

Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali¹

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. Sulla base di questi dati essa stima indicatori delle condizioni di liquidità globali e indicatori di allerta precoce dei rischi di crisi finanziarie. Questo capitolo analizza gli andamenti recenti di tali indicatori e offre una sintesi degli ultimi dati relativi ai mercati bancari internazionali, disponibili fino a marzo 2015, e alle emissioni di titoli di debito internazionali, disponibili fino a giugno 2015. Un riquadro fornisce maggiori dettagli sulle posizioni in valuta nazionale ed estera nei confronti della Cina nel primo trimestre 2015.

In breve

- Le condizioni di liquidità globali sono state molto favorevoli nei primi mesi del 2015 per i prestatori nelle economie avanzate, mentre nelle economie emergenti (EME) si sono osservati segnali di indebolimento. Nelle economie avanzate è stata particolarmente sostenuta la crescita dei finanziamenti in euro erogati dalle banche o raccolti sui mercati dei capitali. Nel contempo i finanziamenti internazionali a favore di varie EME, in particolare Cina e Russia, hanno rallentato o sono divenuti negativi.
- A fine marzo 2015 i finanziamenti in dollari USA a favore di prestatori non bancari residenti al di fuori degli Stati Uniti erano pari a \$9 600 miliardi, quelli corrispondenti in euro a favore di prestatori residenti fuori al di fuori dell'area dell'euro si attestavano a \$2 800 miliardi.
- Le attività transfrontaliere globali delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a espandersi agli inizi del 2015, aumentando di \$748 miliardi al netto degli effetti di cambio tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015.
- Le emissioni di titoli di debito internazionali sono rimaste vigorose, pari su base netta a \$225 miliardi nel primo trimestre 2015 e a \$219 miliardi nel secondo.
- Le attività transfrontaliere denominate in euro e le attività verso l'area dell'euro hanno registrato un'impennata nel primo trimestre 2015. Oltre la metà dell'aumento denominato in euro è stato diretto a mutuatari non

¹ Questo articolo è stato redatto da Ben Cohen (ben.cohen@bis.org) e Catherine Koch (catherine.koch@bis.org). Stephan Binder, Sebastian Göhrlich, Branimir Gručić e Jeff Slee hanno fornito l'assistenza statistica.

bancari e circa la metà proveniva da creditori interni all'area. La Grecia ha rappresentato un'eccezione di rilievo: i prestiti transfrontalieri ai residenti nel paese, perlopiù denominati in euro, sono scesi di \$22 miliardi tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015.

- Il credito bancario transfrontaliero alle EME si è contratto di \$52 miliardi su base depurata degli effetti di cambio nel primo trimestre 2015.
- Il credito alla Cina è diminuito per il secondo trimestre consecutivo, portando quasi a zero il tasso di crescita annuale.
- Le attività transfrontaliere verso la Russia e l'Ucraina hanno registrato un ulteriore calo trimestrale, con un'accelerazione dei rispettivi tassi di contrazione annui al 29 e al 48%.
- Le emissioni nette di titoli di debito di prenditori delle economie avanzate sono cresciute al ritmo più elevato da prima della Grande Crisi Finanziaria del 2007-09, portandosi a \$247 miliardi nella prima metà del 2015. Nello stesso periodo i collocamenti effettuati dai mutuatari delle EME al netto dei rimborsi sono stati pari a \$137 miliardi, registrando un tasso di crescita ben più moderato rispetto ai tre anni precedenti.
- Gli indicatori di allerta precoce segnalano per alcune importanti EME il persistere di vulnerabilità connesse a un eccesso di debito.

Andamenti recenti nei mercati bancario e dei titoli di debito internazionali

Nonostante gli episodi di volatilità nei mercati mobiliari e in quelli delle materie prime (cfr. "Ancora un'ondata di allentamento", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2015), l'attività finanziaria internazionale si è rafforzata nei primi mesi del 2015. Stando alle statistiche bancarie BRI su base locale (locational banking statistics, LBS)², gli impieghi bancari internazionali sono cresciuti di quasi il 6%³ tra il primo trimestre 2014 e il corrispondente periodo del 2015 (grafico 1, diagramma superiore) e di quasi il 3% nel solo primo trimestre 2015. Le attività nei confronti di prenditori non bancari sono aumentate di \$626 miliardi nel primo trimestre al netto degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, mentre quelle verso le banche sono salite di \$218 miliardi. Al contempo, come segnalato dalle statistiche

² Le LBS 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 attività internazionali comprendono tutte le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI e le loro attività locali in valuta estera. Per una descrizione dei miglioramenti apportati di recente alle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale, cfr. S. Avdjiev, P. McGuire e P. Wooldridge, "Miglioramento delle statistiche per l'analisi dell'attività bancaria internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015.

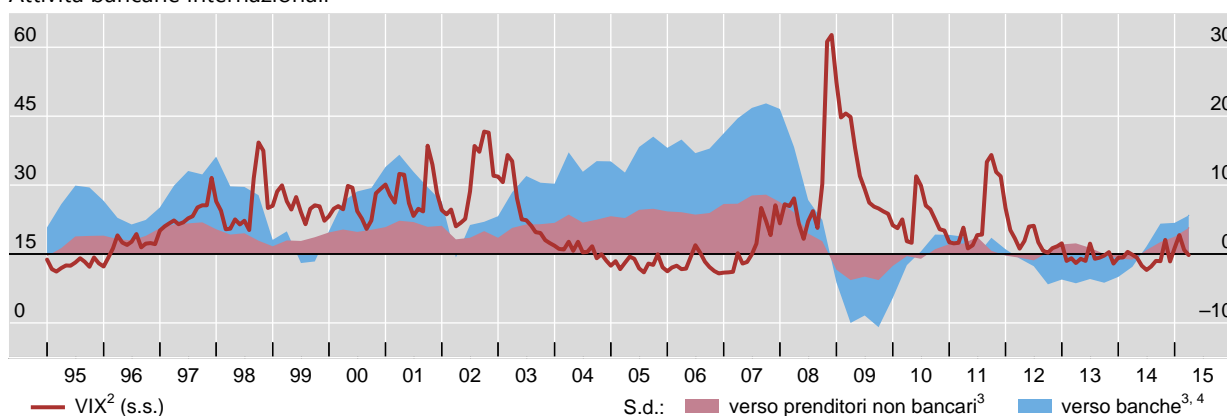
³ Le variazioni percentuali annue sono calcolate come somma delle variazioni rispetto ai quattro trimestri precedenti, depurate degli effetti di cambio e delle discontinuità nelle serie, divisa per l'ammontare in essere un anno prima.

Credito bancario internazionale, titoli di debito internazionali e volatilità

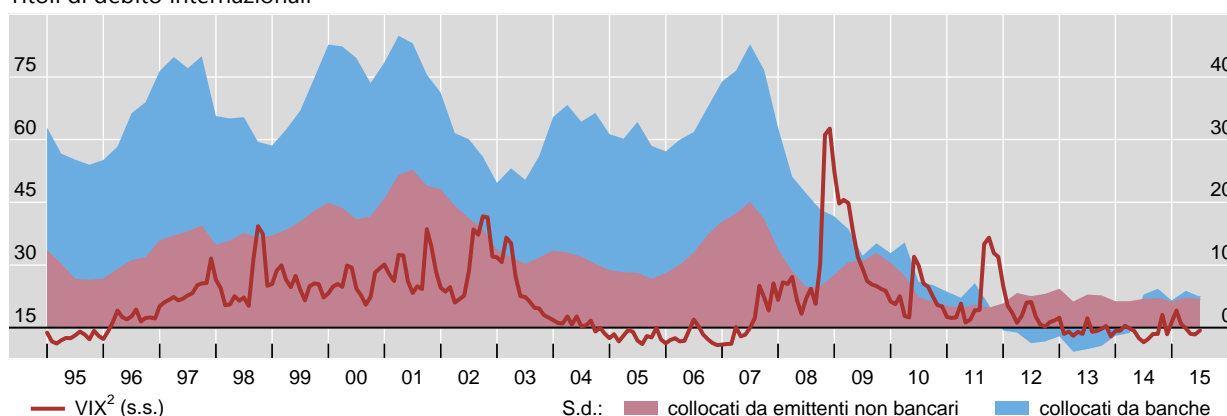
Volatilità (s.s.) e variazione annua (s.d.), in percentuale

Grafico 1

Attività bancarie internazionali¹



Titoli di debito internazionali⁵



Per maggiori informazioni sugli indicatori BRI della liquidità globale, cfr. www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Attività transfrontaliere più attività locali in valuta estera delle banche partecipanti alla segnalazione delle LBS. ² VIX si riferisce al Market Volatility Index della Chicago Board Options Exchange, che misura la volatilità implicita nelle opzioni sull'indice S&P 500. ³ Contributo alla variazione percentuale annua del credito all'insieme dei settori. ⁴ Compresa le operazioni intragruppo. ⁵ Emissioni nette. Insieme dei titoli di ogni tipo e scadenza collocati da tutti gli emittenti.

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

BRI sui titoli di debito internazionali (international debt securities statistics, IDS)⁴, le emissioni nette hanno continuato ad aumentare al ritmo sostenuto osservato dalla fine della Grande Crisi Finanziaria (grafico 1, diagramma inferiore). I collocamenti netti totali sono ammontati a \$188 miliardi nel primo trimestre 2015 e a \$198 miliardi nel secondo, a fronte di \$509 miliardi per l'insieme del 2014.

La crescita vigorosa dell'attività di finanziamento internazionale nel suo complesso cela importanti cambiamenti nella composizione dei finanziamenti, in

⁴ La BRI definisce gli IDS come titoli emessi da non residenti in tutti i mercati. Un titolo di debito è classificato come IDS se una qualunque delle seguenti caratteristiche non corrisponde al paese di residenza dell'emittente: paese di registrazione del titolo, diritto applicabile all'emissione oppure mercato di quotazione del titolo. Cfr. B Gručić e P Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012. Le statistiche IDS presentano una scomposizione sia per nazionalità sia per residenza dell'emittente, nonché ulteriori dimensioni quali tipologia, settore, valuta e scadenza del titolo, su base trimestrale.

particolare per quanto riguarda la ripartizione fra economie avanzate ed emergenti. Stando alle LBS, le attività bancarie transfrontaliere verso le economie avanzate sono aumentate di \$738 miliardi (al netto degli effetti di cambio) nel primo trimestre 2015, registrando un incremento del 6% su base annua. L'aumento del credito nel trimestre in rassegna è stato trainato dalla crescita particolarmente sostenuta degli impieghi nei confronti dei paesi europei e del Giappone. Per contro, il credito transfrontaliero alle EME si è contratto di \$52 miliardi nel primo trimestre, con una crescita di appena lo 0,5% sull'anno precedente. Il credito alla Cina, dopo diversi trimestri di rapida espansione, ha iniziato a ridursi verso la fine del 2014 e ha sostanzialmente ristagnato nell'anno fino a marzo 2015.

Le economie avanzate ed emergenti hanno altresì evidenziato differenze per quanto riguarda l'attività di emissione di titoli di debito internazionali. Il database IDS indica che le emissioni nette delle economie avanzate sono tornate a registrare un ritmo sostenuto nei primi due trimestri 2015, dopo alcuni anni di collocamenti netti modesti o negativi. Per converso, la raccolta netta delle EME ha rallentato il passo.

Il resto del presente capitolo analizza questi andamenti in maggiore dettaglio sulla base delle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale e sui titoli di debito internazionali, nonché degli indicatori BRI della liquidità globale (global liquidity indicators, GLI). Esso si conclude con una breve rassegna delle tendenze recenti nelle dinamiche del credito e degli indici del servizio del debito (debt service ratios, DSR) nelle principali economie avanzate ed emergenti.

Credito globale in valuta estera al settore non finanziario

Il credito globale in dollari USA e in euro a favore di prenditori non finanziari *non residenti* negli Stati Uniti e nell'area dell'euro ha continuato a crescere più rapidamente di quello concesso ai mutuatari non finanziari *residenti* (grafico 2).

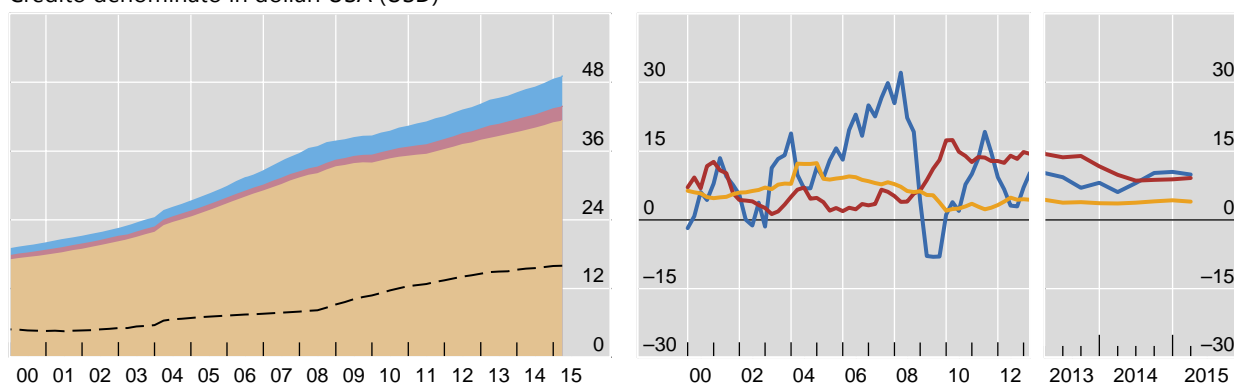
In base ai GLI il credito in dollari USA ai prenditori *non bancari* esterni agli Stati Uniti ammontava a \$9 600 miliardi alla fine del primo trimestre 2015. Escludendo da questo dato i soggetti finanziari non bancari, il credito totale in dollari USA a mutuatari *non finanziari* risultava pari a \$7 800 miliardi (grafico 2, diagramma in alto a sinistra). Quest'ultima categoria di prenditori ha ricevuto prestiti bancari in dollari per \$5 300 miliardi, in aumento di quasi il 10% su base annua, ed emesso titoli di debito per \$2 500 miliardi, che hanno portato la crescita annuale delle consistenze in essere al 9% (grafico 2, diagramma in alto a destra). Entrambe queste componenti del finanziamento sono cresciute più rapidamente del credito in dollari USA verso soggetti non finanziari *residenti* negli Stati Uniti (aumentato del 4%). Questi tassi di crescita risultano alquanto stabili da diversi anni.

A fine marzo 2015 il credito in euro ai prenditori *non bancari* residenti al di fuori dell'area dell'euro ammontava a \$2 800 miliardi. Escludendo anche in questo caso i prenditori finanziari non bancari, il credito totale in euro a mutuatari *non finanziari* risultava pari a \$2 100 miliardi, composti da \$1 200 miliardi di prestiti bancari e \$915 miliardi di titoli di debito (grafico 2, diagramma centrale di sinistra). Le consistenze in essere delle obbligazioni denominate in euro emesse da soggetti non finanziari non residenti sono balzate di quasi il 14% su base annua, sospinte in parte da un marcato aumento netto dei collocamenti in euro da parte di imprese non finanziarie statunitensi. I prestiti bancari in euro a favore di prenditori non

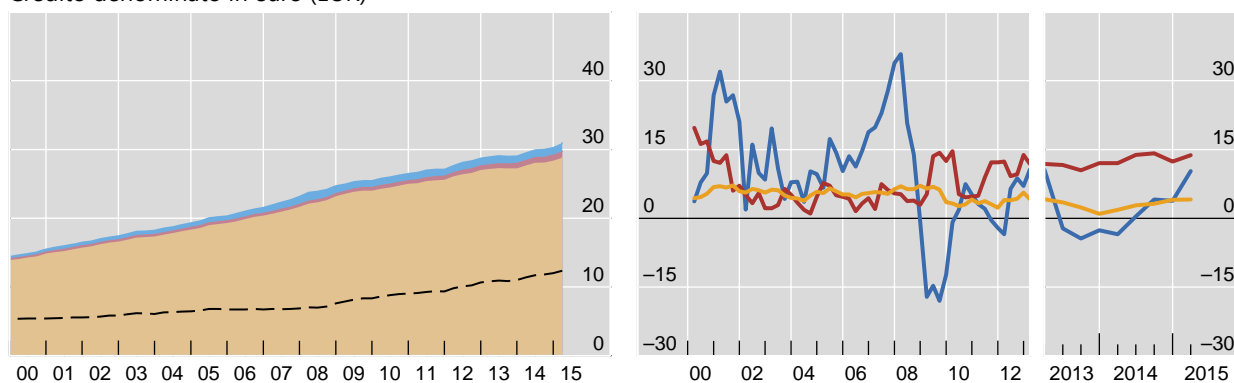
Importi in essere¹ (migliaia di mdi di USD)

Variazione annua (in percentuale)

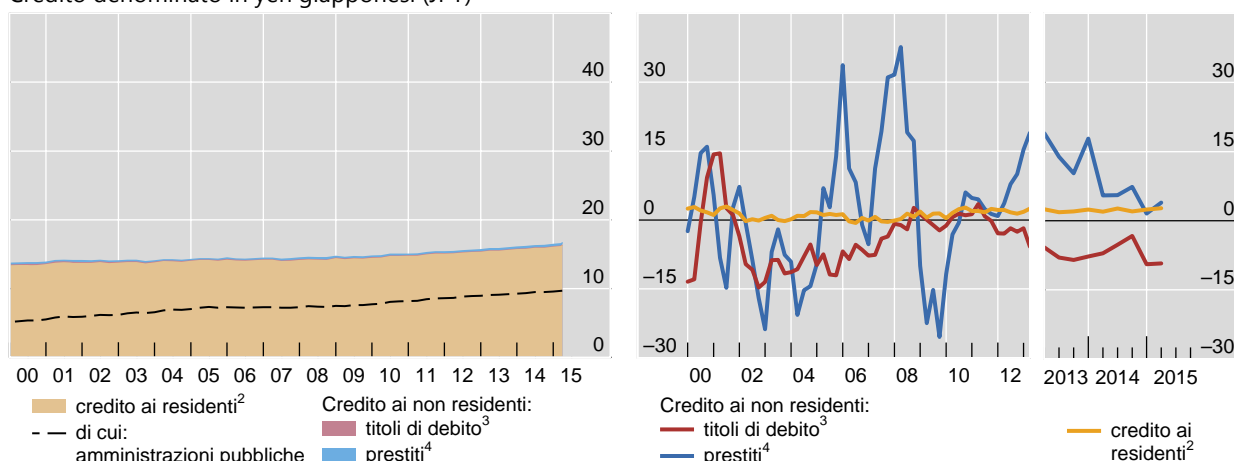
Credito denominato in dollari USA (USD)



Credito denominato in euro (EUR)



Credito denominato in yen giapponesi (JPY)



Per maggiori informazioni sugli indicatori BRI della liquidità globale, cfr. www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Importi in essere a fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari al tasso di cambio prevalente a fine marzo 2015. ² Credito a favore di prenditori non finanziari residenti negli Stati Uniti/nell'area dell'euro/in Giappone. I dati dei conti finanziari nazionali sono corretti utilizzando le statistiche BRI sull'attività bancaria e i titoli di debito al fine di eliminare il credito denominato in monete diverse da quella locale. ³ 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 da istituzioni dell'Unione europea. ⁴ I prestiti a favore di prenditori non bancari, compresi soggetti finanziari non bancari, erogati dalle banche partecipanti alla segnalazione delle LBS comprendono prestiti transfrontalieri e prestiti locali. Per i paesi che non partecipano alla segnalazione delle LBS, i prestiti locali in USD/EUR/JPY sono stimati come segue: per la Cina, i prestiti locali in valuta estera sono ricavati dai dati nazionali e si presume siano denominati per l'80% in USD, per il 10% in EUR e per il 10% in JPY; per ciascuno degli altri paesi non partecipanti alla segnalazione, i prestiti locali a prenditori non bancari sono posti pari ai prestiti transfrontalieri erogati dalle banche dichiaranti alle banche del paese in questione (denominati in USD/EUR/JPY), nell'ipotesi che i corrispondenti fondi siano veicolati a soggetti non bancari.

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

finanziari non residenti nell'area, che per gran parte del 2013 si erano contratti, sono tornati ad aumentare nel primo trimestre 2014 e sono saliti del 10% nell'anno fino a marzo 2015 (grafico 2, diagramma centrale di destra). La crescita dei finanziamenti in euro veicolati sia dalle banche sia dai mercati dei capitali al settore non finanziario non residente ha di gran lunga superato quella del credito a favore dei *residenti* del settore non finanziario dell'area dell'euro, attestatasi al 4%.

Il credito in yen a mutuatari non finanziari non residenti in Giappone era costituito a fine marzo 2015 da \$347 miliardi di prestiti bancari e da \$66 miliardi di titoli di debito. I prestiti bancari sono aumentati del 4% nell'anno fino a marzo 2015, mentre lo stock di titoli di debito in essere si è contratto del 9,3% nello stesso periodo (grafico 2, diagrammi inferiori).

Credito transfrontaliero globale

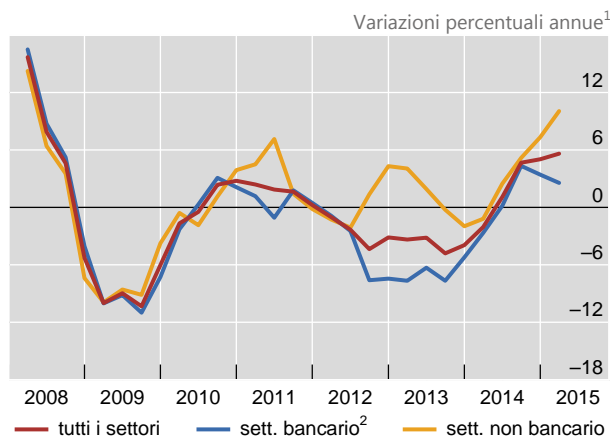
L'espansione del credito transfrontaliero globale iniziata nel secondo trimestre 2014 ha registrato un'accelerazione nei primi tre mesi del 2015. Stando alle LBS, le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono cresciute di \$748 miliardi tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015, facendo salire il tasso di crescita annuo a quasi il 6% (grafico 3, diagramma di sinistra)⁵.

L'aumento di \$563 miliardi delle attività transfrontaliere nei confronti di *soggetti non bancari* ha rappresentato oltre tre quarti della crescita globale nel primo trimestre 2015 e spinto al 10% il tasso di crescita annuo (grafico 3, diagramma di sinistra). Al contempo i prestiti alle *banche* risultavano aumentati di \$132 miliardi a

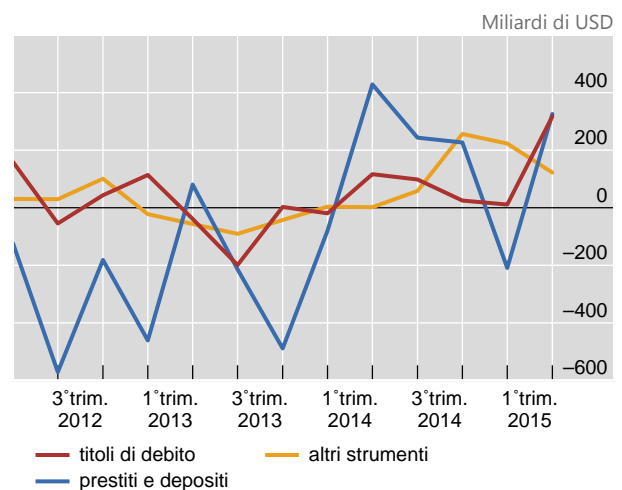
Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI

Grafico 3

In base al settore del mutuatario



In base allo strumento



¹ 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. ² 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.

⁵ Tutti i dati sulle variazioni trimestrali e annuali degli impieghi bancari sono depurati degli effetti dei tassi di cambio e delle discontinuità nelle serie.

fine marzo 2015, controbilanciando il calo di entità analoga del trimestre precedente. Il tasso di crescita annuo dei prestiti interbancari transfrontalieri è sceso a meno del 2% a fine marzo 2015.

Il recupero dell'attività bancaria internazionale ha interessato tutti i principali strumenti. Gli aumenti dei titoli di debito detenuti dalle banche e dei prestiti bancari hanno contribuito in misura pressoché eguale all'espansione complessiva delle attività transfrontaliere (grafico 3, diagramma di destra). Tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015 l'ammontare in essere dei prestiti è cresciuto di \$319 miliardi, mentre i titoli di debito detenuti dalle banche sono aumentati di \$318 miliardi. I più recenti incrementi trimestrali dei prestiti transfrontalieri e dei titoli di debito detenuti dalle banche hanno portato a \$1 000 e \$570 miliardi rispettivamente gli aumenti annui di queste due categorie cumulati da inizio 2014.

Composizione per valute del credito bancario transfrontaliero

L'espansione del credito transfrontaliero aggregato tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015 è principalmente riconducibile all'impennata di \$536 miliardi degli impieghi *denominati in euro*. In base alle LBS questo aumento ha fatto salire il tasso di crescita annuo delle attività denominate in euro al 9% (grafico 4, diagramma di sinistra). Tale aumento è acrivibile per oltre due terzi (70%) all'incremento dei prestiti e per il 18% alla crescita dei titoli di debito detenuti dalle banche. Ai prenditori non bancari è fluito il 49% dell'incremento degli impieghi denominati in euro, riconducibile per circa la metà (53%) a banche situate nell'area dell'euro e per il 31% a banche con sede nel Regno Unito.

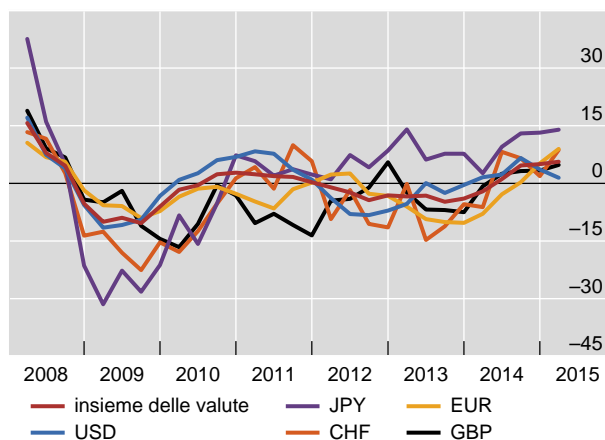
Nel primo trimestre 2015 le attività denominate in *dollari USA* sono aumentate di \$54 miliardi. L'incremento di \$156 miliardi delle posizioni bancarie in titoli di debito denominati in dollari USA ha più che compensato il calo di \$99 miliardi dei prestiti. Gli impieghi denominati in sterline (\$60 miliardi) e in franchi svizzeri (\$32 miliardi) sono parimenti aumentati, facendo salire i rispettivi tassi di crescita

Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI

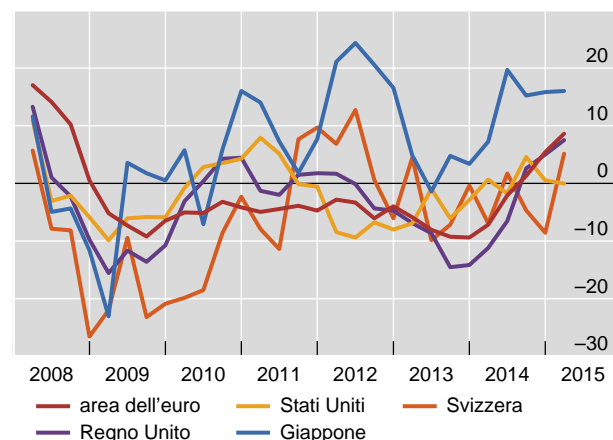
Variazioni percentuali annue¹

Grafico 4

In base alla valuta di denominazione



In base alla residenza del mutuatario



¹ 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.

annui al 5 e 9%. Il credito transfrontaliero denominato in yen è diminuito nel trimestre (di \$10 miliardi), ma il tasso di crescita annuo è rimasto elevato, al 14%.

Credito alle economie avanzate

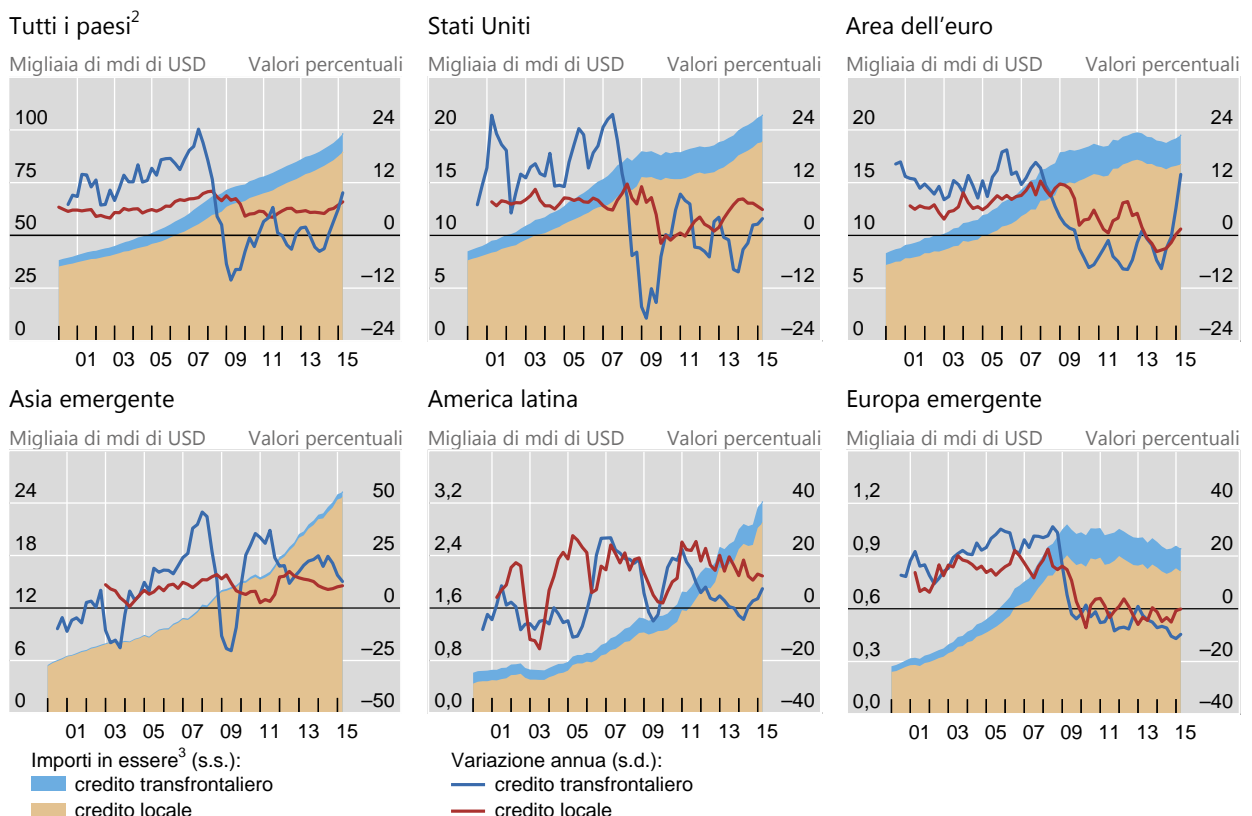
Stando ai GLI, nel primo trimestre 2015 il credito transfrontaliero ai *soggetti non bancari* è aumentato a un ritmo lievemente superiore rispetto a quello interno agli stessi prenditori, e ciò per la prima volta dalla crisi finanziaria (grafico 5, diagramma in alto a sinistra). Questo sorpasso è degno di nota: l'esperienza mostra che il credito transfrontaliero tende ad amplificare le condizioni del credito interno, in quanto la componente transfrontaliera cresce più rapidamente nelle fasi di boom finanziario e più lentamente, talora fino a contrarsi, in quelle di bust. Il quadro, tuttavia, era assai diverso a seconda dei paesi e delle regioni.

L'aumento nel primo trimestre ha perlopiù rispecchiato le rapide dinamiche del credito transfrontaliero alle economie avanzate, ma anche all'interno di questa categoria i dati aggregati celano un'elevata eterogeneità. L'espansione del credito

Credito bancario globale a favore di soggetti non bancari, in base alla regione del prenditore

Credito bancario transfrontaliero e credito bancario locale in tutte le valute¹

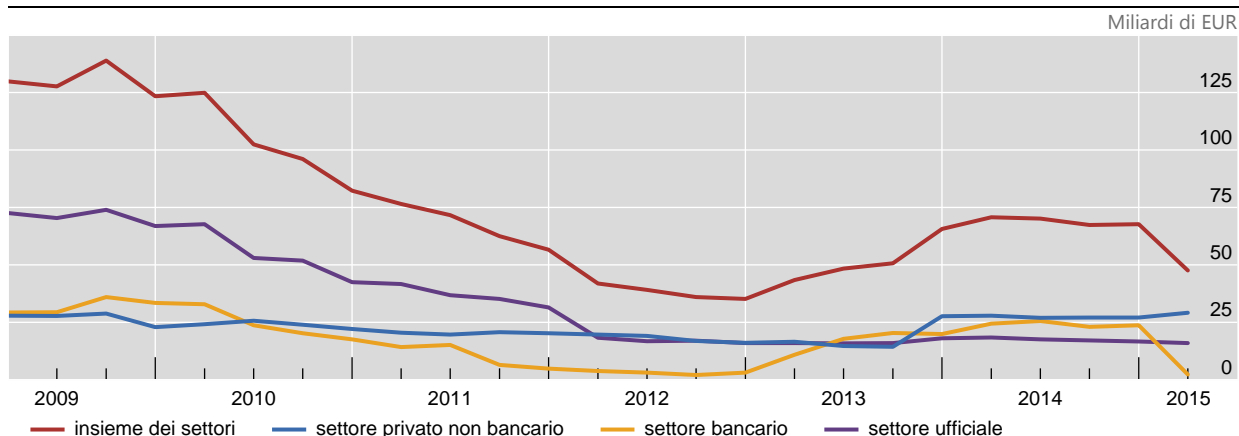
Grafico 5



Per maggiori informazioni sugli indicatori BRI della liquidità globale, cfr. www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Attività transfrontaliere delle banche partecipanti alla segnalazione delle LBS più attività locali di tutte le banche. Le attività locali sono ricavate dai conti finanziari nazionali e comprendono il credito erogato dalla banca centrale al governo. ² Campione di 52 paesi. ³ Importi in essere a fine trimestre. Gli importi denominati in valute diverse dal dollaro USA sono convertiti in dollari al tasso di cambio prevalente a fine marzo 2015.

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



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

interno al settore non bancario statunitense è stata del 5% e ha perso slancio rispetto all'ultimo trimestre 2014, mentre quella del credito transfrontaliero allo stesso settore si è collocata al 4% su base annua (grafico 5, diagramma in alto al centro). Per contro, il credito interno a soggetti non bancari nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, mentre quello transfrontaliero è sensibilmente aumentato, al 13% su base annua (grafico 5, diagramma in alto a destra).

Per quanto riguarda il credito bancario *transfrontaliero nei confronti di tutti i settori*, i dati LBS indicano che le tendenze sviluppatesi a partire dal 2014 sono proseguite nel primo trimestre. I tassi di crescita annui delle attività transfrontaliere, che nel 2014 avevano cambiato di segno dopo essere stati negativi per diversi anni dopo la crisi, sono rimasti in territorio positivo. Essi sono risultati particolarmente elevati per il Giappone (16%), l'area dell'euro (9%), il Regno Unito (8%) e la Svizzera (5%), mentre gli impieghi transfrontalieri verso gli Stati Uniti non hanno subito variazioni di rilievo tra marzo 2014 e marzo 2015 (grafico 4, diagramma di destra).

Le attività transfrontaliere verso l'insieme dei prenditori nell'area dell'euro (incluse quelle fra paesi dell'area dell'euro e gli impieghi verso tutti i settori) sono salite di \$418 miliardi nel primo trimestre 2015, portando il tasso di crescita annuo a quasi il 9%. Come evidenziato dalle LBS, si è trattato del maggior incremento trimestrale in termini assoluti dal primo trimestre 2008 (grafico 4, diagramma di destra). Le attività interbancarie hanno contribuito a questo dato in misura lievemente minore rispetto a quelle verso soggetti non bancari. Le banche dell'area dell'euro sono state all'origine di poco meno di metà dell'incremento, mentre quelle con sede nel Regno Unito vi hanno contribuito per il 35%. Un'impennata di \$153 miliardi del credito alla Germania ha alimentato la crescita complessiva degli impieghi transfrontalieri nei confronti dell'area dell'euro. Anche la Francia ha registrato un incremento significativo (\$124 miliardi) delle attività transfrontaliere complessive verso i propri residenti. Per contro, gli impieghi verso Spagna, Italia, Irlanda e Portogallo sono rimasti sostanzialmente invariati.

Il credito bancario transfrontaliero è aumentato anche nei confronti dei prenditori residenti nei paesi europei esterni all'area dell'euro (grafico 4, diagramma di destra). Gli impieghi transfrontalieri verso la Svizzera sono saliti di \$60 miliardi tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015, anche in questo caso al netto degli effetti di cambio. Circa l'83% di questo incremento è ascrivibile all'attività interbancaria. In

presenza di un concomitante calo di \$24 miliardi delle passività transfrontaliere delle banche dichiaranti nei confronti della Svizzera, le attività nette complessive verso questo paese sono aumentate di oltre \$86 miliardi. Gli impieghi verso la Danimarca e la Svezia hanno registrato incrementi analoghi. Le attività transfrontaliere nei confronti della Danimarca sono balzate di \$27 miliardi e quelle verso la Svezia di \$13 miliardi. In entrambi i casi, gli incrementi provenivano per due terzi circa dagli impieghi transfrontalieri nei confronti del settore bancario.

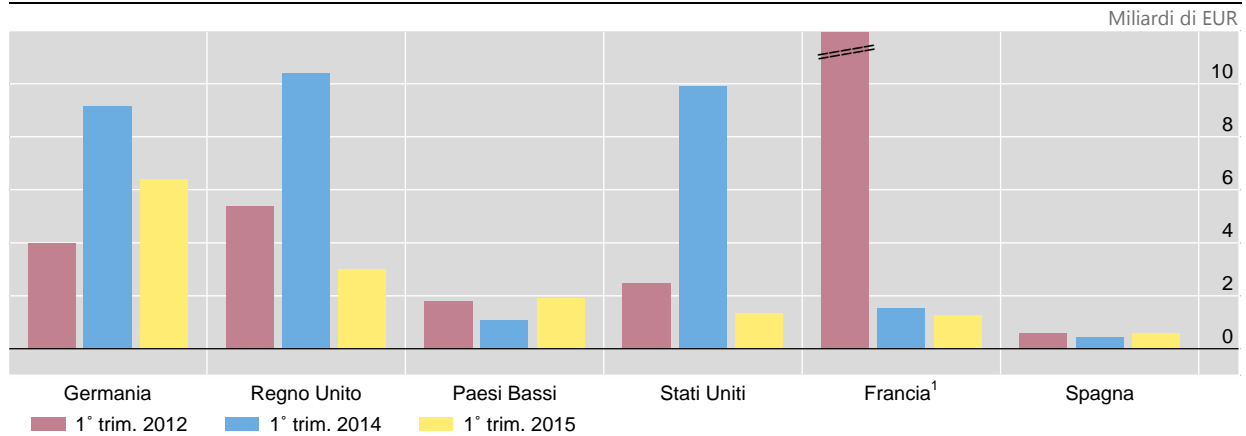
In questo quadro generale di espansione del credito in Europa un'eccezione di rilievo è provenuta dalla Grecia. In base alle LBS le attività transfrontaliere delle banche con operatività internazionale nei confronti della Grecia sono diminuite di \$22 miliardi nel primo trimestre 2015. Di conseguenza, il corrispondente tasso annuo di contrazione ha raggiunto il 28% a fine marzo 2015. Analogo è il quadro dipinto dai dati delle CBS⁶ in base alla controparte immediata, che evidenziano una flessione di \$31 miliardi (€26 miliardi) del credito internazionale a favore dei residenti ellenici⁷ nel primo trimestre 2015 (grafico 6).

La maggior parte del calo osservato è imputabile a una flessione di \$26 miliardi (€22 miliardi) dei prestiti alle banche greche. Le consistenze in essere degli impieghi internazionali consolidati nei confronti di queste ultime ammontavano (in base alla controparte immediata) a \$2,5 miliardi (€2,3 miliardi) a fine marzo 2015. Le attività internazionali verso il settore ufficiale greco si collocavano a \$17 miliardi (€16 miliardi) a fine marzo 2015, a fronte di \$25 miliardi un anno prima.

Attività estere verso la Grecia, in base alla nazionalità della banca dichiarante

A fine marzo 2015

Grafico 7



¹ Attività estere nel 1° trimestre 2012: €26 miliardi.

Fonte: statistiche bancarie consolidate BRI (in base al rischio ultimo).

⁶ Nelle CBS le esposizioni sono classificate in base alla nazionalità delle banche (ossia in base all'ubicazione della loro sede legale) e non all'ubicazione della dipendenza che le contabilizza. Le banche consolidano le proprie posizioni intragruppo e segnalano unicamente le attività verso prenditori non collegati senza fornire una scomposizione per valute. Di conseguenza, le CBS non riportano le variazioni al netto degli effetti di cambio. Le attività sono segnalate in base alla controparte immediata (ossia in base all'ubicazione del debitore) e in base al rischio ultimo (ossia in base al paese in cui ha sede legale il debitore finale, tenuto conto delle garanzie personali e dei trasferimenti di rischio di altro tipo).

⁷ Il calcolo è depurato degli effetti del deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro USA formulando l'ipotesi che tutte le attività siano denominate in euro.

La riduzione delle attività bancarie internazionali verso la Grecia nel 2014 e nel 2015 ha fatto seguito a due anni in cui numerose banche estere avevano fatto timidamente ritorno sul mercato ellenico (grafico 6). L'aumento dei prestiti al paese tra il 2012 e il 2014 era principalmente ascrivibile alle banche tedesche, britanniche e statunitensi. Per contro, nello stesso periodo le banche francesi avevano ridotto significativamente le proprie esposizioni. A marzo 2015 gli impieghi di tutti i principali sistemi bancari esteri, eccetto quello tedesco, nei confronti della Grecia erano scesi al disotto dei rispettivi livelli di marzo 2012.

Per effetto di queste dinamiche, a fine marzo 2015 le banche tedesche risultavano i maggiori creditori bancari esteri della Grecia (grafico 7), detenendo €7 miliardi di attività estere in essere in base al rischio ultimo, per circa due terzi nei confronti del settore privato non bancario. Le banche con sede nel Regno Unito segnalavano impieghi esteri per circa €3 miliardi, mentre gli istituti olandesi, statunitensi, francesi, italiani e spagnoli detenevano attività estere pari o inferiori a €2 miliardi. La maggior parte delle attività estere delle banche tedesche, olandesi, statunitensi e francesi verso la Grecia era costituita da prestiti transfrontalieri. Per contro, la maggior parte degli impieghi di banche italiane e spagnole era erogata tramite affiliate locali.

Credito bancario alle economie emergenti

I GLI indicano che nel primo trimestre 2015 i tassi di crescita del credito interno e transfrontaliero al settore *non bancario* dell'America latina e delle economie emergenti dell'Asia Pacifico hanno continuato a divergere.

L'espansione del credito transfrontaliero al settore non bancario dell'Asia emergente ha rallentato il passo, collocandosi a fine marzo 2015 al tasso annuo del 13%, rispetto all'ultimo picco del 25% toccato nel quarto trimestre 2013. Essa continua tuttavia a superare leggermente quella del credito interno (pari all'11%). Ciò nonostante, in questa regione le consistenze del credito transfrontaliero rispetto a quello interno restano piuttosto modeste al confronto di quanto si osserva in altre regioni, in particolare l'America latina e soprattutto l'Europa emergente.

Il credito transfrontaliero ai prenditori non bancari in America latina ha registrato un nuovo aumento tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015, pari al 7% su base annua, un tasso che resta inferiore rispetto a quello, pressoché invariato, del 12% relativo al credito interno.

Nel complesso, il credito interno ai soggetti non bancari nell'Europa emergente⁸ ha ristagnato nel primo trimestre 2015, mentre quello transfrontaliero è diminuito del 10%.

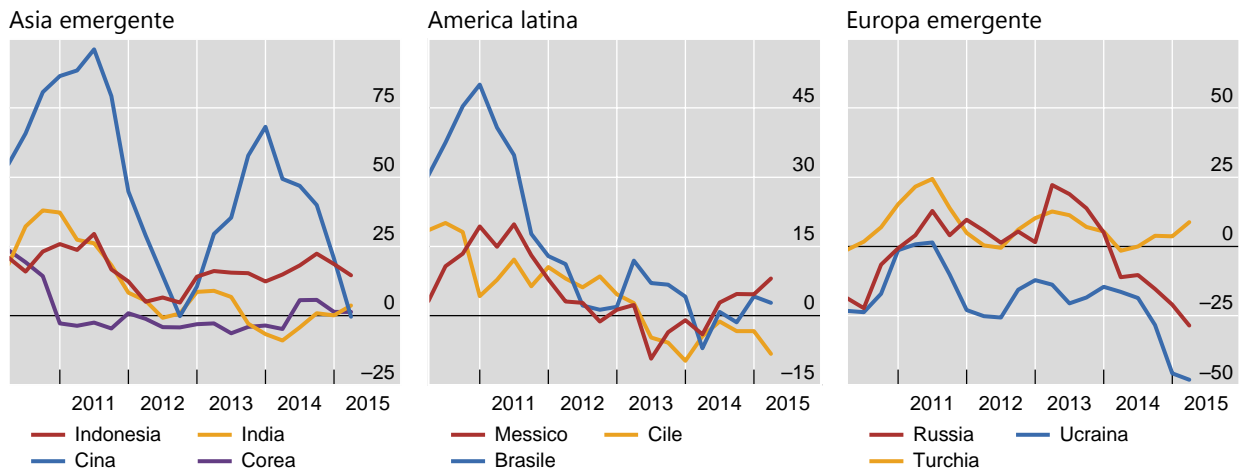
I dati delle LBS mostrano che nel periodo in esame il credito bancario transfrontaliero verso *l'insieme dei settori* (bancario e non bancario) delle EME è diminuito per il secondo trimestre consecutivo, dopo due anni di crescita sostenuta. Al netto degli effetti di cambio, le attività transfrontaliere nei confronti delle EME si sono ridotte di \$52 miliardi nel primo trimestre 2015, portando a meno dell'1% la crescita sull'anno precedente.

⁸ L'insieme dei paesi che compongono l'Europa emergente ai fini degli indicatori della liquidità globale include l'Ucraina ma non la Russia. La definizione di Europa emergente utilizzata nelle LBS comprende invece entrambi i paesi. Maggiori dettagli sulle posizioni transfrontaliere nei confronti dell'Europa emergente, inclusa la Russia, sono forniti di seguito sulla base delle LBS.

Attività transfrontaliere nei confronti di alcune economie emergenti selezionate

Variazioni percentuali annue¹

Grafico 8



¹ 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.

Proseguendo la tendenza osservata negli anni recenti, le attività verso la Cina hanno fortemente influenzato le dinamiche trimestrali del credito transfrontaliero verso l'insieme delle EME, e in particolare verso l'Asia emergente. Nel primo trimestre gli impieghi transfrontalieri nei confronti di questa regione sono diminuiti di \$53 miliardi, facendo scendere il corrispondente tasso di crescita annua in prossimità dello zero, dopo vari anni di crescita vigorosa. Tale andamento rispecchia la flessione di \$56 miliardi delle attività transfrontaliere verso la Cina, che ha abbassato a zero il relativo tasso di variazione sull'anno precedente (grafico 8, diagramma di sinistra). La più recente contrazione del credito alla Cina, trainata da un calo di \$64 miliardi delle attività transfrontaliere interbancarie, ha portato a \$963 miliardi le consistenze in essere di attività verso il paese a fine marzo 2015. Il riquadro alla fine di questo capitolo esamina più attentamente le variazioni dei flussi bancari denominati in dollari e in renminbi osservati da e verso la Cina nei primi mesi del 2015.

Per contro, il credito transfrontaliero ad altri paesi emergenti dell'Asia ha segnato una ripresa nel primo trimestre 2015, con un incremento di \$8 miliardi (4% su base annua) verso l'India e di \$3 miliardi (1%) verso la Corea. Gli impieghi transfrontalieri verso l'Indonesia sono calati, ma il loro tasso di crescita è rimasto elevato, al 15%.

Le attività transfrontaliere verso l'America latina e i Caraibi sono cresciute di \$2,1 miliardi tra fine dicembre 2014 e fine marzo 2015, trainate da un aumento di \$1,3 miliardi del credito al Brasile (grafico 8, diagramma centrale). Allo stesso tempo, gli impieghi verso il Messico sono rimasti invariati nel trimestre, ma hanno registrato una crescita dell'8% sul periodo corrispondente dell'anno precedente. Il credito al Cile, invece, ha continuato a flettere.

L'attività di prestito all'Europa emergente è diminuita nei primi tre mesi dell'anno, seppure a un ritmo più moderato che nel trimestre precedente. Gli impieghi transfrontalieri verso la Russia sono nuovamente scesi, di \$14 miliardi,

dopo la flessione di \$19 miliardi nell'ultimo trimestre 2014. Tale andamento ha fatto salire al 29% il tasso di contrazione su base annua (grafico 8, diagramma di destra). Il credito transfrontaliero all'Ucraina è diminuito di \$1 miliardo nel primo trimestre, portando il tasso di contrazione annuo al 48% a fine marzo. Le attività transfrontaliere verso la Turchia sono invece cresciute di \$4 miliardi, spingendo il tasso di crescita annuo al 9%. Un lieve incremento ha inoltre interessato gli impieghi transfrontalieri verso Ungheria e Repubblica Ceca.

I titoli di debito internazionali

Le emissioni nette nei mercati dei titoli di debito internazionali sono aumentate a \$225 miliardi nel primo trimestre 2015 e a \$219 miliardi nel secondo (grafico 9). In base ai dati IDS le emissioni nel primo semestre 2015, pari a \$444 miliardi, superavano del 49 e del 26% quelle del secondo e del primo trimestre 2014. Il ritmo

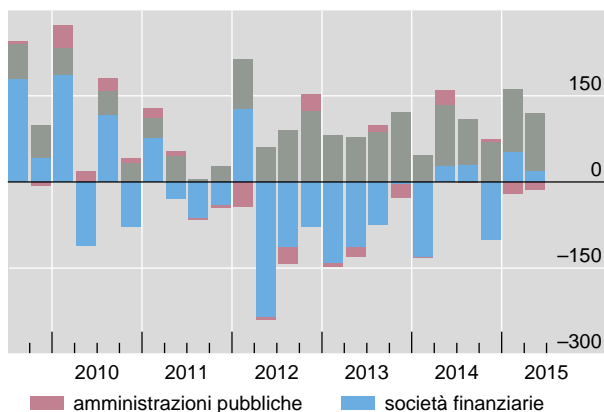
Titoli di debito internazionali¹

In miliardi di dollari USA

Grafico 9

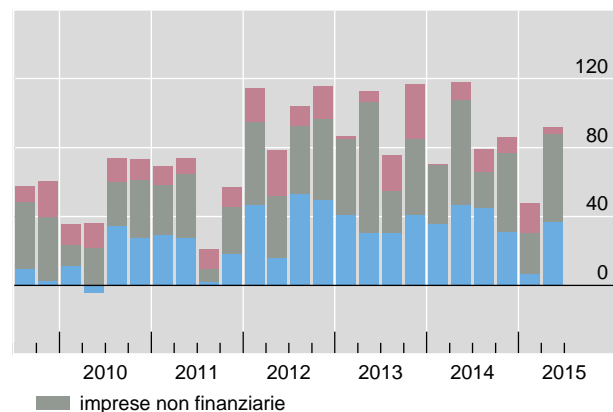
Economie avanzate²

Emissioni nette

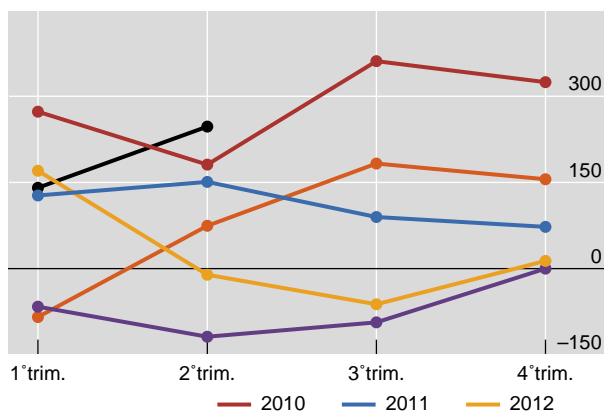


Economie emergenti^{2,3}

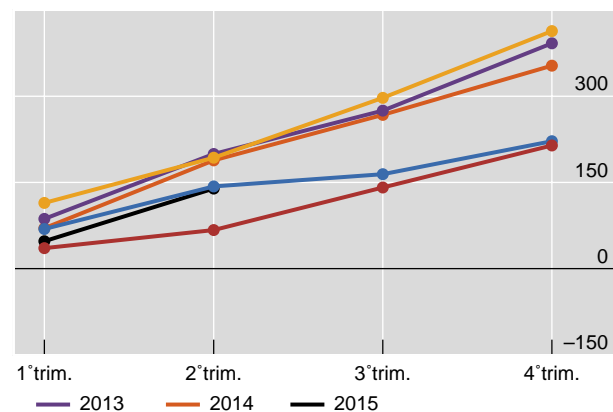
Emissioni nette



Emissioni nette cumulate⁴



Emissioni nette cumulate⁴



¹ Titoli di ogni scadenza collocati dall'insieme degli emittenti, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Per l'elenco dei paesi, cfr. l'allegato statistico. Il settore si riferisce al settore della casa madre dell'emittente. Per maggiori dettagli sulla classificazione, cfr. "Introduzione alle statistiche BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015. ³ Compresi Hong Kong SAR e Singapore. ⁴ Emissioni trimestrali cumulate nette.

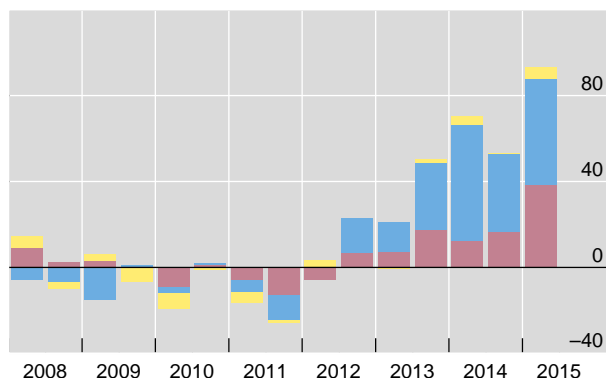
Fonti: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; elaborazioni BRI.

Titoli di debito internazionali¹

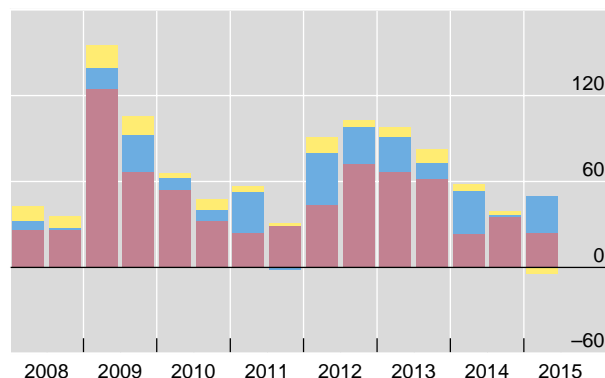
Emissioni nette semestrali, in miliardi di dollari USA

Grafico 10

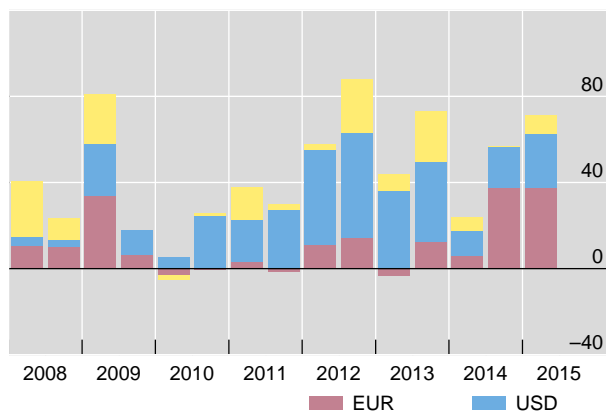
Stati Uniti



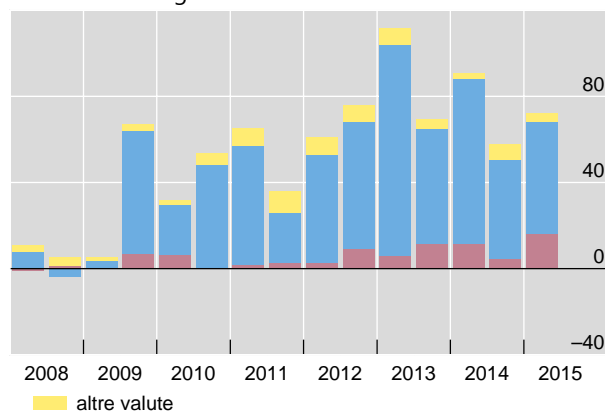
Area dell'euro



Altre economie avanzate²



Economie emergenti²



¹ Emittenti con casa madre non finanziaria, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Per l'elenco dei paesi, cfr. l'allegato statistico.

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

dei collocamenti netti nelle economie avanzate, collocatisi a \$247 miliardi, è stato di gran lunga maggiore che negli ultimi anni (grafico 9, diagramma in basso a sinistra). I prenditori residenti nelle economie emergenti hanno emesso titoli per \$137 miliardi, con un rallentamento rispetto agli ultimi anni (grafico 9, diagramma in basso a destra). La parte restante delle emissioni era riconducibile ai centri offshore e alle organizzazioni internazionali.

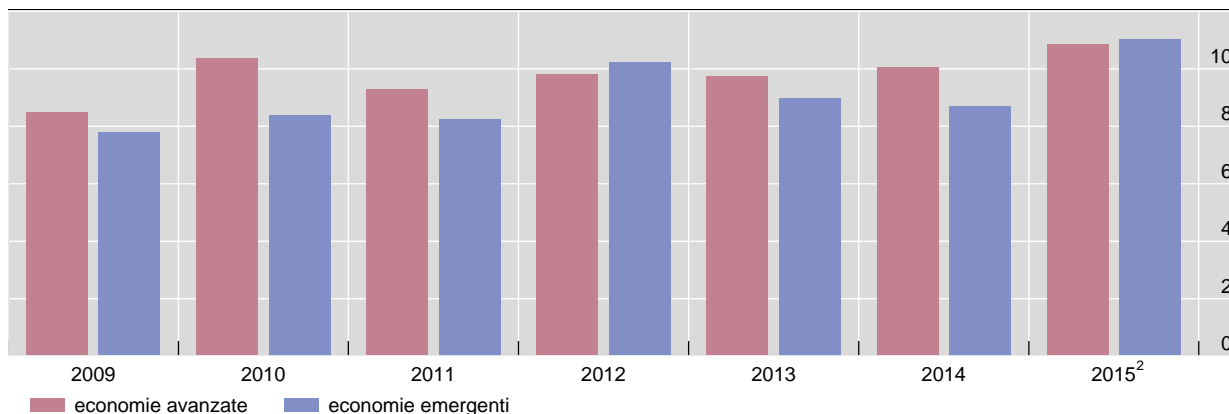
L'attività di collocamento da parte di emittenti non finanziari è stata particolarmente sostenuta, rappresentando il 64% (\$285 miliardi) delle emissioni totali nel primo semestre 2015⁹. Al riguardo, gli emittenti delle economie avanzate hanno avuto un ruolo di primo piano. I soggetti non finanziari statunitensi hanno collocato nel semestre in rassegna \$93 miliardi di titoli di debito internazionali, a fronte di \$124 miliardi nell'insieme del 2014 e di \$71 miliardi nel 2013. Per contro, le emissioni dei loro omologhi delle economie emergenti sono state di appena \$75 miliardi nello stesso periodo, contro \$161 miliardi nel 2014 e \$189 miliardi nel

⁹ I dati settoriali qui analizzati e presentati nel grafico 9 differiscono leggermente da quelli della tabella 12 del *BIS Statistical Bulletin*. Essi si basano infatti sul settore dell'emittente ultimo (la casa madre), mentre quelli della tabella 12 si riferiscono all'emittente immediato (che potrebbe essere un'affiliata finanziaria di una società non finanziaria).

Scadenza media ponderata delle nuove emissioni nei mercati internazionali¹

In anni

Grafico 11



¹ Emittenti con casa madre non finanziaria, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Emissioni collocate nel periodo gennaio-giugno 2015.

Fonte: Dealogic.

2013. I collocamenti netti di emittenti non finanziari cileni sono cresciuti nel primo semestre, mentre quelli dei loro omologhi cinesi hanno ristagnato e quelli di Brasile e Corea sono divenuti negativi.

L'euro è stata la valuta di elezione per un volume crescente di emissioni obbligazionarie. Nel primo semestre 2015 le emissioni nette nella moneta europea sono state pari in totale a \$78 miliardi di obbligazioni e notes e \$41 miliardi di strumenti del mercato monetario, a fronte di \$9 miliardi di emissioni nette di strumenti del mercato monetario e \$27,5 miliardi di riacquisti di obbligazioni e notes nel 2014. I prenditori più attivi nei mercati in euro sono stati quelli delle economie avanzate esterne all'area dell'euro (grafico 10, diagrammi di sinistra). Le società non finanziarie statunitensi hanno collocato (su base netta) \$24 miliardi di titoli di debito denominati in questa moneta nel primo trimestre 2015 e \$14 miliardi nel secondo, a fronte di appena \$29 miliardi per l'insieme del 2014. Fra questi titoli figuravano anche varie emissioni "reverse yankee" nel mercato europeo. I prenditori delle EME, per contro, hanno continuato a preferire il dollaro, pur accrescendo le emissioni denominate in euro a \$16 miliardi nel primo semestre 2015, un importo pari a quello per l'insieme del 2014 (grafico 10, diagramma in basso a destra).

In presenza di tassi a lunga ancora bassi, ma con la prospettiva di un imminente inasprimento monetario, gli emittenti internazionali hanno provveduto ad allungare le scadenze (grafico 11). Per gli emittenti delle economie avanzate, la scadenza media ponderata delle nuove emissioni è aumentata da 10 anni a fine 2014 a quasi 11 anni a metà 2015. Anche i prenditori delle economie emergenti hanno esteso le scadenze, portandole da 8,7 anni nel 2014 a 11,0 anni alla fine del periodo in rassegna, anche se a fronte di un rallentamento delle nuove emissioni.

Indicatori di allerta precoce

Gli indicatori di allerta precoce di tensioni bancarie segnalavano la presenza di rischi derivanti da una forte espansione del credito (tabella 1). I gap credito/PIL, ossia lo scostamento del credito al settore privato dal suo trend di lungo periodo,

Gli indicatori di allerta precoce delle crisi bancarie domestiche segnalano rischi all'orizzonte¹

Tabella 1

	Gap credito/PIL ²	Gap dei prezzi degli immobili ³	Indice del servizio del debito (DSR) ⁴	Indice del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ^{4,5}
Asia ⁶	18,3	10,4	2,0	4,3
Australia	1,6	1,5	0,7	4,5
Brasile	15,7	-5,2	4,6	6,3
Canada	6,5	6,3	1,7	5,5
Cina	25,4	-6,3	5,8	9,1
Corea	3,4	4,2	0,1	3,8
Europa centrale e orientale ⁷	-11,2	7,1	1,2	2,7
Francia	5,7	-11,7	1,4	4,5
Germania	-5,9	9,7	-1,8	0,1
Giappone	5,2	13,3	-2,2	0,6
Grecia	-7,4	4,6		
India	-3,4		2,1	3,2
Italia	-9,8	-17,2	0,8	3,0
Messico	6,0	-4,0	0,3	0,9
Paesi Bassi	-14,7	-19,2	1,6	6,5
Paesi nordici ⁸	1,5	2,6	1,7	5,9
Portogallo	-29,7	7,6	-0,5	2,9
Regno Unito	-29,0	-3,1	-1,7	1,2
Spagna	-39,1	-26,6	-2,2	0,8
Stati Uniti	-12,5	0,9	-1,8	0,7
Sudafrica	-2,1	-6,2	-0,9	0,4
Svizzera	9,3	11,6	0,4	3,6
Turchia	16,6		4,1	5,7
<i>Legenda</i>	<i>Gap credito/PIL > 10</i>	<i>Gap prezzi immobili > 10</i>	<i>DSR > 6</i>	<i>DSR > 6</i>
	<i>2 ≤ Gap credito/PIL ≤ 10</i>		<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

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 i DSR 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(4), 2011. Per i DSR, 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). Media semplice degli aggregati dei paesi. ² Scostamento del rapporto credito/PIL dal rispettivo trend di lungo periodo in tempo reale calcolato utilizzando un filtro Hodrick-Prescott (HP) unilaterale e un fattore di smussamento di 400 000, in punti percentuali. ³ 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. ⁴ Per le serie sui DSR e la relativa metodologia, cfr. www.bis.org/statistics/dsr.htm. Scostamento degli indici del servizio del debito dalle medie di lungo periodo specifiche ai singoli paesi a partire dal 1999 o da una data successiva a seconda della disponibilità dei dati e da quando l'inflazione media a cinque anni è scesa al di sotto del 10%, in punti percentuali. ⁵ Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 2,5 punti percentuali e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. ⁶ 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. ⁷ 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. ⁸ Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

risultavano ben maggiori del 10% in Brasile e Cina. Essi superavano il 10% anche per un numero di paesi non riportati singolarmente nella tabella 1, fra cui Indonesia, Singapore e Thailandia (inclusi all'interno della categoria "Asia" nella prima riga della tabella 1). In passato, al superamento di questa soglia hanno fatto seguito nei tre anni successivi tensioni nel settore bancario¹⁰.

Anche le stime degli indici del servizio del debito evidenziano la protratta presenza di rischi¹¹. Vero è che i bassi tassi di interesse hanno mantenuto tali indici in prossimità del loro livello di lungo periodo in gran parte dei paesi, malgrado la rapida crescita del credito. Ciò nonostante, si osservano alcune eccezioni degne di nota: rispetto al passato, le famiglie e le imprese in Brasile, Cina e Turchia, ad esempio, hanno destinato importi significativamente maggiori al servizio del debito. Un aumento dei tassi di interesse, in generale, è comunque destinato a spingere verso l'alto gli indici del servizio del debito in varie EME, specie in Asia (tabella 1, ultima colonna). Va rilevato che l'impatto degli indici del servizio del debito riportato nella tabella 1 corrisponde a una stima "statica", che ipotizza una trasmissione immediata delle variazioni dei tassi di interesse agli indici per il servizio del debito e non tiene conto di come i debitori e i creditori possano reagire a tali variazioni modificando le scadenze, rimborsando passività o in altro modo.

¹⁰ Cfr. M Drehmann et al., "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, dicembre 2011, pagg. 189-240.

¹¹ Cfr. M. Drehmann, A. Illes, M. Juselius e M. Santos, "Quanta parte di reddito è destinata al pagamento del debito? Un nuovo database sugli indici del servizio del debito", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015.

Il deflusso di capitali dalla Cina per il tramite delle banche dichiaranti alla BRI nel primo trimestre 2015

Robert McCauley

Si parla molto del deflusso di capitali dalla Cina, spesso sulla scorta di analisi incentrate su un apparente calo delle riserve valutarie ufficiali. Le analisi di questo tipo, tuttavia, trascurano le variazioni di valutazione dovute alle oscillazioni del dollaro/euro. Le riserve ufficiali, inoltre, possono essere utilizzate per finanziare investimenti in dollari, ad esempio in nuove banche multilaterali di sviluppo^①.

Le statistiche bancarie BRI su base locale evidenziano effettivamente per il primo trimestre 2015 un deflusso netto di \$109 miliardi dalle banche in Cina verso banche fuori dalla Cina. Tale andamento ha esercitato pressioni al ribasso sul renminbi e, data la rigida gestione del tasso di cambio, sulle riserve ufficiali. Questo riquadro mostra come il venir meno degli incentivi a detenere posizioni lunghe in renminbi abbia dato luogo nel primo trimestre a un deflusso netto che ha riguardato capitali sia in valuta estera sia in renminbi. Tali risultati forniscono indicazioni su cosa attendersi per il terzo trimestre, durante il quale la Cina ha modificato la politica di cambio.

Nel primo trimestre gli incentivi a detenere posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari si sono ridotti. Le autorità cinesi hanno infatti proseguito il ciclo di allentamento avviato in novembre tagliando i tassi amministrati sui depositi. Successivamente hanno lasciato che il renminbi si deprezzasse, passando da meno di 6,2 a oltre 6,25 dollari a metà marzo. Di conseguenza, è aumentata la volatilità implicita nelle opzioni. In breve, il differenziale di tasso di interesse si è ristretto e il costo da sostenere per cautelarsi da ulteriori deprezzamenti è aumentato, riducendo gli incentivi a detenere posizioni lunghe in renminbi.

A titolo illustrativo, si consideri un'ipotetica società multinazionale cinese avente parte delle sue operazioni in Cina e parte all'estero^②. In Cina la società si indebita e colloca depositi sia in renminbi sia in valuta estera e il suo debito in valuta estera supera i suoi depositi in valuta. Anche al di fuori della Cina il debito in moneta estera della società supera i depositi in valuta, ma i suoi depositi in renminbi sono maggiori del debito nella stessa moneta.

Se di fronte al venir meno degli incentivi tale multinazionale avesse deciso di ridurre le proprie posizioni lunghe nella moneta cinese, come avrebbe proceduto? Essa avrebbe dovuto ridurre le passività nette in valuta estera e al contempo conservare i depositi in renminbi, ad esempio in Cina. La People's Bank of China (PBoC) segnala che i depositi in valuta estera presso le banche cinesi sono aumentati di \$83 miliardi nel primo trimestre, mentre la crescita dei prestiti bancari in valuta estera si è ridotta ad appena \$34 miliardi^③. Pertanto l'ipotetica multinazionale potrebbe aver ridotto il debito netto in valuta estera accumulando depositi in valuta estera in Cina. Le banche in Cina hanno di fatto registrato un afflusso netto di valuta estera per \$49 miliardi. Qualora le banche in Cina avessero a loro volta collocato la provvista eccedente in valuta estera presso banche nel resto del mondo, le banche dichiaranti alla BRI avrebbero dovuto registrare un corrispondente aumento delle passività verso le banche in Cina. E difatti le passività delle banche dichiaranti alla BRI verso banche in Cina sono aumentate di \$46 miliardi nel primo trimestre.

Alternativamente, la multinazionale avrebbe potuto modificare le proprie posizioni all'estero, ad esempio riducendo i depositi in renminbi presso una banca offshore. In effetti i depositi totali in renminbi detenuti presso banche a Hong Kong SAR, Taipei Cinese, Singapore e Corea sono diminuiti di \$10 miliardi nel primo trimestre 2015 (grafico A). La multinazionale avrebbe anche potuto liquidare note strutturate collegate al cambio renminbi/dollaro che richiedono alla controparte di detenere renminbi a copertura del rischio di oscillazioni nel valore della valuta di denominazione delle note. Un'operazione di questo tipo non sarebbe rilevata dai dati sui depositi non bancari. La PBoC ha tuttavia cominciato a segnalare i depositi in renminbi totali collocati dal resto del mondo presso le banche in Cina^④. Stando ai dati della PBoC, i depositi di questo tipo si sono contratti di \$57 miliardi, una flessione che rifletterebbe sia la riduzione di \$10 miliardi dei depositi in renminbi sia quella della domanda di renminbi delle banche, dovuta a operazioni con la clientela o all'investimento di fondi propri. Quale che ne sia il motivo, questo deflusso di \$57 miliardi di renminbi corrisponde alla maggior parte del calo di \$63 miliardi delle attività verso banche in Cina registrato dalle banche dichiaranti alla BRI.

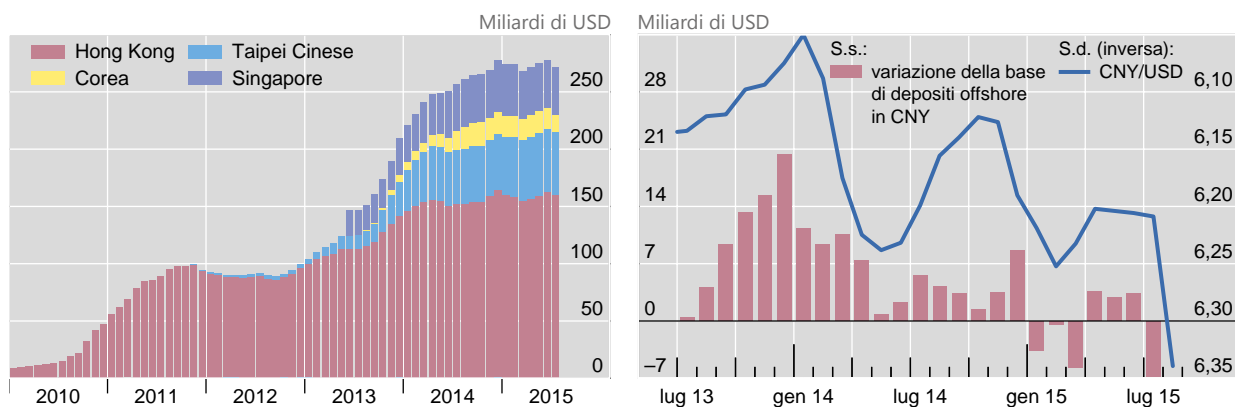
Accumulando depositi in valuta estera in Cina (\$49 miliardi) e riducendo le posizioni lunghe in renminbi al di fuori della Cina (\$57 miliardi), l'ipotetica multinazionale potrebbe aver effettuato operazioni tali da dare luogo al deflusso netto di quasi \$109 miliardi dalle banche in Cina. Il fatto che gran parte dei capitali defluiti fossero denominati in renminbi attesta dell'accresciuto impiego transfrontaliero della moneta cinese, che è dipeso tuttavia dalla presenza di differenziali di rendimento e di aspettative valutarie favorevoli.

Depositi offshore in renminbi e cambio renminbi/dollaro

Grafico A

I depositi offshore in renminbi crescono per dimensioni e diffusione

I depositi offshore in renminbi risentono del cambio CNY/USD



Per Singapore, vengono riportati per i singoli mesi i dati del corrispondente trimestre.

Fonti: Central Bank of China; Hong Kong Monetary Authority; Bank of Korea; Monetary Authority of Singapore; Bloomberg; CEIC.

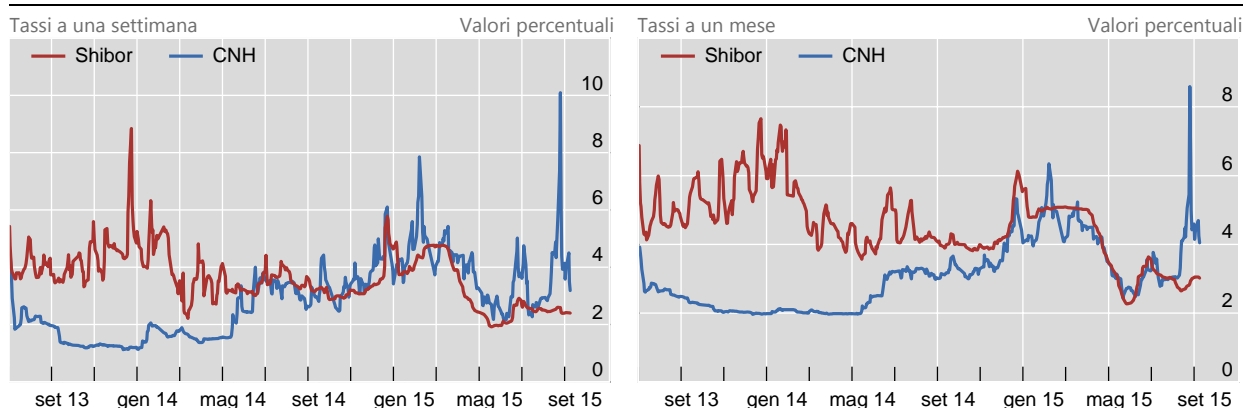
Naturalmente la realtà è molto più complessa di quanto possa indicare l'esempio di un singolo operatore che modifica le proprie posizioni in renminbi/dollari da entrambi i lati del confine. I soggetti non bancari cinesi hanno di fatto mutuato ulteriori \$17 miliardi nel trimestre in esame da banche dichiaranti alla BRI. Queste operazioni rappresentano un afflusso di capitali, per cui il deflusso netto da banche e soggetti non bancari in Cina nel primo trimestre è stato pari a \$102 miliardi. Inoltre, anche altri soggetti, come piccole e medie imprese a Hong Kong SAR e Taipei Cinese, detenevano posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari e potrebbero averle liquidate nel trimestre in esame⁹.

I dati del secondo trimestre indicano che questi movimenti si sono in parte invertiti nel contesto di stabilità del cambio renminbi/dollaro. In Cina le passività nette in valuta estera sono aumentate di \$19 miliardi. I dati della PBoC segnalano un recupero di \$15 miliardi dei depositi in renminbi collocati in Cina dal resto del mondo, che rifletterebbe in parte l'aumento di \$10 miliardi dei depositi offshore nel secondo trimestre (grafico A, diagramma di destra).

Nel terzo trimestre stanno diminuendo gli incentivi a detenere posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari. Il nuovo taglio dei tassi sui depositi ha ulteriormente ristretto il vantaggio in termini di rendimento del renminbi e la riforma della gestione del tasso di cambio ne ha accresciuto la volatilità. Il rapporto rischio-rendimento è pertanto peggiorato, riducendo l'incentivo a detenere posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari.

Rendimenti del mercato monetario onshore e offshore in renminbi

Grafico B



Fonte: Bloomberg.

Dall'andamento dei rendimenti emergono effettivamente le prime evidenze della liquidazione di depositi offshore in renminbi (grafico B). Il 25 agosto, al culmine della recente turbolenza nei mercati azionari e valutari (cfr. "Riflettori puntati sulle vulnerabilità delle economie emergenti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015), i tassi di interesse interbancari del renminbi offshore (CNH) a Hong Kong hanno raggiunto i livelli senza precedenti del 10.1% per la scadenza a una settimana e dell'8,6% per quella a un mese, rafforzando le indicazioni di cessioni del renminbi. I dati di agosto sui depositi e i prestiti in valuta delle banche cinesi e sui depositi offshore forniranno i primi elementi per valutare la reazione suscitata dal mutato profilo di rischio-rendimento delle posizioni lunghe in renminbi.

① H. Zhu, "China: the myth of capital outflows", *JPMorgan Asia-Pacific Economic Research*, 28 luglio 2015, stima una flessione corretta di \$15 miliardi delle riserve cinesi fra giugno 2014 e giugno 2015. ② V. Bruno e H. S. Shin, "Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis", *BIS Working Papers*, n. 510, agosto 2015. ③ Cfr. PBoC, "Financial statistics, Q1 2015". ④ Collocamenti di banche di clearing designate presso la PBoC o di banche offshore presso banche in Cina. See W Nixon, E Hatzvi and M Wright, "The offshore renminbi market and renminbi internationalization", in L Song, R Garnaut, C Fang and L Johnston (eds), *China's domestic transformation in a global context*, ANU Press, 2015, page 276, for a list of clearing banks. ⑤ W. Gu e A. Trivedi, "Yuan's devaluation brings losses for some", *Wall Street Journal*, 18 agosto 2015.