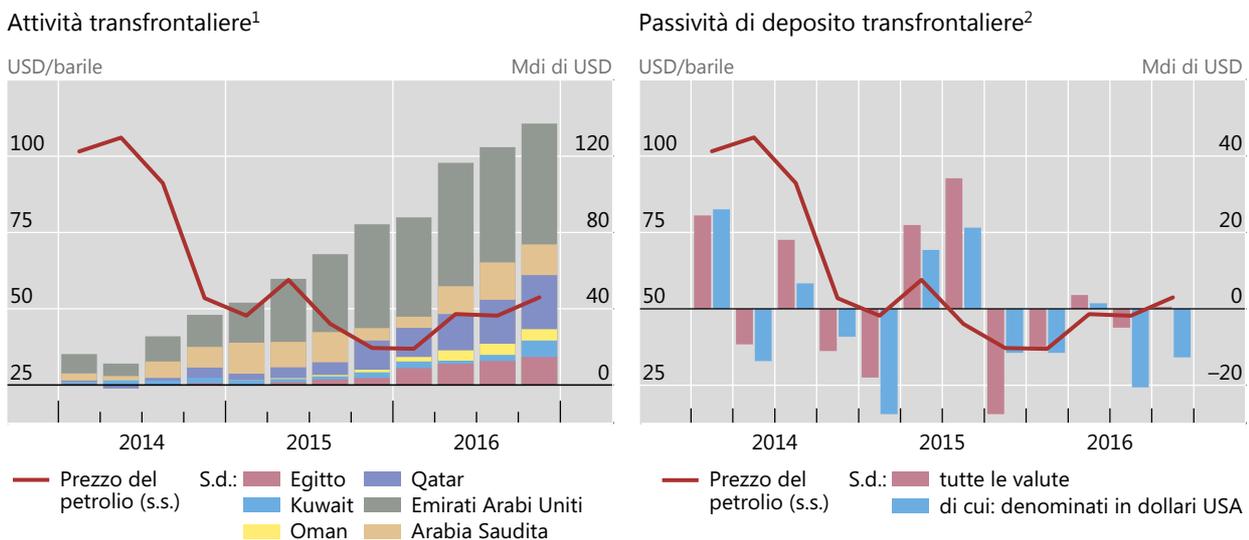
Nei mercati mobiliari, i prenditori dei paesi esportatori di petrolio hanno effettuato due delle più grosse operazioni di emissione nella storia del debito sovrano delle EME. L'Arabia Saudita ha emesso \$17,5 miliardi nell'ottobre 2016 e il Qatar ha raccolto \$9 miliardi nel maggio 2016. Il database della BRI sui titoli di debito internazionali (IDS)⁸ suggerisce che nel 2016 le emissioni nette delle amministrazioni pubbliche hanno raggiunto \$30,6 miliardi per l'Arabia Saudita, \$10 miliardi per gli Emirati Arabi Uniti e \$9 miliardi per il Qatar.

Allo stesso tempo, il credito bancario verso i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente ha registrato un netto incremento. Nel 2016 le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI, che comprendono i prestiti e i titoli di debito, sono aumentate di \$10 miliardi (l'11% sull'anno precedente a fine dicembre 2016) verso l'Arabia Saudita, di \$13 miliardi (il 23%) verso il Qatar e di \$11 miliardi (il 69%) verso l'Egitto. Quelle verso gli Emirati Arabi Uniti sono cresciute di \$9 miliardi (il 5%), e sono salite anche quelle verso il Kuwait (\$6 miliardi, il 29%) e verso l'Oman (\$5 miliardi, il 41%) (grafico 4, diagramma di sinistra). Dal secondo trimestre 2014, quando il prezzo del petrolio ha raggiunto il suo massimo più recente, a fine 2016, l'indebitamento transfrontaliero aggregato di questi paesi esportatori di petrolio è cresciuto di \$128 miliardi, portando le consistenze in essere degli impieghi a \$404 miliardi a fine dicembre 2016. Circa il 77% di questi nuovi prestiti era denominato in dollari USA, mentre gli impieghi denominati in sterline e in euro rappresentavano rispettivamente il 9 e il 7%.

Paesi esportatori di petrolio selezionati in Medio Oriente

Attività e passività di deposito delle banche dichiaranti alla BRI

Grafico 4



¹ Variazioni cumulate corrette degli importi in essere. ² Variazioni aggregate corrette per lo stesso gruppo di paesi elencati nel diagramma di sinistra.

Fonti: Federal Reserve Economic Data (FRED); statistiche bancarie BRI su base locale in base alla residenza.

⁸ IDS sono titoli di debito emessi in un mercato diverso da quello del paese di residenza del prenditore.

Una scomposizione per strumento mostra che i prestiti tradizionali sono ancora preponderanti. Nonostante il picco delle emissioni di titoli di debito nel 2016, il credito transfrontaliero costituisce ancora il 93% delle consistenze in essere delle attività totali verso i sei paesi produttori di petrolio del Medio Oriente qui considerati.

Su base consolidata, le banche del Regno Unito figurano come il gruppo di creditori più importante: a fine 2016 registravano il livello massimo di consistenze in attività internazionali verso queste economie esportatrici di petrolio, con \$67 miliardi (il 23% del totale). Le banche dell'area dell'euro (francesi, tedesche e olandesi) sommate insieme pesavano per il 22%, seguite dalle banche di Stati Uniti (16%) e Giappone (14%). Ciò detto, l'attività bancaria internazionale con banche dei mercati emergenti dell'Asia gioca un ruolo sempre più importante.

I bassi prezzi del petrolio hanno avuto un impatto anche sui flussi di capitale provenienti dai paesi produttori nel sistema bancario internazionale, dato che questi tendono ad attingere ai loro depositi nei periodi di proventi scarsi. I depositi transfrontalieri aggregati detenuti dai residenti di questi paesi esportatori di petrolio presso le banche dichiaranti alla BRI sono scesi di \$11 miliardi nel 2016, portando le consistenze a \$499 miliardi (grafico 4, diagramma di destra). Nello stesso periodo i depositi denominati in dollari USA, in particolare, sono diminuiti di \$43 miliardi. Tuttavia, a fine 2016, le consistenze in essere denominate in dollari USA costituivano ancora più dei due terzi del totale. L'Arabia Saudita, che detiene i maggiori depositi tra questi esportatori di petrolio, è il paese che a fine 2016 ha ridotto maggiormente le sue posizioni complessive (-\$42 miliardi, o -22%, sull'anno precedente).

Come suggeriscono le statistiche bancarie BRI su base locale, più della metà dei depositi totali è stato posto presso banche nelle economie avanzate come il Regno Unito (\$156 miliardi), gli Stati Uniti (\$48 miliardi), Francia (\$28 miliardi) e Svizzera (\$26 miliardi).

Ulteriori progressi in materia di compensazione accentrata

Philip Wooldridge

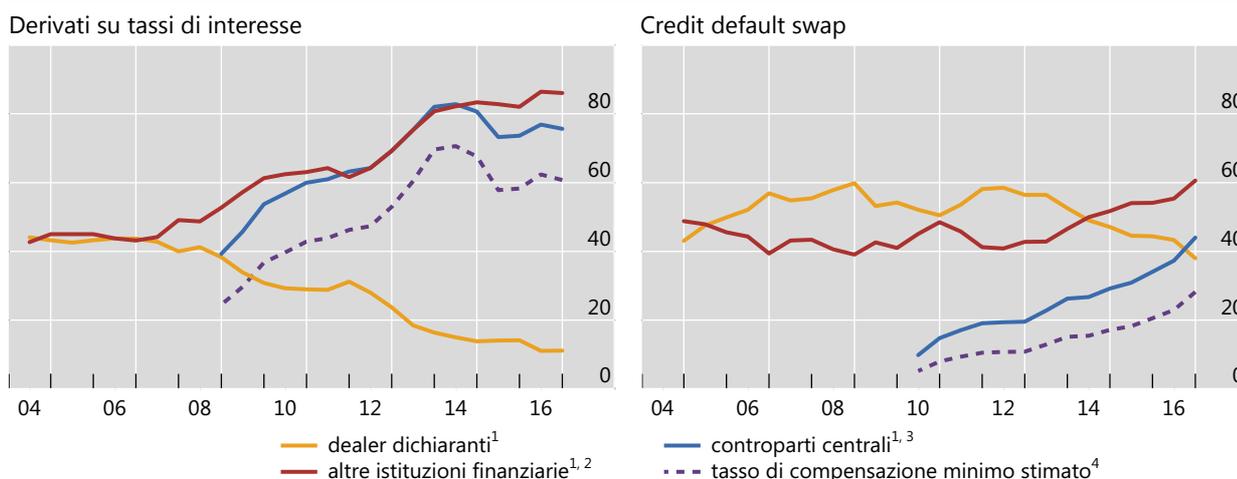
Nelle seconda metà del 2016 sono stati fatti ulteriori progressi in materia di compensazione accentrata, un elemento essenziale del piano di riforma dei mercati dei derivati negoziati fuori borsa (over-the-counter, OTC) in modo da ridurre i rischi sistemici. Quando, a fine giugno 2016, la BRI ha raccolto per la prima volta dati completi sulle controparti centrali (CCP), è emerso che la compensazione accentrata era predominante nei mercati dei derivati OTC su tassi d'interesse, ma che era meno diffusa per altri segmenti dei mercati dei derivati OTC. I dati di fine dicembre 2016 indicano che la compensazione accentrata sta diventando importante anche in questi altri segmenti.

A fine dicembre 2016, nei mercati dei derivati OTC su tassi d'interesse, la quota di contratti in essere compensati centralmente tramite CCP rappresentava il 76% dell'ammontare nozionale in essere, simile alla percentuale osservata sei mesi prima (grafico A, diagramma di sinistra). Se questa quota è corretta per approssimare la proporzione degli scambi – opposti alle posizioni in essere – che sono compensati tramite le controparti centrali, allora il tasso minimo stimato di compensazione è stato del 61%^①. I forward rate agreement presentavano la percentuale più elevata di posizioni in essere compensate tramite CCP, al 92%, seguiti dagli swap su tassi di interesse all'81%. Per le opzioni su tassi di interesse la quota è rimasta all'1%, sebbene gli importi in essere di contratti di opzioni dichiarati verso CCP sia quadruplicato nella seconda metà del 2016, passando da 53 a \$225 miliardi.

Crescita della compensazione accentrata

Importi nozionali in essere per controparte, in percentuale

Grafico A



¹ In percentuale degli importi nozionali in essere nei confronti di tutte le controparti. ² Inclusive le controparti centrali ma esclusi gli intermediari dichiaranti. ³ Relativamente ai derivati su tassi di interesse, per le CCP i dati anteriori alla fine di giugno 2016 sono stimati indicizzando gli importi dichiarati a fine giugno 2016 alla crescita dal 2008 degli importi nozionali in essere compensati mediante il servizio SwapClear di LCH. ⁴ Quota di operazioni compensate, stimata come segue: $(CCP / 2) / (1 - (CCP / 2))$, in cui CCP rappresenta la quota di importi nozionali in essere che gli intermediari dichiarano verso CCP. La quota delle CCP viene dimezzata per tenere conto di potenziali operazioni tra intermediari duplicate che sono state oggetto di novazione presso le CCP.

Fonti: LCH.Clearent Group Ltd; statistiche BRI sui derivati OTC (Tabella D7 e Tabella D10.1); elaborazioni BRI.

Neli mercati dei credit default swap (CDS), la quota compensata centralmente è balzata dal 37% degli importi nozionali in essere a fine giugno 2016 al 44% a fine dicembre 2016. Questo movimento rappresenta il più grosso incremento semestrale della quota di compensazione accentrata dalla prima raccolta dati sulle CCP per i CDS, nel 2010 (grafico A, diagramma di destra). Corrisponde a un aumento del tasso minimo stimato di compensazione dal 23 al 28% nella seconda metà del 2016. La quota dei contratti CDS in essere compensati centralmente è aumentata sia per gli strumenti single-name sia per quelli multi-name, sebbene sia rimasta molto più elevata per questi ultimi (il 54 contro il 36%). I prodotti multi-name si prestano meglio alla compensazione accentrata, poiché presentano

generalmente un grado di standardizzazione maggiore rispetto a quelli single-name. In particolare, l'incremento è stato trainato da un netto calo dei segmenti non compensati dei mercati dei CDS. Mentre l'ammontare nozionale compensato tramite le CCP non ha subito variazioni di rilievo nella seconda metà del 2016, attestandosi a \$4 300 miliardi, l'ammontare nozionale per i contratti tra intermediari dichiaranti è sceso da \$5 100 a 3 700 miliardi.

Nei mercati dei derivati valutari OTC, a fine dicembre 2016 solo l'1% dell'ammontare nozionale era stato compensato centralmente. Ciò detto, l'ammontare in essere compensato è quasi triplicato nella seconda metà del 2016, passando da \$352 a 903 miliardi. Nonostante la BRI non tenga conto della scomposizione dei derivati valutari in swap valutari e forward, si può affermare che la crescita della compensazione si è probabilmente concentrata sui non-deliverable forward, dato che la compensazione per questi strumenti è di solito disponibile, mentre non lo è ancora per altri strumenti valutari.

L'importanza crescente della compensazione accentrata nei mercati dei derivati OTC è coerente con gli incentivi forniti dai requisiti di capitale e di margine più elevati per i derivati che non vi sono soggetti. Le autorità di regolamentazione nei principali mercati dei derivati impongono la compensazione accentrata di alcune classi di derivati OTC standardizzati, in particolare swap su tassi d'interesse e CDS. Se i contratti di opzione, i derivati valutari e azionari non sono soggetti a tale imposizione, i requisiti di margine più elevati per i derivati non compensati centralmente hanno cominciato a essere applicati, iniziando dal Canada, dal Giappone e dagli Stati Uniti, nel settembre 2016, e in altri mercati chiave nel 2017^②.

① La quota di posizioni in essere nei confronti delle CCP è tipicamente più grossa di quella delle operazioni compensate tramite le CCP – il cosiddetto tasso di compensazione – perché la prima rileva due volte le transazioni tra gli intermediari. Nelle statistiche BRI sui derivati OTC, le posizioni tra intermediari sono corrette per eliminare il doppio computo, contrariamente alle operazioni tra intermediari che sono successivamente oggetto di novazione presso una CCP. Quando un'operazione in derivati è compensata da una CCP, il contratto iniziale tra la controparte A e quella B è sostituito, tramite quella che viene definita novazione, da due nuovi contratti: uno tra la controparte A e la CCP e l'altro tra la CCP e la controparte B. Nell'ipotesi estrema che tutte le posizioni con CCP siano inizialmente contratti tra intermediari si potrebbe correggerle dividendole per due. L'attuale tasso di compensazione è probabilmente più alto rispetto alla stima minima perché alcune posizioni con le CCP potrebbero inizialmente essere operazioni con investitori istituzionali e altri clienti finali, che nelle statistiche BRI sui derivati OTC non sono duplicate quando sono oggetto di novazione presso le CCP. Per un esame più approfondito, cfr. P. Wooldridge, "Nei mercati dei derivati OTC su tassi di interesse prevale il ricorso alla compensazione accentrata", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016. ② Cfr. Financial Stability Board, "OTC derivatives market reforms: eleventh progress report on implementation", agosto 2016.

Gli andamenti dei prezzi degli immobili residenziali^①

Robert Szemere

Nel 2016 i prezzi degli immobili residenziali sono aumentati significativamente in quasi tutte le economie avanzate. In media, i prezzi sono cresciuti del 4% sull'anno precedente in termini reali, ovvero deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo. Quest'incremento è stato particolarmente marcato in Canada. I prezzi sono saliti nettamente, pur in modo più moderato, anche in Australia, Regno Unito e Stati Uniti, mentre sono cresciuti meno in Giappone e nell'area dell'euro, dove un aumento significativo in Germania è stato parzialmente compensato da una stabilità in Italia (grafico B1).

Nel 2016 si sono registrati marcati incrementi dei prezzi anche nella maggior parte delle EME, come Cina, India, Messico e Turchia, mentre in Russia, e ancora di più in Brasile, sono scesi notevolmente. In media, c'è stata un'espansione dei prezzi del 3% per le regioni emergenti prese nell'insieme (grafico B1).

I prezzi reali degli immobili residenziali in alcuni paesi nel 2016

Variazioni nel quarto trimestre 2016 sull'anno precedente, in percentuale

Grafico B1



Fonte: BIS selected residential property prices series.

Andamenti dal 2007^②

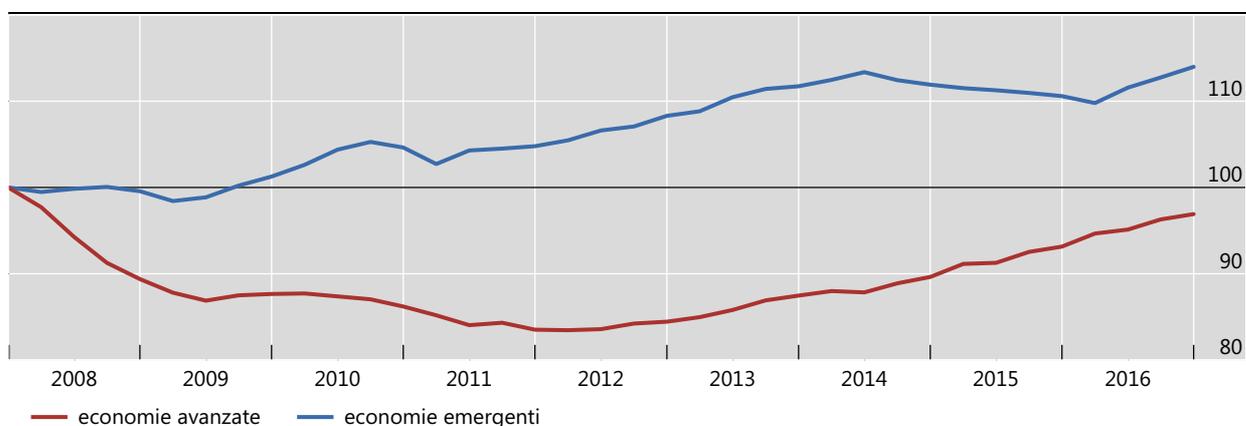
Dopo il netto calo che ha seguito la Grande Crisi Finanziaria (GCF) del 2007-09, i prezzi reali medi degli immobili residenziali nelle economie avanzate hanno toccato il minimo nel 2011-12. Ora la caduta post-GCF è stata quasi interamente riassorbita (grafico B2). Alla fine del 2016, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, i prezzi reali erano solo leggermente al di sotto dei livelli del 2007 (del 6-7%). Il divario era lievemente più ampio per l'area dell'euro (10%) con disparità importanti tra i diversi paesi della regione: i prezzi reali sono ora significativamente superiori ai loro livelli pre-GCF in Germania, ma sono ancora inferiori a questo benchmark in Francia, e ancora di più in Italia. Per quanto riguarda le economie avanzate che sono state colpite in misura molto più contenuta dalla GCF, i prezzi reali sono quasi comparabili ai livelli del 2007 in Giappone mentre sono marcatamente superiori in Canada e in Australia (grafico B3).

Nelle EME, dopo un'espansione considerevole all'inizio degli anni dieci, i prezzi reali degli immobili residenziali si sono pressoché stabilizzati dal 2014 e sono superiori di quasi il 15% ai loro livelli del 2007 (grafico B2). In India i prezzi sono quasi raddoppiati rispetto al periodo della GCF. Sono superiori di un terzo in Brasile, nonostante la brusca correzione osservata di recente, e sono leggermente superiori in Cina, Messico e Turchia (di circa il 10% in tutti e tre i casi). Al contrario, in Indonesia e in Sudafrica sono ancora inferiori ai loro livelli del 2007 e in Russia si sono grosso modo dimezzati (grafico B3).

Andamenti aggregati dei termini reali dei prezzi degli immobili residenziali nelle economie avanzate ed emergenti a partire dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-09

4° trim. 2007 = 100

Grafico B2



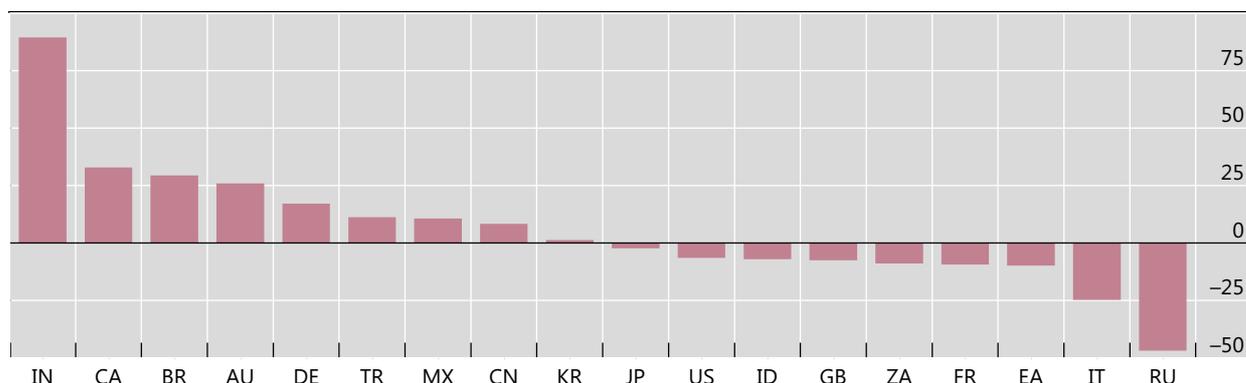
Stima delle medie ponderate costruite utilizzando pesi mobili di PIL e tassi di cambio PPA.

Fonte: elaborazioni BRI.

Prezzi reali degli immobili residenziali in alcuni paesi¹ dal 2007

Variazioni cumulate da fine 2007 a fine 2016, in percentuale

Grafico B3



¹ Per la Turchia, stime BRI basate sui dati di mercato; per l'India, variazione cumulata dal 1° trimestre 2009; per il Giappone, variazione cumulata dal 2° trimestre 2008.

Fonte: BIS selected residential property prices series.

① Una nota sugli ultimi andamenti è pubblicata in febbraio, agosto e novembre. I dati del primo trimestre 2017 sono già disponibili nelle statistiche BRI per alcuni paesi, mentre quelli del terzo e del quarto trimestre 2016 non sono ancora disponibili rispettivamente per due e tre paesi. ② Andamenti dei prezzi da inizio 2008 per il Giappone e da inizio 2009 per l'India. Per la Cina, elaborazioni BRI sulla base dei prezzi medi segnalati per le 70 città più grandi.

Riferimenti bibliografici:

Scatigna, M. e R. Szemere (2015): "BIS collection and publication of residential property prices", *Irving Fisher Committee Bulletin*, n. 39, aprile.

M. Scatigna, R. Szemere e K. Tsatsaronis (2014): "Le statistiche sui prezzi degli immobili residenziali nel mondo", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.

Shim, I. e K. Kuttner (2013): "Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies", *BIS Working Papers*, n. 433, novembre.

Tissot, B. (2014): "Monitoring house prices from a financial stability perspective – the BIS experience", International Statistics Institute Regional Statistics Conference, novembre.