

Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali¹

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 per la stabilità finanziaria. Questo capitolo analizza gli andamenti recenti di tali indicatori basandosi sugli ultimi dati relativi ai mercati bancari internazionali, disponibili fino a marzo 2017, e alle emissioni di titoli di debito internazionali, disponibili fino a giugno 2017.

In breve

- Nel primo trimestre 2017 le attività bancarie internazionali hanno continuato a espandersi, trainate da una crescita del 2,8% sull'anno precedente degli impieghi verso il settore non bancario. La crescita su base annua delle attività interbancarie è passata in territorio positivo per la prima volta dal primo trimestre 2015.
- Nel secondo trimestre 2017 lo stock di titoli di debito internazionali ha registrato un aumento del 4,1% sull'anno precedente, ascrivibile all'incremento delle emissioni nette da parte del settore non bancario.
- L'espansione del credito denominato in euro verso il settore non finanziario al di fuori dell'area dell'euro è stata più sostenuta, trainata da un aumento del 12,3% dei prestiti bancari nell'anno sino a marzo 2017.
- A fine marzo 2017 le consistenze di credito in dollari USA verso il settore non bancario nelle economie emergenti (EME) erano cresciute a \$3 400 miliardi, un incremento interamente riconducibile all'espansione delle emissioni di titoli di debito.
- I rapporti credito/PIL sono rimasti nettamente al di sopra dei livelli tendenziali in numerose giurisdizioni, tra cui Canada, Cina e Hong Kong SAR. Nella maggior parte dei casi questi ampi gap hanno coinciso con gap dei prezzi degli immobili superiori a soglie critiche.
- Il debito pubblico in essere delle EME è raddoppiato dal 2007 (cfr. il riquadro), per effetto dell'accelerazione delle emissioni di titoli di debito. L'incremento si è accompagnato a scadenze medie più lunghe e a un maggiore ricorso agli strumenti a tasso fisso.

¹ Questo articolo è stato redatto da Iñaki Aldasoro (Iñaki.Aldasoro@bis.org) e Torsten Ehlers (Torsten.Ehlers@bis.org). Kristina Bektyakova, Bat-el Berger, Zuzana Filkova e Matthias Loerch hanno fornito l'assistenza statistica.

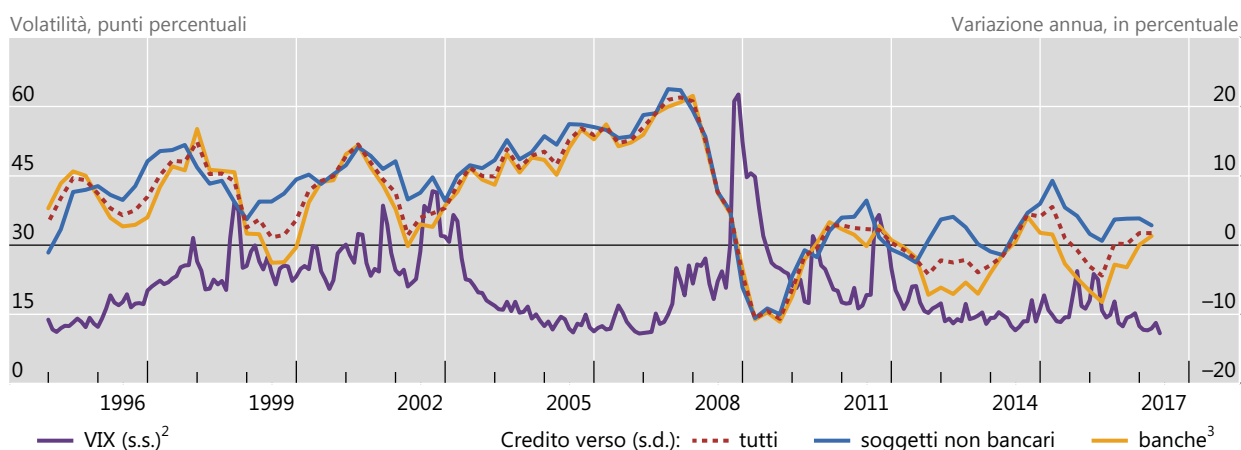
A inizio 2017 le condizioni di liquidità mondiali hanno continuato ad allentarsi

A inizio 2017, in un contesto in cui la volatilità nei mercati finanziari rimaneva contenuta e in linea con le tendenze degli ultimi trimestri, le condizioni del credito mondiale, misurate dagli indicatori di liquidità globale BRI (Global Liquidity Indicators, GLI), si sono allentate². Il credito bancario internazionale (attività transfrontaliere più

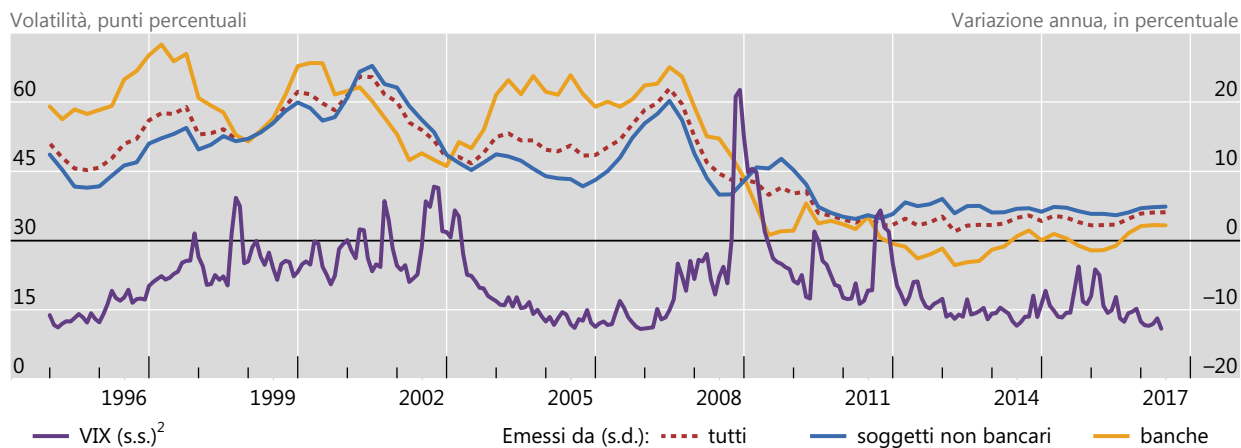
Credito bancario internazionale, titoli di debito internazionali e volatilità

Grafico 1

Attività bancarie internazionali¹



Titoli di debito internazionali⁴



Ulteriori informazioni sugli indicatori di liquidità globale BRI sono disponibili all'indirizzo www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) più attività locali in valuta estera. ² Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali annualizzati. ³ Include le transazioni intragruppo. ⁴ 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.

² Una descrizione della metodologia impiegata per elaborare gli indicatori di liquidità globale BRI (Global Liquidity Indicators, GLI) è disponibile all'indirizzo www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf.

attività locali in valuta estera)³ ha continuato a espandersi a fine 2016 e inizio 2017 (grafico 1, diagramma superiore). A fine marzo lo stock di attività bancarie internazionali ammontava a \$32 000 miliardi, con un tasso di crescita sull'anno precedente dell'1,7% nel primo trimestre 2017. Come nei trimestri precedenti, l'incremento è stato trainato dal credito verso il settore non bancario, che nel primo trimestre 2017 ha segnato il terzo anno consecutivo di crescita positiva. Anche le attività interbancarie hanno riportato una crescita positiva sull'anno precedente, per la prima volta dal primo trimestre 2015.

Nella prima metà del 2017 si sono espanse anche le consistenze di titoli di debito internazionali⁴ (grafico 1, diagramma inferiore). A fine giugno 2017 emissioni nette per \$277 e 283 miliardi, rispettivamente nel primo e secondo trimestre, avevano portato le consistenze in essere a \$22 700 miliardi, con un incremento del 4,1% rispetto all'anno precedente. Lo stock di titoli di debito delle banche ha segnato un'ulteriore crescita (2,2% sull'anno precedente nel secondo trimestre 2017), raggiungendo tassi mai registrati da inizio 2011. Le consistenze in essere di titoli di debito internazionali del settore non bancario sono aumentate a un ritmo ancora più rapido nell'anno sino a fine giugno 2017 (4,9%).

Parallelamente all'ampio incremento delle attività bancarie e dei titoli di debito internazionali, il credito in valuta estera verso i non residenti ha continuato a espandersi nel quarto trimestre 2016 e nel primo trimestre 2017 (grafico 2), trainato dai titoli di debito denominati in dollari USA e dai prestiti bancari denominati in euro.

Il credito totale denominato in dollari USA (prestiti bancari più emissioni di titoli di debito) verso il settore non finanziario al di fuori degli Stati Uniti è passato da \$8 000 miliardi a fine settembre 2016 a \$8 200 miliardi a fine marzo 2017 (grafico 2, diagrammi superiori); o da \$10 500 a 10 700 miliardi se si includono i prenditori del settore finanziario non bancario. Nel primo trimestre 2017 lo stock di titoli di debito denominati in dollari USA emessi dal settore non finanziario al di fuori degli Stati Uniti è aumentato dell'8,6% sull'anno precedente (diagramma in alto a destra). La crescita dei prestiti bancari si è leggermente accelerata nel primo trimestre 2017, portandosi al 2,9% rispetto all'anno precedente.

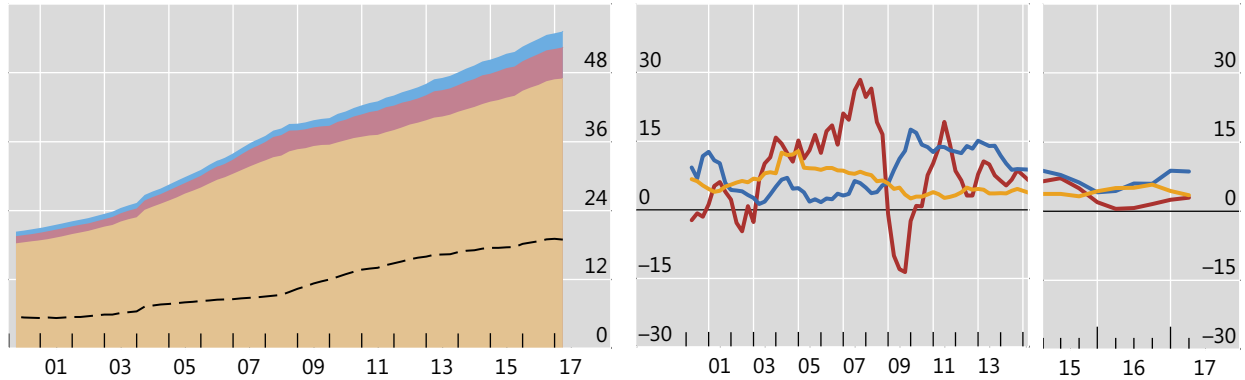
³ Il termine "credito bancario internazionale" utilizzato nell'ambito degli indicatori GLI della BRI corrisponde alla definizione delle statistiche bancarie BRI su base locale. Il credito bancario internazionale comprende le attività bancarie transfrontaliere in tutte le valute e le attività locali in valuta estera, dove per attività locali si intende il credito erogato dalle affiliate bancarie situate nello stesso paese del prenditore. Le variazioni sono corrette per gli effetti dei tassi di cambio e per le discontinuità nelle serie.

⁴ 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.

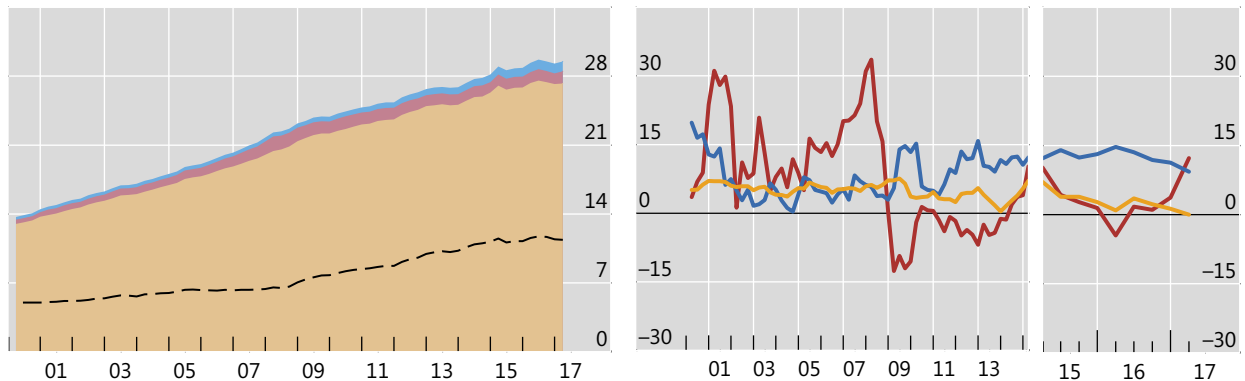
Consistenze, in migliaia di miliardi di unità valutarie¹

Variazione sul periodo corrispondente, in percentuale²

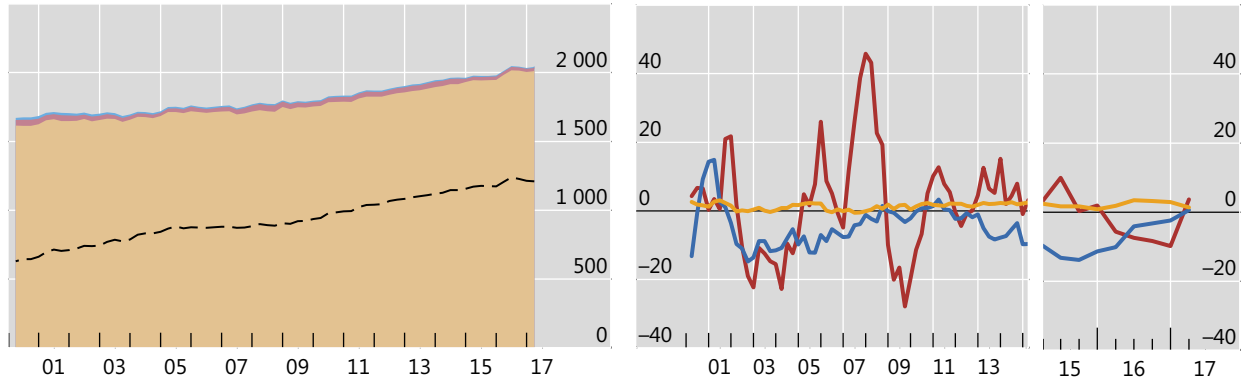
Credito denominato in dollari USA (USD)



Credito denominato in euro (EUR)



Credito denominato in yen giapponesi (JPY)



credito verso residenti³
 Credito verso non residenti:

 prestiti⁵

 credito verso lo Stato

 credito verso residenti³
 Credito verso non residenti:

 prestiti⁵

 titoli di debito⁴
 titoli di debito⁴

Ulteriori informazioni sugli indicatori di liquidità globale BRI sono disponibili all'indirizzo www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Consistenze a fine trimestre. ² Con base sulle variazioni trimestrali corrette per gli effetti delle discontinuità e dei tassi di cambio. ³ Credito a favore di prenditori 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. ⁴ 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. ⁵ 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.

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

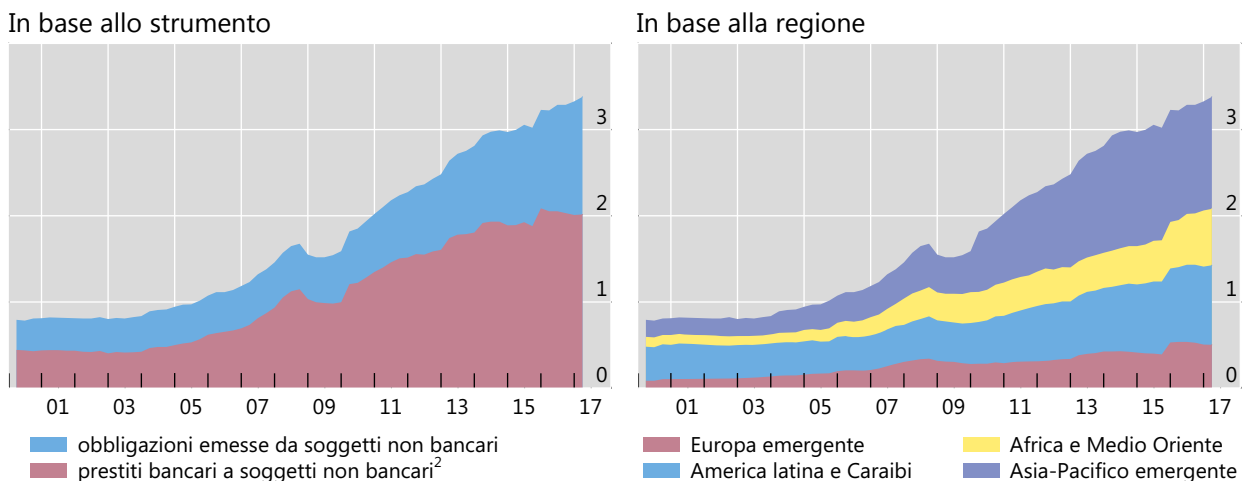
A fine marzo 2017 il credito in essere denominato in euro verso prenditori al di fuori dell'area dell'euro raggiungeva €2 300 miliardi (\$2 400 miliardi) per i prenditori non finanziari (grafico 2, diagrammi centrali), o €2 800 miliardi (\$3 000 miliardi) se si considerano anche i soggetti finanziari non bancari. L'espansione delle emissioni nette di titoli di debito denominati in euro da parte di soggetti non finanziari al di fuori dell'area dell'euro è rimasta sostenuta, anche se in lieve calo all'inizio del 2017. La crescita su base annua delle consistenze in essere di titoli di debito si è leggermente ridotta, al 9,3% nel primo trimestre del 2017. L'incremento delle attività bancarie denominate in euro ha invece segnato una notevole accelerazione, al 12,3% nel primo trimestre 2017, registrando il tasso di crescita su base annua più elevato dal terzo trimestre 2008.

Nel primo trimestre si è arrestato il calo su base annua del credito denominato in yen verso il settore non finanziario al di fuori del Giappone, per il quale le consistenze complessive sono nettamente inferiori (¥30 400 o \$271 miliardi a fine marzo 2017) (grafico 2, diagrammi inferiori). Le attività bancarie hanno registrato un notevole recupero, crescendo del 3,7% sull'anno precedente nel primo trimestre 2017. Allo stesso tempo, la crescita su base annua delle emissioni nette di titoli di debito internazionali in yen da parte di emittenti al di fuori del Giappone è entrata in territorio positivo per la prima volta dal terzo trimestre 2011, per effetto dell'aumento, nel primo trimestre 2017, dello 0,6% delle consistenze in essere rispetto all'anno precedente.

Credito denominato in dollari USA verso il settore non bancario nelle EME¹

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.

¹ Il settore non bancario include società finanziarie non bancarie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e organizzazioni internazionali. ² I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, include le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali.

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

Il credito in dollari USA verso i prenditori delle EME ha continuato a crescere, arrivando a \$3 400 miliardi a fine marzo 2017⁵. L'espansione è totalmente riconducibile all'incremento delle emissioni di titoli di debito, dato che nello stesso periodo le consistenze in essere delle attività bancarie sono scese (grafico 3, diagramma di sinistra). Gran parte dell'incremento è ascrivibile all'indebitamento in dollari USA da parte di residenti di Africa e Medio Oriente (\$59 miliardi), specialmente tramite l'emissione netta di obbligazioni da parte dei governi dei paesi esportatori di petrolio, seguiti dalle regioni emergenti dell'Asia (\$39 miliardi) e dall'America latina (\$19 miliardi). Tuttavia il credito in dollari USA a prenditori delle regioni emergenti dell'Europa ha registrato un calo di \$25 miliardi tra fine settembre 2016 e fine marzo 2017.

Gli indicatori di allerta precoce delle tensioni dei sistemi bancari nazionali – che per loro stessa natura non subiscono molte variazioni da trimestre a trimestre – continuano a segnalare vulnerabilità in alcune giurisdizioni (tabella 1, con dati fino al primo trimestre 2017). Stando agli indicatori di allerta precoce della BRI⁶, i gap credito/PIL (la differenza tra i rapporti credito/PIL attuali e i recenti livelli tendenziali) si situano al di sopra delle soglie critiche in Canada, Cina e Honk Kong SAR (prima colonna). Rispetto a letture precedenti, i gap credito/PIL si sono leggermente ristretti⁷. Nella maggior parte dei casi, i segnali di allerta forniti dai gap credito/PIL coincidevano con gap dei prezzi degli immobili anch'essi superiori a soglie critiche (attuali o recenti, segnati da asterischi – cfr. nota 1 nella tabella 1).

Gli indici del servizio del debito, che mirano a cogliere il rapporto tra i pagamenti in linea capitale e interessi e il reddito per tutto il settore privato non finanziario, rimangono al di sotto delle soglie critiche, eccetto per Hong Kong SAR (seconda colonna). Supponendo un incremento di 250 punti base dei tassi di interesse (con una trasmissione al 100%) l'indice del servizio del debito segnala rischi potenziali in Canada, Cina e Hong Kong SAR (terza colonna). Tuttavia questi dati intendono fornire soltanto un'indicazione generale dell'esposizione del servizio del debito a rendimenti più elevati in condizioni di tensione, e non devono essere considerati come prove di stress ufficiali. Inoltre, contrariamente a quanto viene dato come assodato per semplicità e comparabilità nell'indicatore, in genere ci vuole del tempo affinché gli incrementi dei tassi si traducano in indici del servizio del debito più elevati. La rapidità e l'entità della trasmissione dipendono da numerosi fattori, tra cui la quota di debito a tasso variabile, i profili di scadenza e le variazioni del comportamento dei prenditori.

⁵ A seguito di cambiamenti nella metodologia, l'ammontare complessivo del credito in essere denominato in dollari USA verso le EME per fine settembre 2016 è stato rivisto al ribasso. Cfr. www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf per maggiori dettagli.

⁶ Nel passato questi indicatori sono spesso riusciti a rilevare il surriscaldamento del settore finanziario e segnalare l'esistenza di tensioni nel settore bancario su orizzonti temporali di medio periodo. Per maggiori dettagli su come sono stabilite le soglie critiche, si vedano le note della tabella 1. Per un approfondimento relativo agli indicatori e alla loro interpretazione, cfr. "Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016.

⁷ Cfr. "Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2017.

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni

Tabella 1

	Gap credito/PIL ¹	Indice di copertura del servizio del debito (DSR) ²	Indice di copertura del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ³
Australia	-4,6	1,2	5,1
Brasile	-4,9	2,0	3,5
Canada	11,3*	3,1	7,3
Cina	22,1	5,4	8,7
Corea	-1,1	0,0	3,7
Europa centrale e orientale ⁴	-11,2	-1,7	-0,4
Francia	2,8	1,4	4,6
Germania	-3,2	-1,9	-0,1
Giappone	7,0*	-1,8	0,9
Hong Kong SAR	35,0*	7,5	12,1
India	-5,8	1,0	2,1
Indonesia	7,7*	0,6	1,3
Italia	-14,5	-0,7	1,3
Malaysia	7,4*	0,7	3,1
Messico	7,4	0,9	1,7
Paesi nordici ⁵	-7,0	-0,3	3,6
Regno Unito	-19,0	-1,4	1,5
Russia	-3,3	2,0	3,3
Spagna	-48,9	-3,3	-0,5
Stati Uniti	-7,6	-1,3	1,3
Sudafrica	-1,8	-0,1	1,3
Svizzera	7,0*	0,0	3,1
Thailandia	9,0*	-0,5	1,4
Turchia	9,7	5,4	7,2
Legenda	Gap credito/PIL > 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

Dati fino al 1° trimestre 2017. I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte cumulato di tre anni. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici, quelle per l'indice di copertura del servizio del debito sono selezionate riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi su un orizzonte di due anni.

¹ Per le economie nelle quali il gap credito/PIL si colloca al di sopra di una soglia critica, gli asterischi (*) indicano un gap dei prezzi degli immobili anch'esso superiore a una soglia critica in almeno uno degli ultimi cinque anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, e le relative misurazioni, 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, 2011, pagg. 189-240. ² Scostamento dei DSR per il settore privato non finanziario dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi. Per il calcolo dei DSR, cfr. <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>; per la derivazione delle soglie critiche, cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012 (versione integrale disponibile solo in inglese). ³ Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 250 punti base e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. ⁴ Media semplice di CZ, HU e PL. ⁵ Media semplice di FI, NO e SE.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Recenti andamenti del volume e della composizione del debito pubblico delle EME

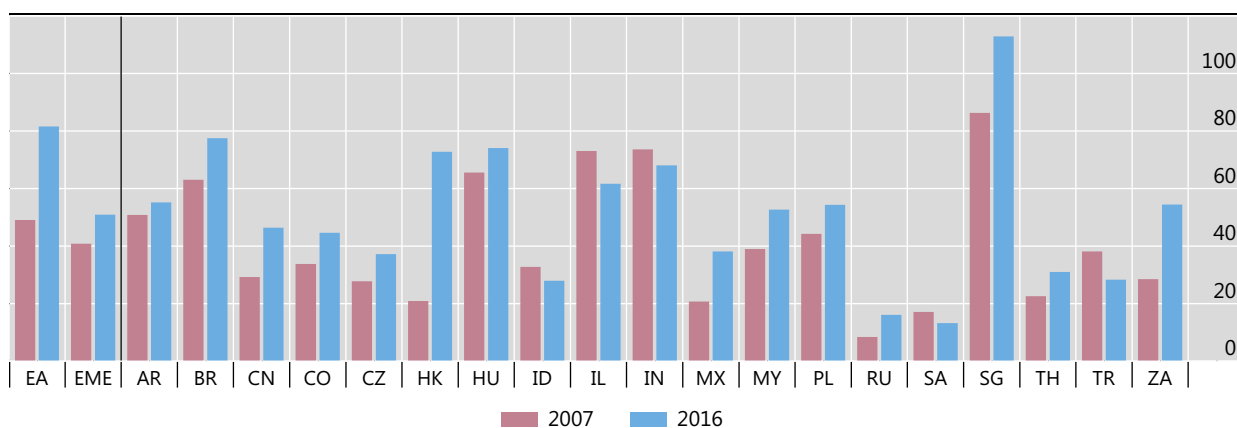
Kristina Bektyakova

A fine 2016 il debito pubblico delle EME ammontava a \$11 700 miliardi, più del doppio rispetto a fine 2007. Circa \$8 000 miliardi di questa somma erano riconducibili a Brasile, Cina e India. Nello stesso periodo, la quota di debito pubblico in rapporto al PIL è passata dal 41 al 51% (grafico A1).

Rapporto debito delle amministrazioni pubbliche/PIL¹

A fine anno, in percentuale

Grafico A1



EA = AU, BE, CA, DE, ES, GB e US. EME = AR, BR, CN, CO, CZ, HK, HU, ID, IL, IN, MX, MY, PL, RU, SA, SG, TH, TR e ZA.

¹ Valori nominali.

Fonte: statistiche BRI sul credito totale.

Nel corso del tempo la composizione del debito pubblico è cambiata significativamente. Con l'aumento dei livelli di indebitamento, i governi delle EME hanno fatto maggiore ricorso ai mercati obbligazionari nazionali e internazionali: la quota media di indebitamento tramite titoli di debito è passata dal 62% nel 2002 all'80% nel 2016. Nella maggior parte dei casi i prestiti sono erogati nelle valute locali, con scadenze più lunghe e a tasso fisso. Le emissioni nazionali superano notevolmente quelle internazionali, nonostante queste ultime stiano aumentando^①.

A fine 2016 per le 23 giurisdizioni campione presentate nel grafico A2 l'indebitamento totale delle amministrazioni centrali^② rappresentava circa \$4 400 miliardi, di cui il 14% denominato in valute estere o collegatovi. La quota in valuta estera si è considerevolmente ridotta negli ultimi 15 anni: a fine 2001 rappresentava il 32%.

La maggior parte dei titoli di debito denominati in o collegati a valute estere è stata emessa a livello internazionale. Più del 90% del debito internazionale emesso dai paesi campione era in dollari USA o euro, con un aumento della quota in dollari dal 65% di fine 2007 al 75% di fine 2016. Per l'Arabia Saudita le emissioni internazionali rappresentavano il 35% dell'ammontare totale in essere dei titoli di Stato, per la Turchia il 32% e per Indonesia e Polonia il 30%. In termini nominali, l'emittente principale sui mercati internazionali è il governo messicano, con \$67 miliardi in essere, di cui \$47 miliardi denominati in dollari USA, seguito dalla Turchia, con \$64 miliardi, di cui \$53 miliardi in dollari (grafico A3, diagrammi centrale e di destra).

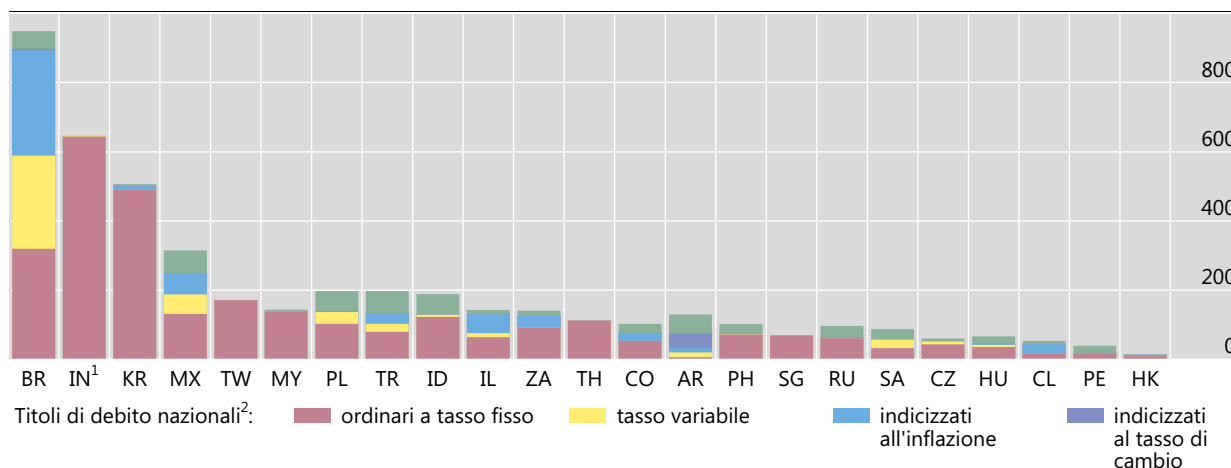
Per la maggior parte delle giurisdizioni, la quota di titoli di Stato nazionali in essere denominati in o collegati a valuta estera è minima (grafico A2). Negli ultimi anni molti paesi hanno ridotto l'indebitamento di questo tipo. Per esempio, se prima la Turchia emetteva localmente ingenti volumi di titoli di Stato in valuta estera, a fine 2011 non usava più questi strumenti (grafico A3, diagramma di destra).

L'Argentina rappresenta un'eccezione a questa tendenza. Ha infatti incrementato le emissioni di titoli di debito nazionali e internazionali collegati a o denominati in valuta estera. I titoli di debito internazionali in essere dell'amministrazione centrale argentina sono pari a \$56 miliardi, di cui \$37 miliardi denominati in dollari USA. Circa il 56% dei titoli di Stato in essere emessi dall'amministrazione centrale argentina sono denominati in valuta estera, per un ammontare di \$41 miliardi a fine 2016. Questa quota è aumentata in modo costante dal 2007, quando rappresentava il 28%.

Titoli di debito delle amministrazioni centrali delle EME

Consistenze per tipologia di strumento e residenza a fine 2016, in miliardi di dollari USA

Grafico A2



¹ A fine 2015. ² Obbligazioni e note emesse nei mercati nazionali con scadenza originaria superiore a un anno. ³ Titoli di debito per cui le informazioni in merito al paese fornite dal paese di registrazione (tratto dal codice ISIN), dal luogo di quotazione o dal diritto applicabile non corrispondono al paese di residenza dell'emittente. Tutti gli strumenti, tutte le scadenze.

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

Un'altra evoluzione considerevole nell'ambito del debito pubblico delle EME concerne la scadenza media, che si è nettamente allungata e per molte EME è ora comparabile a quella delle economie avanzate. La scadenza media residua dei titoli di debito delle amministrazioni centrali delle EME campione, pari a 7,7 anni, è ora solo lievemente inferiore a quella delle economie avanzate, a otto anni. Nell'ultimo decennio, il governo messicano ha più che raddoppiato la scadenza residua del suo debito nazionale, da circa quattro anni a otto. Si sono avuti incrementi simili anche nelle Filippine e in Corea. A fine 2016 tra le 23 EME prese a campione dalla BRI i titoli di Stato del Sudafrica erano quelli con la scadenza residua più lunga: 16 anni. Questa scadenza è considerevolmente più lunga di quella di numerose economie avanzate – scadenze residue medie di 5,7 anni in Australia, di circa 6,5 anni in Canada, Germania e Spagna, e di 5,6 anni negli Stati Uniti – e comparabile a quella del Regno Unito (17,5 anni).

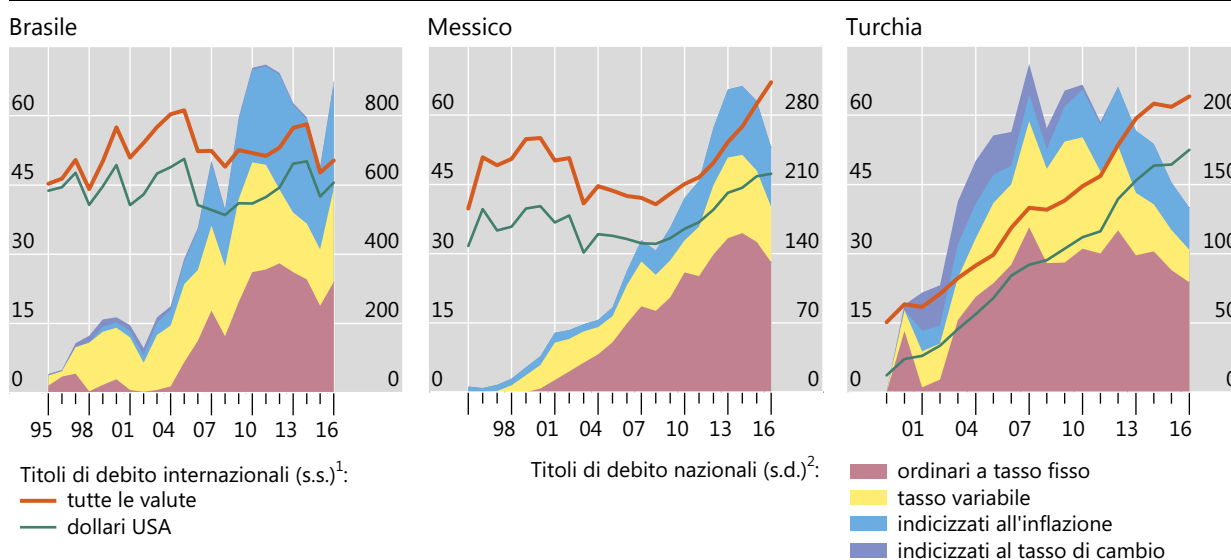
L'allungamento delle scadenze è andato di pari passo con un maggiore ricorso agli strumenti a tasso fisso (grafico A2). La quota media degli strumenti nazionali a tasso fisso nelle EME campione era del 75% a fine 2016, in rialzo dal 60% di fine 1999. Le quote rispettive per le economie avanzate erano del 90 e 94%. Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia emettono solo obbligazioni ordinarie a tasso fisso. Il Cile ha esteso la sua quota di titoli di Stato a tasso fisso dallo zero di fine 2005 all'11% del 2007 e al 40% di fine 2016. L'Indonesia ha aumentato la sua quota di obbligazioni in essere a tasso fisso dal 20% di fine 1999 al 65% del 2007 per arrivare a circa il 94% di fine 2016. Quasi tutte le emissioni internazionali da parte dei paesi campione erano a tasso fisso, con una scadenza media residua di nove anni.

Vi sono stati cambiamenti significativi anche nell'uso dei titoli di debito indicizzati all'inflazione. Alcuni paesi hanno fatto maggiore ricorso a questo tipo di indicizzazione, traendo vantaggio da condizioni inflazionistiche generalmente favorevoli. Il governo brasiliano e quello messicano hanno sostituito gli strumenti indicizzati al tasso di cambio e quelli a tasso variabile con obbligazioni a tasso fisso e indicizzate all'inflazione. A fine 2016 le obbligazioni indicizzate all'inflazione rappresentavano circa il 34% delle obbligazioni dell'amministrazione centrale brasiliana, a fronte delle somme trascurabili di vent'anni prima (grafico A3, diagramma di sinistra). Un analogo spostamento verso le obbligazioni indicizzate all'inflazione è avvenuto nelle economie avanzate. In Australia, Canada, Germania, Regno Unito e Stati Uniti è cresciuta la proporzione delle obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto ai titoli di Stato in essere, per arrivare a una media di circa il 9% delle consistenze di debito in essere.

Titoli di debito delle amministrazioni centrali delle EME nel corso del tempo

Consistenze per tipo di strumento, in miliardi di dollari USA

Grafico A3



¹ Titoli di debito per cui le informazioni in merito al paese fornite dal paese di registrazione (tratto dal codice ISIN), dal luogo di quotazione o dal diritto applicabile non corrispondono al paese di residenza dell'emittente. Tutti gli strumenti, tutte le scadenze. ² Obbligazioni e note emesse nei mercati nazionali con scadenza originaria superiore a un anno.

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

Insieme, questi andamenti dovrebbero contribuire a rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici riducendo i disallineamenti valutari e i rischi di mancato rinnovo. La riduzione della quota del debito connesso al cambio avvenuta all'inizio degli anni duemila potrebbe aver contribuito a proteggere le EME dalle turbolenze del mercato mondiale nella crisi del 2007-09 e nel periodo successivo. Scadenze più lunghe e titoli di debito a tasso fisso hanno inoltre sostenuto la generale espansione e lo sviluppo dei mercati dei capitali nelle EME: con l'allungamento delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato, altri emittenti nazionali ottengono benchmark utili per il proprio debito. Allo stesso tempo, una maggiore duration fa sì che una crescita a livello internazionale dei rendimenti obbligazionari possa avere un impatto più forte rispetto a prima sul valore di mercato del debito, aumentando potenzialmente i rischi di rinnovo e altri meccanismi di feedback avversi³.

¹ Per maggiori dettagli, cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, *Financial stability and local currency bond markets*, CGFS Papers, n. 28, giugno 2007. La tabella C2 del BIS Statistical Bulletin, aggiornata ogni anno dalla BRI a partire dai dati nazionali, fornisce una panoramica sulla struttura degli strumenti e delle scadenze dei mercati obbligazionari delle amministrazioni centrali per un campione di 30 paesi, fra cui 23 EME. Cfr. www.bis.org/statistics/c2.pdf. ² L'amministrazione centrale è ancora la principale debitrice nella maggior parte dei paesi: a fine 2016 rappresentava in media il 75% del debito pubblico totale. Ma l'indebitamento da parte di altri livelli delle pubbliche amministrazioni è elevato in Cina e India, dove a fine 2015 rappresentava circa il 65% del totale in entrambi i paesi. ³ Cfr. B. Gruić, M. Hattori e H. S. Shin, "L'intermediazione creditizia mondiale: cambiamenti recenti e potenziali rischi", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2014.