

## 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 varie serie di dati sull'attività bancaria e finanziaria internazionale. Questo capitolo offre una sintesi degli ultimi dati relativi alle statistiche bancarie internazionali e agli indicatori della liquidità globale della BRI, aggiornati a fine settembre 2014. Un riquadro approfondisce gli aspetti concettuali e di interpretazione degli indicatori della liquidità globale.*

### In breve

- Dopo la svolta del primo periodo dell'anno, l'attività bancaria internazionale aggregata ha registrato un'ulteriore espansione nel terzo trimestre 2014. Le emissioni di titoli di debito internazionali hanno continuato a crescere a un ritmo vivace, favorite dal livello molto basso (e in alcuni casi negativo) dei rendimenti sovrani.
- A fine settembre 2014 il credito in dollari USA ai prenditori non bancari residenti al di fuori degli Stati Uniti ha raggiunto \$9 200 miliardi, con un aumento del 9% sul periodo corrispondente dell'anno precedente e di oltre il 50% rispetto a fine 2009. Tale importo comprende \$4 200 miliardi di titoli di debito e \$4 900 miliardi di prestiti bancari.
- Il credito bancario nell'area dell'euro è in genere aumentato, benché fra i vari paesi si siano osservate differenze non riconducibili alla tradizionale dicotomia fra paesi "core" e periferici.
- Il credito transfrontaliero alle economie emergenti (EME) dell'Asia ha continuato a crescere rapidamente. Le attività delle banche dichiaranti alla BRI verso la Cina sono aumentate del 40% in un anno, ma sembrerebbero aver raggiunto il punto di svolta superiore, essendo cresciute soltanto del 3% su base trimestrale nel periodo in rassegna. Gli impieghi delle banche dichiaranti verso le banche cinesi sono diminuiti.

<sup>1</sup> Questo articolo è stato redatto da Benjamin Cohen ([ben.cohen@bis.org](mailto:ben.cohen@bis.org)) e Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)). Pablo García-Luna, Sebastian Goerlich, Branimir Gruić, Jeff Slee e Jhuvesh Sobrun hanno fornito l'assistenza statistica.

- L'attuale vigore dei flussi di capitali internazionali verso alcune EME, in particolare dell'Asia orientale, potrebbe amplificare ulteriormente i boom del credito interno in questi paesi. In altri paesi e regioni emergenti la crescita del credito transfrontaliero continua a essere inferiore a quella del credito interno.
- Il credito ai prenditori russi si è contratto in maniera particolarmente drastica nel terzo trimestre 2014, contribuendo a un calo del 15% sull'anno precedente.
- Come nelle passate riprese congiunturali, negli ultimi anni si è assistito a un aumento delle emissioni azionarie. Al tempo stesso, almeno negli Stati Uniti, i riacquisti di azioni proprie hanno superato le nuove emissioni. A questo argomento è dedicato un riquadro.
- Un altro riquadro esamina gli aspetti concettuali e interpretativi degli indicatori BRI della liquidità globale.

## I flussi di credito internazionali e l'economia a più velocità

Nella seconda metà del 2014 l'attività bancaria internazionale e i flussi di capitali hanno continuato ad adeguarsi all'andamento mutevole della domanda mondiale. Per vari anni dopo la crisi finanziaria globale le maggiori economie avanzate sono state alle prese con il sovraindebitamento e la debolezza dei sistemi bancari, e i flussi di capitali si sono diretti alle EME in forte crescita. Più di recente questo quadro ha lasciato lo spazio a quello di un'economia internazionale a più velocità, caratterizzata da una crescita più vivace in alcune economie avanzate, in particolare Stati Uniti e Regno Unito, prospettive deludenti nell'area dell'euro e in Giappone, e un rallentamento in alcuni mercati emergenti.

Con la ripresa dei sistemi bancari e una propensione al rischio ancora elevata, il credito bancario internazionale alle economie avanzate ha cominciato a ravvivarsi, pur rimanendo al di sotto dei livelli pre-crisi, mentre quello verso le EME, specie in Asia, ha continuato a crescere rapidamente. Il credito bancario ha quindi riacquisito il suo ruolo di veicolo fondamentale della liquidità globale.

Il recupero del credito bancario internazionale si è verificato in un contesto di protratto vigore delle emissioni obbligazionarie internazionali (una situazione che alcuni hanno chiamato "seconda fase della liquidità globale"<sup>2</sup>). In queste circostanze, alcune economie hanno continuato a registrare una rapida crescita del credito caratteristica della fase avanzata dei cicli finanziari, e in certi casi i flussi di finanziamenti internazionali hanno contribuito ad amplificare i boom finanziari.

Questa sezione passa in rassegna l'evoluzione dei flussi finanziari internazionali sulla base delle statistiche sull'attività bancaria e sulle emissioni di titoli compilate dalla BRI. Gli andamenti sono presentati nel quadro dell'evoluzione più generale della liquidità globale e degli aggregati creditizi. Gran parte dei dati è aggiornata al terzo trimestre 2014, ma da alcune fonti statistiche e andamenti dei prezzi di mercato è possibile trarre indicazioni sulla probabile evoluzione nel quarto trimestre 2014 e all'inizio del 2015. La trattazione si basa sugli indicatori della liquidità globale elaborati dalla BRI e già pubblicati separatamente sul sito internet della stessa BRI. Il

<sup>2</sup> Cfr. H. S. Shin, "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", atti dell'Asia Economic Policy Conference organizzata dalla Federal Reserve Bank di San Francisco, novembre 2013, pagg. 1-10.

riquadro 1 fornisce maggiori dettagli sugli aspetti concettuali e di interpretazione di tali indicatori.

## I flussi creditizi internazionali restano sostenuti e si ravviva il credito bancario

I flussi creditizi internazionali, comprendenti il credito bancario e le emissioni di titoli di debito, sono rimasti vigorosi nel terzo trimestre 2014, sebbene ancora inferiori ai livelli pre-crisi (grafico 1).

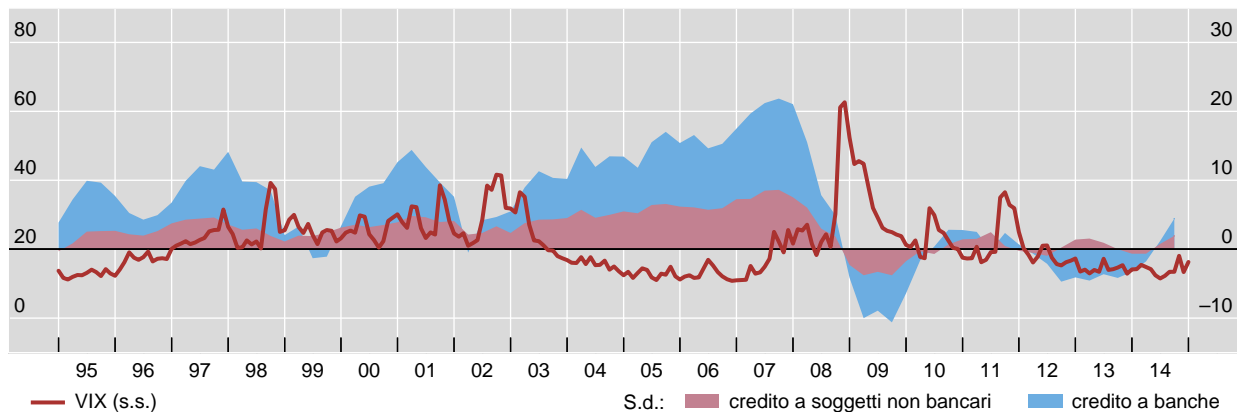
Nel corso del 2014 sembra essersi riaffermato il profilo storico che vede le attività bancarie internazionali aggregate aumentare allorché la volatilità è bassa o in calo (grafico 1, diagramma superiore). Il pieno impatto del ritorno della volatilità di mercato sui livelli medi storici a cavallo fra il 2014 e il 2015 potrà essere valutato

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

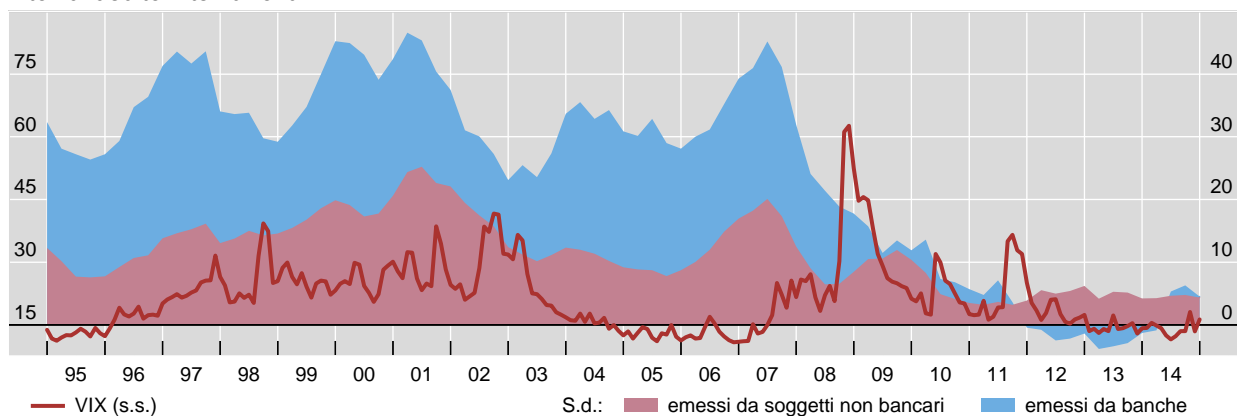
Crescita sull'anno precedente, in percentuale

Grafico 1

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



#### Titoli di debito internazionali<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Comprende l'insieme del credito transfrontaliero e del credito locale in valuta estera erogato dalle banche dichiaranti alla BRI. <sup>2</sup> Emissioni nette. Titoli di ogni tipo e scadenza collocati dall'insieme degli emittenti.

Fonti: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; statistiche bancarie BRI su base locale per residenza; elaborazioni BRI.

soltanto quando diventeranno disponibili le statistiche bancarie per quel periodo<sup>3</sup>. I dati preliminari tratti dal mercato dei prestiti consorziali, tuttavia, fanno ritenere che il credito bancario internazionale sia rimasto sostenuto nel quarto trimestre.

Parallelamente al recupero del credito bancario, i titoli di debito hanno continuato a costituire un importante canale di finanziamento internazionale (grafico 1, diagramma inferiore). Al netto dei rimborsi, le emissioni cumulate di

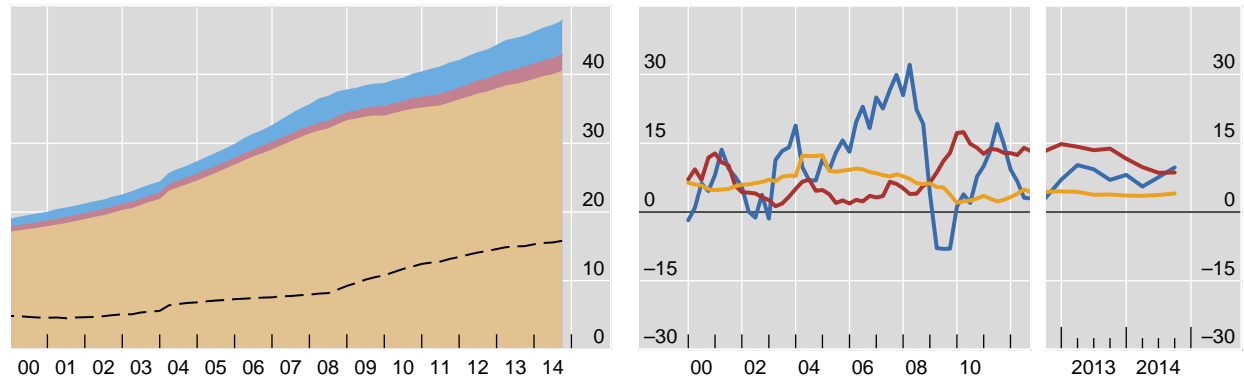
## Credito globale in dollari USA ed euro a favore del settore non finanziario

Grafico 2

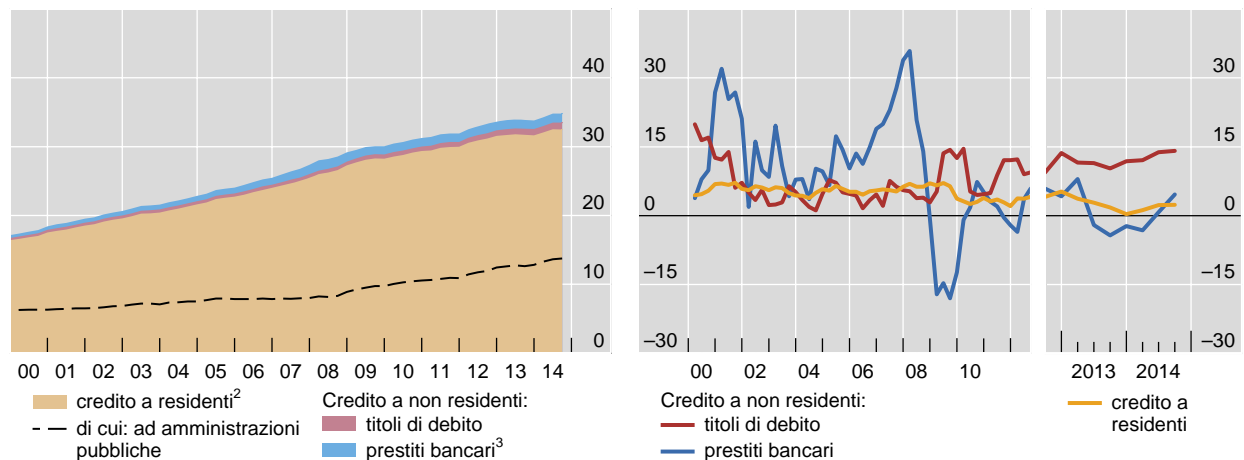
Consistenze, in migliaia di miliardi di dollari USA

Crescita sull'anno precedente, in percentuale

Credito in dollari USA



Credito in euro<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Ai tassi di cambio costanti di fine 3° trimestre 2014. <sup>2</sup> Credito a favore del settore non finanziario negli Stati Uniti/nell'area dell'euro in base ai conti finanziari, al netto del credito identificato in monete diverse da quella nazionale (prestiti transfrontalieri e prestiti erogati localmente nonché obbligazioni internazionali in essere in monete diverse da quella nazionale). <sup>3</sup> Prestiti transfrontalieri e prestiti erogati localmente a favore di soggetti non bancari ubicati al di fuori degli Stati Uniti/dell'area dell'euro. Per la Cina e Hong Kong SAR, i prestiti erogati localmente sono desunti dalle statistiche nazionali sui prestiti totali erogati localmente in valuta estera, ipotizzando che l'80% di questi prestiti sia denominato in dollari USA. Per altri paesi non partecipanti alle segnalazioni alla BRI, i prestiti in dollari USA/euro a favore di soggetti non bancari sono approssimati dai prestiti transfrontalieri lordi in dollari USA/euro erogati dall'insieme delle banche dichiaranti alle banche nel paese considerato, ipotizzando che i corrispondenti fondi siano successivamente veicolati a soggetti non bancari.

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

<sup>3</sup> Cfr. BRI, "Ancora un'ondata di allentamento", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015.

obbligazioni internazionali nel 2014 sono ammontate a \$178 miliardi per le economie avanzate e a \$359 miliardi per le EME (grafico 8, diagrammi inferiori)<sup>4</sup>.

Se si esaminano più in generale gli aggregati creditizi, la crescita del credito in dollari USA e in euro a favore di non residenti (veicolato tramite le banche e i mercati mobiliari, al netto dei flussi interbancari) ha ancora sopravanzato quella del credito ai residenti delle rispettive aree valutarie (grafico 2, diagrammi di destra). Per la prima volta dal 2011 il credito bancario in dollari al settore non finanziario al di fuori degli Stati Uniti è aumentato più rapidamente degli investimenti in titoli di debito internazionali emessi da non residenti, a riprova del recupero in atto dell'attività delle banche con operatività internazionale.

A fine settembre 2014 il credito in dollari USA ai prenditori non finanziari residenti al di fuori degli Stati Uniti aveva raggiunto \$7 300 miliardi, in rialzo del 9% rispetto all'anno precedente (grafico 2, diagrammi superiori). Nell'anno fino a settembre 2014 i prestiti bancari in dollari a favore di tali prenditori sono cresciuti del 9,7%, a \$4 900 miliardi, e le emissioni di titoli di questi stessi prenditori sono aumentate dell'8,6%, a \$2 400 miliardi. Considerando anche i prenditori finanziari non bancari, il totale sale a \$9 200 miliardi<sup>5</sup>. Quest'ultimo importo offre verosimilmente una misura migliore del credito in dollari USA ai residenti al di fuori degli Stati Uniti, poiché molte delle entità finanziarie non bancarie prenditrici erogano a loro volta finanziamenti diretti in dollari alle società non finanziarie.

Il credito in euro ai prenditori non finanziari residenti al di fuori dell'area dell'euro ha raggiunto \$2 300 miliardi, in rialzo dell'8,5% rispetto a un anno prima (grafico 2, diagrammi inferiori). Il credito bancario in euro ai soggetti non bancari non residenti nell'area è aumentato del 5%, a €1 300 miliardi, registrando il secondo aumento trimestrale consecutivo, dopo la flessione dei quattro trimestri precedenti.

Parallelamente alla crescita del credito interno e transfrontaliero, negli ultimi anni nelle economie avanzate sono tornate ad aumentare le emissioni azionarie, sebbene – almeno negli Stati Uniti – tale andamento sia stato controbilanciato da un incremento dei riacquisti di azioni proprie (cfr. riquadro 2).

Tornando ai flussi bancari aggregati, l'attività bancaria internazionale (compresa quella interbancaria) ha ripreso a espandersi nel primo trimestre 2014, continuando a crescere nel secondo e terzo trimestre (grafico 3, diagramma di sinistra)<sup>6</sup>. Le attività bancarie transfrontaliere globali nei confronti dell'insieme dei settori,

<sup>4</sup> I flussi finanziari corrispondenti ai dati sulle emissioni di titoli di debito nel diagramma inferiore del grafico 1 non sono perfettamente comparabili con gli impieghi bancari riportati nel diagramma superiore. In particolare, diversamente dai dati sulle emissioni mobiliari, questi ultimi si basano sui concetti della bilancia dei pagamenti. Ad esempio, una parte dei "titoli di debito internazionali" (sostanzialmente titoli emessi da non residenti) è acquistata da residenti (e pertanto non concorre al dato sugli investimenti transfrontalieri), mentre i titoli nazionali (altri titoli qui non classificati come internazionali) sono spesso acquistati da non residenti.

<sup>5</sup> Cfr. R. McCauley, P. McGuire e V. Sushko, "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage", *BIS Working Papers*, n. 483, gennaio 2015.

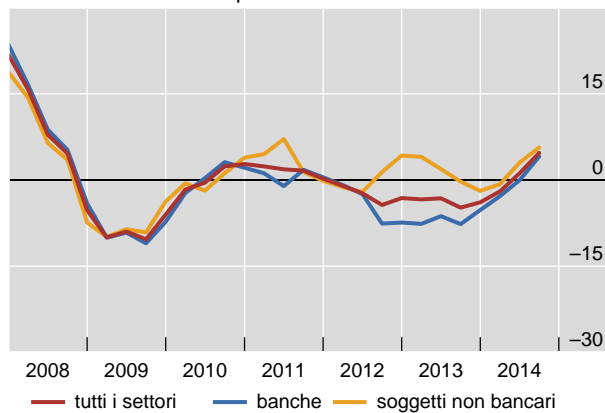
<sup>6</sup> Le statistiche bancarie su base locale si basano sul criterio della residenza delle dipendenze bancarie e rilevano l'attività di tutte le dipendenze bancarie con operatività internazionale ubicate nel paese dichiarante, indipendentemente dalla nazionalità della casa madre. Le banche contabilizzano le posizioni su base non consolidata, comprese quelle nei confronti delle proprie dipendenze in altri paesi. Il deprezzamento dell'euro e di altre importanti valute nei confronti del dollaro USA tra fine giugno e fine settembre 2014 si è tradotto in un calo del valore segnalato in dollari delle *consistenze in essere* di attività denominate in monete diverse dal dollaro USA. I *tassi di crescita* qui riportati, tuttavia, sono depurati degli effetti di cambio.

## Attività transfrontaliere

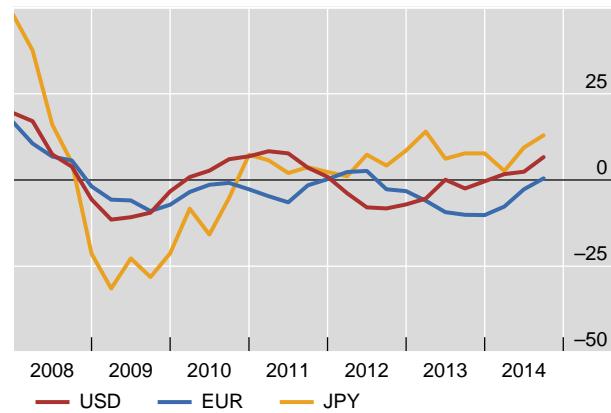
Variazioni percentuali annue<sup>1</sup>

Grafico 3

In base al settore del prestatore



In base alla valuta



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

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza (tabelle 1, 5A, 6A e 6B).

depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, si sono incrementate di \$494 miliardi tra fine giugno e fine settembre 2014. Di conseguenza, il tasso di crescita sull'anno precedente è salito al 5% a fine settembre, dall'1% di fine giugno. Gli impieghi verso soggetti non bancari sono aumentati a un ritmo leggermente superiore, pari al 6%, rispetto a quelli interbancari, in rialzo del 4% (grafico 3, diagramma di sinistra).

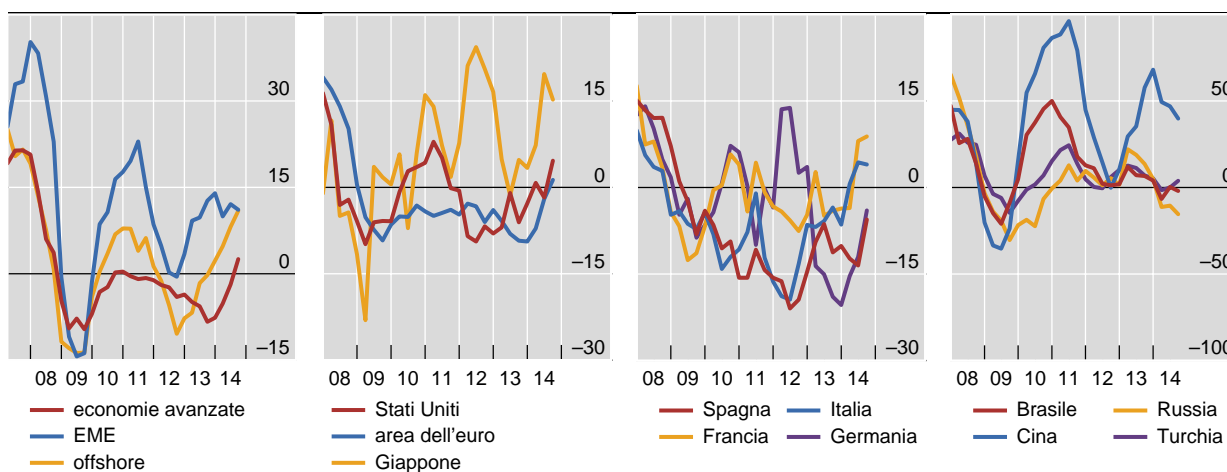
Il credito transfrontaliero all'insieme dei prestatori (bancari e non bancari) nelle economie avanzate è aumentato del 3%, mentre quello a favore delle EME è cresciuto a un tasso annuo dell'11% nell'anno fino a settembre 2014 (grafico 4, primo diagramma). Poiché gran parte del totale è ancora riconducibile alle economie avanzate, la recente crescita delle attività transfrontaliere globali rimane ben inferiore ai ritmi pre-crisi. Nell'anno fino a settembre 2007, infatti, il credito transfrontaliero alle economie avanzate era aumentato del 22% (in termini depurati degli effetti di cambio) e quello alle EME del 33%. L'ammontare in essere delle attività transfrontaliere nei confronti delle economie avanzate, pari a \$21 100 miliardi nel settembre 2014, rimane inferiore al livello di \$28 400 miliardi toccato nel primo trimestre 2008. Gli impieghi verso le EME, al contrario, risultano oggi considerevolmente superiori ai livelli pre-crisi. Essi si collocavano a \$3 900 nel settembre 2014, a fronte di \$2 700 miliardi nel primo trimestre 2008.

In linea con l'andamento sopra descritto del credito totale in dollari USA al settore privato non bancario non residente, il tasso di crescita sull'anno precedente del credito bancario transfrontaliero aggregato in dollari USA è balzato dal 2% di fine giugno 2014 al 7% di fine settembre (grafico 3, diagramma di destra). La crescita sul periodo corrispondente delle attività denominate in yen è aumentata in misura ancora maggiore, avvicinandosi al 13% nel terzo trimestre, dal 9% nel secondo. Per contro, le attività denominate in euro hanno sostanzialmente ristagnato. Ciò costituisce tuttavia un incremento in termini relativi, giacché in

## Attività transfrontaliera, in base alla residenza del prestatore

Variazioni percentuali annue<sup>1</sup>

Grafico 4



<sup>1</sup> Calcolate come somma delle variazioni rispetto ai quattro trimestri precedenti, depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, divisa per l'ammontare in essere un anno prima.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per residenza (tabelle 1, 5A, 6A e 6B).

settembre gli impieghi in euro hanno smesso di contrarsi su base annua per la prima volta dal 2012.

## I flussi bancari continuano a privilegiare l'Asia

All'interno di questo quadro generale, l'evoluzione dei flussi creditizi è risultata diversa a seconda dei paesi e delle regioni. Il credito al Giappone e ad altri paesi asiatici è rimasto vigoroso, quello alle economie avanzate, compresi alcuni paesi dell'area dell'euro, ha dato segni di ripresa, mentre i flussi verso le EME non asiatiche sono risultati generalmente deboli.

Fra le economie avanzate spicca la ripresa del credito bancario transfrontaliero al Giappone (grafico 4, secondo diagramma). Gli impieghi nei confronti di residenti giapponesi hanno continuato a espandersi in modo assai rapido (15% sull'anno precedente), alimentati soprattutto dalla vigorosa crescita del credito al settore non bancario (passata dal 20 al 31% tra fine giugno e fine settembre 2014).

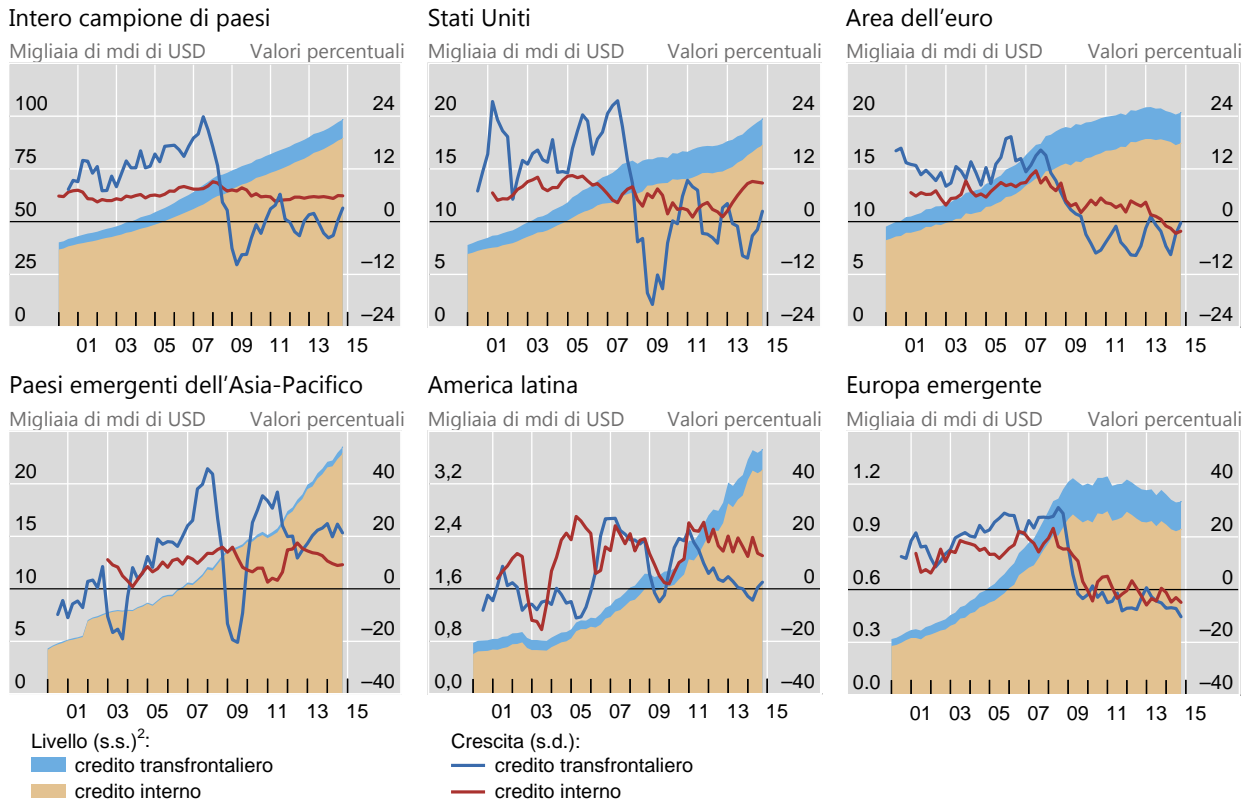
Le attività transfrontaliere verso i residenti negli Stati Uniti sono aumentate in settembre del 5% sul periodo corrispondente dell'anno precedente, sostenute da un incremento del 7% degli impieghi verso banche.

Anche le attività transfrontaliere verso l'area dell'euro sono aumentate, sebbene a un ritmo molto inferiore. L'incremento dell'1% registrato nell'anno terminato a fine settembre 2014 è stato il primo dall'ultimo trimestre 2008, a conferma del graduale recupero dell'attività finanziaria transfrontaliera all'indomani della crisi del debito sovrano del 2011-12. L'aumento in termini aggregati cela ampie differenze fra i singoli paesi dell'area dell'euro. Da un lato, le attività transfrontaliere verso la Francia e l'Italia sono cresciute a tassi annui del 9 e 4% rispettivamente (grafico 4, terzo diagramma). Dall'altro lato, quelle verso la Spagna e la Germania si sono contratte di quasi il 6 e 4%. Questi andamenti non

## Aggregati del credito bancario globale, in base alla regione del prestatore<sup>1</sup>

Ai tassi di cambio costanti di fine 3° trimestre 2014

Grafico 5



<sup>1</sup> Aggregato per un campione di 56 paesi dichiaranti. <sup>2</sup> Credito bancario totale ai prestatori non bancari (comprese le amministrazioni pubbliche), corretto utilizzando varie componenti delle statistiche bancarie BRI al fine di ricavare una scomposizione per valute sia del credito transfrontaliero sia di quello interno.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche bancarie internazionali BRI; elaborazioni BRI.

corrispondono alla tradizionale dicotomia fra paesi "core" e "periferici" dell'area dell'euro.

Il profilo dei flussi bancari transfrontalieri aggregati si è rispecchiato nell'offerta di credito al settore non bancario (grafico 5). In gran parte delle regioni lo stock di credito bancario interno ai soggetti non bancari sopravanza di gran lunga quello transfrontaliero, e continua a crescere più rapidamente di quest'ultimo. Negli Stati Uniti gli impieghi bancari transfrontalieri a favore di prestatori non bancari sono aumentati del 2% rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, a fronte di un incremento del 9% del credito interno (grafico 5, diagramma in alto al centro). In America latina il credito bancario transfrontaliero è aumentato del 3%, quello interno del 13% (diagramma in basso al centro). Nell'area dell'euro e nell'Europa emergente sia il credito interno sia quello transfrontaliero al settore non bancario hanno ristagnato o sono diminuiti (grafico 5, diagrammi di destra).

Al tempo stesso, le attività transfrontaliere verso i paesi emergenti dell'Asia-Pacifico hanno mantenuto ritmi vigorosi (grafico 5, diagramma in basso a sinistra). Il credito bancario transfrontaliero verso i soggetti non bancari della regione è aumentato addirittura del 21% rispetto all'anno precedente, trainato dal credito alla Cina (cfr. oltre), quello interno del 9%. In Asia, tuttavia, la quota del credito transfrontaliero sul totale è di gran lunga la più bassa.



## Gli indicatori della liquidità globale: aspetti concettuali e interpretativi

Negli ultimi anni i ricercatori della BRI hanno elaborato degli indicatori volti a rilevare le condizioni della liquidità globale. Il termine *liquidità globale* è qui utilizzato per riferirsi alla *facilità di finanziamento* nei mercati finanziari internazionali. In base a questa definizione, la liquidità globale comprende sia la liquidità della raccolta (la facilità di procurarsi fondi mediante il collocamento di nuove obbligazioni presso gli investitori) sia la liquidità di mercato (la facilità di procurarsi fondi mediante la vendita di attività). Essa dipende quindi dal comportamento degli investitori privati, delle istituzioni finanziarie e delle autorità monetarie. La liquidità globale è essenzialmente una caratteristica non osservabile del sistema finanziario: è possibile valutarla analizzando diversi indicatori di prezzo e di quantità, ma nessun singolo indicatore è in grado da solo di fornirne un quadro completo. Il contenuto informativo degli indicatori varia nel tempo, sicché nel valutare le condizioni della liquidità globale è necessario un approccio flessibile.

Le istituzioni finanziarie forniscono liquidità di mercato ai mercati mobiliari mediante l'attività di negoziazione, e liquidità di provvista ai prenditori mediante l'attività di prestito. Le condizioni alle quali questi intermediari si finanziano dipendono a loro volta dalla disponibilità di altri operatori di mercato a interagire con loro. Al riguardo, un altro fattore di rilievo sono le politiche macroeconomiche e prudenziali, compresi i termini e le condizioni di rifinanziamento presso la banca centrale.

L'interazione fra questi fattori privati e ufficiali determina la facilità complessiva di finanziamento di un'economia. Tale facilità incide a sua volta sulla formazione di vulnerabilità nel sistema finanziario sotto forma di inflazione dei prezzi delle attività o disallineamenti di scadenza o di provvista. Gli indicatori tendono a misurare queste "impronte" lasciate dalla liquidità, anziché la liquidità stessa, che non è osservabile.

Fatte queste premesse e in un'ottica di stabilità finanziaria, uno degli indicatori più importanti della liquidità globale è il *credito globale*. Le *consistenze* di credito in essere mostrano in che misura la facilità di finanziamento si sia tradotta in un accumulo di esposizioni. In altre parole, il credito globale al settore privato rispecchia l'esito dell'attività di intermediazione finanziaria nei mercati internazionali. Le *variazioni* di queste consistenze sono strettamente collegate all'accumulo di vulnerabilità potenzialmente rilevanti per la stabilità finanziaria. I relativi flussi presentano una componente sia nazionale sia internazionale.

La componente internazionale del credito (credito transfrontaliero a favore di non residenti o credito in moneta estera) è di particolare interesse per valutare la liquidità globale. Tale componente ha spesso costituito la fonte marginale di finanziamento durante i boom del credito. Sebbene in molti casi risultino esigue rispetto allo stock totale di credito, le oscillazioni della componente internazionale possono amplificare le dinamiche interne e presentano una correlazione elevata con i cicli di boom e bust delle condizioni finanziarie globali. La liquidità globale è pertanto collegata, pur rimanendone distinta, alle condizioni di liquidità interne e al ciclo finanziario di un determinato paese o regione.

Per valutare le condizioni di liquidità globali è necessario inquadrare correttamente le misure del credito internazionale. Tale credito è erogato in buona parte, anche se non interamente, dalle banche, per cui gli indicatori si focalizzano su questa sua componente. Una quota ulteriore proviene da altri investitori in titoli di debito, vista l'espansione del settore dell'asset management. Una gamma di indicatori supplementari di prezzo e di quantità può essere utilizzata per misurare altri aspetti della liquidità globale che rilevano ai fini della stabilità finanziaria. Essa comprende le misure delle condizioni finanziarie nei mercati chiave e gli incentivi all'assunzione di posizioni nei diversi segmenti di mercato. Al riguardo, presentano particolare rilevanza le proxy delle percezioni di rischio e della tolleranza al rischio (come l'indice VIX), che costituiscono un'importante determinante della leva finanziaria e della disponibilità degli investitori privati a fornire finanziamenti. È inoltre interessante esaminare i termini e le condizioni a cui vengono concessi i finanziamenti, nonché le conseguenze che tali termini e condizioni hanno sui volumi del credito e sui prezzi.

Questi concetti sono stati sviluppati ed elaborati dalla BRI in una serie di ricerche, rapporti di comitati e interventi, fra i quali si segnalano in particolare:

- Borio, C. (2010): "Ten propositions about liquidity crises", *CESifo Economic Studies*, vol. 56, n. 1, pagg. 70-95. Pubblicato anche sotto forma di *BIS Working Paper*, n. 293, novembre 2009.
- Borio, C., R. McCauley e P. McGuire (2011): "Finanziamenti internazionali e boom interni del credito", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Bruno, V. e H. S. Shin (2014): "Cross-border banking and global liquidity", *BIS Working Papers*, n. 458, settembre.
- Caruana, J. (2012): "Assessing global liquidity from a financial stability perspective", intervento alla 48<sup>a</sup> SEACEN Governors' Conference and High-Level Seminar, Ulan-Bator, novembre.
- ——— (2013): "Global liquidity: where do we stand?", intervento all'Annual Conference della Bank of Korea, Seoul, giugno.
- ——— (2013): "Ebbing global liquidity and monetary policy interactions", intervento al 5° Summit Meeting of Central Banks organizzato dal Banco Central de Chile, Santiago, novembre.
- ——— (2014): "Global liquidity: where it stands, and why it matters", IMFS Distinguished Lecture alla Goethe University, Francoforte sul Meno, Germania, marzo.
- Comitato sul sistema finanziario globale (2011): "Global liquidity – concepts, measurement and policy implications", *CGFS Papers*, n. 45, dicembre.
- Domanski, D., I. Fender e P. McGuire (2011): "Considerazioni sulla liquidità globale", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre (versione integrale disponibile solo in inglese).
- Eickmeier, S., L. Gambacorta e B. Hofmann (2013): "Understanding global liquidity", *BIS Working Papers*, n. 402, febbraio.
- Shin, H.S. (2013): "The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies", atti dell'Asia Economic Policy Conference organizzata dalla Federal Reserve Bank di San Francisco, novembre.

All'interno di questo quadro generale, gli andamenti relativi ai singoli paesi presentano importanti differenze. Ciò emerge dall'esame di due serie di dati distinte, ma collegate: il credito transfrontaliero a favore dell'insieme dei residenti, compresi soggetti bancari e non bancari (riportato nel grafico 4) e il credito bancario, interno e transfrontaliero, ai soggetti non bancari (riportato nel grafico 6).

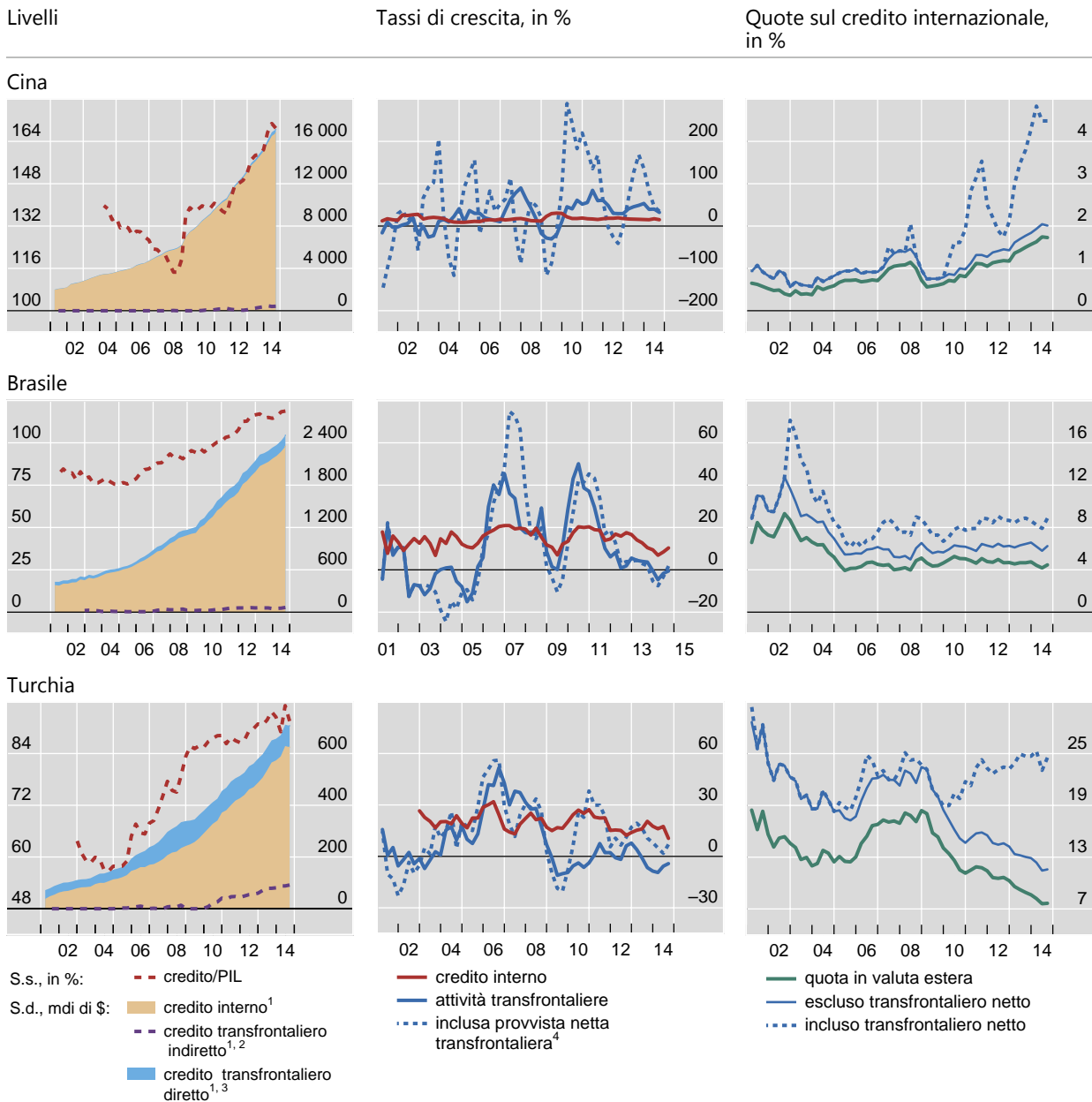
La crescita del credito bancario transfrontaliero al settore non bancario della Cina è stata relativamente rapida nell'anno fino a settembre 2014 (grafico 6, diagrammi in alto). In termini assoluti l'indebitamento internazionale della Cina è ingente: il paese si colloca infatti al settimo posto per volume di attività transfrontaliere totali (verso prenditori bancari e non bancari) nelle statistiche bancarie BRI su base locale. Ciò nonostante, il credito transfrontaliero è ancora piuttosto contenuto rispetto a quello interno al paese, e sembra aver toccato un picco nel secondo trimestre 2014. Se tra fine settembre 2013 e fine settembre 2014 le attività totali verso i prenditori (bancari e non bancari) cinesi nelle statistiche bancarie BRI su base locale erano salite di quasi il 40%, la loro crescita fra il secondo e il terzo trimestre 2014 è stata di appena il 3%. Gli impieghi verso la Cina rilevati dalle statistiche bancarie consolidate BRI sono addirittura diminuiti nel terzo trimestre<sup>7</sup>. Tale andamento rispecchia un minore aumento delle attività verso

<sup>7</sup> Le statistiche bancarie consolidate si basano sul criterio della nazionalità delle banche dichiaranti e sono segnalate su base mondiale consolidata, ossia al netto delle posizioni tra affiliate del medesimo gruppo bancario. Le banche consolidano le posizioni intragruppo e dichiarano le sole

## Credito bancario a favore di soggetti non bancari in determinate economie

Ai tassi di cambio costanti di fine 3° trimestre 2014

Grafico 6



<sup>1</sup> Credito totale espresso in dollari USA, al netto degli effetti di valutazione. <sup>2</sup> Indebitamento netto transfrontaliero (passività meno attività) delle banche situate nel paese nei confronti dell'insieme dei settori. Attività transfrontaliere nette delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di banche nel paese. <sup>3</sup> Attività transfrontaliere (compresi prestiti e disponibilità in titoli) delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di soggetti non bancari. <sup>4</sup> Attività transfrontaliere dirette più indebitamento transfrontaliero (ove positivo) delle banche nel paese, ipotizzando che il credito transfrontaliero ottenuto sia in ultima istanza incanalato ai soggetti non bancari nel paese.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; statistiche bancarie consolidate BRI; statistiche bancarie BRI su base locale.

le banche cinesi, a indicare che le iniziative delle autorità volte a inasprire le condizioni creditizie nel settore bancario hanno cominciato a produrre effetti.

attività verso mutuatari non collegati. Per le statistiche bancarie consolidate non è prevista una scomposizione per valute per cui, diversamente da quanto avviene per le statistiche su base locale, non è possibile calcolare le variazioni depurate dalle oscillazioni dei tassi di cambio.

Le attività transfrontaliere verso il Brasile sono calate di quasi il 2% nell'anno sino a fine settembre 2014 (grafico 4, quarto diagramma). Il credito transfrontaliero ai prenditori non bancari di questo paese ha segnato una moderazione negli ultimi tre anni, così come del resto il credito interno, che è andato gradualmente rallentando dopo essere cresciuto rapidamente in passato (grafico 6, diagrammi centrali).

In Turchia le dinamiche complessive delle attività transfrontaliere restano modeste (grafico 4, quarto diagramma), principalmente di riflesso alla bassa crescita del credito transfrontaliero diretto a favore di soggetti non bancari. Si è tuttavia osservata un'espansione leggermente più rapida dei finanziamenti "indiretti" al settore non bancario, comprendenti il credito transfrontaliero a favore delle banche nel paese (grafico 6, diagramma inferiori).

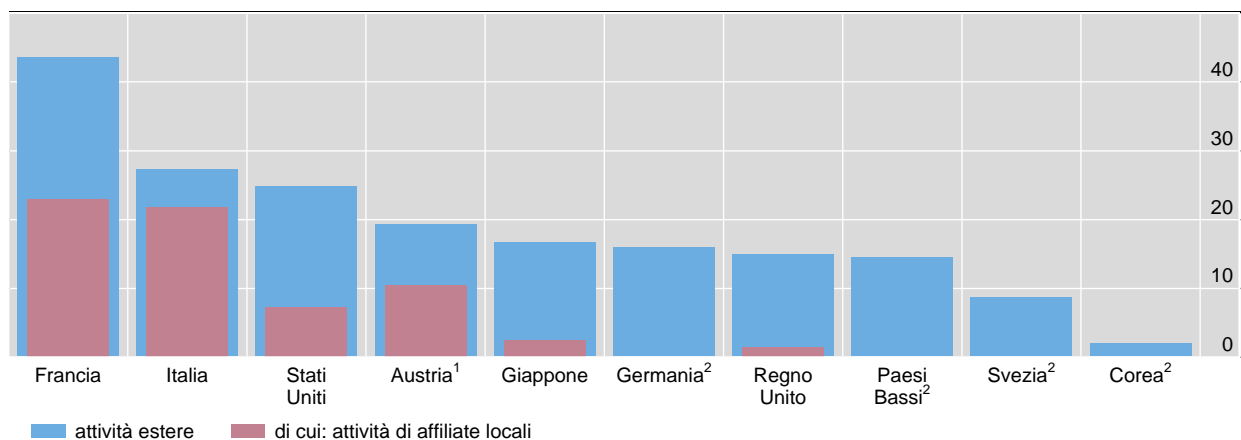
Il credito ai residenti russi (bancari e non bancari) è diminuito in misura considerevole nel terzo trimestre 2014, di fronte al calo dei corsi petroliferi e alle sanzioni economiche. Le attività verso la Russia si sono contratte di \$11 miliardi tra fine giugno e fine settembre 2014, portando a un calo cumulato del 15% sull'anno precedente (grafico 4, quarto diagramma). Oltre agli impieghi transfrontalieri, le banche con operatività internazionale presentano verso la Russia anche attività contabilizzate da affiliate in loco. In base alle statistiche bancarie consolidate, a fine settembre 2014 queste attività ammontavano a \$81 miliardi. Gran parte degli impieghi in essere a fine settembre era riconducibile ai sistemi bancari di Francia, Italia, Stati Uniti e Austria (grafico 7). Le banche francesi detenevano il volume maggiore di attività estere in essere nei confronti della Russia, pari a \$44 miliardi, seguite da quelle italiane e statunitensi con \$27 e 25 miliardi rispettivamente.

Le attività locali verso la Russia erano in ampia misura denominate in rubli. A loro volta, le attività locali in rubli risultavano finanziate perlopiù da passività verso residenti russi denominate nella stessa moneta. Sommando le attività transfrontaliere e quelle delle affiliate locali, a fine settembre 2014 le banche

## Attività estere (rischio ultimo) verso la Russia, in base alla nazionalità della banca dichiarante

A fine settembre 2014, in miliardi di dollari USA

Grafico 7



<sup>1</sup> Per le banche austriache, le attività locali corrispondono alle sole attività in rubli russi e non comprendono le attività in altre valute. <sup>2</sup> Per ragioni di riservatezza dei dati, non è riportato l'ammontare delle attività locali.

Fonti: statistiche bancarie consolidate BRI (tabelle 9D e 9E).

dichiaranti alla BRI presentavano verso la Russia un totale di \$196 miliardi di attività estere in base al rischio ultimo (ossia al netto di meccanismi di attenuazione del rischio di credito come garanzie reali e personali)<sup>8</sup>. Gli impieghi esteri delle banche francesi erano equamente ripartiti fra attività transfrontaliere e attività contabilizzate da affiliate locali in Russia, mentre quelli delle banche italiane erano in gran parte costituiti da attività locali. Per contro, le attività estere delle banche statunitensi constavano soprattutto di esposizioni transfrontaliere.

## I bassi premi a termine favoriscono le emissioni di debito

Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono state favorite dal rapido calo dei rendimenti sovrani, specialmente verso la fine del 2014<sup>9</sup>. Nel caso delle economie avanzate, il ritmo delle emissioni internazionali nette nel 2014 si è avvicinato a quello, rapido, osservato all'indomani della crisi finanziaria internazionale (grafico 8, diagramma in basso a sinistra). Quanto alle EME, il ritmo dei nuovi collocamenti si è mantenuto assai simile a quello degli anni precedenti (diagramma in basso a destra).

Come già negli ultimi anni, il vigore della moneta americana ha alimentato le emissioni in dollari USA<sup>10</sup>. Nel quarto trimestre 2014 i collocamenti di titoli di debito internazionali denominati in dollari USA, al netto dei rimborsi, sono ammontati a \$106 miliardi, quelli in euro ad appena \$9,8 miliardi. Le cifre corrispondenti per il 2014 nel suo insieme sono di \$650 miliardi per i collocamenti netti in dollari e \$5 miliardi per quelli in euro.

Gran parte della raccolta netta nei mercati internazionali dei titoli di debito è ascrivibile alle imprese non bancarie delle economie avanzate (grafico 8, diagramma in alto a sinistra). Per contro, nelle EME questo canale è stato utilizzato da tutti i prenditori, ossia banche, soggetti non bancari e amministrazioni pubbliche (grafico 8, diagramma in alto a destra). Una quota significativa dei titoli di debito internazionali emessi da prenditori dei mercati emergenti negli ultimi anni è ascrivibile alle imprese del settore del petrolio e del gas naturale<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Le attività transfrontaliere all'interno delle statistiche bancarie su base locale differiscono da quelle nelle statistiche bancarie consolidate, principalmente a causa della diversa popolazione segnalante e del trattamento delle attività intragruppo, che sono comprese nelle prime ed escluse dalle seconde.

<sup>9</sup> Cfr. BRI, "Ancora un'ondata di allentamento", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015.

<sup>10</sup> Cfr. B. Cohen, "Scelta della valuta di denominazione nelle emissioni obbligazionarie internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005, pagg. 57-61.

<sup>11</sup> Per maggiori dettagli, cfr. D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi e J. Kearns, "Petrolio e debito", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015 (versione integrale disponibile solo in inglese).

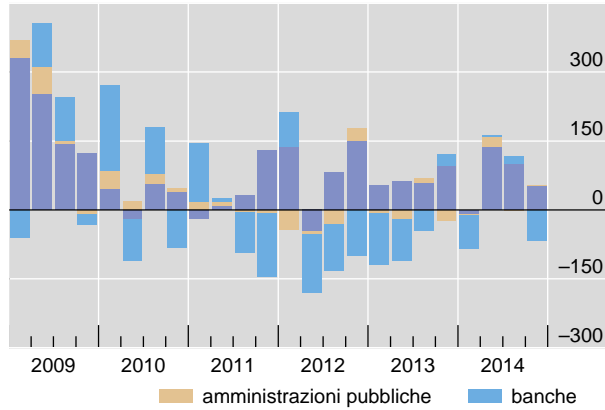
## Titoli di debito internazionali<sup>1</sup>

In miliardi di dollari USA

Grafico 8

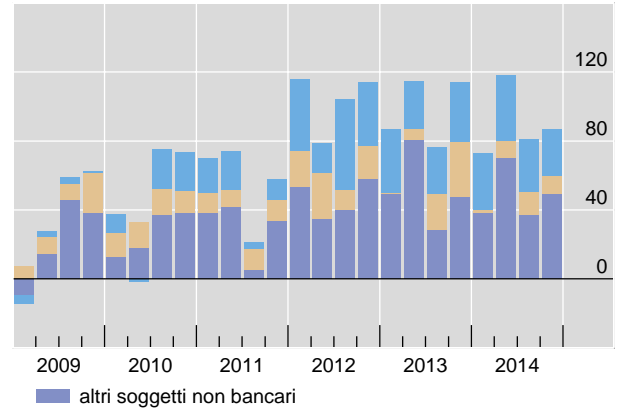
### Economie avanzate<sup>2</sup>

#### Emissioni nette

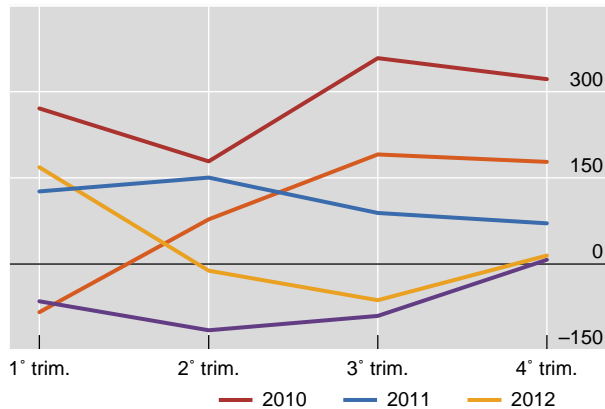


### Economie emergenti<sup>2,3</sup>

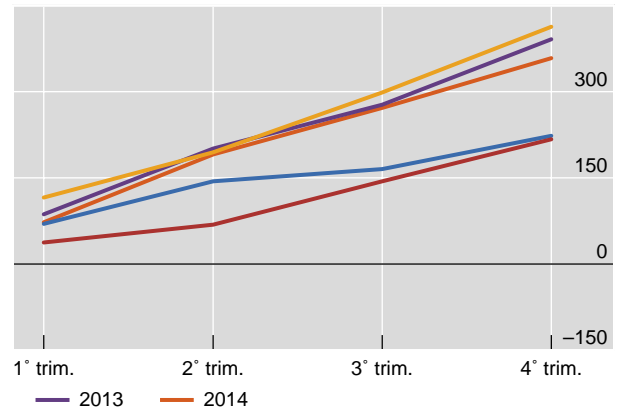
#### Emissioni nette



#### Emissioni nette cumulate<sup>4</sup>



#### Emissioni nette cumulate<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Titoli di ogni scadenza collocati dall'insieme degli emittenti, in base alla nazionalità dell'emittente. <sup>2</sup> Per l'elenco dei paesi, cfr. l'allegato statistico. <sup>3</sup> Compresi Hong Kong SAR e Singapore. <sup>4</sup> Emissioni trimestrali cumulate nette.

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

## Le mutevoli dinamiche dei flussi finanziari esercitano pressioni sui prenditori

I cambiamenti nei flussi internazionali del credito bancario e dei capitali possono incidere sui rischi per la stabilità finanziaria. Per individuare i rischi incipienti è utile analizzare indicatori di allerta precoce che rilevino i boom finanziari di proporzioni insolitamente ampie e le vulnerabilità aggregate a un rialzo dei tassi di interesse. Ciò detto, tali indicatori sono inevitabilmente soggetti a un considerevole margine di errore e vanno interpretati con grande cautela. Fra gli indicatori che si sono rivelati utili in passato figurano gli aumenti nel rapporto fra credito e PIL, la crescita dei prezzi degli immobili e gli indici del servizio del debito (incidenza sul reddito dei pagamenti per interessi e rimborso del capitale), tutti misurati in rapporto al trend

## Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie nazionali segnalano rischi per il futuro<sup>1</sup>

Tabella 1

	Gap credito/PIL <sup>2</sup>	Gap dei prezzi degli immobili <sup>3</sup>	Indice del servizio del debito (DSR) <sup>4</sup>	Indice del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse <sup>4,5</sup>
Asia <sup>6</sup>	18,9	10,6	3,6	5,7
Australia	-12,3	0,9	0,4	3,7
Brasile	11,7	-0,6	5,0	6,5
Canada	3,8	2,6	2,6	6,1
Cina	21,7	0,5	9,5	12,4
Corea	2,2	4,2	2,4	5,7
Europa centrale e orientale <sup>7</sup>	-12,3	7,4	1,2	2,6
Francia	3,2	-9,8	0,8	3,8
Germania	-8,2	8,3	-2,4	-0,6
Giappone	4,7	2,6	-2,8	-0,1
Grecia	-16,1	0,7		
India	-5,8		2,7	3,7
Italia	-7,7	-17,0	-0,1	1,9
Messico	3,3	-0,8	0,4	0,9
Paesi Bassi	-17,6	-21,2	1,5	6,2
Paesi nordici <sup>8</sup>	-0,7	0,5	2,5	6,5
Portogallo	-28,3	7,4	-3,6	-0,3
Regno Unito	-30,6	-4,2	-1,4	1,4
Spagna	-38,4	-29,3	-2,9	0,0
Stati Uniti	-14,4	-3,6	-1,9	0,4
Sudafrica	-3,8	-5,8	-0,8	0,2
Svizzera	11,5	10,9	1,5	4,5
Turchia	13,4		4,9	6,2
<i>Legenda</i>	<i>Gap credito/PIL &gt; 10</i>	<i>Gap prezzi immobili &gt; 10</i>	<i>DSR &gt; 6</i>	<i>DSR &gt; 6</i>
	<i>2 ≤ gap credito/PIL ≤ 10</i>		<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

<sup>1</sup> I valori soglia per le celle rosse sono selezionati riducendo al minimo i falsi allarmi a condizione di rilevare almeno due terzi delle crisi nell'arco di un orizzonte cumulato di tre anni. Il segnale è corretto se si verifica una crisi in uno qualunque dei tre anni successivi. Il rumore è misurato dalle previsioni errate al di fuori dell'orizzonte. Le celle beige per il gap credito/PIL si basano sulle indicazioni di Basilea 3 relative ai buffer patrimoniali anticiclici. Le celle beige per l'indice del servizio del debito si basano su soglie critiche utilizzando un orizzonte previsionale di due anni. Per il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai 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, 2011, pagg. 189-240. Per gli indici del servizio del debito, 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). <sup>2</sup> Scostamento del rapporto credito/PIL dal rispettivo trend di lungo periodo in tempo reale calcolato utilizzando un filtro HP unilaterale e un fattore di smussamento 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> Scostamento degli indici del servizio del debito dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi a partire dal 1985 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% (per la Russia e la Turchia sono considerati gli ultimi 10 anni), in punti percentuali. <sup>5</sup> Nell'ipotesi che i tassi sui prestiti aumentino di 2,50 punti percentuali (trasmissione integrale) e tutte le altre componenti dell'indice restino invariate. Poiché solo una parte delle consistenze in essere di credito è a tasso variabile, l'ipotesi della trasmissione integrale va interpretata come un'indicazione della variazione a lungo termine dell'indice. <sup>6</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; al netto di Filippine e Singapore per l'indice 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 del servizio del debito e le corrispondenti previsioni. <sup>8</sup> Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

di lungo periodo<sup>12</sup>. Per un certo numero di paesi questi indicatori segnalano un possibile accumulo di rischi (tabella 1)<sup>13</sup>.

Tipicamente i finanziamenti transfrontalieri alimentano le fasi ascendenti dei cicli finanziari interni e, quando finiscono per invertirsi, accentuano la successiva fase discendente<sup>14</sup>. L'attuale vigore dei flussi transfrontalieri di capitali verso la Cina e altre economie dell'Est asiatico potrebbe pertanto contribuire a rafforzare i boom congiunturali in questi paesi, sebbene – come già accennato – nel caso della Cina è possibile che si stia assistendo a un'inversione di tendenza. Un certo numero di paesi risulta inoltre potenzialmente vulnerabile a un aumento dei rendimenti obbligazionari globali, che potrebbe ad esempio verificarsi qualora le maggiori banche centrali comincino ad avviare l'uscita dall'orientamento attualmente accomodante delle politiche monetarie. Ciò si evince dall'ultima colonna della tabella 1, che stima per gli indici del servizio del debito l'aumento di lungo periodo che potrebbe scaturire da un rialzo di 250 punti base nei costi del debito in essere, nell'ipotesi che le altre componenti dell'indice per il servizio del debito rimangano invariate.

<sup>12</sup> Cfr. M. Drehmann e M. Juselius, "Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements", *BIS Working Papers*, n. 421, agosto 2013; nonché 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).

<sup>13</sup> Per un approfondimento, cfr. BRI, *84ª Relazione annuale*, giugno 2014, Capitolo IV.

<sup>14</sup> Cfr. S. Avdjiev, R. McCauley e P. McGuire, "Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia", *BIS Working Papers*, n. 377, aprile 2012.



## Emissioni azionarie e acquisti di azioni proprie

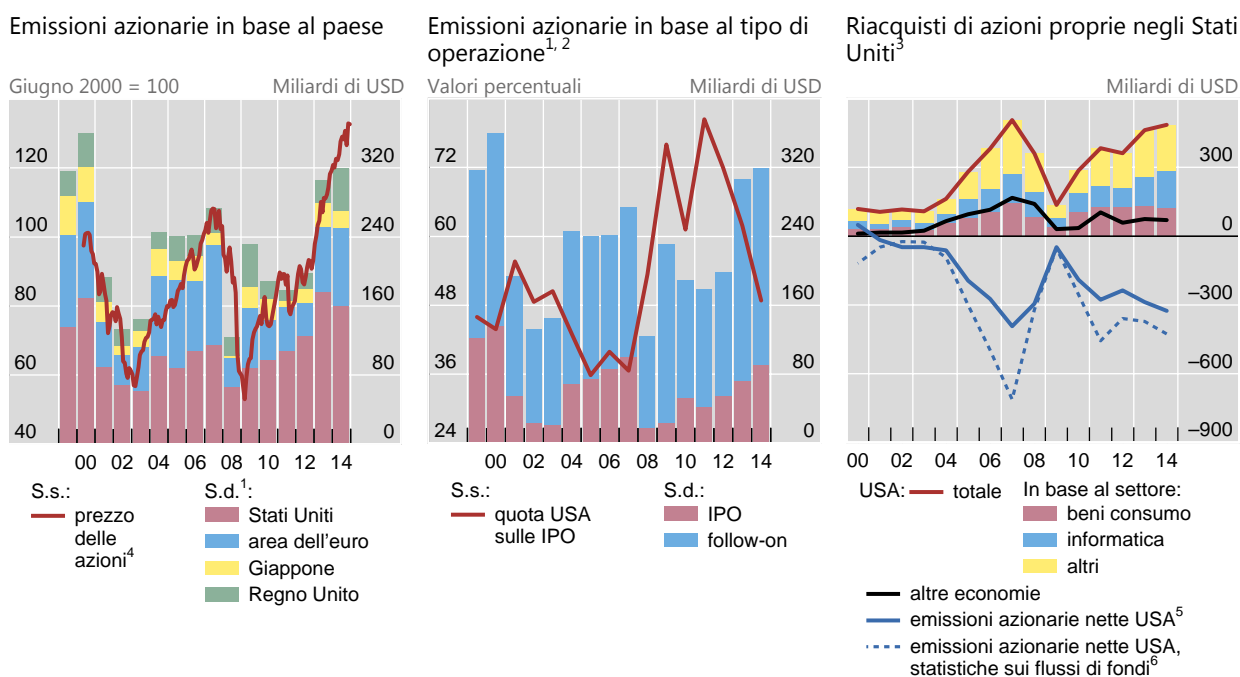
Adrian van Rixtel e Alan Villegas

Negli ultimi anni le imprese non finanziarie hanno emesso ingenti quantitativi di azioni in termini *lordi*. Nel contesto di rialzo dei mercati azionari, le imprese delle quattro principali economie avanzate – Stati Uniti, area dell'euro, Giappone e Regno Unito – hanno raccolto \$625 miliardi di nuovo capitale nel 2013-14, il 66% in più rispetto ai due anni precedenti (grafico A, diagramma di sinistra). Queste emissioni sono riconducibili per oltre la metà alle società non finanziarie statunitensi e per circa un quarto a quelle dell'area dell'euro. Le emissioni da parte di aziende già quotate (c.d. "follow-on") rappresentavano il 74% del totale (grafico A, diagramma centrale), le offerte pubbliche iniziali (IPO) il 26%, una percentuale analoga a quella dei due anni precedenti. Le società non finanziarie degli Stati Uniti si sono confermate leader nelle IPO, ma la loro quota è diminuita bruscamente, dal 70% circa di fine 2012 ad appena sotto il 50% a fine 2014 (grafico A, diagramma centrale, linea rossa); le imprese britanniche in particolare hanno invece guadagnato preminenza.

Sebbene le società non finanziarie statunitensi abbiano raccolto ingenti volumi di capitale fresco, in termini netti l'apporto di capitale è di fatto *calato*, poiché i riacquisti di azioni proprie o buyback hanno superato le nuove emissioni. In effetti, dopo un repentino aumento, nel 2014 i buyback si sono avvicinati al loro picco pre-crisi (grafico A, diagramma di destra, linea rossa). Nel biennio 2013-14 i riacquisti di azioni proprie sono stati pari a quasi \$950 miliardi. Di conseguenza, il corrispondente capitale azionario si è ridotto in termini netti di almeno

### Boom delle emissioni azionarie e dei riacquisti di azioni proprie

Grafico A



<sup>1</sup> Da parte di società non finanziarie (SNF), al netto delle azioni privilegiate e degli strumenti convertibili. <sup>2</sup> Somma di area dell'euro, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. <sup>3</sup> Da parte delle società non finanziarie comprese negli indici S&P 1500 (Stati Uniti), EURO STOXX Total Market Index, TOPIX e FTSE All-Share Index (altre economie). <sup>4</sup> Prezzo di chiusura degli indici azionari S&P 1500, EURO STOXX 50, TOPIX e FTSE All-Share, media ponderata in base alla capitalizzazione di mercato dei rispettivi indici; medie mensili di dati giornalieri. <sup>5</sup> Emissioni azionarie (al netto delle azioni privilegiate e degli strumenti convertibili) da parte delle SNF statunitensi, meno acquisti di azioni proprie da parte delle società non finanziarie comprese nell'indice S&P 1500. <sup>6</sup> Da parte delle SNF, secondo quanto riportato nelle statistiche della Federal Reserve sui flussi di fondi (Z.1, tabella F.102, riga 39); i dati per il 2014 arrivano al 3° trimestre.

Fonti: Bloomberg; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

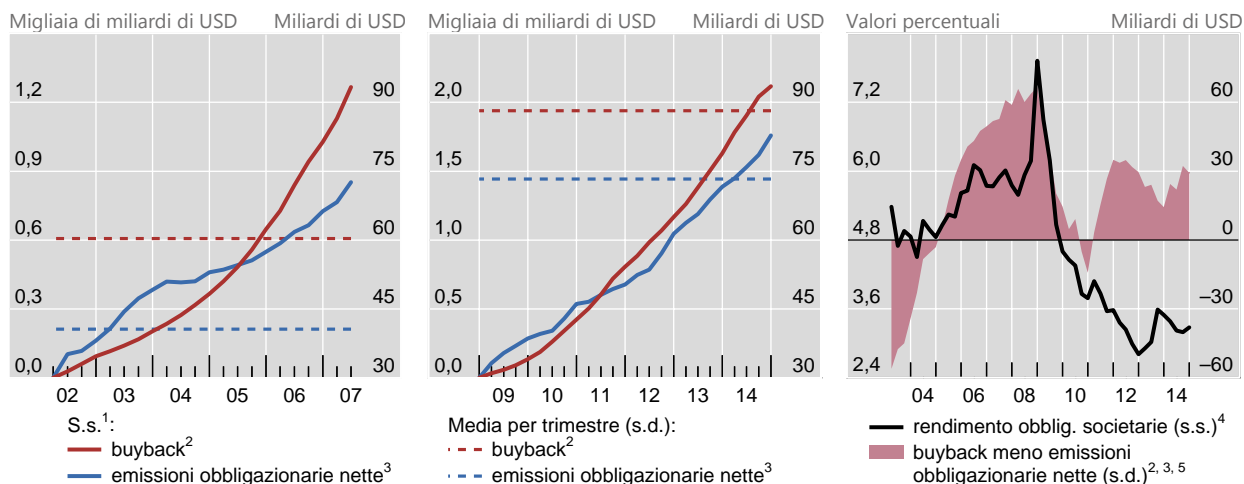
## Negli Stati Uniti emissioni obbligazionarie e riacquisti di azioni proprie vanno di pari passo

Grafico B

2° trimestre 2002-2° trimestre 2007

1° trimestre 2009-4° trimestre 2014

Riacquisti di azioni proprie e costi del finanziamento mediante debito



<sup>1</sup> Importi cumulati. <sup>2</sup> Da parte di società non finanziarie comprese nell'indice S&P 1500. <sup>3</sup> Emissioni nette (emissioni lorde meno rimborsi) di obbligazioni nazionali e internazionali da parte di società non finanziarie (SNF) statunitensi e da società finanziarie non bancarie di proprietà di SNF. <sup>4</sup> Rendimento a scadenza di un indice di debito investment grade denominato in dollari USA ed emesso pubblicamente da società non finanziarie nel mercato interno statunitense; medie trimestrali di dati giornalieri. <sup>5</sup> Media mobile di otto trimestri.

Fonti: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Dealogic; elaborazioni BRI.

\$610 miliardi (grafico A, diagramma di destra, linea blu). Questo dato, poi, è stimato per difetto, poiché deriva dal confronto fra il capitale totale raccolto dal settore aggregato delle società non finanziarie statunitensi (rilevato da Dialogic) e i riacquisti di azioni proprie delle sole società non finanziarie comprese nell'indice S&P 1500. Le statistiche ufficiali statunitensi sui flussi di fondi, che coprono tutte le società non finanziarie negli Stati Uniti e sono più ampie da un punto di vista metodologico, evidenziano in effetti un calo più pronunciato del capitale raccolto su base netta nel 2013-14 (grafico A, diagramma di destra, linea blu tratteggiata)①.

A partire dalla metà degli anni ottanta le imprese sono ricorse in misura crescente ai buyback, anziché al versamento di dividendi, quale forma di remunerazione del capitale②. Inizialmente tale scelta era motivata da considerazioni fiscali e dalla volontà di proteggersi da scalate ostili, sebbene i riacquisti di azioni proprie fossero utilizzati dalla direzione anche per segnalare la sottovalutazione dell'azienda③. Più di recente, tuttavia, i buyback si sono associati alle politiche di remunerazione della direzione, alla riduzione dei flussi di cassa liberi e a vere e proprie operazioni di sostegno al prezzo del titolo. Essi hanno ormai superato i dividendi aggregati quale forma principale di remunerazione del capitale negli Stati Uniti. Il ricorso attivo a queste operazioni in Europa è un fenomeno molto più recente. Malgrado la crescita più rapida registrata nell'arco dell'ultimo decennio, il valore dei riacquisti di azioni proprie delle aziende europee equivale ancora a una piccola parte di quello delle omologhe statunitensi. L'importo totale dei buyback di società non finanziarie comprese negli indici generali del mercato azionario per l'area dell'euro, il Regno Unito e il Giappone era pari a \$145 miliardi nel 2013-14 (grafico A, diagramma di destra), appena un settimo di quello delle società statunitensi. Il 30% circa dei riacquisti totali di azioni proprie negli Stati Uniti era riconducibile ai colossi dell'informatica, come Apple, IBM, Cisco, Oracle e Microsoft (grafico A, diagramma di destra).

I boom dei riacquisti di azioni proprie negli Stati Uniti si sono di norma verificati in concomitanza con impennate delle emissioni obbligazionarie nette, a indicare che sono stati finanziati almeno in parte da tali emissioni. Negli ultimi 15 anni ve ne sono stati due, uno nel 2° trimestre 2002-2° trimestre 2007 e uno nel 1° trimestre 2009-4° trimestre 2014 (grafico B, diagrammi di sinistra e centrale). Durante entrambi gli episodi le emissioni obbligazionarie nette sono andate di pari passo con i buyback totali (linee blu e rossa) e sono state

favorite da tassi di interesse bassi o in calo (grafico B, diagramma di destra). Nel complesso, il grafico B indica che quando i costi di finanziamento mediante emissione di debito sono favorevoli e i mercati azionari in rialzo, le imprese non finanziarie statunitensi ricorrono massicciamente all'emissione di obbligazioni e utilizzano parte dei ricavi per finanziare riacquisti di azioni proprie. Durante il 2009-14 l'importo medio trimestrale delle emissioni obbligazionarie nette è stato quasi doppio rispetto a quello del precedente boom (grafico B, diagrammi di sinistra e centrale, linee blu tratteggiate). In questo periodo le società non finanziarie statunitensi hanno riacquistato \$2 100 miliardi di azioni proprie e collocato su base netta \$1 800 miliardi di obbligazioni, a fronte di \$1 300 miliardi e \$850 miliardi rispettivamente nel 2002-07.

① Il calcolo qui effettuato non tiene conto degli effetti (positivi) sulle emissioni nette prodotti dall'esercizio di stock option né di quelli (negativi) prodotti da fusioni e acquisizioni finanziate mediante debito o mezzi liquidi. Gli effetti del secondo tipo sono probabilmente all'origine del maggiore calo delle emissioni nette di azioni riportato dalle statistiche statunitensi sui flussi di fondi. ② Cfr. BCE, "Operazioni di riacquisto di azioni proprie nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, maggio 2007, pagg. 107-115; e D. Skinner, "The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 87, 2008, pagg. 582-609. ③ Sull'ipotesi della "segnalazione", cfr. T. Vermaelen, "Common stock repurchases and market signalling", *Journal of Finance*, vol. 53, 1981, pagg. 139-183.