

Aspetti salienti dei flussi finanziari internazionali¹

La BRI, in collaborazione con le banche centrali e le autorità monetarie di tutto il mondo, compila e diffonde statistiche sull'attività nei mercati finanziari internazionali. Sulla base di questi dati essa stima indicatori delle condizioni di liquidità globali e indicatori di allerta precoce dei rischi per la stabilità finanziaria. Questo capitolo analizza gli andamenti recenti di tali indicatori basandosi sugli ultimi dati relativi ai mercati bancari internazionali, disponibili fino a settembre 2016, e alle emissioni di titoli di debito internazionali, disponibili fino a dicembre 2016.

In breve

- Dopo i rallentamenti rispetto all'anno precedente registrati a fine 2015 e inizio 2016, nel secondo e terzo trimestre del 2016 le attività bancarie internazionali hanno ricominciato a crescere. La ripresa è stata trainata da un incremento del 3,8% sull'anno precedente degli impieghi verso il settore non bancario, mentre le attività interbancarie hanno registrato una contrazione del 3,2% nel terzo trimestre del 2016.
- Nel quarto trimestre del 2016, lo stock di titoli di debito internazionali è cresciuto costantemente a un tasso del 3,8% sull'anno precedente, sostenuto dall'aumento delle emissioni nette di titoli bancari al 2,2%. Le emissioni nette di titoli di debito da parte del settore non bancario hanno anch'esse registrato una leggera espansione, con un incremento dei titoli in essere del 4% sull'anno precedente nel terzo trimestre e del 4,6% nel quarto trimestre 2016.
- Il credito denominato in dollari USA verso i prenditori non bancari al di fuori degli Stati Uniti è cresciuto di \$420 miliardi tra la fine del primo trimestre e la fine del terzo trimestre 2016. Includendo i dati recentemente resi noti sui crediti erogati dalle banche in Cina e Russia, le consistenze totali in essere a fine settembre 2016 ammontavano a \$10 500 miliardi.
- Il credito denominato in dollari USA al settore non bancario delle economie emergenti (EME) ha registrato una lieve espansione. Includendo i dati recentemente comunicati dalle banche in Cina e Russia, esso ammontava a \$3 600 miliardi alla fine del terzo trimestre 2016.
- Conseguentemente alle riforme dei fondi monetari degli Stati Uniti, il finanziamento in dollari USA per le banche non statunitensi proveniente dai fondi

¹ Questo articolo è stato redatto da Iñaki Aldasoro (Iñaki.Aldasoro@bis.org) e Torsten Ehlers (Torsten.Ehlers@bis.org). Kristina Bektyakova, Pamela Pogliani e Matthias Loerch hanno fornito l'assistenza statistica.

prime si è contratto di \$555 miliardi da fine settembre 2015 a fine dicembre 2016; questo calo è stato in parte compensato da un aumento di \$140 miliardi della provvista da parte dei fondi governativi (cfr. riquadro). Malgrado questa riduzione, il credito denominato in dollari USA verso le banche non statunitensi ha continuato a crescere, dato che queste ultime hanno potuto ricorrere ad altre fonti di finanziamento.

Ripresa del credito mondiale nella seconda metà del 2016

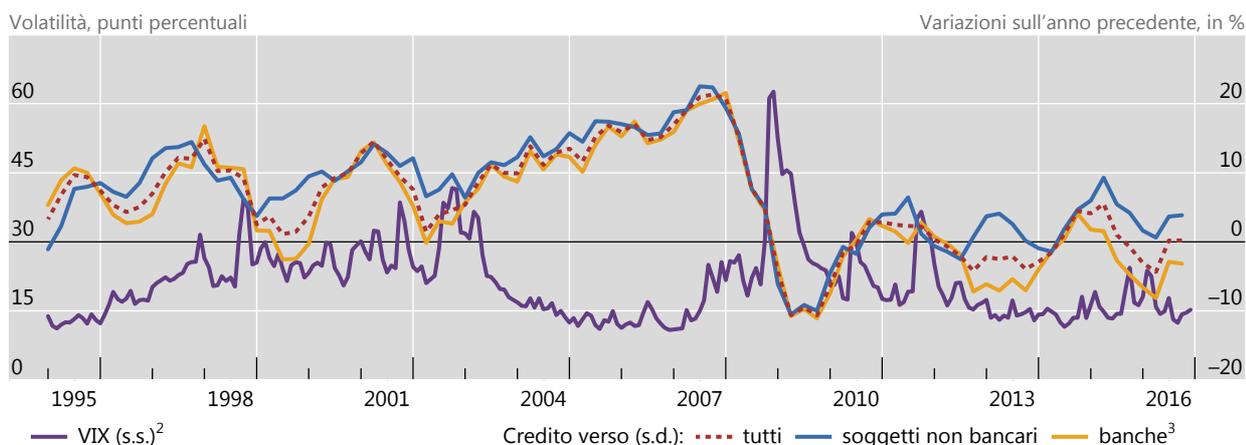
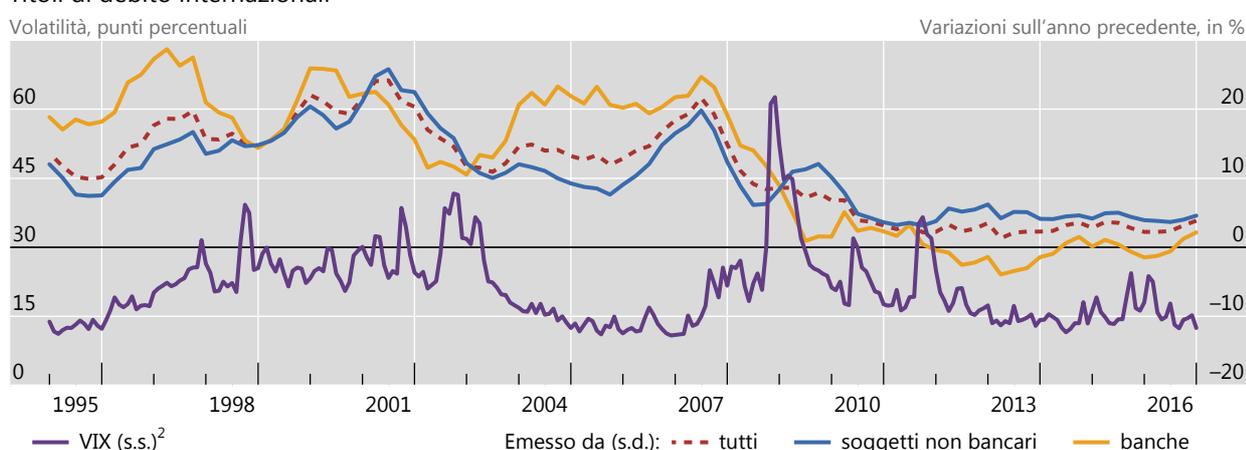
Le condizioni del credito mondiale, stando alle misurazioni degli aggregati rilevati dagli indicatori di liquidità globale BRI (Global Liquidity Indicators, GLI), sono migliorate e si sono in qualche misura rafforzate nella seconda metà del 2016². Il miglioramento è stato trainato dalle attività bancarie internazionali (attività transfrontaliere e attività locali in valuta estera)³, che sono aumentate nel secondo trimestre del 2016 e hanno registrato soltanto una lieve contrazione nel terzo trimestre. I flussi annui cumulati, pur essendo di modesta entità, sono stati positivi in questi due trimestri, determinando un moderato incremento sull'anno precedente, in entrambi i casi dello 0,2% (grafico 1, diagramma superiore). In linea con la tendenza iniziata nel secondo trimestre del 2015, il credito interbancario mondiale è calato su base annua. Il ritmo di tale flessione è stato tuttavia più lento sia nel secondo che nel terzo trimestre 2016. Durante gli stessi trimestri, il credito nei confronti dei prestatori non bancari è invece aumentato, dopo una lieve decelerazione nel primo trimestre. Le attività bancarie internazionali verso il settore non bancario sono aumentate per 10 trimestri consecutivi fino al terzo trimestre 2016, ultima osservazione disponibile.

Anche le emissioni nette di titoli di debito internazionali⁴ hanno registrato una lieve espansione nella seconda metà del 2016 (grafico 1, diagramma inferiore), con collocamenti netti per \$229 miliardi nel solo terzo trimestre. Lo stock di titoli di debito è cresciuto del 3,8% da fine dicembre 2015 a fine dicembre 2016, segnando l'incremento più marcato su quattro trimestri dopo quello registrato tra il terzo trimestre 2009 e il secondo trimestre 2010. Le banche e i soggetti non bancari hanno entrambi fatto maggiore ricorso ai mercati obbligazionari internazionali: la crescita sull'anno precedente dello stock di titoli di debito internazionali da parte del settore bancario è stata positiva nel terzo trimestre 2016 (dell'1,2% – il primo incremento sull'anno precedente dal secondo trimestre 2015) e ha segnato un'ulteriore espansione nel quarto trimestre, arrivando al 2,2%. Anche le emissioni nette di titoli di debito da parte di soggetti non bancari hanno registrato un'accelerazione nella seconda metà del 2016, dato che la crescita sull'anno precedente delle consistenze in

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

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

⁴ La BRI definisce i titoli di debito internazionali come titoli emessi da non residenti in tutti i mercati. Per maggiori dettagli, cfr. B. Grujić e P. Wooldridge, "Le nuove statistiche BRI sui titoli di debito", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2012.

Attività bancarie internazionali¹Titoli di debito internazionali⁴

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

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

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

essere è passata dal 3,6% nel secondo trimestre del 2016 al 4 e 4,6% rispettivamente nel terzo e quarto trimestre.

Con la ripresa del credito bancario internazionale e delle emissioni di titoli di debito internazionali, il credito totale denominato in valuta estera, in particolare in dollari USA e in euro, è anch'esso aumentato a un ritmo leggermente più sostenuto nel secondo e nel terzo trimestre 2016 (grafico 2).

Nel terzo trimestre 2016, i prestiti bancari denominati in dollari USA verso il settore non bancario al di fuori degli Stati Uniti hanno registrato un incremento del 2,4% sull'anno precedente, in aumento rispetto all'espansione di meno dell'1% dei primi due trimestri del 2016 (grafico 2, diagrammi superiori). Nel terzo trimestre 2016, le consistenze di titoli di debito denominati in dollari USA emessi da non residenti del settore non finanziario sono cresciute del 6,2% sullo stesso periodo dell'anno precedente, con un'accelerazione rispetto al 4 e 5,9% del primo e del secondo trimestre. Il credito in essere totale denominato in dollari USA (prestiti bancari

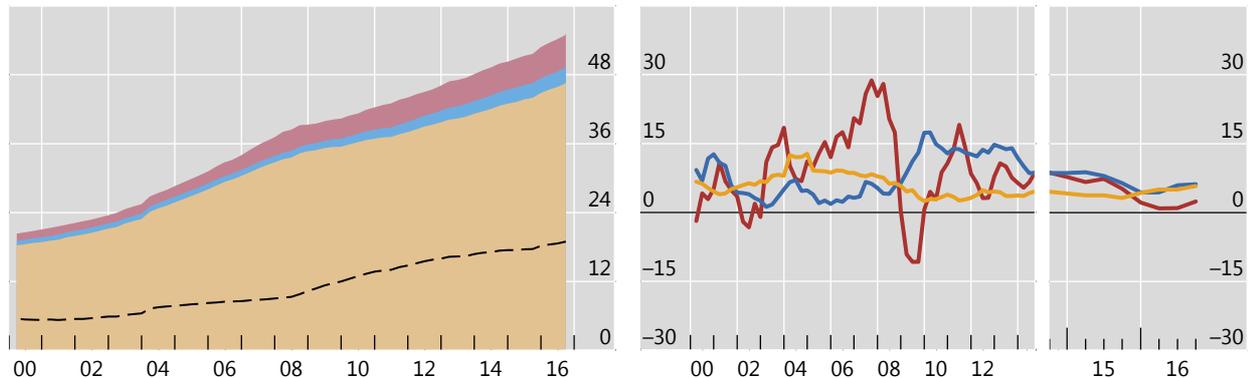
Credito internazionale verso il settore non finanziario, per valuta

Grafico 2

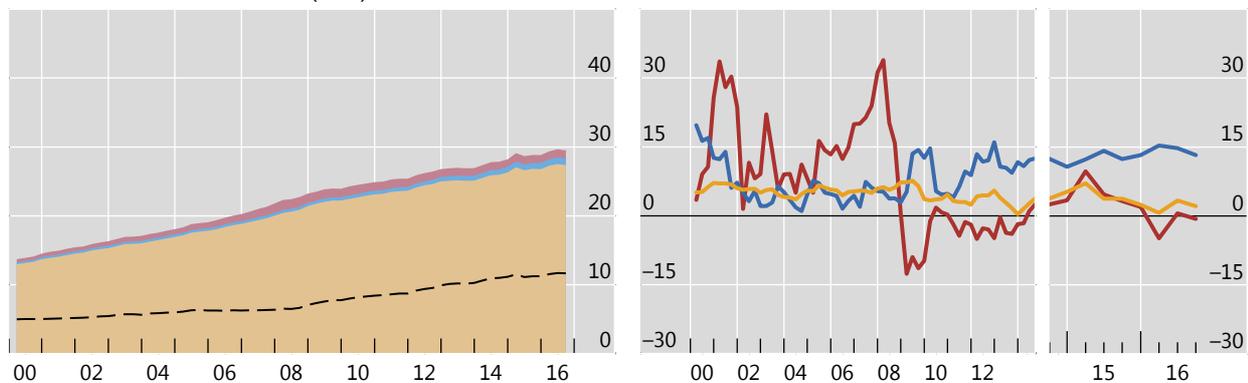
Consistenze in essere, in migliaia di miliardi di unità valutarie¹

Variazione sul periodo corrispondente, in percentuale⁵

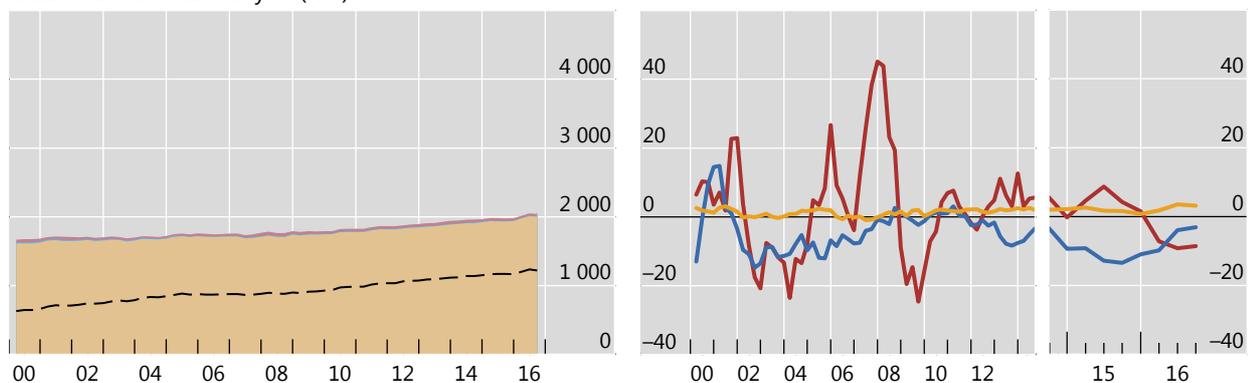
Credito denominato in dollari USA (USD)



Credito denominato in euro (EUR)



Credito denominato in yen (JPY)



— credito ai residenti²
— credito al governo

Credito ai non residenti:
— titoli di debito³
— prestiti⁴

— credito ai residenti²
— titoli di debito³
— prestiti⁴

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

¹ Consistenze a fine trimestre. ² Credito a favore di prenditori non finanziari residenti negli Stati Uniti/nell'area dell'euro/in Giappone. I conti finanziari nazionali sono corretti utilizzando i dati BRI sull'attività bancaria e mobiliare per escludere il credito denominato in valute non locali. 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 dalle istituzioni dell'Unione europea. ⁴ I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, incluse le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali. Per i paesi che non segnalano le posizioni locali, 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. ⁵ Media geometrica delle variazioni trimestrali corrette per gli effetti delle discontinuità e dei tassi di cambio.

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

e titoli di debito) verso il settore non finanziario al di fuori degli Stati Uniti è passato da \$8 100 miliardi a fine marzo 2016 a \$8 400 miliardi a fine settembre 2016. Nello stesso periodo, il credito in dollari USA ai soggetti non bancari è salito da \$10 100 a 10 500 miliardi.

La recente inclusione della Cina e della Russia tra i paesi dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie BRI su base locale (LBS) ha permesso di avere informazioni più approfondite sul credito in valuta estera disponibile⁵. In particolare, le stime tengono ora conto dei dati sul credito erogato dalle banche in Cina e Russia. Senza questi nuovi dati, l'ammontare totale stimato del credito denominato in dollari USA verso il settore non bancario al di fuori degli Stati Uniti sarebbe stato di \$10 000 miliardi a fine settembre 2016 – inferiore di circa \$500 miliardi rispetto alle stime attuali. Tuttavia, l'effetto dei dati aggiuntivi sull'aumento tendenziale delle consistenze in essere dal primo trimestre 2016 è stato minimo.

Trainato dai bassi rendimenti delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro, lo stock dei titoli di debito denominati in euro emessi da soggetti non finanziari al di fuori dell'area dell'euro ha continuato ad aumentare. Alla fine del terzo trimestre 2016, la crescita sull'anno precedente era del 13% (grafico 2, diagrammi centrali), segnando il dodicesimo trimestre consecutivo di espansione superiore al 10% sull'anno precedente. I prestiti bancari denominati in euro ai non residenti hanno invece sostanzialmente ristagnato nel secondo e nel terzo trimestre 2016, con una crescita sull'anno precedente rispettivamente dello 0,6 e del -0,6%. Di conseguenza, l'ammontare complessivo del credito denominato in euro verso i soggetti non finanziari fuori dall'area dell'euro è aumentato di soli €36 miliardi (\$39 miliardi)⁶ da fine marzo a fine settembre 2016, arrivando a un totale di €2 200 miliardi (\$2 300 miliardi).

Il credito denominato in yen ai non residenti del settore non finanziario, per il quale le consistenze complessive sono nettamente inferiori rispetto a quelle del credito denominato in dollari USA o in euro (¥37 000 miliardi o \$311 miliardi a fine settembre 2016), ha continuato a calare su base annua. Le emissioni nette di titoli di debito internazionali denominati in yen hanno cominciato a segnare un recupero, ma lo stock di titoli in essere è comunque sceso del 3,1% rispetto all'anno precedente (grafico 2, diagrammi inferiori).

Il credito denominato in dollari USA verso i soggetti *non bancari* delle EME è aumentato a un ritmo moderato. Mentre le turbolenze nei mercati finanziari internazionali a inizio 2016 hanno provocato un temporaneo calo di questo aggregato nel primo trimestre 2016, nel secondo e terzo trimestre esso è salito di complessivi \$87 miliardi, raggiungendo \$3 600 miliardi a fine settembre 2016 (grafico 3, diagramma di sinistra). Senza i nuovi dati disponibili per Cina e Russia delle statistiche bancarie BRI su base locale, le consistenze totali in essere sarebbero state di \$3 300 miliardi. L'incremento tendenziale dal primo trimestre del 2016 sarebbe stato pressoché lo stesso.

L'espansione moderata del credito denominato in dollari USA ai soggetti non bancari delle EME nel secondo e nel terzo trimestre 2016 è ascrivibile quasi totalmente alle emissioni di titoli di debito, dato che i prestiti bancari in essere in dollari USA sono rimasti sostanzialmente invariati. Più della metà (\$48 miliardi) di questo incremento è riconducibile a paesi dell'Africa e del Medio Oriente (grafico 3,

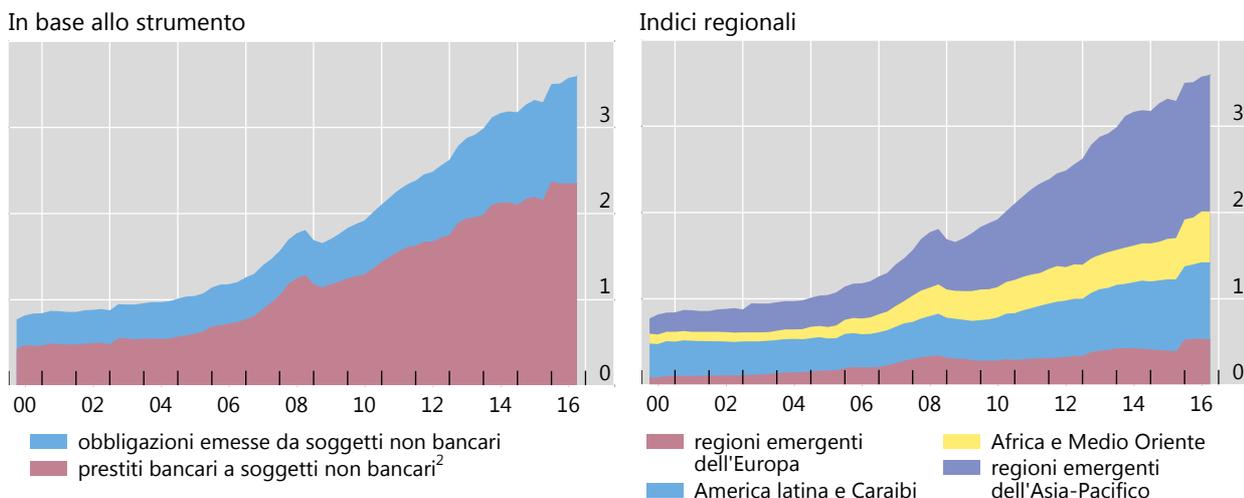
⁵ Cfr. K. Goh e S. Pradhan, "China and Russia join the BIS locational banking statistics", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016.

⁶ Tutte le conversioni valutarie in dollari USA sono basate sulla media trimestrale dei tassi di cambio per il trimestre rispettivo.

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

Consistenze, in migliaia di miliardi di dollari USA

Grafico 3



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

¹ Il settore non bancario include società finanziarie non bancarie, società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e organizzazioni internazionali. ² I prestiti da banche dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie su base locale (LBS) ai mutuatari non bancari, incluse le società finanziarie non bancarie, comprendono i prestiti transfrontalieri più quelli locali. Per i paesi che non segnalano le posizioni locali, 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: Datastream; statistiche BRI sui titoli di debito; statistiche bancarie BRI su base locale (LBS).

diagramma di destra), primi tra tutti quelli esportatori di petrolio del Medio Oriente. Oltre un terzo (\$30 miliardi) è ascrivibile a prenditori latinoamericani e meno del 20% (\$17 miliardi) alle economie emergenti dell'Asia. Il credito denominato in dollari USA verso i paesi emergenti dell'Europa si è contratto di \$8 miliardi durante il secondo e il terzo trimestre del 2016.

Gli indicatori di allerta precoce delle crisi finanziarie continuano a segnalare la presenza di vulnerabilità in varie giurisdizioni. La tabella 1 sintetizza gli indicatori di allerta precoce per i rischi bancari nazionali elaborati dalla BRI, con dati fino al terzo trimestre 2016 per la maggior parte dei paesi⁷. Rispetto ai dati precedenti⁸, i paesi con gap credito/PIL ampi e positivi sono rimasti gli stessi (prima colonna). Il gap credito/PIL per la Cina è rimasto alto, al 26,3% del PIL, molto al di sopra della soglia del 10%⁹. Da settembre 2016 il Canada, così come alcuni paesi dell'Asia, hanno registrato un ampliamento del gap credito/PIL. Le dimensioni del gap tra i prezzi immobiliari (seconda colonna) rimangono in linea con le tendenze storiche in numerose giurisdizioni, a eccezione del Canada, della Germania, del Giappone, della

⁷ Questi indicatori hanno lo scopo di cogliere le potenziali tensioni finanziarie nel medio termine. Per una trattazione di questi indicatori e della loro interpretazione, cfr. "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2016.

⁸ Cfr. ad esempio "Aspetti salienti dei flussi di finanziamento internazionali", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2016.

⁹ In passato, due terzi delle crisi bancarie si sono verificati dopo che il gap credito/PIL aveva superato questa soglia nei tre anni precedenti.

Indicatori di allerta precoce delle tensioni nei sistemi bancari interni¹

Tabella 1

	Gap credito/ PIL ²	Gap tra i prezzi immobiliari ³	Indice di copertura del servizio del debito (DSR) ⁴	Indice di copertura del servizio del debito per un aumento di 250 p.b. dei tassi di interesse ^{4,5}
Asia ⁶	15,6	5,5	2,0	4,3
Australia	1,3	3,7	1,4	5,3
Brasile	-2,4	-30,9	3,0	4,6
Canada	17,4	11,6	3,6	7,9
Cina	26,3	0,8	5,4	8,8
Corea	2,3	5,4	-0,5	3,1
Europa centrale e orientale ⁷	-12,4	10,4	-0,5	0,9
Francia	1,6	-9,5	1,1	4,2
Germania	-4,2	15,6	-1,8	0,1
Giappone	3,5	16,3	-2,2	0,5
Grecia	-16,3	11,8		
India	-4,7		1,4	2,5
Italia	-14,1	-14,2	-0,5	1,5
Messico	8,9	7,7	0,8	1,5
Paesi Bassi	-18,8	-11,4	0,8	5,6
Paesi nordici ⁸	-2,2	3,5	0,1	3,9
Portogallo	-41,1	13,8	-1,6	1,6
Regno Unito	-19,5	1,0	-1,2	1,7
Spagna	-46,8	-15,2	-3,2	-0,4
Stati Uniti	-7,8	5,1	-1,4	1,1
Sudafrica	-2,0	-9,1	-0,3	1,1
Svizzera	8,2	7,8	0,0	3,2
Turchia	7,7		5,0	6,7
<i>Legenda</i>	<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>

Per il gap credito/PIL, il gap tra i prezzi immobiliari e l'indice di copertura del servizio del debito, dati fino al terzo trimestre 2016.

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. Il segnale è corretto se si verifica una crisi in uno dei tre anni successivi. Il rumore è 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 il calcolo delle soglie critiche relative ai gap credito/PIL e ai gap dei prezzi degli immobili, cfr. M. Drehmann, C. Borio e K. Tsatsaronis, "Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates", *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n. 4, 2011, pagg. 189-240. Gli aggregati corrispondono a medie semplici. ² Differenza 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, 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 e la metodologia dell'indice di copertura del servizio del debito, cfr. www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Scostamento degli indici del servizio del debito per il settore privato non finanziario 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 disotto del 10%, in punti percentuali. I dati pubblicati sul sito Internet della BRI possono essere diversi a causa delle revisioni dei dati effettuate tra gli aggiornamenti del database. ⁵ Nell'ipotesi che i tassi di interesse aumentino di 2,50 punti percentuali e tutte le altre componenti del DSR rimangano invariate. ⁶ HK, ID, MY, PH, SG e TH; al netto di PH e SG per l'indice di copertura del servizio del debito e le corrispettive previsioni. ⁷ BG, CZ, EE, HU, LT, LV, PL, RO e RU; al netto di CZ e RO per il gap tra i prezzi immobiliari; al netto di BG, EE, LT, LV e RO per l'indice di copertura del servizio del debito e le corrispettive previsioni. ⁸ FI, NO ed SE.

Fonti: statistiche nazionali; BRI; elaborazioni BRI.

Grecia, del Portogallo e di alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale, per i quali il gap continua a essere relativamente ampio. Tuttavia, un gap ampio dei prezzi non indica un'accelerazione del loro aumento – per il Giappone, la Grecia e il Portogallo l'elevato gap tra i prezzi immobiliari non è necessariamente un'indicazione di vulnerabilità dato che è determinato dal ritorno della crescita dei prezzi immobiliari a livelli normali dopo un lungo periodo di flessione.

Le ultime due colonne della tabella 1 presentano due misure alternative degli indici del servizio del debito, volte a cogliere il rapporto tra i pagamenti in linea capitale e interessi e il reddito per tutto il settore privato non finanziario. Per la maggior parte dei paesi, gli indici del servizio del debito rimangono a livelli gestibili nell'ipotesi che i tassi di interesse rimangano invariati (terza colonna). In condizioni di maggiore tensione, come ad esempio un aumento di 250 punti base dei tassi, e con una trasmissione al 100%, i dati segnalano rischi potenziali per il Canada, la Cina e la Turchia (quarta colonna). Tuttavia, le cifre sono solo indicative e non il risultato di una vera e propria prova di stress: occorrerebbe tempo perché un aumento dei tassi si traduca in un aumento del servizio del debito. Il grado di trasmissione dipende dalla quota di debito a tasso variabile, dalle scadenze del debito e dalle possibili variazioni nel comportamento dei prenditori.

Il finanziamento internazionale in dollari USA delle banche non statunitensi aumenta nonostante la riforma del mercato monetario degli Stati Uniti

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers, Egemen Eren e Robert N. McCauley

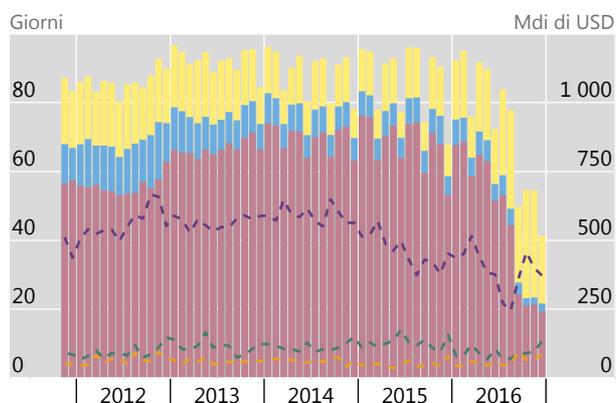
Nonostante il calo del finanziamento in dollari dovuto alla riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti, la provvista aggregata in dollari USA da parte delle banche non statunitensi ha registrato livelli record nel terzo trimestre 2016. In particolare, i depositi al di fuori degli Stati Uniti sono cresciuti notevolmente, compensando la riduzione dei finanziamenti da parte dei fondi monetari. Perlomeno in termini aggregati, le banche non statunitensi non stanno risentendo di una carenza di dollari come nel 2008–09.

Si stima che la riforma dei fondi monetari prime istituzionali, che è ufficialmente entrata in vigore nell'ottobre 2016, abbia determinato una riduzione di circa \$415 miliardi del finanziamento in dollari delle banche non statunitensi tra il settembre 2015 e il dicembre 2016. In alcuni casi, inclusi i maggiori fondi istituzionali del mercato monetario, gli *sponsor dei fondi* hanno reso tali fondi esclusivamente governativi (ossia fondi che investono in titoli del Tesoro e di enti pubblici). Inoltre, gli *investitori dei fondi* sono migrati da fondi prime a fondi governativi e di titoli del Tesoro già esistenti. In tale periodo, la conversione dei fondi e questa migrazione hanno determinato una contrazione di \$1 300 miliardi delle attività dei fondi prime¹. Non tutti questi elementi sono andati a scapito del finanziamento delle banche non statunitensi, grazie agli investimenti dei fondi prime in titoli di banche con sede legale negli Stati Uniti e titoli di Stato e agli investimenti dei fondi governativi in pronti contro termine con banche non statunitensi. Nei cinque trimestri sino a fine dicembre 2016, le banche non statunitensi hanno perso circa \$555 miliardi di finanziamenti in

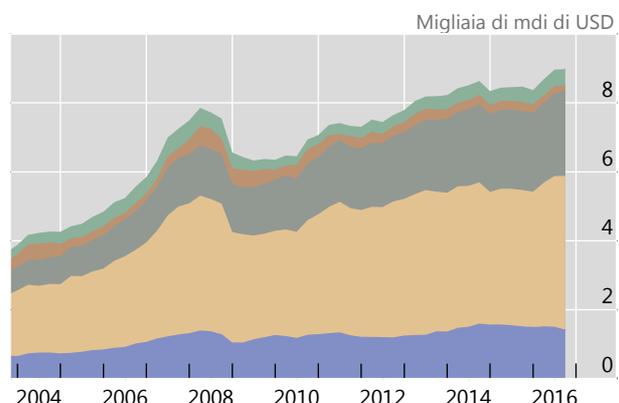
I depositi provenienti da fondi monetari degli Stati Uniti scendono, ma quelli in eurodollari aumentano nelle banche non statunitensi

Grafico A1

Finanziamento dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti a banche estere



Finanziamento in dollari in bilancio delle banche non statunitensi



¹ Valore ponderato in base agli ammontari nozionali. ² Provvista non garantita = certificati di deposito, commercial paper e altri finanziamenti. ³ Fondi di investimento in titoli delle amministrazioni centrali e del Tesoro. ⁴ Al netto delle posizioni segnalate da Cina e Russia, che sono entrate a far parte dei paesi dichiaranti ai fini delle statistiche bancarie BRI su base locale a partire dal quarto trimestre del 2015. ⁵ Le passività di deposito di affiliate e agenzie estere negli Stati Uniti provengono dai dati finanziari della Federal Reserve, tabella L.112. ⁶ Stime delle passività di deposito delle banche non statunitensi situate al di fuori degli Stati Uniti. ⁷ Inclusi obbligazioni, note a medio termine e strumenti del mercato monetario. ⁸ Attività interbancarie in dollari delle banche statunitensi. ⁹ Passività denominate in dollari USA nei confronti delle autorità monetarie ufficiali (banche centrali) da parte delle banche non statunitensi.

Fonti: Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts; Crane Data; statistiche BRI sui titoli di debito e statistiche bancarie BRI su base locale (LBS) in base a residenza e nazionalità.

dollari USA dai fondi prime del mercato monetario, ma hanno guadagnato approssimativamente \$140 miliardi di provvista tramite pronti contro termine dai fondi monetari governativi (grafico A1, diagramma di sinistra). Questa migrazione ha ridotto la scadenza dei finanziamenti da parte dei fondi del mercato monetario delle banche non statunitensi.

Sulla base di tali elementi, numerosi analisti sono giunti alla conclusione che le banche non statunitensi abbiano risentito negativamente della carenza di finanziamenti in dollari USA. Tuttavia, assumendo una prospettiva globale, fino al terzo trimestre 2016 i bilanci delle banche non statunitensi presentavano un incremento di \$9 000 miliardi dei finanziamenti in dollari (grafico A1, diagramma di destra). (Oltre ai finanziamenti in bilancio, le banche non statunitensi hanno anche raccolto dollari ricorrendo a swap valutari). Nonostante i deflussi di depositi in eurodollari detenuti dai fondi del mercato monetario degli Stati Uniti, i depositi offshore nelle banche non statunitensi sono passati da \$531 a 4 500 miliardi, in linea con l'incremento di \$67 miliardi dei depositi della clientela in valuta estera (prevalentemente dollari) registrato dalle banche giapponesi nei sette mesi sino a fine ottobre 2016². L'aumento della richiesta di eurodollari ha ampliato sia i differenziali tra i rendimenti di titoli del Tesoro e il tasso sull'eurodollaro sia lo spread Libor-OIS, facendo salire il costo del debito in dollari USA a tasso variabile (cfr. Grafico 9 in "Un cambiamento di paradigma per i mercati?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016). Inoltre, alcune banche con alto merito di credito hanno emesso più obbligazioni in dollari a lungo termine. Non si riscontra quindi nessuna carenza aggregata di dollari.

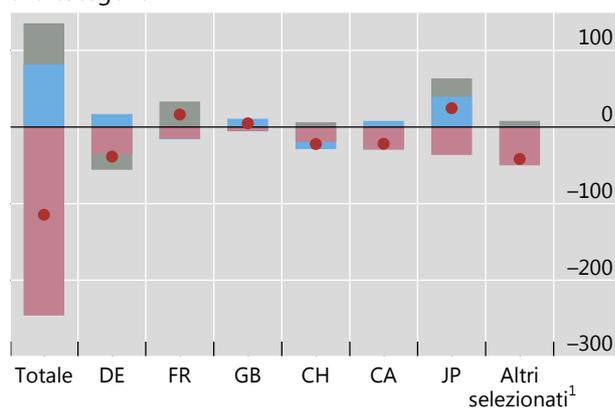
I bilanci delle affiliate estere e delle agenzie negli Stati Uniti permettono di comprendere maggiormente l'adeguamento delle banche non statunitensi allo shock di provvista. La perdita dei finanziamenti provenienti dai fondi del mercato monetario degli Stati Uniti è presentata nel diagramma di destra del grafico A2 come un calo dei depositi e delle somme nette dovute alla sede centrale, che riflette a sua volta la riduzione dei depositi in eurodollari da parte di tali fondi nelle succursali offshore, come nelle Isole Cayman. Le affiliate estere e le agenzie negli Stati Uniti hanno perlopiù reagito riducendo le loro disponibilità di riserve in eccesso presso la Federal Reserve (grafico A2, diagramma di sinistra). Parallelamente alla riduzione di queste attività a basso rendimento, le banche estere hanno aumentato i prestiti più remunerativi³.

Affiliate e agenzie estere statunitensi riducono i depositi e le riserve presso la Fed

Variazioni sull'anno precedente dalla fine del terzo trimestre 2015 alla fine del terzo trimestre 2016, in miliardi di dollari USA

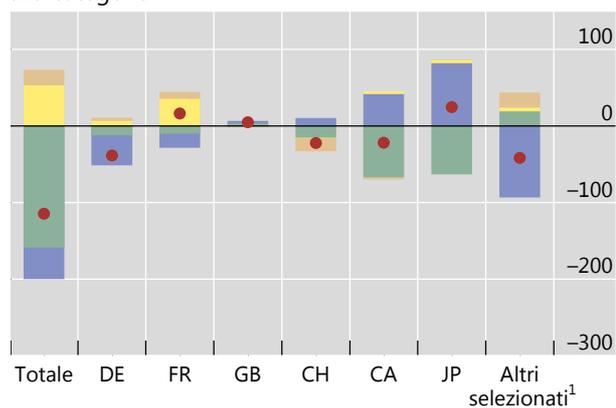
Grafico A2

Affiliate e agenzie estere negli Stati Uniti in base alla nazionalità – variazioni delle attività in base alla categoria



● attività totali
■ contante
■ prestiti
■ altre attività

Affiliate e agenzie estere negli Stati Uniti in base alla nazionalità – variazioni delle passività in base alla categoria



● passività totali
■ depositi
■ somme nette dovute alla sede centrale
■ pronti contro termine
■ altre passività

¹ Altri selezionati = AU, NL, NO ed SE.

Fonte: Federal Financial Institutions Examination Council statunitense, *Reports of Condition and Income*.

Come premessa, ricordiamo che dopo il 2011, quando l'ampliamento della base di valutazione della FDIC conformemente alla legislazione Dodd-Frank aveva imposto alle banche con sede legale negli Stati Uniti un onere sul bilancio, le banche non statunitensi avevano costituito posizioni sproporzionatamente consistenti presso la Fed. Di conseguenza, le banche con sede legale negli Stati Uniti hanno perlopiù lasciato che le affiliate estere "arbitrassero" raccogliendo fondi da chi non poteva ricevere interessi sui saldi presso la Fed, come Fannie Mae e Freddie Mac, e detenendo tali fondi come riserve in eccesso presso la Fed^④. Dato che il rendimento derivante da tali transazioni era modesto (circa 15 punti base), era stato diffusamente e correttamente previsto che le posizioni presso la Fed avrebbero subito gli effetti negativi della perdita di finanziamenti in dollari.

In base alla nazionalità delle banche, quelle più colpite sono state le canadesi e le giapponesi (grafico A2, diagramma di destra). In quanto "arbitraggiste dei federal fund", le banche canadesi hanno rimborsato gli investimenti dei fondi monetari riducendo le loro posizioni presso la Fed e attingendo ai finanziamenti delle affiliate al di fuori degli Stati Uniti. Le succursali bancarie giapponesi hanno incrementato i loro prestiti e altre attività rispetto alle banche canadesi e hanno fatto maggiore ricorso al finanziamento dalle affiliate estere. Come spiegato in precedenza, il bilancio consolidato in valuta estera delle banche giapponesi suggerisce che la fonte principale di questo finanziamento dalle affiliate era rappresentata da depositi della clientela.

In generale, gli autori rilevano che le banche non statunitensi hanno compensato la perdita di finanziamenti dovuta alla riforma dei fondi del mercato monetario degli Stati Uniti raccogliendo depositi in dollari presso dipendenze al di fuori dagli Stati Uniti e riducendo le riserve in eccesso presso la Fed. Con meno contante, prestiti in aumento e la migrazione verso finanziamenti di pronti contro termine a breve termine da parte dei fondi del mercato monetario, le affiliate estere e le agenzie negli Stati Uniti hanno esteso la scadenza dei loro portafogli e hanno assunto un rischio di credito maggiore. Tuttavia, a fine settembre 2016 detenevano ancora collettivamente \$630 miliardi di riserve presso la Fed, ovvero un terzo del totale.

① Cfr. "Un cambiamento di paradigma per i mercati?", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre 2016. ② H. Nakaso, "Monetary policy divergence and global financial stability: from the perspective of demand and supply of safe assets", discorso presso l'International Bankers Association of Japan, 20 gennaio 2017. ③ Al contrario, si veda il calo dei prestiti delle affiliate da parte delle banche europee in R. Correa, H. Sapriza e A. Zlate, "Liquidity shocks, dollar funding costs, and the bank lending channel during the European sovereign crisis", Board of Governors of the Federal Reserve System *International Finance Discussion Papers*, n. 1059, 2012. ④ Cfr. R. McCauley e P. McGuire, "Le attività delle banche non statunitensi nei confronti della Federal Reserve", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2014, versione integrale disponibile solo in inglese.