

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. I dati vengono da essa utilizzati per compilare indicatori delle condizioni di liquidità globali e indicatori di allerta precoce dei rischi di crisi finanziaria. Questo capitolo analizza le tendenze recenti in tali indicatori. Esso offre inoltre una presentazione sintetica delle statistiche più recenti sui mercati bancari internazionali (aggiornate a settembre 2015) e sui titoli di debito internazionali (aggiornate a dicembre 2015).

In breve

- Il finanziamento internazionale, misurato dagli indicatori di liquidità globale BRI (Global Liquidity Indicators, GLI), ha rallentato nel secondo semestre 2015. Il credito bancario transfrontaliero aggregato è diminuito nel terzo trimestre rispetto all'anno precedente. Le consistenze dei titoli di debito internazionali sono cresciute durante l'anno fino a dicembre 2015, ma a un ritmo più lento rispetto agli ultimi anni.
- I finanziamenti in dollari USA a prenditori non bancari al di fuori degli Stati Uniti ammontavano a \$9,8 mila miliardi nel settembre 2015, sostanzialmente invariati dal precedente dato di giugno. L'indebitamento in dollari da parte del settore non bancario nelle economie emergenti (EME) ammontava a \$3,3 mila miliardi, anche in questo caso invariato da giugno. È la prima volta dal 2009 che quest'ultima variabile risulta non in crescita.
- Le consistenze di impieghi transfrontalieri sono diminuite per il secondo trimestre consecutivo, principalmente a causa del calo degli impieghi verso le principali EME. La contrazione globale di \$157 miliardi tra fine giugno e fine settembre 2015 è stata inferiore rispetto a quella del trimestre precedente, lasciando gli impieghi in essere a \$27 mila miliardi. Le attività transfrontaliere delle banche verso le EME sono diminuite di \$141 miliardi nel terzo trimestre, o del 6% su base annuale. Il calo si deve principalmente alle attività verso l'Asia emergente, e la Cina in particolare, mentre le attività verso altre EME sono cambiate in misura relativamente contenuta.

¹ Questo articolo è stato redatto da Ben Cohen (ben.cohen@bis.org), Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org) e Gianpaolo Parise (gianpaolo.parise@bis.org). Kristina Bektyakova, Bat-el Berger e Anamaria Illes hanno fornito l'assistenza statistica.

- L'importo totale dei titoli di debito internazionali in essere è diminuito dello 0,2% nel quarto trimestre 2015, con i rimborsi che hanno superato di \$47 miliardi le nuove emissioni.
- La contrazione è principalmente riconducibile alle deboli emissioni delle società finanziarie nelle economie avanzate. Le emissioni nette di titoli da parte delle EME sono state relativamente stabili.
- L'euro come valuta di denominazione ha incontrato maggior favore tra gli emittenti non finanziari con sede legale negli Stati Uniti: le emissioni nette totali in euro nel quarto trimestre hanno rappresentato il 48% del totale statunitense.

Rallenta il credito internazionale

Gli aggregati creditizi internazionali hanno rallentato nel terzo trimestre 2015. Le attività bancarie internazionali aggregate² hanno segnato una contrazione dello 0,8% rispetto all'anno precedente (grafico 1, diagramma superiore). Il calo degli impieghi interbancari ha più che compensato un tasso di crescita positivo, sebbene a un ritmo inferiore, delle attività bancarie verso il settore non bancario. Ciò ha configurato la prima autentica contrazione delle attività bancarie internazionali complessive dal primo trimestre 2014. Le emissioni di titoli di debito internazionali³ sono risultate più stabili. Le consistenze di titoli in essere sono diminuite leggermente nel quarto trimestre rispetto al terzo, rimanendo tuttavia superiori del 2,3% rispetto all'anno precedente (grafico 1, diagramma inferiore)⁴.

Come precisato più avanti nei presenti Aspetti salienti, tuttavia, le emissioni di titoli di debito da parte delle economie emergenti, pur se leggermente positive su base netta, sono state nettamente inferiori durante tutto il secondo semestre dell'anno. Le emissioni internazionali hanno continuato a essere trainate dal settore non bancario⁵.

Tali andamenti nel credito bancario transfrontaliero e nei titoli di debito internazionali sono significativi poiché possono indicare un punto di svolta nella liquidità globale, grosso modo intesa come la facilità di finanziamento nei mercati finanziari internazionali⁶. I periodi di consistente finanziamento internazionale tendono a coincidere con atteggiamenti vivaci nei confronti del rischio, come

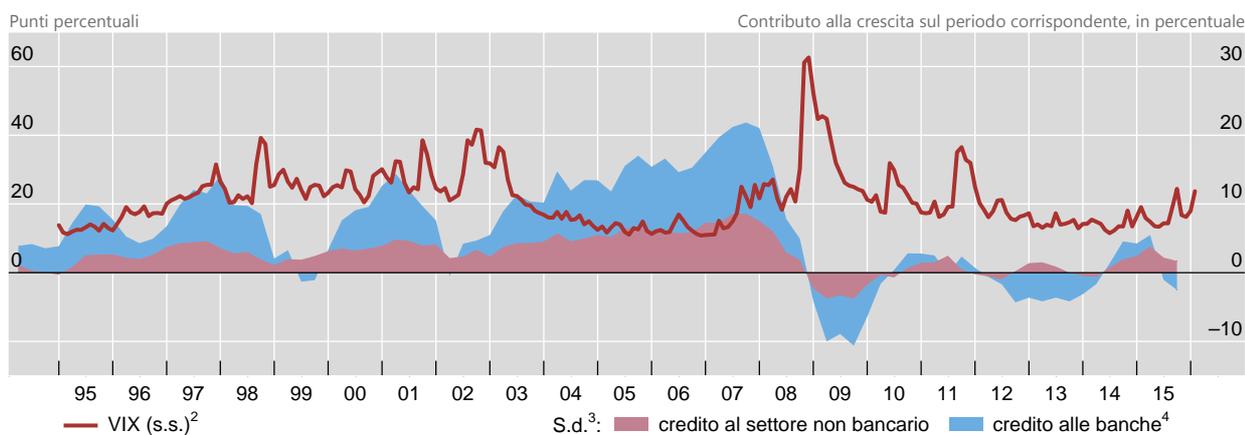
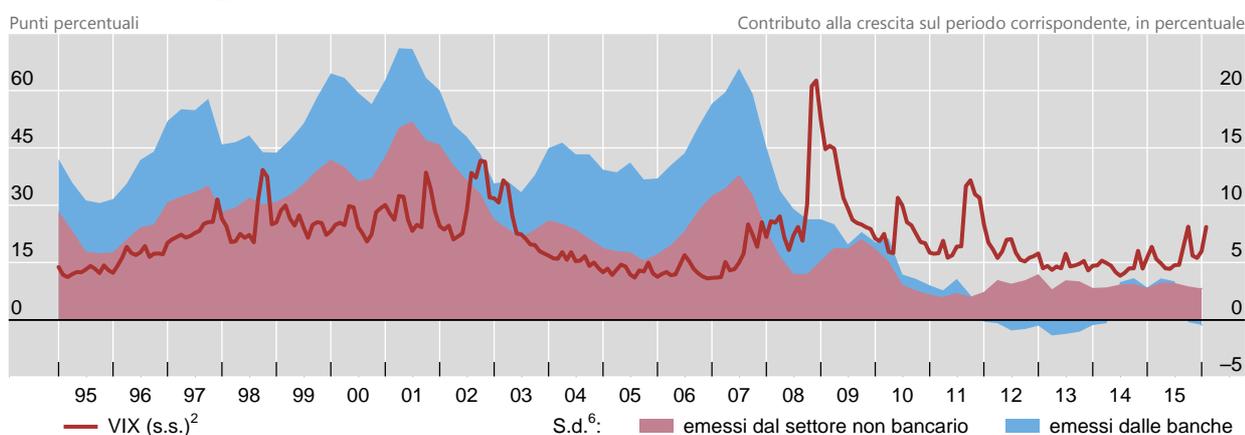
² Le attività bancarie internazionali corrispondono alla somma delle attività transfrontaliere delle banche e delle attività locali in valuta estera delle banche.

³ I titoli di debito internazionali sono le obbligazioni e gli strumenti del mercato monetario emessi al di fuori del mercato nazionale del prenditore.

⁴ I diagrammi superiore e inferiore del grafico 1 non sono perfettamente confrontabili. Nel diagramma superiore, il credito bancario è misurato in base alla residenza, analogamente ai dati relativi alla bilancia dei pagamenti. Il diagramma inferiore rileva i titoli di debito emessi sui mercati internazionali, alcuni dei quali potrebbero tuttavia essere stati acquistati dai residenti. Vi è una certa sovrapposizione, dal momento che le banche detengono un ammontare consistente di titoli internazionali nei propri portafogli.

⁵ Questi aggregati, nonché quelli illustrati nei grafici 2, 3 e 5, fanno parte dei GLI monitorati dalla BRI. Ulteriori informazioni sui GLI sono disponibili all'indirizzo www.bis.org/statistics/gli.htm.

⁶ I GLI si basano su: Comitato sul sistema finanziario globale, "Global liquidity – concept, measurement and policy implications", *CGFS Publications*, n. 45, novembre 2011 (<http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>). I dati, le analisi e la ricerca sulla liquidità globale sono consultabili sul sito Internet della BRI all'indirizzo <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

Attività bancarie internazionali¹Titoli di debito internazionali⁵

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

¹ Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) più attività locali in valuta estera. ² Indice della volatilità implicita relativa all'S&P 500, elaborato dalla Chicago Board Options Exchange; deviazione standard, in punti percentuali annualizzati. ³ Contributo alla variazione percentuale sul periodo corrispondente del credito a tutti i settori. ⁴ Include le transazioni intragruppo. ⁵ Tutti gli strumenti, tutte le scadenze, tutti i paesi. In base all'emittente immediato. ⁶ Contributo alla variazione percentuale sul periodo corrispondente nelle consistenze in essere in tutti i settori.

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

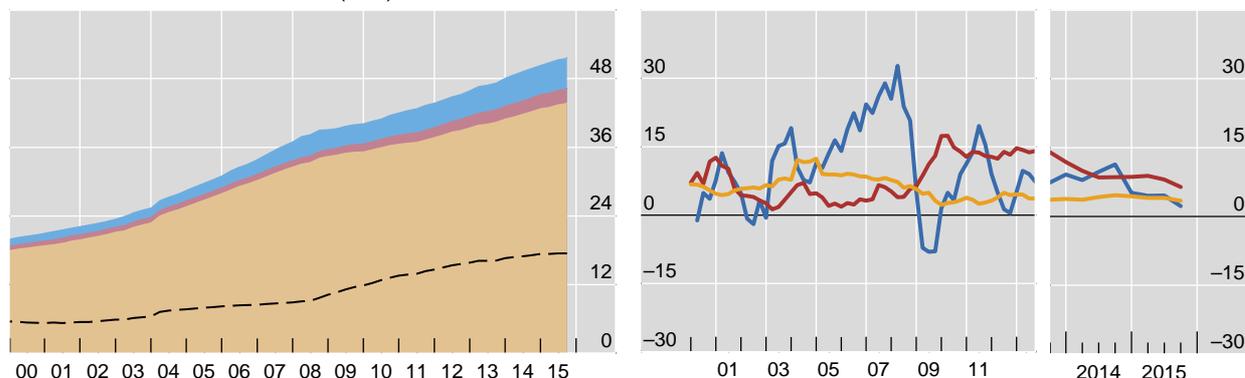
indicato, ad esempio, dai livelli relativamente bassi dell'indice VIX, che misura le aspettative dei mercati sulla volatilità ricavandole dai prezzi delle opzioni (grafico 1). In particolare, l'indebitamento in valuta estera può creare disallineamenti valutari e finanziare carry trade insostenibili. Nel contempo, con la diminuzione del tasso di crescita in alcune delle più grandi economie emergenti, anche la riduzione della domanda di credito ha contribuito al rallentamento del finanziamento internazionale.

Di fatto, le consistenze di credito ai prenditori non finanziari e non residenti, sia in dollari sia in euro, hanno ristagnato nel terzo trimestre. Le consistenze di credito in dollari USA ai prenditori non finanziari al di fuori degli Stati Uniti sono risultate essenzialmente stabili, pari a \$7,9 mila miliardi, nel secondo e nel terzo trimestre (grafico 2, diagrammi superiori). Se si includono i prenditori finanziari non bancari, questo importo aumenta a \$9,8 mila miliardi, anche in questo caso pressoché invariato dal secondo trimestre al terzo (grafico 3, diagramma di sinistra). Il credito in dollari USA al settore non bancario nelle economie emergenti è rimasto pari a circa

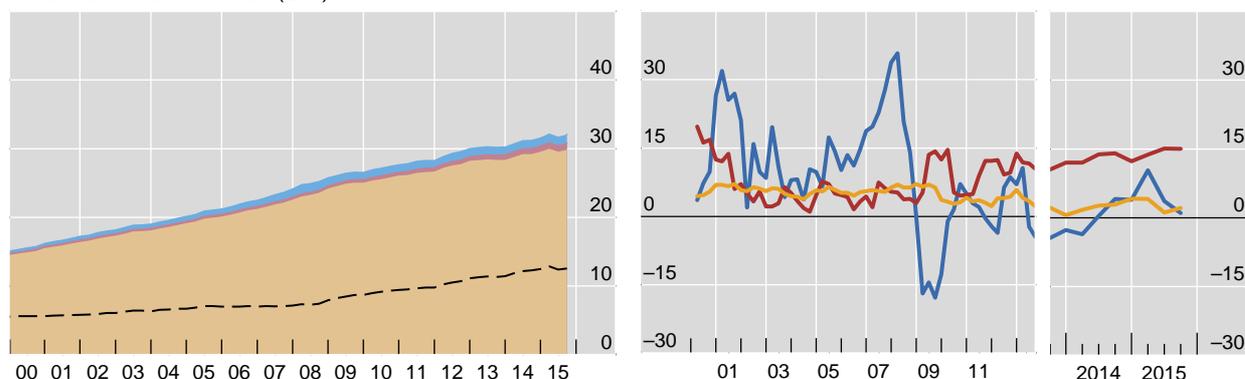
Consistenze¹ (migliaia di mdi di USD)

Variatione sul periodo corrispondente (in percentuale)

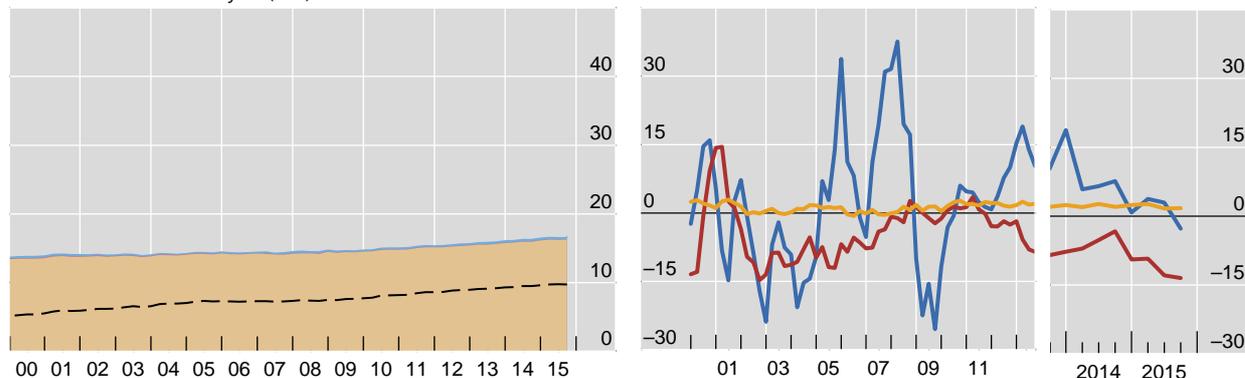
Credito denominato in dollari USA (USD)



Credito denominato in euro (EUR)



Credito denominato in yen (JPY)



credito ai residenti²
 Credito ai non residenti:
 Di cui: titoli di debito³
 credito alle ammin. pubbliche prestiti⁴

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

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

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

\$3,3 mila miliardi (grafico 3, diagramma di destra). Com'è avvenuto per tutto il 2015, il credito bancario e i titoli di debito in dollari USA ai non residenti hanno presentato divergenze: mentre il credito bancario denominato in dollari in paesi diversi dagli Stati Uniti ha rallentato notevolmente, le emissioni di titoli verso i non residenti hanno continuato a un ritmo sostenuto (grafico 2, diagramma superiore di destra).

Anche il credito denominato in euro ai prenditori al di fuori dell'area dell'euro è rimasto stabile, per un totale di \$2,2 mila miliardi verso i prenditori non finanziari e \$2,7 mila miliardi se si includono le finanziarie non bancarie. Il credito ai non residenti in yen è rimasto relativamente basso, per un totale di \$392 miliardi, con una diminuzione nel terzo trimestre sia del credito bancario sia dei titoli di debito verso i non residenti (grafico 2, diagrammi inferiori).

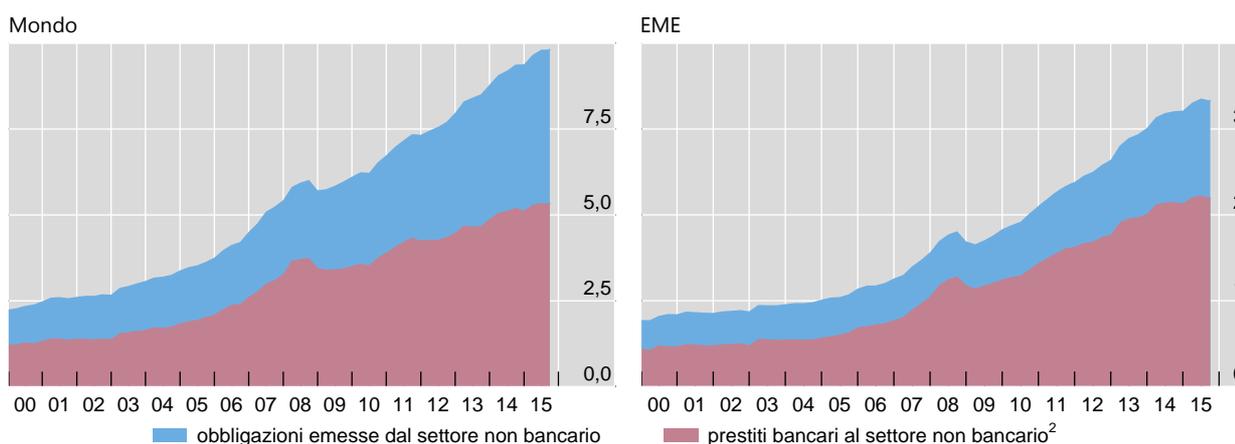
Il rallentamento negli aggregati creditizi internazionali che sembra essersi affermato verso la fine del 2015 e che ha coinciso con un marcato incremento del VIX, potrebbe indicare un inasprimento delle condizioni di finanziamento esterne per le economie emergenti. Le conseguenze sono state avvertite recentemente nei mercati turbolenti ("Una fragile calma cede il passo a turbolenze", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016). La forza del dollaro da metà 2014 potrebbe aver avuto un ruolo, con sfasamento temporale, nell'indurre i prenditori a ridurre o annullare queste posizioni. Più recentemente, in alcuni paesi come la Cina, l'inasprimento delle condizioni ha trovato riflesso in un rallentamento o un'inversione di alcune categorie di flussi di capitale e in una riduzione delle esposizioni in valuta estera (riquadro 1). Qualora persista, l'inasprimento delle condizioni di liquidità globale potrebbe aumentare i rischi per la stabilità in alcuni paesi, in particolare in quelli in cui altri indicatori mettono già in evidenza un rischio accentuato di tensione finanziaria (riquadro 2).

La parte rimanente dei presenti Aspetti salienti analizza in maggiore dettaglio i profili di finanziamento internazionale nel secondo semestre 2015. La prima sezione

Credito denominato in dollari USA al settore non bancario al di fuori degli Stati Uniti¹

Consistenze, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico 3



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

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

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

a seguire esamina i flussi bancari internazionali nel terzo trimestre, incluse le scomposizioni per paese e regione dei prenditori. La sezione successiva analizza le emissioni di titoli di debito internazionali, sulla base dei dati fino al quarto trimestre 2015. Il riquadro 1 prende in esame gli andamenti recenti nei flussi di capitale verso e dalla Cina, mentre il riquadro 2 esamina gli indicatori BRI di allerta precoce delle tensioni bancarie.

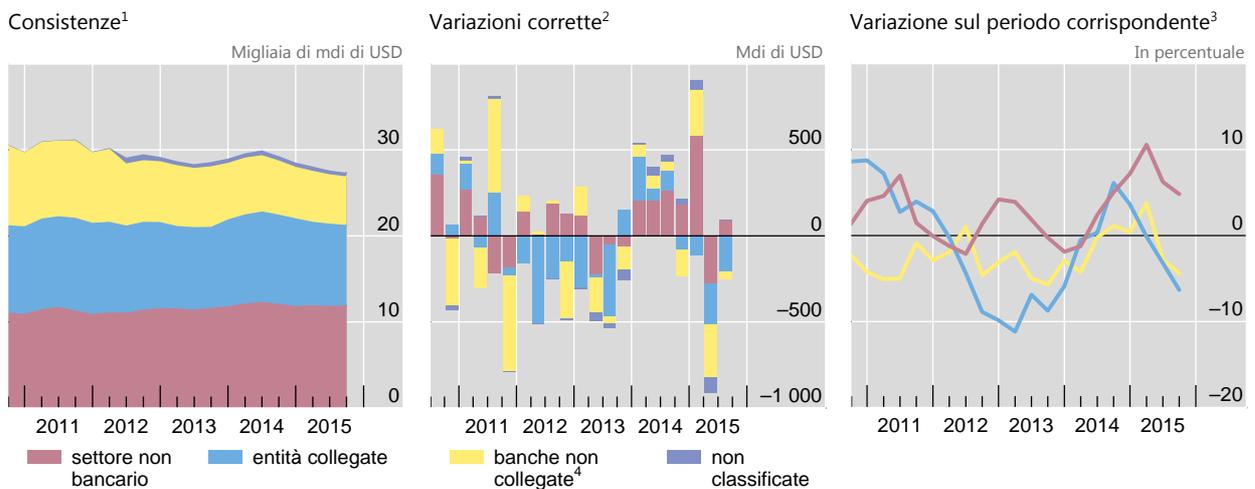
Le economie emergenti guidano la contrazione dei flussi bancari internazionali

Le attività transfrontaliere in essere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite nel terzo trimestre 2015 (grafico 4, diagrammi di sinistra e centrale). Mentre il credito alle EME ha subito un netto calo, le attività verso le economie avanzate sono rimaste sostanzialmente invariate.

Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI sono diminuite di \$157 miliardi al netto degli aggiustamenti per le discontinuità delle serie e gli effetti di cambio⁷. Il calo trimestrale, seguito a una flessione ancor maggiore nel secondo trimestre, ha lasciato le consistenze in essere di attività transfrontaliere a \$27 mila miliardi e spinto il tasso di crescita sull'anno precedente in territorio negativo (-1%).

Attività transfrontaliere, in base al settore della controparte

Grafico 4



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

¹ A fine trimestre. Le consistenze denominate in valute diverse dal dollaro USA sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento. ² Variazioni trimestrali delle consistenze in essere, corrette per tenere conto degli effetti di cambio tra la fine dei trimestri e le discontinuità metodologiche nei dati. ³ Media geometrica delle variazioni percentuali trimestrali corrette. ⁴ Comprende banche centrali e banche non classificate in base al sottosectore tra banche intragruppo e non collegate.

Fonte: statistiche bancarie internazionali BRI.

⁷ Questi dati sono ricavati dalle statistiche bancarie BRI su base locale (LBS), che si basano sul criterio dell'ubicazione delle dipendenze bancarie e rilevano l'attività di tutte le dipendenze bancarie con operatività internazionale nel paese dichiarante, indipendentemente dalla nazionalità della casa madre. Le banche contabilizzano le posizioni su base non consolidata, comprese quelle nei confronti delle proprie dipendenze in altri paesi. Le variazioni trimestrali nelle consistenze in essere sono corrette per tenere conto degli effetti di cambio tra la fine dei rispettivi trimestri e le discontinuità metodologiche nelle serie.

Gli impieghi transfrontalieri verso le banche e il settore non bancario hanno presentato divergenze nel terzo trimestre (grafico 4, diagramma di destra). La flessione aggregata è riconducibile a un calo di \$251 miliardi degli impieghi interbancari. Ciò è imputabile a sua volta a una diminuzione delle posizioni intragruppo, che ha portato a un tasso annuo di contrazione del 5%. Per contro, gli impieghi transfrontalieri verso il settore non bancario hanno registrato un lieve incremento.

Le tendenze sono state divergenti anche tra economie avanzate ed economie emergenti. Le consistenze delle attività transfrontaliere aggregate verso le economie avanzate sono rimaste pressoché invariate durante il terzo trimestre 2015, a \$20 mila miliardi (grafico 5, diagrammi superiori), mentre quelle verso le EME si sono ridotte di \$141 miliardi (grafico 5, diagrammi inferiori). L'Asia emergente ha contribuito in misura superiore al calo complessivo (\$145 miliardi), a fronte di un leggero aumento delle attività verso le altre regioni EME.

Attività transfrontaliere, in base al paese prenditore

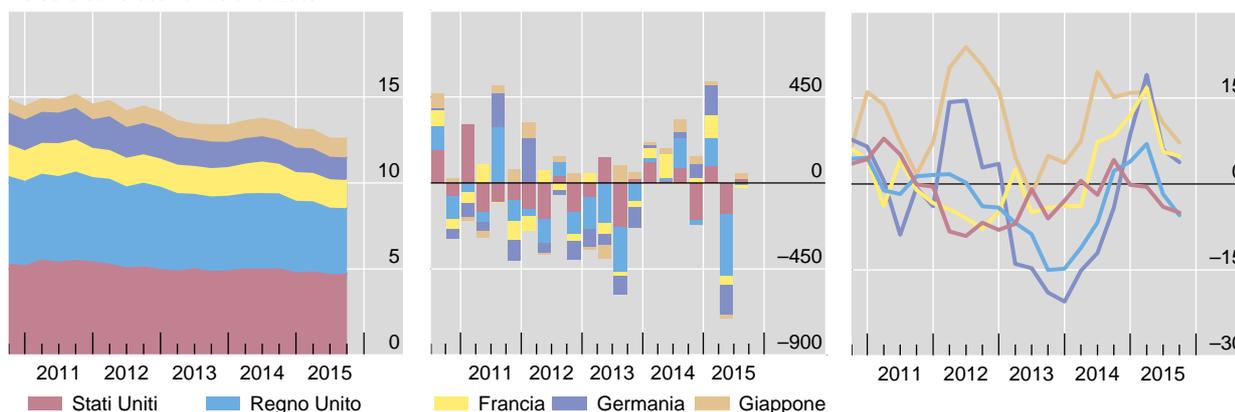
Grafico 5

Consistenze¹ (migliaia di mdi di USD)

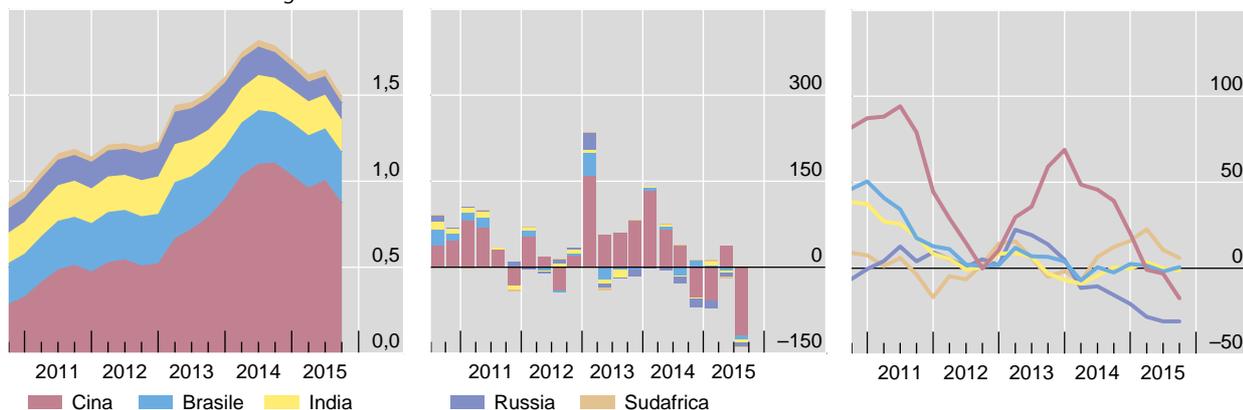
Variazioni corrette² (mdi di USD)

Variazione sul periodo corrispondente³ (in percentuale)

Verso alcune economie avanzate



Verso alcune economie emergenti selezionate



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

¹ A fine trimestre. Le consistenze denominate in valute diverse dal dollaro USA sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente alla data di riferimento. ² Variazioni trimestrali nelle consistenze in essere, corrette per tenere conto degli effetti di cambio tra la fine dei trimestri e le discontinuità metodologiche nei dati. ³ Media geometrica delle variazioni percentuali trimestrali corrette.

Fonte: statistiche bancarie internazionali BRI.

In particolare, le attività transfrontaliere verso la Cina sono diminuite di \$119 miliardi durante il terzo trimestre 2015, riducendo le consistenze in essere a \$877 miliardi, a fronte del massimo di \$1,1 mila miliardi a fine settembre 2014. Alla fine di settembre 2015 il ritmo di contrazione risultava aumentato al -17% sul periodo corrispondente. La principale determinante è da identificarsi in un calo di \$100 miliardi dell'attività interbancaria internazionale (comprese le posizioni intragruppo) verso la Cina, ma anche le attività verso il settore privato non bancario sono diminuite di \$19 miliardi. A fine settembre 2015, il credito transfrontaliero alle banche in Cina ammontava ancora al 61% del finanziamento transfrontaliero totale del paese da paesi dichiaranti alla BRI, in calo dal 68% nei precedenti 12 mesi. Su base consolidata, le attività internazionali a breve termine⁸, con scadenze residue fino a un anno, sono diminuite dal loro massimo di \$858 miliardi a metà 2014 a \$625 miliardi a fine settembre 2015.

Le banche di diverse economie avanzate sono esposte verso la Cina. Le banche del Regno Unito si collocano al primo posto, seguite da quelle dell'area dell'euro, del Giappone e degli Stati Uniti⁹. La tendenza verso una riduzione delle posizioni di carry trade (corte sul dollaro USA, lunghe sul renminbi) descritta nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2015 è proseguita nell'estate e nell'autunno 2015 (riquadro 1).

Le attività transfrontaliere verso l'Asia emergente esclusa la Cina sono diminuite di \$26 miliardi nel terzo trimestre 2015. Tale calo trimestrale ha portato il tasso di contrazione sul periodo corrispondente al -5% e le consistenze totali in essere a \$874 miliardi. Il credito a Taipei cinese si è contratto di \$8,8 miliardi, mentre le attività transfrontaliere verso la Corea sono diminuite di \$7,9 miliardi e quelle verso l'India di \$5,6 miliardi. Nell'anno terminato a fine settembre 2015, il credito transfrontaliero a Taipei cinese si è contratto del 20%, mentre quello verso la Corea e l'India rispettivamente del 7 e dell'1%.

I flussi di credito transfrontaliero complessivi verso le altre regioni EME sono rimasti relativamente stabili durante il terzo trimestre 2015. Tale andamento è tuttavia frutto di tendenze divergenti fra paesi e regioni (grafico 5, diagrammi inferiori). Il credito transfrontaliero verso l'America Latina e i Caraibi è rimasto pressoché invariato durante il terzo trimestre 2015. Le attività verso il Brasile, tuttavia, sono diminuite di \$6 miliardi, riducendone all'1% il tasso di crescita sul periodo corrispondente, mentre le attività verso la Colombia sono aumentate di \$1,5 miliardi (o del 17% sull'anno precedente) e il credito transfrontaliero verso il Messico è rimasto pressoché invariato. Il credito transfrontaliero all'Europa emergente è diminuito di \$5,9 miliardi, con un ritmo annuo di contrazione al 7,5%. Il credito alla Russia si è contratto di \$7,0 miliardi, portando il tasso di contrazione annuo al 30%. Le attività transfrontaliere verso la Turchia, il maggiore prenditore della regione, sono aumentate di \$2,6 miliardi, innalzando il relativo tasso di crescita sul periodo corrispondente all'1,3% a fine settembre 2015. Il credito transfrontaliero ai paesi in via di sviluppo di Africa e Medio Oriente ha continuato ad aumentare rapidamente tra fine giugno e fine settembre 2015. L'ultimo aumento trimestrale di \$11 miliardi ha portato il tasso annuo di incremento all'8,7%.

Tali divergenti tendenze regionali nel credito bancario internazionale hanno trovato corrispondenza nei profili del credito bancario transfrontaliero verso il settore

⁸ Le attività internazionali nelle statistiche bancarie consolidate (CBS) della BRI comprendono le attività transfrontaliere e le attività locali in valuta estera, e non sono depurate degli effetti di cambio.

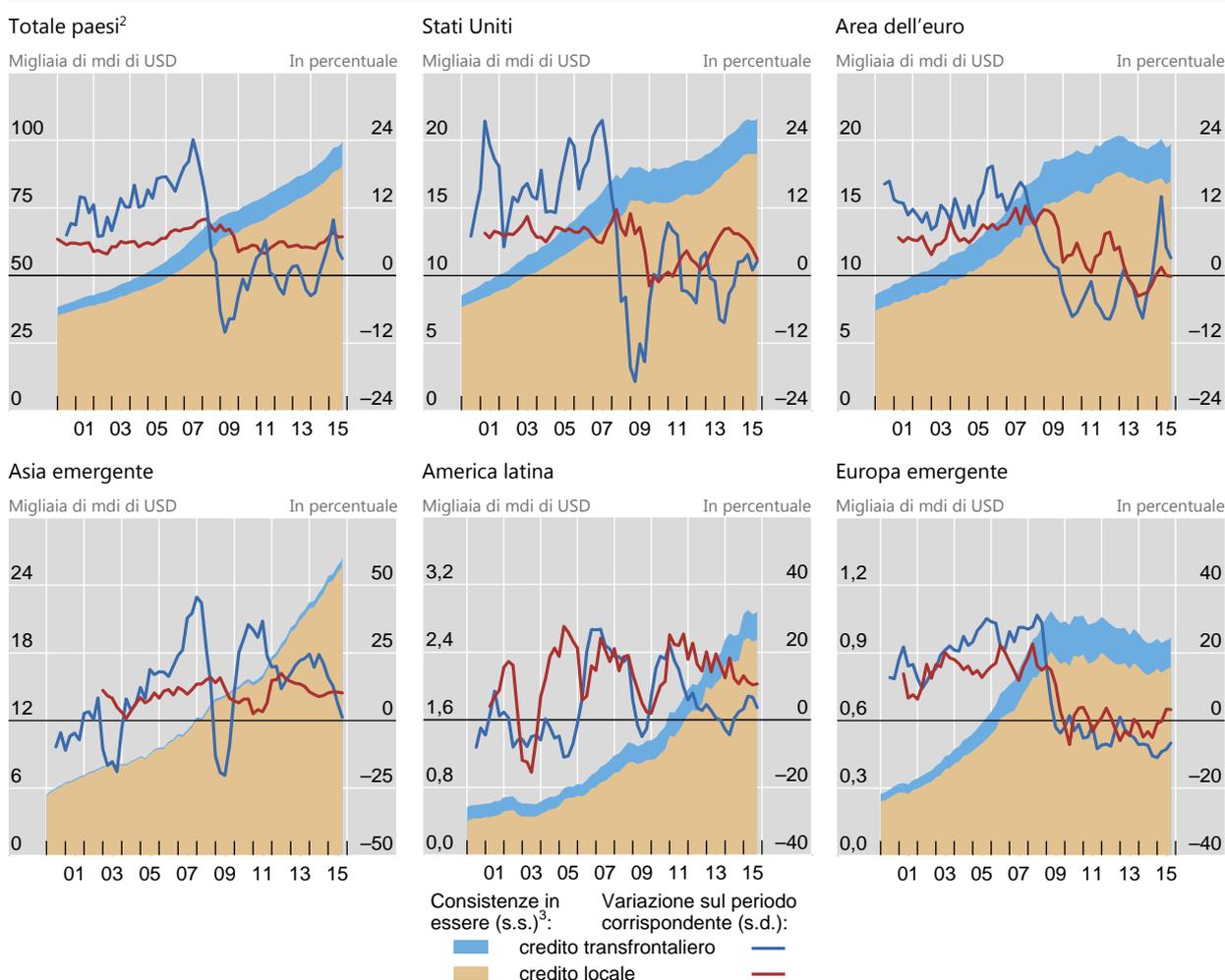
⁹ Per maggiori dettagli, si veda C. Koch, "Foreign bank lending to China", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2015.

non bancario (grafico 6). Nell'Asia emergente il credito transfrontaliero verso il settore non bancario è cresciuto solo dell'1% nel terzo trimestre rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, proseguendo in un netto rallentamento (grafico 6, diagramma inferiore di sinistra). Tale credito, che con \$612 miliardi è alquanto modesto in termini assoluti, era cresciuto del 6% sul periodo corrispondente nel secondo trimestre e a tassi annui a due cifre dal 2009. Di conseguenza, il credito bancario interno ha superato il credito transfrontaliero nel terzo trimestre nell'Asia emergente, analogamente a quanto accaduto in America Latina, nell'Europa emergente e negli Stati Uniti negli ultimi anni. La crescita del credito transfrontaliero continua a superare quella del credito locale nell'area dell'euro, sebbene il ritmo sia diminuito considerevolmente nel 2015 (grafico 6, diagramma superiore di destra).

Credito bancario globale al settore non bancario, in base alla regione del prestatore

Credito transfrontaliero bancario più credito locale in tutte le valute¹

Grafico 6



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

¹ Attività transfrontaliere (verso il settore non bancario) di banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locali (LBS) più attività locali (verso il settore non bancario) 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 Consistenze a fine trimestre. Le consistenze denominate in valute diverse dal dollaro USA sono convertite in dollari USA al tasso di cambio prevalente a fine settembre 2015.

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

Diminuiscono le emissioni internazionali di titoli di debito

L'attività di emissione di titoli di debito internazionali è stata debole nell'ultimo trimestre 2015. Dopo essere calate a \$64 miliardi nel terzo trimestre, le emissioni di debito nette sono divenute negative a quasi -\$47 miliardi, con una riduzione dello 0,2% nel totale delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio. Tale valore negativo costituisce la maggiore contrazione registrata dal terzo trimestre 2012. Il calo è riconducibile sia a una flessione considerevole delle emissioni da parte delle economie avanzate sia a emissioni modeste da parte delle economie emergenti. Le emissioni nette nelle economie avanzate sono ammontate a -\$78 miliardi, riducendo le consistenze in essere dello 0,5% rispetto al trimestre precedente. Le EME prenditrici hanno emesso \$16 miliardi su base netta, 0,5% in più rispetto al trimestre precedente ma ancora in misura considerevolmente inferiore rispetto agli altri trimestri dopo la crisi finanziaria. I centri offshore e le organizzazioni internazionali hanno contribuito per la parte restante.

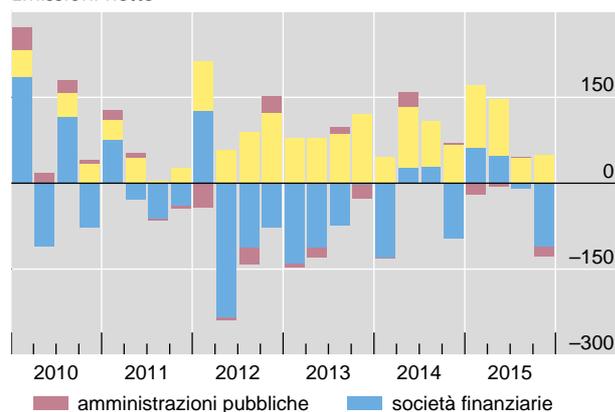
Titoli di debito internazionali¹

In miliardi di dollari USA

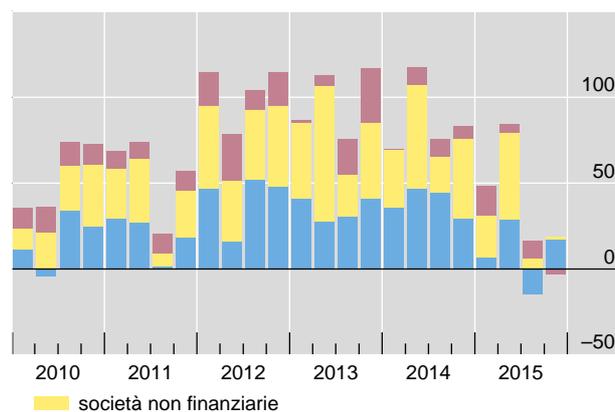
Grafico 7

Economie avanzate²

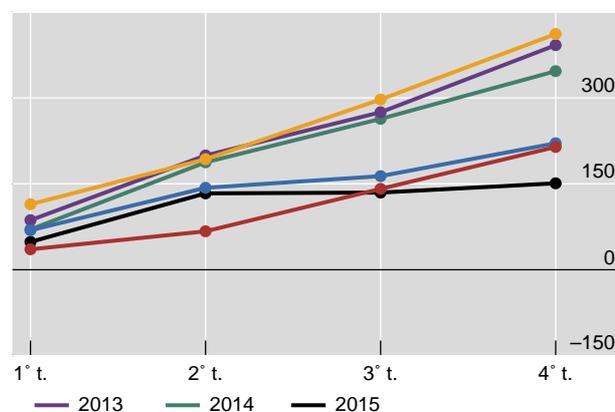
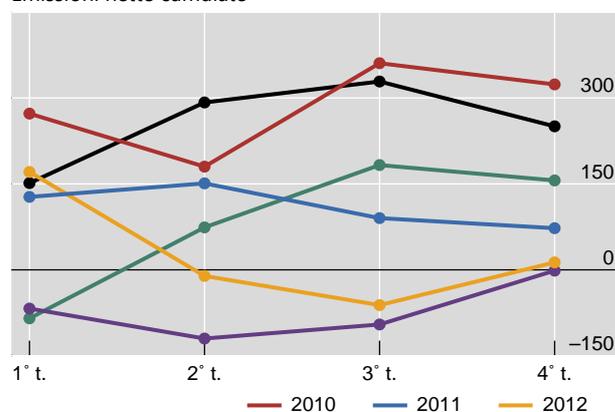
Emissioni nette



Economie emergenti^{2,3}



Emissioni nette cumulate⁴



¹ Tutti gli emittenti, tutte le scadenze, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Si veda il *BIS Statistical Bulletin* per un elenco dei paesi. I settori si riferiscono alle case madri degli emittenti. Per i dettagli della classificazione, si veda "Introduzione alle statistiche BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015. ³ Comprende Hong Kong SAR e Singapore. ⁴ Emissioni trimestrali cumulate nette.

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

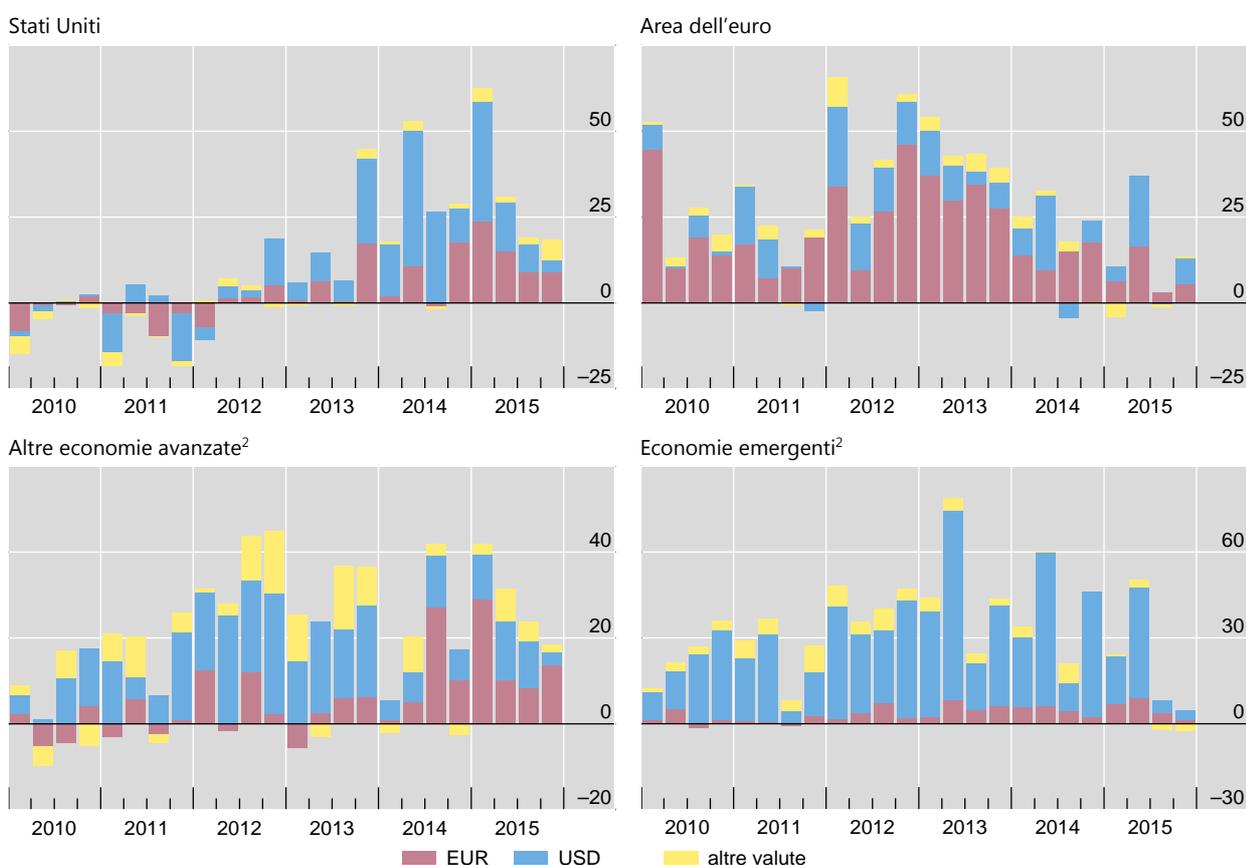
Il calo dei titoli di debito internazionali in essere nelle economie avanzate si deve principalmente al settore finanziario. I rimborsi netti degli istituti finanziari sono aumentati a \$110 miliardi, riducendo dell'1% le consistenze in essere per questo settore (grafico 7, diagramma superiore di sinistra). Le emissioni nette da parte di prestatori finanziari europei e statunitensi sono risultate particolarmente deboli. Le emissioni nette sono state negative o basse anche nella maggior parte delle altre economie avanzate, ad eccezione di Australia e Giappone. Le società non finanziarie, tuttavia, hanno emesso nuovi titoli per \$50 miliardi netti, aumentando le consistenze dell'1%. Nonostante il valore negativo nell'ultimo trimestre dell'anno, le emissioni nette totali da parte delle economie avanzate nel 2015, pari a \$250 miliardi, hanno registrato il totale annuo più elevato dal 2011 (grafico 7, diagramma inferiore di sinistra).

Le emissioni nette di titoli da parte delle EME sono state modeste (\$16 miliardi) nel quarto trimestre del 2015, comportando un aumento dello 0,5% delle consistenze in essere rispetto al trimestre precedente (grafico 7, diagramma inferiore di destra). Le emissioni nette da parte delle società finanziarie hanno parzialmente recuperato dopo i rimborsi netti registrati nel terzo trimestre dell'anno. Le banche cinesi, tuttavia, hanno aumentato considerevolmente le proprie emissioni di titoli di debito nel quarto trimestre, in contrasto con il rallentamento nel proprio indebitamento interbancario nel terzo trimestre, come osservato in precedenza. Le emissioni di titoli

Titoli di debito internazionali¹

Emissioni nette trimestrali, in miliardi di dollari USA

Grafico 8



¹ Sede legale non finanziaria, in base alla nazionalità dell'emittente. ² Si veda il *BIS Statistical Bulletin* per un elenco dei paesi.

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

di debito locali in Cina sono rimaste sostenute, secondo i dati della People's Bank of China. Le emissioni nette da parte delle società non finanziarie, tuttavia, sono state deboli a \$2 miliardi nel quarto trimestre dell'anno, analogamente al basso importo registrato nel trimestre precedente (grafico 7, diagramma superiore di destra). L'emissione netta di titoli da parte delle EME nel 2015, pari a \$151 miliardi, è stata nel complesso la più bassa degli ultimi sei anni.

Il 2015 ha segnato un considerevole aumento nell'utilizzo dell'euro come valuta di denominazione per i titoli di debito internazionali emessi da prenditori non finanziari. Nell'ultimo trimestre dell'anno le emissioni nette di titoli di debito internazionali in euro ammontavano a \$29 miliardi, con un aumento dell'1,5% delle consistenze in essere. I prenditori non finanziari con sede legale negli Stati Uniti hanno emesso titoli denominati in euro per \$9 miliardi, segnando un aumento del 4% delle consistenze in essere rispetto al terzo trimestre. Tali emissioni hanno rappresentato il 48% delle emissioni internazionali nette da parte di prenditori non finanziari statunitensi (grafico 8, diagramma superiore di sinistra). Le emissioni nette denominate in euro nell'area dell'euro sono rimaste sostenute nel quarto trimestre a \$5 miliardi (grafico 8, diagramma superiore di destra). L'incidenza delle emissioni nette denominate in euro è aumentata dal 35 al 73% nelle altre economie avanzate (diagramma inferiore di sinistra), e dal 61 al 69% nelle economie emergenti (diagramma inferiore di destra). Nel contempo, le emissioni in altre valute si sono indebolite. Le emissioni nette in dollari sono ammontate a \$18 miliardi, segnando un aumento inferiore all'1% rispetto alle consistenze in essere alla fine del trimestre precedente, mentre le emissioni nette in sterline sono ammontate a \$4 miliardi, anche in questo caso con un aumento inferiore all'1% nel totale delle consistenze in essere rispetto al trimestre precedente.

Deflussi di dollari e renminbi dalla Cina

Robert N McCauley e Chang Shu

I persistenti deflussi di capitale privato dalla Cina dal giugno 2014 si sono accompagnati a due diverse narrazioni del fenomeno. La prima ha al centro gli investitori, che divengono venditori di grandi volumi di attività in Cina; l'altra verte sulle società cinesi, che riducono il proprio indebitamento in dollari. La nostra analisi depone a favore della seconda opzione, ma mette anche in evidenza un fattore omissso da entrambe: la contrazione dei depositi offshore in renminbi.

Il nostro approccio, presentato nella *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2015, parte dalle statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale dichiarate dalle banche non in territorio cinese.^① Tale approccio ci differenzia da altre analisi che normalmente considerano quali deflussi di capitale le variazioni nelle riserve valutarie ufficiali (più l'avanzo di conto corrente), il che richiede una stima complicata delle valutazioni e una serie di correzioni. Per comprendere i deflussi transfrontalieri di capitali nei dati BRI, noi seguiamo i fondi partendo dai cali dei depositi offshore in renminbi nell'Est asiatico e di quelli dei prestiti in valuta estera presso le banche in Cina, come riportati dalla People's Bank of China (PBoC). Inoltre, escludiamo dai dati BRI i depositi della PBoC presso banche estere, utilizzando nuovi dati coerenti con lo Special Data Dissemination Standard (SDDS) del FMI.

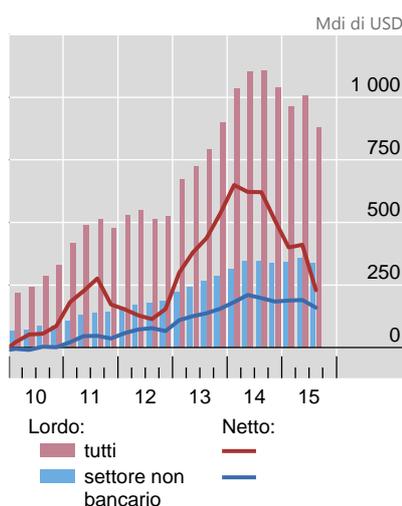
Iniziamo rilevando il valore inedito (\$175 miliardi) nei prestiti *transfrontalieri* alla Cina delle banche dichiaranti alla BRI nel terzo trimestre 2015 (grafico A, diagramma di sinistra, linea rossa), quasi il doppio del deflusso nel primo trimestre. Ha riflesso sia un netto calo dei prestiti alla Cina sia la crescita continua delle passività verso la Cina (ossia i depositi transfrontalieri della Cina). I nuovi dati SDDS mostrano che \$12 miliardi di questo deflusso nel terzo trimestre sono dovuti a un *aumento* delle riserve cinesi ufficiali in valuta estera depositate presso banche situate al di fuori della Cina (un deflusso di capitali). Ciò lascia da spiegare \$163 miliardi di deflussi non riconducibili a riserve. I dati nazionali e quelli della BRI suggeriscono che questi deflussi transitati tramite banche dichiaranti alla BRI hanno riflesso una riduzione (i) dei depositi *offshore* in renminbi, (ii) dell'indebitamento netto in dollari *transfrontaliero* delle società cinesi e (iii) del loro indebitamento netto *all'interno della Cina*.

(i) *Offshore*, poiché società e famiglie hanno ridotto i depositi in renminbi, e le banche al di fuori della Cina hanno a loro volta ridotto i propri depositi in renminbi *transfrontalieri* presso banche nella Cina continentale. In particolare,

Deflussi di capitale dalla Cina dichiarati dalle banche nel terzo trimestre 2015

Grafico A

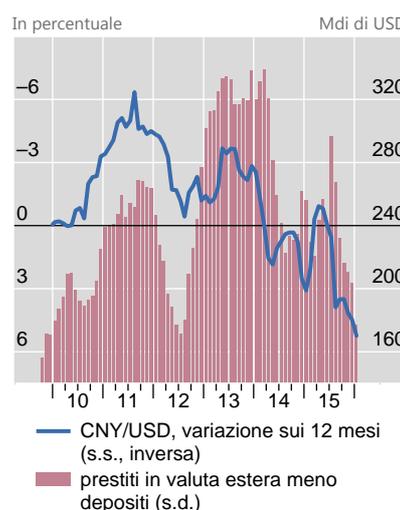
Calo delle attività transfrontaliere



Reazione dei depositi offshore in renminbi al cambio CNY/USD¹



Calo dei prestiti onshore in valuta estera¹



¹ Un calo indica un deprezzamento del renminbi.

Fonti: Central Bank of the Republic of China (Taiwan); Hong Kong Monetary Authority; Bank of Korea; Monetary Authority of Macao; Monetary Authority of Singapore; Datastream; CEIC; statistiche bancarie BRI su base locale per paese di residenza.

le banche in Corea, Hong Kong SAR, Macao SAR, Singapore e Taipei Cinese hanno dichiarato un calo equivalente a \$40 miliardi dei depositi in renminbi nel terzo trimestre 2015, che si è associato a un deprezzamento nel cambio renminbi/dollaro (grafico A, diagramma centrale). In risposta al calo della domanda per i depositi in renminbi, le banche in queste e altre giurisdizioni hanno attinto ai propri depositi in renminbi *transfrontalieri* presso banche nella Cina continentale, portando a un deflusso di capitale di \$80 miliardi (dati PBoC) che ammonta alla metà del deflusso di \$163 miliardi.

(ii) I dati BRI mostrano che le società in Cina hanno ridotto il proprio indebitamento netto *transfrontaliero* (grafico A, diagramma di sinistra, linea blu). In valute diverse dal renminbi, principalmente dollari, tale riduzione è risultata pari a \$34 miliardi (inclusi direttamente nei \$163 miliardi).

(iii) *All'interno della Cina*, la riduzione da parte delle società dei prestiti netti in valuta estera con banche sul territorio ha portato queste banche a loro volta a ridurre le passività *transfrontaliere* nette nel terzo trimestre 2015 (un deflusso di capitali). I dati della PBoC mostrano che nel terzo trimestre le società hanno ridotto di \$7 miliardi il proprio indebitamento netto in valuta estera verso le banche in Cina (grafico A, diagramma di destra). Nell'ipotesi che le banche in Cina abbiano adeguato la propria posizione con le banche dichiaranti alla BRI al di fuori della Cina, risulterebbe spiegata un'altra frazione del deflusso di \$163 miliardi.

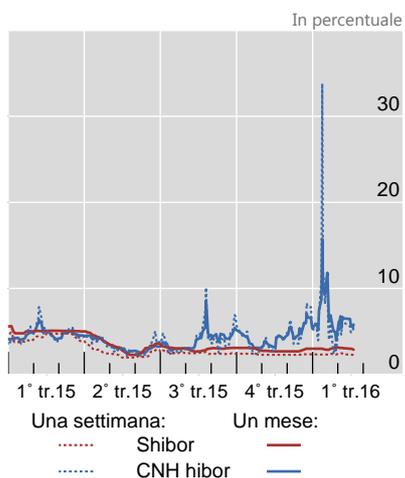
Nel complesso, la riduzione delle posizioni offshore in renminbi (\$80 miliardi) e il rimborso netto da parte delle società cinesi di debiti in valuta estera transfrontalieri (\$34 miliardi) e all'interno della Cina (\$7 miliardi) sommano a \$121 miliardi. Tale importo è in grado di dare conto di quasi tre quarti dei \$163 miliardi di deflussi non di riserva segnalati dai dati bancari BRI.

Dati parziali indicano che i deflussi dalla Cina sono continuati nel quarto trimestre 2015. La diminuzione dei depositi offshore in renminbi è risultata minore, a giudicare sia dai dati dei partner (grafico A, diagramma centrale) sia dai depositi in renminbi dichiarati dalla PBoC (in calo di \$24 miliardi, rispetto a \$80 miliardi nel terzo trimestre). Tuttavia, i dati della Hong Kong Monetary Authority sulle attività transfrontaliere verso il settore non bancario cinese (prossime al 40% del totale BRI) per ottobre e novembre mostrano un'accelerazione dei deflussi netti. Inoltre, i prestiti netti onshore in valuta estera hanno registrato una contrazione più marcata, di \$29 miliardi (\$7 miliardi nel terzo trimestre).

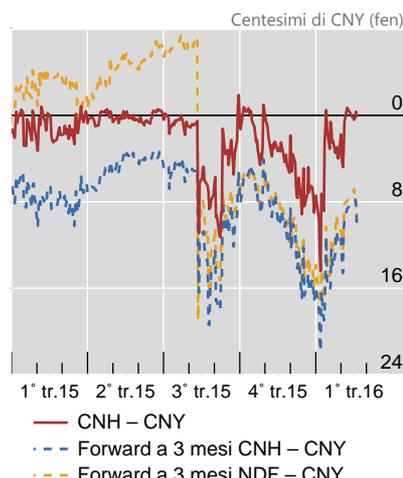
Mercati in difficoltà ma renminbi effettivo stabile?

Grafico B

Impennata dei tassi monetari sul renminbi offshore



Divergenza dei tassi renminbi/dollaro onshore e offshore¹



Tasso effettivo nominale del renminbi



Hibor = Hong Kong Interbank Offered Rate; NDF = non-deliverable forward, regolato sul fixing onshore in dollari; Shibor = Shanghai Interbank Offered Rate.

¹ Scala inversa, di conseguenza la direzione al ribasso indica un deprezzamento rispetto al CNY a pronti. Le quotazioni in CNH e CNY si riferiscono alla chiusura di ciascuna giornata di negoziazione.

Fonti: Bloomberg; BRI.

I dati sui prezzi per il primo trimestre 2016 indicano maggiori tensioni rispetto al secondo semestre 2015, che forniscono incentivi ai deflussi di fondi. Molti operatori di mercato hanno interpretato la gestione del tasso di cambio da parte della PBoC agli inizi di gennaio come un'indicazione di volontà di deprezzamento nei confronti del dollaro, e i tassi di interesse offshore hanno registrato una breve impennata toccando livelli superiori a quelli di agosto-settembre (grafico B, diagramma di sinistra). I tassi a pronti onshore e offshore hanno mostrato divergenze maggiori rispetto a quelle del terzo trimestre, e i forward offshore hanno segnalato una tendenza a un deprezzamento più netto (grafico B, diagramma centrale).^{②,③} Tuttavia, tale volatilità nel mercato monetario e nei tassi di cambio bilaterali ha contrastato con le contenute oscillazioni del renminbi rispetto a un paniere di valute dei partner commerciali (grafico B, diagramma di destra). Per riassumere, la nostra analisi indica che i recenti deflussi dalla Cina possono essere attribuiti, in larga misura, a una protratta contrazione del mercato offshore in renminbi e a una riduzione da parte delle società cinesi dell'indebitamento netto in valuta estera. L'intenzione dichiarata della PBoC di mantenere il renminbi stabile in termini effettivi implicherebbe un renminbi più debole nei confronti del dollaro qualora il dollaro dovesse apprezzarsi nei confronti delle principali valute. In tal caso, i depositanti offshore potrebbero non continuare a detenere fino alla scadenza depositi in renminbi e le società cinesi avrebbero ancora motivo di ridurre l'indebitamento denominato in dollari.

① Si veda R. McCauley, "Il deflusso di capitali dalla Cina per il tramite delle banche dichiaranti alla BRI nel primo trimestre 2015", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015. ② Il cambio CNY-CNH a pronti ha toccato 14 centesimi di CNY (fen) il 6 gennaio 2016, al di sopra del picco del terzo trimestre 2015 (11 fen) e vicino al massimo storico del 2010 di 15 riportato in M. Funke, C. Shu, X. Q. Cheng e S. Eraslan, "Assessing the CNH-CNY pricing differential", *Journal of International Money and Finance*, vol. 59, 2015, pag. 250. Nel mercato a termine, i mercati di CNH e NDF hanno previsto un deprezzamento del 2,5% e del 3% nell'arco di tre mesi, rispetto allo 0,7% nel mercato in CNY. ③ Come previsto in R. McCauley, C. Shu and G. Ma, "I non-deliverable forward nel 2013: realtà e prospettive", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014, i forward NDF sono diminuiti passando solo alla metà dei forward nei dati della Bank of England di aprile 2015 dai $\frac{3}{4}$ nel 2013.

Indicatori di allerta precoce

La BRI ha analizzato e rilevato gli indicatori di allerta precoce delle tensioni bancarie interne. Tali indicatori quantificano il surriscaldamento finanziario e segnalano potenziali tensioni bancarie su orizzonti temporali di medio periodo. Sono calibrati con riferimento al rapporto segnale/rumore, definito approssimativamente come il rapporto tra gli episodi storici correttamente previsti e i falsi allarmi.

La tabella A riporta tre indicatori, misurati nella maggior parte dei casi su dati al terzo trimestre 2015. Il primo indica il gap tra il rapporto credito/PIL e il suo trend di lungo periodo (prima colonna). Il secondo indica il gap tra l'indice dei prezzi degli immobili residenziali e il suo trend di lungo periodo (seconda colonna). L'ultimo corrisponde alla differenza tra l'indice di copertura del servizio del debito e la sua media nel tempo. È stimato utilizzando due differenti ipotesi (terza e quarta colonna): una agli attuali tassi di interesse, l'altra a tassi superiori di 250 punti base. Dato importante, questa seconda stima ipotizza una traslazione immediata e piena (100%) delle variazioni dei tassi di interesse sugli indici di copertura del servizio del debito. Non tiene conto del fatto che molti contratti di debito sono basati su tassi fissi e che non saranno revisionati immediatamente. Del pari, tale stima non riflette nemmeno i modi in cui prenditori e prestatori risponderebbero alle variazioni dei tassi di interesse tramite modifica delle scadenze dei debiti, rimborso delle proprie obbligazioni o altre misure. In quanto tale, sovrastima l'impatto.

Tutti e tre gli indicatori indicano che il rischio di tensioni bancarie rimane elevato in diverse economie e regioni. È il caso, in particolare, di Canada, Cina e Turchia, in cui i gap credito/PIL sono superiori al 10%. Lo stesso vale per un insieme di economie asiatiche (Hong Kong SAR, Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia). L'indicatore per il Brasile, dopo essere stato persistentemente al di sopra di questa soglia per un certo periodo di tempo, è passato appena al di sotto (al 9,9%)^①. In passato, due terzi dei casi in cui i parametri figuravano al di sopra di questa soglia sono stati seguiti da forti tensioni bancarie nei successivi tre anni^②. Gli indicatori basati sugli indici di copertura del servizio del debito assumono valori elevati per diverse fra le economie appena citate. Le dimensioni del gap tra i prezzi immobiliari si avvicinano alle tendenze storiche per la maggior parte delle economie considerate, con l'eccezione di Germania e Giappone. Nella valutazione di tali indicatori è importante tenere presente che essi non tengono conto esplicitamente di inasprimenti della regolamentazione derivanti da precedenti episodi di tensione.

^① Si veda "Highlights of global financing flows", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2015. ^② Si veda M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, dicembre 2011, pagg. 189–240.

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni¹

Tabella A

	Gap credito/PIL ²	Gap tra i prezzi immobiliari ³	Indice di copertura del servizio del debito ⁴	Indice di copertura del servizio del debito se i tassi di interesse aumentassero di 250 pb ^{4,5}
Asia ⁶	16,3	8,5	1,9	4,3
Australia	4,9	5,1	0,9	4,7
Brasile	9,9	-13,9	6,6	8,4
Canada	12,3	8,7	2,3	6,3
Cina	27,6	-5,8	5,4	8,7
Corea	3,9	6,4	0,0	3,6
Europa centrale e orientale ⁷	-10,9	6,8	0,5	2,0
Francia	1,5	-10,9	1,0	4,0
Germania	-5,8	10,6	-1,6	0,2
Giappone	4,7	13,6	-1,9	0,9
Grecia	-10,9	5,4		
India	-3,2		1,8	2,9
Italia	-10,8	-16,2	0,6	2,8
Messico	7,3	4,2	0,5	1,2
Paesi Bassi	-18,5	-15,3	1,0	5,8
Paesi nordici ⁸	0,5	2,6	1,1	5,1
Portogallo	-36,0	9,7	-0,9	2,5
Regno Unito	-30,1	0,5	-2,2	0,6
Spagna	-44,2	-21,7	-2,5	0,4
Stati Uniti	-10,9	2,0	-1,9	0,7
Sudafrica	-1,4	-7,3	-0,7	0,6
Svizzera	7,2	9,9	0,0	3,2
Turchia	15,6		5,5	7,1
Legenda	<i>Gap credito/PIL >10</i>	<i>Gap tra i prezzi immobiliari >10</i>	<i>Indice di copertura del servizio del debito >6</i>	<i>Indice di copertura del servizio del debito >6</i>
	<i>2 ≤ gap credito/PIL ≤ 10</i>		<i>4 ≤ Indice di copertura del servizio del debito ≤ 6</i>	<i>4 ≤ Indice di copertura del servizio del debito ≤ 6</i>

Dati fino al terzo trimestre 2015, eccetto per: il gap credito/PIL per la Bulgaria e per la Lituania, per le quali i dati terminano nel quarto trimestre 2015; e il gap tra i prezzi immobiliari, per i quali i dati terminano nel secondo trimestre 2015 per la Cina e nel quarto trimestre 2015 per Canada, Corea, Filippine Germania, Grecia, Hong Kong SAR, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Regno Unito, Sudafrica, Svizzera e Thailandia.

¹ Le soglie per le celle rosse sono scelte minimizzando i falsi allarmi subordinatamente all'identificazione di almeno due terzi delle crisi su un orizzonte cumulato di tre anni. Un segnale è corretto se si verifica una crisi in uno dei tre anni a venire. Il rumore viene misurato dalle previsioni errate al di fuori di questo orizzonte. Le celle beige per il gap credito/PIL sono basate sulle linee guida per i buffer patrimoniali anticiclici previsti da Basilea 3. Le celle beige per l'indice di copertura del servizio del debito sono basate sulle soglie critiche in caso di utilizzo di un orizzonte previsionale di due anni. Per una derivazione delle soglie critiche per i gap credito/PIL e i gap tra i prezzi immobiliari, si veda 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 di copertura del servizio del debito, si veda M. Drehmann e M. Juselius, "I costi per il servizio del debito influiscono sulla stabilità macroeconomica e finanziaria?", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2012. Media semplice per gli aggregati dei paesi. ² Differenza in punti percentuali tra il rapporto credito/PIL e il suo trend di lungo periodo, trend in tempo reale calcolato con un filtro HP unilaterale utilizzando un fattore di perequazione di 400.000. ³ Deviazioni percentuali dei prezzi degli immobili residenziali dal proprio trend di lungo periodo, trend calcolato con un filtro HP unilaterale utilizzando un fattore di perequazione di 400.000. ⁴ Per le serie e la metodologia dell'indice di copertura del servizio del debito si veda www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Differenza in punti percentuali tra gli indici di copertura del servizio del debito e le medie di lungo periodo dei singoli paesi dal 1999 o oltre in base alla disponibilità dei dati e quando l'inflazione media su cinque anni si è collocata al di sotto del 10%. ⁵ Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 2,50 punti percentuali e che tutte le altri componenti dell'indice di copertura del servizio del debito rimangano fisse. ⁶ Hong Kong SAR, Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia; esclusi Filippine e Singapore per l'indice di copertura del servizio del debito e le relative previsioni. ⁷ Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Russia e Ungheria; escluse Repubblica Ceca e Romania per il gap tra i prezzi immobiliari; escluse Bulgaria, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania per l'indice di copertura del servizio del debito e le relative previsioni. ⁸ Finlandia, Norvegia e Svezia.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.