

## 2. Il mercato bancario internazionale

Gli investimenti in titoli di debito internazionali hanno sospinto la crescita delle attività totali delle banche dichiaranti alla BRI nel terzo trimestre 2004. Gli acquisti di questi strumenti da parte di banche nel Regno Unito e nell'area dell'euro sono stati particolarmente sostenuti, mentre gli istituti in Giappone hanno continuato a investire in titoli di Stato USA e dell'area dell'euro. Per contro, la crescita dei prestiti al settore non bancario è stata debole, ancorché positiva, e ha rispecchiato principalmente i nuovi crediti affluiti a centri offshore.

Nel complesso, le economie emergenti hanno registrato un deflusso netto di fondi piuttosto ingente, dovuto perlopiù all'aumento dei depositi presso banche dichiaranti. Questi ultimi hanno dato origine a flussi netti in uscita da Asia-Pacifico, Medio Oriente-Africa, e – unitamente a un calo delle attività – America latina. Nell'Europa emergente la forte crescita degli impieghi verso i nuovi paesi membri dell'Unione europea ha determinato un saldo leggermente positivo dei movimenti di capitale, nonostante l'ammontare relativamente cospicuo di depositi effettuati da alcuni paesi presso banche estere.

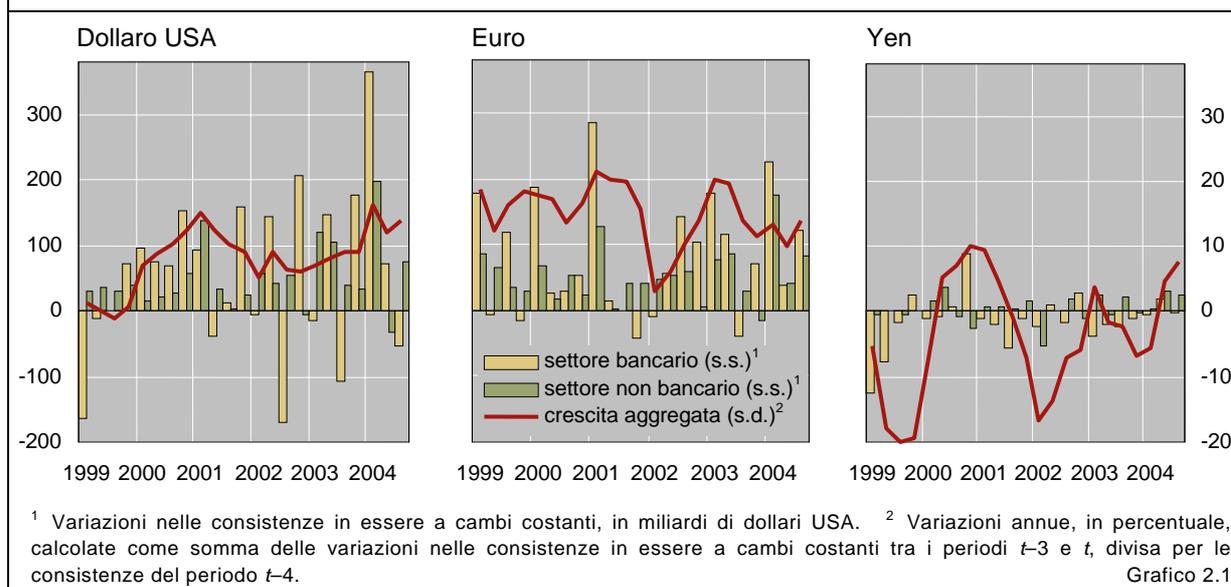
### Crescita delle attività trainata dagli acquisti di titoli di debito internazionali

Nel terzo trimestre 2004 la crescita complessiva delle attività è stata alimentata dagli investimenti in titoli di debito internazionali, mentre l'aumento dei prestiti è rimasto debole. Nell'insieme, le attività internazionali totali delle banche dichiaranti alla BRI sono salite di \$236 miliardi, a \$17,7 trilioni (tabella 2.1). Oltre i due terzi dell'incremento sono riconducibili agli acquisti di obbligazioni pubbliche e altri titoli di debito internazionali, che hanno sospinto gli impieghi verso il settore non bancario in tutte le tre principali monete (grafico 2.1).

La modesta crescita dei prestiti è derivata in gran parte dai maggiori crediti affluiti al settore non bancario di centri offshore e altre importanti piazze finanziarie (in altre regioni – in particolare nell'area dell'euro e negli Stati Uniti – gli afflussi sono stati mediocri). Dopo la flessione netta del secondo trimestre, nel terzo i prestiti a soggetti non bancari sono cresciuti su scala mondiale di appena \$50 miliardi, e si sono perlopiù diretti verso il Regno Unito e le Isole Cayman, dove l'attività finanziaria non bancaria è considerevole. I prestiti

I prestiti al settore non bancario sono modesti

## Credito internazionale in base al settore e alla valuta



al settore non bancario nell'area dell'euro sono addirittura diminuiti per la prima volta in due anni (di \$32,6 miliardi). Sebbene a tale risultato abbia contribuito una contrazione particolarmente ampia dei crediti di banche nel Regno Unito a prenditori in Belgio e Lussemburgo, i prestiti a soggetti non bancari sono scesi in quasi tutti i principali paesi dell'area dell'euro.

### *Le banche in Giappone e nell'area dell'euro investono in titoli di debito*

Di fronte al perdurante calo dei rendimenti a lungo termine in dollari USA e in euro nel terzo trimestre, le attività delle banche dichiaranti alla BRI sono state alimentate dagli investimenti in titoli di debito internazionali. Benché ciò sia in parte riconducibile ai continui acquisti di obbligazioni governative statunitensi e dell'area dell'euro da parte di banche giapponesi, altri sistemi bancari – specie quelli di Regno Unito, Irlanda, Germania, Francia e Paesi Bassi – hanno effettuato cospicui investimenti mobiliari di questo tipo. Nell'insieme, gli acquisti di titoli di debito in dollari USA sono ammontati a \$50 miliardi, compensando il calo complessivo dei prestiti nella moneta statunitense, mentre quelli di titoli in euro sono saliti di \$71 miliardi, a \$2,3 trilioni, pari al 34% dello stock totale in essere delle attività denominate in questa valuta.

A incrementare maggiormente le attività in titoli di debito internazionali sono state le banche in Giappone, proseguendo una dinamica osservabile almeno dal primo trimestre 2000. La contrazione relativamente ampia nelle loro attività interbancarie (\$16 miliardi) e nei prestiti erogati a mutuatari di Stati Uniti e centri offshore è stata più che compensata da un aumento di \$55 miliardi delle attività in titoli di debito internazionali. Le statistiche bancarie BRI, che consolidano le posizioni a livello mondiale, indicano che le banche giapponesi hanno accresciuto di \$36 miliardi la loro esposizione verso il settore pubblico, principalmente tramite l'acquisto di titoli di debito a lungo termine emessi da Germania e Stati Uniti. Il loro stock totale di attività in essere verso il settore

Le banche in Giappone investono in titoli di debito ...

## Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA<sup>1</sup>

	2002	2003	2003		2004			Stock a fine sett. 2004
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Attività internazionali totali	740,1	1 075,1	-110,0	315,8	1 231,7	240,2	236,1	17 706,8
sett. bancario	425,0	530,1	-229,5	277,1	827,1	187,4	36,6	11 352,8
sett. non bancario	315,2	545,0	119,5	38,7	404,6	52,8	199,5	6 354,0
Prestiti: sett. bancario	395,1	452,0	-263,8	249,3	728,6	118,1	-5,3	9 605,4
sett. non bancario	103,8	276,6	92,3	18,1	197,3	-20,2	50,0	3 238,1
Titoli: sett. bancario	36,3	75,8	22,5	35,1	75,5	56,5	23,9	1 236,3
sett. non bancario	202,2	208,3	8,3	6,5	190,1	32,1	136,8	2 740,6
Attività totali per valuta								
dollaro USA	320,4	500,0	-68,3	210,9	562,7	37,9	21,4	6 949,9
euro	453,3	502,6	-8,0	53,9	400,4	83,7	201,6	6 728,5
yen	-42,3	-50,6	0,7	-15,0	-1,9	49,3	25,9	827,0
altre valute <sup>2</sup>	8,7	123,1	-34,4	66,0	270,5	69,3	-12,8	3 201,4
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	315,1	458,7	103,3	47,0	343,8	20,9	134,8	4 959,3
Area dell'euro	117,4	157,4	50,5	-17,7	150,5	33,6	7,9	2 222,0
Giappone	4,1	38,4	6,5	-5,2	0,1	20,5	14,7	212,0
Stati Uniti	153,1	179,6	40,9	53,0	87,3	-32,9	48,6	1 615,8
Centri offshore	18,8	100,0	10,2	-10,1	41,6	33,6	62,0	767,4
Economie emergenti	-16,5	5,0	4,9	3,1	23,9	1,6	-2,4	574,9
Non classificate <sup>3</sup>	-2,2	-18,7	1,1	-1,3	-4,7	-3,3	5,1	52,4
<i>Per memoria: attività sull'interno<sup>4</sup></i>	<i>44,5</i>	<i>415,0</i>	<i>51,7</i>	<i>94,1</i>	<i>187,0</i>	<i>34,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>2 541,8</i>

<sup>1</sup> Non depurate degli effetti stagionali. <sup>2</sup> Comprese quelle non classificate. <sup>3</sup> Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. <sup>4</sup> Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

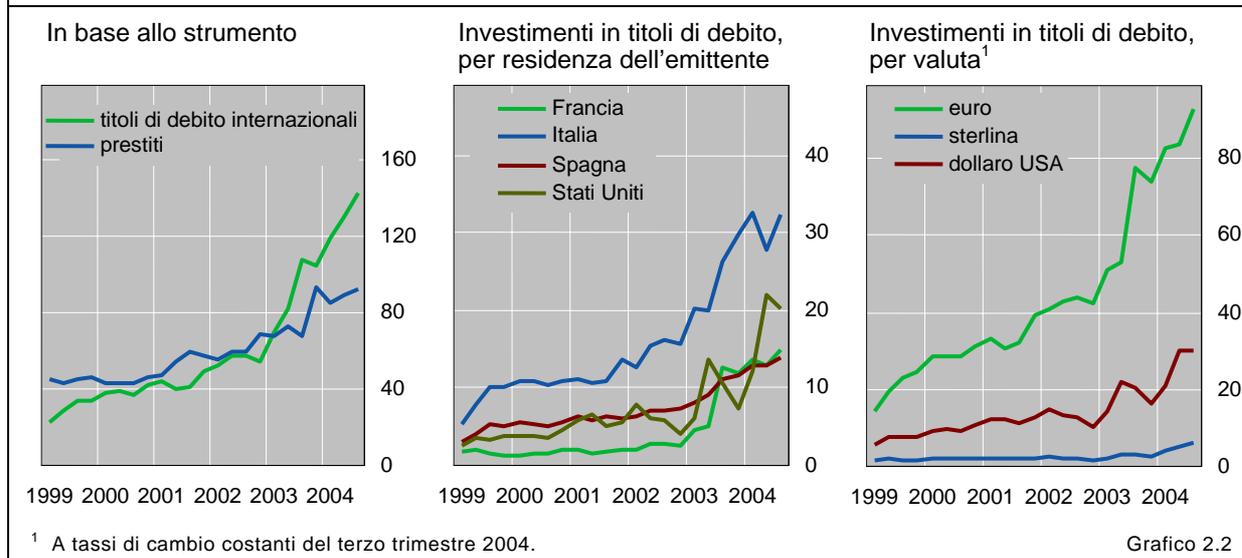
pubblico è così salito a \$434 miliardi, risultando sensibilmente più elevato di quello di qualsiasi altro sistema bancario<sup>1</sup>. Le posizioni creditorie verso il settore pubblico tedesco sono aumentate al 57% delle loro attività totali verso la Germania, rispetto al 53% del trimestre precedente, mentre quelle verso il settore pubblico USA sono cresciute nello stesso periodo dal 46 al 47%.

Le attività in titoli di debito internazionali sono state ulteriormente sospinte dai sistemi bancari europei. Le banche nel Regno Unito hanno aumentato di \$49 miliardi le posizioni in questi strumenti, principalmente nei confronti di soggetti non bancari negli Stati Uniti e in Germania. Tale incremento sembra in parte dovuto agli investimenti in titoli pubblici statunitensi; secondo i dati consolidati BRI, nel terzo trimestre 2004 le attività internazionali delle banche nel Regno Unito verso il settore pubblico USA sono salite di \$13 miliardi, a

<sup>1</sup> Le banche giapponesi concorrono al 26% delle attività internazionali consolidate totali delle banche dichiaranti alla BRI verso il settore pubblico. Gli istituti tedeschi figurano al secondo posto, con il 17%.

## Attività delle banche in Irlanda verso il settore non bancario

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA



\$23 miliardi. Anche le banche in Germania hanno investito in titoli di debito internazionali, la maggior parte dei quali emessi da banche nell'area dell'euro, soprattutto in Irlanda.

Anche le banche in Irlanda hanno investito in titoli di debito, proseguendo una tendenza in atto almeno dal secondo trimestre 2001. Dai \$64 miliardi di allora, i loro impieghi totali in titoli di debito internazionali hanno raggiunto \$220 miliardi nel terzo trimestre 2004, al quinto posto dopo quelli delle banche in Giappone, Regno Unito, Francia e Germania (grafico 2.2). La scomposizione per scadenze fornita dalle statistiche bancarie BRI su base consolidata indica che all'incirca nello stesso periodo l'incidenza delle attività a lungo termine sui crediti totali internazionali delle banche in Irlanda è salita dal 36 al 67%<sup>2</sup>. Nell'ultimo trimestre gli strumenti debitori internazionali detenuti da queste banche sono cresciuti di \$21 miliardi, per circa la metà rappresentati da emissioni di soggetti non bancari in Italia, Francia, Regno Unito e Grecia.

... così come quelle in Irlanda

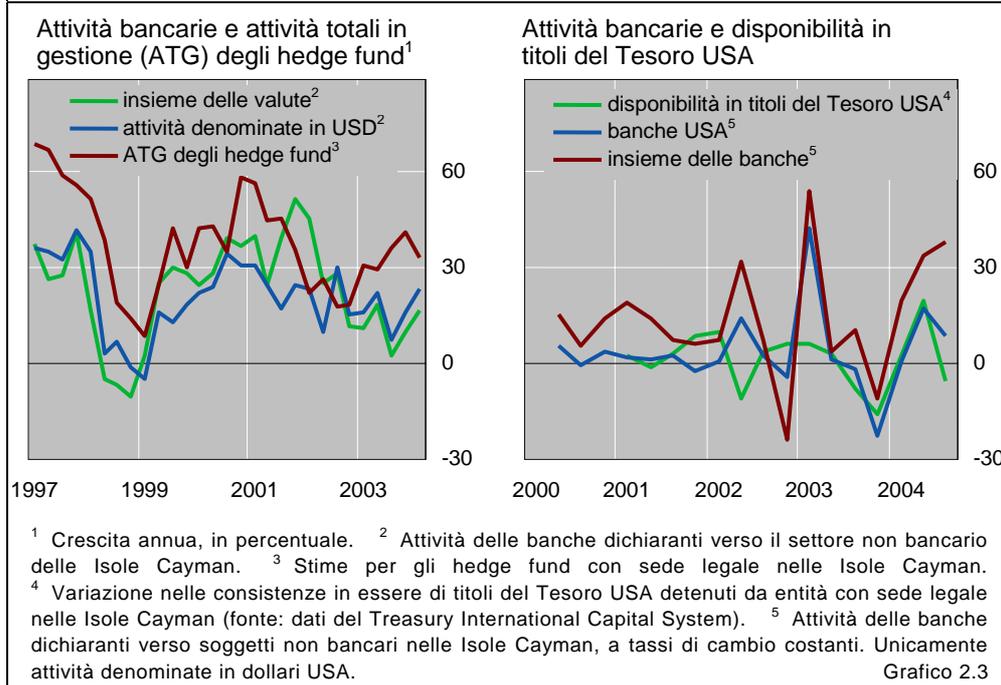
### L'attività degli hedge fund nei centri offshore dei Caraibi

Le oscillazioni trimestrali delle posizioni verso mutuatari non bancari nei centri offshore dei Caraibi – dove è considerevole l'attività finanziaria non bancaria – sono divenute un importante fattore propulsivo dei flussi creditizi complessivi delle banche dichiaranti alla BRI<sup>3</sup>. Di fatto, dal secondo trimestre 1996 la

<sup>2</sup> Non sono ancora disponibili i dati consolidati sull'Irlanda per il terzo trimestre 2004 poiché il paese segnala queste statistiche con cadenza semestrale. Per attività a lungo termine si intendono quelle con scadenza uguale o superiore a due anni. L'incremento nella quota di queste attività dal secondo trimestre 2001 si spiega in parte con una fusione bancaria, che ha fatto balzare tale quota dal 35 al 54% degli impieghi complessivi internazionali tra il quarto trimestre 2001 e il secondo trimestre 2002.

<sup>3</sup> Ai fini dell'analisi, i centri offshore dei Caraibi comprendono le Isole Cayman, le Bahamas, le Bermuda, le Indie Occidentali Britanniche e le Antille olandesi.

## Attività verso il settore non bancario delle Isole Cayman



varianza dell'oscillazione trimestrale delle attività verso questi centri offshore è stata più elevata di quella degli impieghi verso ogni altra singola controparte nelle statistiche BRI, ad eccezione degli Stati Uniti<sup>4</sup>. Tra i fattori all'origine di queste variazioni trimestrali, quello di gran lunga più importante è costituito dai prestiti affluiti al settore non bancario nelle Isole Cayman, provenienti spesso da banche situate negli Stati Uniti. Nel terzo trimestre 2004 i crediti verso tale settore hanno raggiunto i \$436 miliardi, al terzo posto dopo quelli verso soggetti non bancari negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Tuttavia, molto poco si sa sulla natura di questa attività finanziaria. Molti tipi di istituzioni non bancarie – inclusi hedge fund, compagnie di assicurazione e società veicolo (“special purpose vehicle”) – hanno sede legale nelle Isole Cayman, il che rende difficoltosa l'interpretazione dei movimenti trimestrali nei dati BRI<sup>5</sup>.

Se si considera un orizzonte temporale più lungo, l'attività degli hedge fund (o fondi speculativi) sembra in effetti aver contribuito direttamente alla crescita complessiva dei crediti verso le Isole Cayman. Il diagramma di sinistra del grafico 2.3 fornisce un confronto tra la crescita su base annua delle attività totali in gestione per un campione (limitato) di hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman e quella dello stock di attività in essere verso soggetti non bancari nelle stesse isole<sup>6</sup>. Sebbene in passato questi tassi di crescita abbiano

I crediti verso le Isole Cayman ...

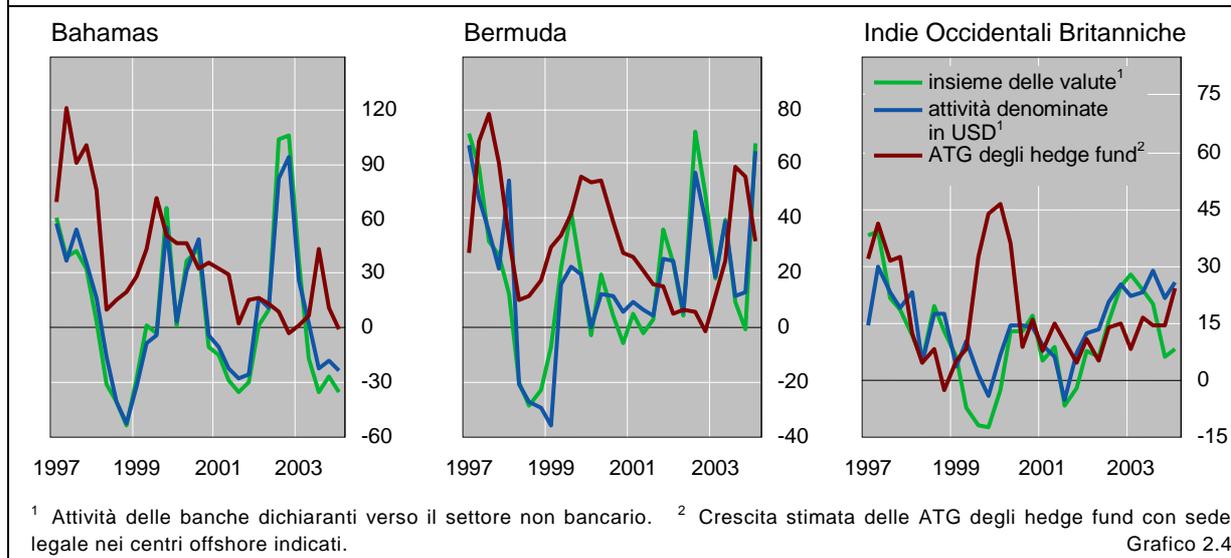
<sup>4</sup> La varianza dei flussi creditizi a cambi costanti verso soggetti non bancari delle Isole Cayman è la più elevata dopo quelle di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone.

<sup>5</sup> Per una trattazione dell'attività nei centri offshore, cfr. l'edizione del giugno 2001 della *Financial Stability Review* della Bank of England.

<sup>6</sup> I dati relativi agli hedge fund sono rilevati dalla banca dati HFR, che include i dati sulle attività totali in gestione e la sede legale per un campione di circa 900 hedge fund. Non tutti i fondi

## Attività verso il settore non bancario dei centri offshore nei Caraibi

crescita annua, in percentuale



mostrato andamenti divergenti (cfr., ad esempio, 1997 e 2004), essi sembrano nondimeno muoversi in sintonia su periodi di tempo più estesi. La caduta di entrambi nel periodo dell'inadempienza russa e del quasi tracollo dell'hedge fund Long-Term Capital Management nel 1998 emerge con particolare evidenza. La stessa dinamica è riscontrabile nel medesimo periodo anche in altri centri offshore dei Caraibi (grafico 2.4)<sup>7</sup>.

Le oscillazioni dell'ultimo trimestre negli impieghi verso le Isole Cayman sembrano, almeno grosso modo, in linea con le indicazioni aneddotiche relative all'attività degli hedge fund. Gli operatori hanno individuato in questi fondi uno dei responsabili dell'aumento degli acquisti di titoli del Tesoro USA da parte di residenti nelle Isole Cayman nel 2004<sup>8</sup>. Tali investimenti possono essere collegati alle attività delle banche dichiaranti, quantomeno nella misura in cui i fondi speculativi finanziano gli acquisti con il ricorso al credito bancario. Come mostra il diagramma di destra del grafico 2.3, l'aumento delle attività verso il settore non bancario nelle Isole Cayman nel corso del 2004 sembra corrispondere approssimativamente con quello degli acquisti di titoli del Tesoro USA da parte di soggetti con sede nelle stesse isole.

... sembrano ri-specchiare l'attività degli hedge fund

con sede legale nelle Isole Cayman sono compresi in questo campione. Un tasso di crescita positivo può essere dovuto all'aggiunta di nuovi hedge fund nella banca dati o alla crescita nelle ATG dei fondi già esistenti.

<sup>7</sup> Il comovimento dei tassi di crescita delle attività totali in gestione e delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI verso il settore non bancario in questi altri centri sembra interrompersi dopo il 1999.

<sup>8</sup> Cfr. "Treasury Islands", *Bloomberg Markets*, febbraio 2005. Gli investimenti in obbligazioni del Tesoro USA da parte di residenti nei Caraibi hanno innalzato la regione al quarto posto fra i detentori di titoli di Stato USA, dopo Giappone, Cina e Regno Unito.

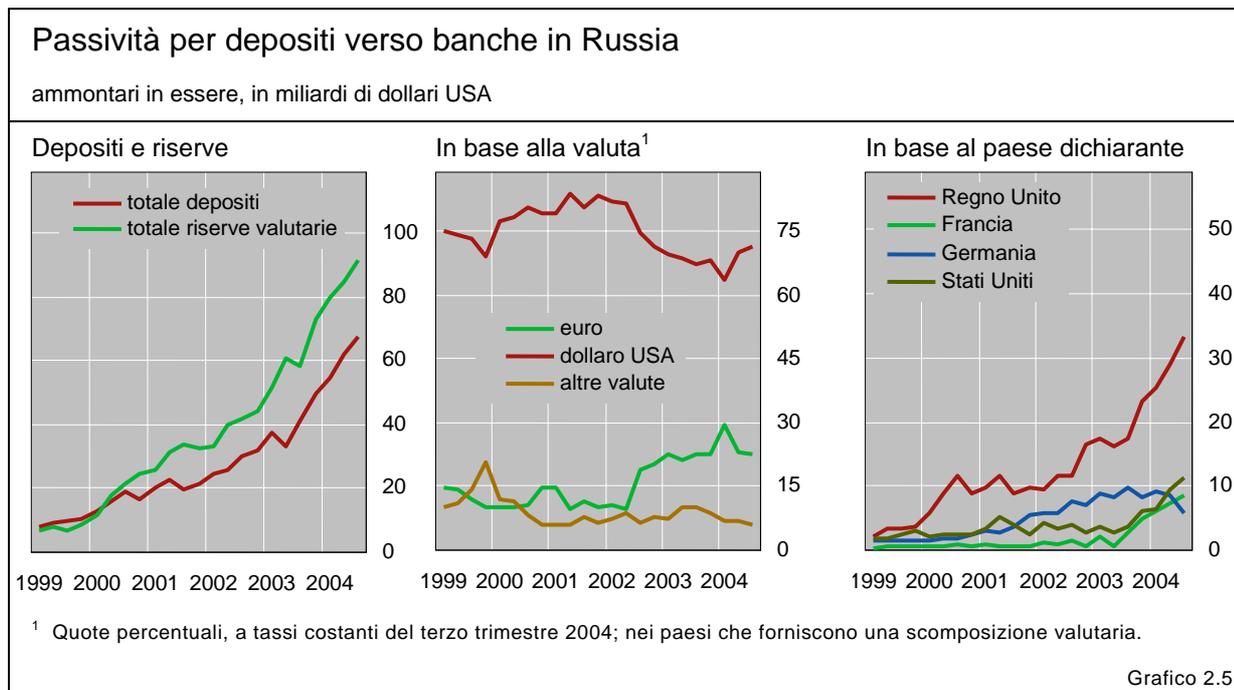
## La crescita dei depositi determina deflussi dai paesi emergenti

Il deflusso netto dalle economie emergenti nel terzo trimestre, il maggiore degli ultimi quattro anni, è il risultato dei collocamenti relativamente ingenti di depositi presso banche dell'area dichiarante. Le banche nelle regioni Medio Oriente-Africa, Asia-Pacifico ed Europa emergente hanno insieme contribuito all'incremento di \$50 miliardi delle passività per depositi nei confronti dei mercati emergenti. Nel caso dell'Europa, ciò è principalmente riconducibile ai nuovi depositi delle banche in Russia, aumentati per il quinto trimestre consecutivo. L'incremento dei fondi in dollari USA collocati all'estero dalle banche in Arabia Saudita ha prodotto un deflusso netto dalla regione Medio Oriente-Africa, mentre le fuoriuscite di capitali dall'Asia-Pacifico sono state determinate dai depositi delle banche in numerosi paesi della regione, in particolare Corea, India e Taiwan (Cina)<sup>9</sup>. Su base netta, l'America latina ha registrato un deflusso di fondi per il decimo trimestre consecutivo, questa volta a causa di una contrazione del credito verso l'insieme dei settori.

*I nuovi crediti verso i paesi di recente adesione alla UE superano i depositi all'estero della Russia*

Un afflusso netto verso l'Europa emergente ...

I nuovi crediti a favore di mutuatari dell'Europa emergente sono stati vigorosi e hanno generato un afflusso netto relativamente contenuto di fondi verso la regione, pari a \$1,7 miliardi. Le attività totali nei confronti di quest'area sono aumentate di \$8,4 miliardi, diretti pressoché interamente a prenditori dei nuovi paesi membri dell'Unione europea. Sebbene l'aumento sia in gran parte riconducibile all'attività interbancaria, vi hanno contribuito anche gli investimenti delle banche dichiaranti in titoli di debito internazionali emessi dal



<sup>9</sup> Di seguito, Taiwan.

settore non bancario di tali paesi. Per quanto riguarda il resto della regione, un quinto incremento trimestrale consecutivo dei depositi all'estero di banche in Russia ha in parte controbilanciato l'aumento complessivo delle attività.

Il protrarsi del collocamento di depositi presso istituzioni dell'area dichiarante da parte di banche situate in Russia è andato di pari passo con l'accumulo di riserve valutarie dell'autorità monetaria russa<sup>10</sup>. Queste ultime sono cresciute nel terzo trimestre 2004 di \$6,9 miliardi, a \$91 miliardi (grafico 2.5, diagramma di sinistra)<sup>11</sup>. Nel contempo, le banche in Russia hanno depositato \$5,7 miliardi, principalmente in dollari USA, presso istituti nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Francia. Fino a metà 2002 il dollaro USA era la moneta di denominazione di oltre l'80% delle passività per depositi nei confronti di banche in Russia (grafico 2.5, diagramma centrale)<sup>12</sup>. Tale proporzione è gradualmente diminuita, raggiungendo il 64% nel primo trimestre 2004, mentre nello stesso periodo la quota dell'euro è aumentata dall'8 al 29%. Negli ultimi due trimestri i depositi all'estero di istituti in Russia sono stati denominati prevalentemente in dollari USA, riportando l'incidenza di tale valuta al 71,5%.

Nel resto della regione la crescita delle attività è rimasta sostenuta, in particolare nei confronti dei paesi che hanno di recente aderito all'Unione europea. L'espansione degli impieghi verso tutti i settori di tali paesi è evidente come minimo dal 2002. Tra il quarto trimestre 1999 e il secondo trimestre 2002 la crescita su base annua delle attività verso banche di questi paesi è stata mediamente pari al 9%, balzando successivamente al 22%. Analogamente, la corrispondente espansione dei crediti ai soggetti non bancari è aumentata dal 13 al 17% in questo periodo. Nel trimestre più recente l'incremento di \$8,4 miliardi degli impieghi totali verso i nuovi paesi membri è stato trainato dai nuovi prestiti a banche in Polonia, Malta, Slovacchia e Ungheria, ma anche quelli verso prenditori non bancari in Cipro e, in misura minore, Ungheria sono stati significativi.

... è sospinto dai prestiti ai nuovi paesi membri della UE

Sul più lungo periodo i prestiti concessi dalle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a sopravanzare le emissioni di titoli di debito internazionali dei mutuatari in alcuni paesi emergenti europei (grafico 2.6)<sup>13</sup>. Anzi, malgrado il continuo incremento delle consistenze di prestiti in essere, quelle di

---

<sup>10</sup> Le passività verso banche includono quelle nei confronti di banche centrali. I dati dell'FMI indicano che le riserve valutarie della Russia sono andate aumentando, ma non forniscono informazioni sull'effettiva quota di tali riserve detenuta sotto forma di depositi presso banche al di fuori della Russia. Per una trattazione del nesso fra riserve in valuta e passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di altre banche, cfr. "Il mercato bancario internazionale" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

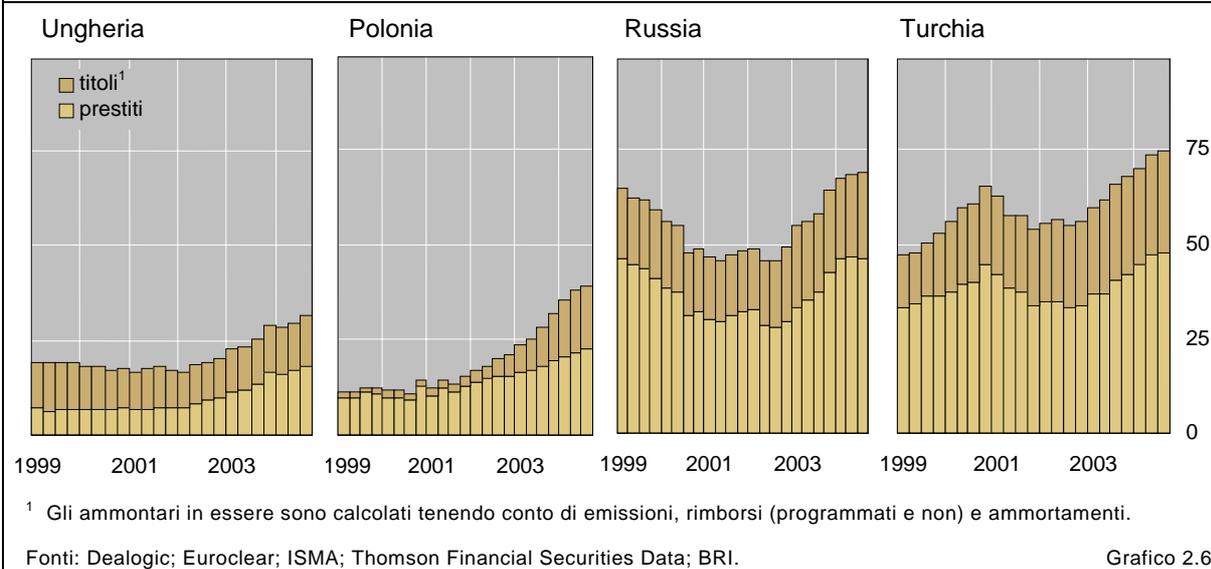
<sup>11</sup> La Russia detiene attualmente il 33% delle riserve della regione, contro il 18% nel terzo trimestre 2000.

<sup>12</sup> Ai fini del calcolo vengono utilizzati dati parzialmente corretti per gli effetti di cambio. Gli stock delle passività in euro, yen, sterline e franchi svizzeri sono convertiti in dollari USA a tassi di cambio costanti in base ai cambi del terzo trimestre 2004.

<sup>13</sup> Ciò contrasta con il quadro del finanziamento internazionale dei principali paesi mutuatari dell'America latina. Per un'analisi più dettagliata, cfr. "Il mercato bancario internazionale" nell'edizione del dicembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

## Finanziamento internazionale in alcuni paesi dell'Europa emergente

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA



obbligazioni internazionali emesse da mutuatari in Russia e Ungheria non registrano variazioni significative dal 1999. Ciò nonostante, tale quadro può risultare fuorviante, quantomeno per alcuni paesi, se viene interpretato quale indicatore dell'importanza relativa degli investimenti in titoli della regione. In molti paesi emergenti europei i mercati obbligazionari locali sono ampi e ben sviluppati e beneficiano di cospicui investimenti esteri, che non vengono rilevati dalle statistiche BRI sui titoli di debito internazionali. Tali investimenti sono in gran parte indirizzati verso i paesi che si prevede entreranno a far parte dell'area dell'euro: gli investitori assumerebbero posizioni in vista della convergenza dei tassi di interesse collegata all'adozione della moneta unica.

Le statistiche BRI sull'attività bancaria, che includono i titoli di debito internazionali detenuti da banche dichiaranti, sembrano suffragare tale ipotesi. Le attività delle banche dichiaranti alla BRI in titoli di debito internazionali emessi dal settore non bancario dei nuovi paesi membri dell'Unione europea rappresentavano nel terzo trimestre il 43% degli impieghi totali verso tale settore (a livello di intera regione), in aumento dal 39 e 33% di uno e due anni prima rispettivamente. Sebbene l'incremento vada in buona parte ascritto agli acquisti di obbligazioni in euro, per una porzione significativa esso ha interessato anche i titoli denominati nelle valute nazionali (grafico 2.7)<sup>14</sup>. In particolare, dal primo trimestre 2001 le banche dichiaranti hanno decisamente accresciuto le loro consistenze in titoli di debito in moneta locale di Polonia e

Le banche dichiaranti investono nei mercati obbligazionari locali

<sup>14</sup> Ciò è riscontrabile nell'aumento dello stock di attività della voce "residual other foreign currency claims", che ricomprende le posizioni in titoli di debito internazionali in valute diverse dalle cinque principali. Con tutta probabilità, questa voce è formata prevalentemente da obbligazioni emesse nella moneta del paese verso cui è aperta la posizione.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti									
variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA									
	Posizioni delle banche <sup>1</sup>	2002	2003	2003		2004			Stock a fine sett. 2004
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	
Totale <sup>2</sup>	Attività	-37,0	64,9	20,6	14,7	67,9	26,6	-2,4	1 105,4
	Passività	-45,9	72,1	28,2	43,1	107,2	21,3	47,5	1 397,1
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	-5,4	-2,1	-2,6	-1,1	-1,3	18,7
	Passività	0,0	-0,8	-2,2	0,7	0,3	0,1	-0,1	25,2
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	1,4	-9,1	1,8	-4,0	-2,9	78,4
	Passività	-8,0	14,4	7,9	-3,4	5,0	-3,6	-7,0	51,1
Cina	Attività	-12,4	13,5	4,9	-1,0	13,9	10,1	-3,1	81,6
	Passività	-3,6	-6,4	1,8	1,8	21,6	20,5	-1,7	129,0
Corea	Attività	8,2	-1,0	-1,5	0,1	14,3	-8,5	0,8	83,4
	Passività	0,5	7,3	2,1	12,1	21,7	-4,8	2,9	59,5
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-1,9	-0,8	0,3	-0,9	0,4	28,5
	Passività	-2,4	0,2	-0,5	0,3	-0,2	-2,1	-0,2	33,7
Messico	Attività	3,1	-0,8	0,8	-0,9	7,5	-0,6	-8,1	63,8
	Passività	-11,4	6,2	-0,3	-0,1	4,0	-0,7	-5,5	59,9
Polonia	Attività	2,9	3,3	1,0	0,4	2,4	2,0	1,5	39,1
	Passività	-3,1	-0,1	-1,0	1,2	3,0	3,9	-0,2	25,5
Rep. ceca	Attività	2,3	3,7	0,8	1,7	-1,7	0,8	0,4	19,5
	Passività	-3,7	-2,4	0,2	-0,9	-2,6	2,5	-0,6	9,3
Russia	Attività	3,6	12,1	2,8	5,8	3,4	-0,3	-1,9	53,4
	Passività	9,6	16,2	7,2	7,9	5,0	7,8	5,5	76,1
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	-0,9	-0,7	-0,1	0,5	-0,3	18,6
	Passività	2,7	9,7	1,4	2,8	3,9	1,6	0,7	38,3
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	0,0	-1,6	-1,0	-0,4	1,7	19,1
	Passività	-4,6	5,7	0,9	3,2	-1,5	-0,8	1,7	28,2
Turchia	Attività	-2,8	5,3	3,4	0,1	4,1	3,4	0,0	51,7
	Passività	0,0	-0,4	1,0	0,9	2,9	0,9	1,1	25,2
<i>Per memoria:</i>									
<i>nuovi paesi della UE<sup>3</sup></i>	<i>Attività</i>	<i>9,2</i>	<i>20,9</i>	<i>5,6</i>	<i>8,5</i>	<i>3,9</i>	<i>6,6</i>	<i>8,4</i>	<i>139,0</i>
	<i>Passività</i>	<i>-5,9</i>	<i>-0,4</i>	<i>2,0</i>	<i>0,8</i>	<i>3,2</i>	<i>4,8</i>	<i>0,1</i>	<i>69,6</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>1,8</i>	<i>5,2</i>	<i>145,8</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>16,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>24,8</i>	<i>312,9</i>

<sup>1</sup> Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. <sup>2</sup> Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. <sup>3</sup> Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

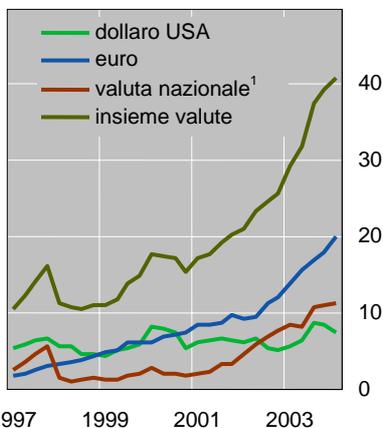
Tabella 2.2

Ungheria. Le banche nel Regno Unito investono da tempo in questa tipologia di titoli; il brusco picco osservabile nel 1998 risulta dagli investimenti in titoli in valuta locale emessi da mutuatari in Russia e dal successivo disinvestimento in seguito all'insolvenza del paese (grafico 2.7, diagrammi centrale e di destra). Più di recente, gli istituti nel Regno Unito – seguiti dai loro omologhi in Germania, Lussemburgo e Giappone – hanno accresciuto le loro esposizioni nei confronti dei mercati obbligazionari di Polonia e Ungheria.

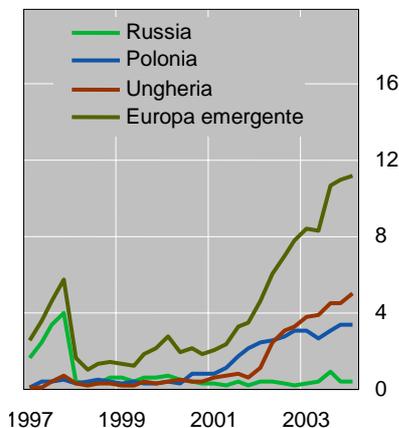
## Attività in titoli di debito verso il settore non bancario dell'Europa emergente

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA

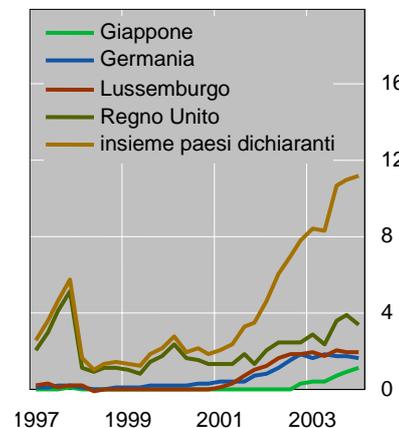
Attività totali, in base alla valuta



Attività in moneta nazionale¹, in base al paese controparte



Attività in moneta nazionale¹, in base al paese dichiarante



<sup>1</sup> Moneta del paese controparte. Stimate come attività residuali in valuta dell'insieme delle banche dichiaranti alla BRI.

Grafico 2.7

### *Gli stralci di posizioni creditorie contribuiscono ai deflussi dall'America latina*

Sebbene vari importanti paesi mutuatari dell'America latina abbiano continuato a registrare una diminuzione dello stock di attività in essere nei loro confronti, il deflusso netto di fondi dalla regione è derivato principalmente da una contrazione dei crediti verso il Messico. Tale riduzione è in gran parte riconducibile a una transazione una tantum: l'acquisizione di pacchetti di minoranza da parte di un'affiliata di una grande banca internazionale, all'origine di circa la metà degli \$8,1 miliardi di calo degli impieghi verso il paese. Se si esclude tale operazione, la diminuzione delle attività verso l'insieme della regione è dovuta al minor credito nei confronti di tutti i settori del Brasile, nonché ai nuovi stralci di prestiti in favore di mutuatari in Argentina.

Il Brasile ha fatto registrare il secondo maggior calo degli impieghi dopo il Messico. Le banche nei centri offshore hanno ridimensionato l'operatività interbancaria con le omologhe in Brasile, mentre gli istituti negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro hanno ridotto il credito al settore non bancario. La contrazione dell'attività interbancaria si è verificata nonostante il ritorno delle istituzioni finanziarie in Brasile sui mercati dei capitali, con emissioni nette per \$1,2 miliardi nel terzo trimestre. Gli impieghi totali delle banche dichiaranti alla BRI verso il Brasile sono diminuiti di \$2,9 miliardi, a \$78,4 miliardi, contro i \$81,2 miliardi del trimestre precedente e i \$91 miliardi di un anno prima. Malgrado ciò, il Brasile ha registrato un afflusso netto di fondi relativamente ampio, grazie al rimpatrio di \$5,7 miliardi di depositi esteri da parte di banche nel paese e di altri \$2 miliardi da parte di soggetti non bancari.

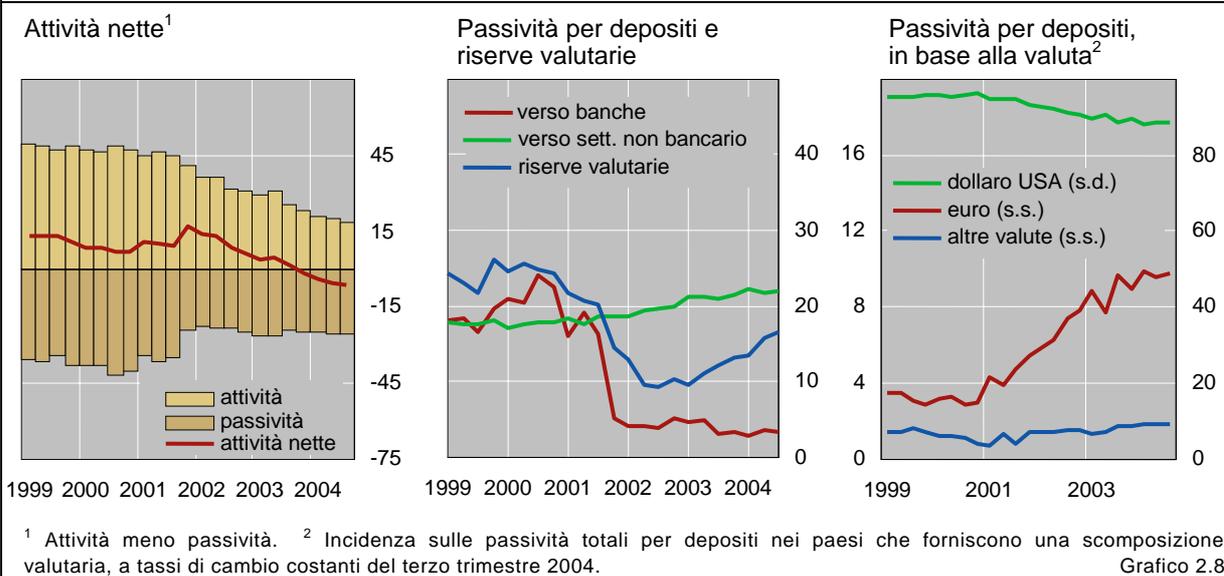
Nonostante la protratta riduzione delle attività nei suoi confronti, l'Argentina è stata interessata da un incremento dei fondi depositati all'estero da residenti non bancari, che l'ha resa creditrice netta nei confronti del

Riduzione delle attività verso Messico e Brasile ...

... nonché verso l'Argentina

## Posizioni verso l'Argentina

in miliardi di dollari USA



sistema bancario internazionale (grafico 2.8). Gli ulteriori stralci di prestiti a favore dell'Argentina hanno fatto calare lo stock di attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti del paese a \$18,7 miliardi, dai \$20 miliardi del trimestre precedente e da \$25,3 miliardi di un anno prima. L'indebitamento netto del settore bancario argentino nei confronti delle banche dichiaranti è sceso tra il secondo trimestre 2002 e il periodo sotto rassegna da \$8,9 a 1,3 miliardi. Nel contempo, le passività delle banche dichiaranti verso l'Argentina hanno segnato una tendenza al rialzo, di riflesso ai maggiori depositi da parte del settore non bancario presso banche negli Stati Uniti, in Svizzera e nell'area dell'euro. Il totale delle posizioni debitorie verso tale settore sfiora dal primo trimestre 2003 i \$21 miliardi, contro i \$19 miliardi registrati in media nel 2002.

### *I depositi all'estero determinano un deflusso di fondi dall'Asia-Pacifico*

La regione Asia-Pacifico ha registrato un ampio deflusso netto di fondi, dovuto ai depositi effettuati presso banche estere da soggetti residenti, sia bancari che non bancari. Tali depositi, unitamente a una lieve riduzione degli impieghi verso la regione, hanno determinato deflussi netti complessivi per \$15 miliardi. In alcuni paesi i collocamenti all'estero delle banche hanno coinciso con un incremento delle riserve valutarie detenute dalle rispettive autorità monetarie<sup>15</sup>.

La contrazione degli impieghi verso la regione è dovuta soprattutto alla diminuzione del credito a favore delle banche in Cina, che, dopo la tendenza ascendente osservata dal quarto trimestre 2002, è calato di \$3,1 miliardi a causa dei minori prestiti provenienti da banche situate in centri offshore e in

<sup>15</sup> Le riserve valutarie totali detenute nella regione sono cresciute di \$56,5 miliardi. Gran parte dell'incremento è riconducibile alla Cina, ma sono aumentate anche le riserve in valuta di Corea, Malaysia e Indonesia.

Giappone. Tale inversione potrebbe costituire una risposta alla nuova legge varata nel terzo trimestre per frenare gli afflussi di capitali che stanno contribuendo alla crescita delle riserve valutarie ufficiali del paese. Nel luglio 2004 le restrizioni all'indebitamento estero in valuta sono state estese alle banche straniere operanti in Cina le quali, rispetto agli istituti cinesi, erano state soggette fino ad allora a minori vincoli per quanto riguarda il reperimento all'estero di fondi in valuta destinati a finanziare prestiti a imprese in loco.

I depositi di banche  
situate nell'Asia-  
Pacifico ...

Il deflusso netto di fondi dalla regione Asia-Pacifico nell'ultimo trimestre è dipeso non tanto da variazioni delle attività, quanto da un incremento dei depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. Le passività totali delle banche dichiaranti nei confronti della regione sono cresciute di \$13,3 miliardi. In particolare, il collocamento di depositi all'estero ha determinato il quinto deflusso netto consecutivo dalla Corea. In un trimestre caratterizzato dall'aumento di \$7,4 miliardi delle riserve valutarie della banca centrale coreana, le banche nel paese hanno depositato \$3,7 miliardi presso omologhe dell'area dichiarante, portando il totale dei propri depositi a \$50,5 miliardi<sup>16</sup>. Anche in altri paesi il settore bancario ha depositato fondi all'estero. Tali collocamenti, assieme a un calo delle attività, hanno contribuito a un deflusso netto da Taiwan, il maggiore della regione. Gli istituti situati a Taiwan hanno collocato presso banche estere \$2,7 miliardi (denominati principalmente in dollari USA) in centri offshore e ulteriori \$1,8 miliardi nel Regno Unito. Le passività a titolo di depositi sono cresciute anche nei confronti delle banche in Malaysia e India.

... sono aumentati  
nell'ultimo anno

Gli andamenti dell'ultimo trimestre appaiono come una prosecuzione della vigorosa crescita delle passività per depositi nei confronti di banche situate nell'Asia-Pacifico. Dal secondo trimestre 2003 al terzo trimestre 2004 tali passività sono cresciute di \$157,5 miliardi, a \$350,4 miliardi, un incremento dovuto in buona parte ai depositi esteri di banche in Cina, Corea, India e Taiwan. Tali fondi sono stati collocati per la maggior parte in centri offshore, nonché presso istituzioni nel Regno Unito, nell'area dell'euro e in Giappone.

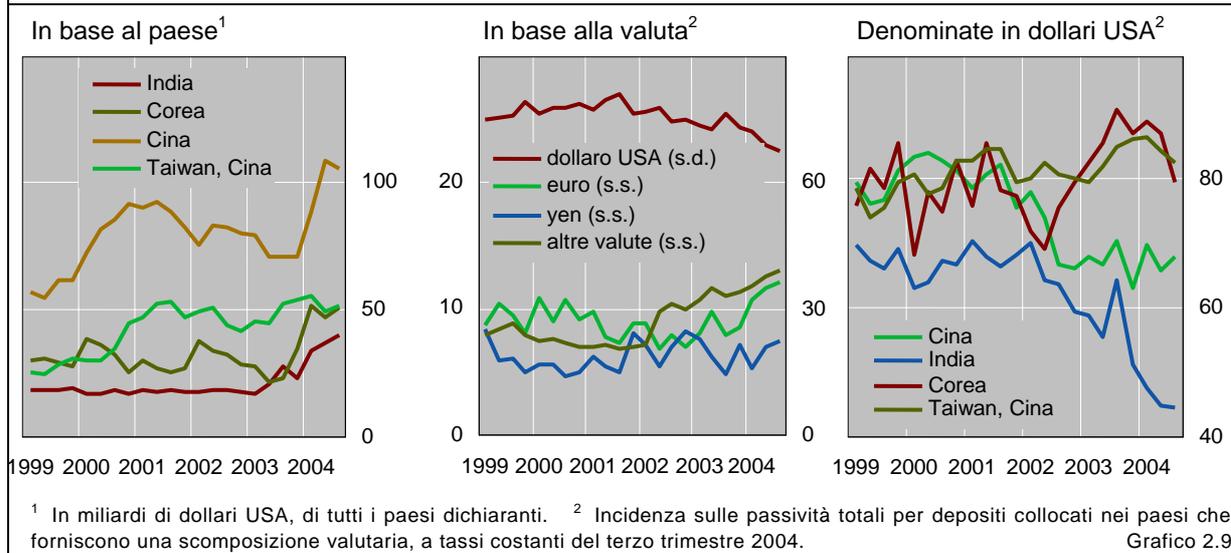
Benché sia difficile determinare con precisione la composizione valutaria di tali depositi, le statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale forniscono alcune indicazioni di massima secondo cui essi sarebbero denominati in misura crescente in monete diverse dal dollaro USA (grafico 2.9). Tali dati vanno tuttavia interpretati con cautela, visto che ben il 42% dello stock totale di passività nei confronti di banche nella regione è depositato in paesi dell'area dichiarante che non forniscono scomposizioni per valuta, in particolare Singapore e Hong Kong SAR<sup>17</sup>. Inoltre, dai dati sui depositi presso

---

<sup>16</sup> Benché i depositi denominati in dollari USA costituiscano la gran parte del totale collocato (nei paesi che segnalano la scomposizione valutaria) dalle banche in Corea, nell'ultimo trimestre i fondi depositati erano prevalentemente denominati in euro e yen. La Corea detiene attualmente il 14% delle riserve valutarie totali della regione.

<sup>17</sup> Nel terzo trimestre 2004 i depositi di banche in Cina presso banche dichiaranti alla BRI era collocato per il 50% in paesi che forniscono segnalazioni sulla valuta di denominazione. Le corrispondenti percentuali per India, Corea e Taiwan ammontavano rispettivamente all'85, al 57 e al 63%.

## Passività per depositi verso banche nell'Asia-Pacifico



le banche dichiaranti alla BRI non emerge l'esposizione valutaria riveniente dalle posizioni fuori bilancio del settore bancario della regione.

Ciò nondimeno, i dati provenienti dai paesi che forniscono una scomposizione per valuta indicano una diminuzione nella quota di depositi denominati in dollari USA, passata dall'81% nel terzo trimestre 2001 al 67% nel terzo trimestre 2004<sup>18</sup>. Questa evoluzione è particolarmente evidente per le banche in India, i cui depositi – collocati per quasi il 90% in paesi che segnalano la valuta di denominazione – rappresentano l'11% delle passività totali (di tutta l'area dichiarante) nei confronti delle istituzioni nell'Asia-Pacifico. Nello stesso periodo l'incidenza del dollaro USA è scesa dal 68 al 43% del totale dei depositi nei paesi che forniscono una scomposizione valutaria. Contemporaneamente, la quota corrispondente per le banche in Cina è diminuita dall'83 al 68% fino al terzo trimestre 2002, per poi restare in prossimità di quest'ultimo valore (grafico 2.9, diagramma di destra).

L'interrogativo che si pone è se tale dinamica segnali un allontanamento più generale dalle esposizioni in dollari da parte dell'intera regione. L'evidenza al riguardo è tutt'altro che conclusiva. I fondi in dollari USA depositati (in paesi che segnalano la scomposizione per valuta) da banche nella regione continuano ad aumentare in termini assoluti, a riprova – se non altro – che la ricomposizione valutaria descritta in precedenza si sta verificando in misura marginale. Inoltre, i residenti nella regione continuano a investire in titoli del Tesoro USA: i dati del Treasury International Capital System indicano che le disponibilità complessive in Treasuries dei residenti in Cina, Taiwan, Corea, Thailandia e India sono salite di \$52,4 miliardi tra fine giugno 2003 e fine

<sup>18</sup> L'incidenza delle singole valute di denominazione è calcolata utilizzando dati parzialmente corretti per gli effetti di cambio. Gli stock delle passività in euro, yen, sterline e franchi svizzeri sono convertiti in dollari USA a tassi di cambio costanti, in base ai cambi del terzo trimestre 2004.

## Il rifinanziamento spinge i prestiti consorziali a livelli record

Blaise Gadanecz

Nel quarto trimestre 2004 le sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali hanno raggiunto il livello più elevato da quando la BRI ha cominciato a compilare statistiche su questo segmento del mercato: \$564 miliardi, che hanno portato il volume complessivo per il 2004 alla quota record di \$1,8 trilioni. A spingere l'attività sono state le operazioni di rifinanziamento e quelle collegate a fusioni. Su base destagionalizzata le sottoscrizioni evidenziano una tendenza al rialzo dalla seconda metà del 2003.

I mutuatari dei paesi industriali hanno beneficiato di una generosa offerta di nuovo credito da parte delle banche. In base ai parametri storici gli spread sono rimasti su livelli contenuti – specie per i rifinanziamenti USA –, mentre sono aumentate le scadenze medie ed è lievemente diminuita la quota di prestiti assistiti da garanzie reali o clausole “covenant”. I mutuatari di Stati Uniti ed Europa occidentale hanno ottenuto importi record per operazioni di rifinanziamento e di fusione e acquisizione (l'attività nel segmento LBO è stata particolarmente intensa; cfr. il “Quadro generale degli sviluppi”). Negli Stati Uniti i più attivi sono stati i settori energetico, telecom e sanitario. I prestiti maggiori (per \$9,5 e 9 miliardi, entrambi a fini di acquisizioni) sono stati allestiti rispettivamente in favore di Oracle e BellSouth Corp. Nell'Europa occidentale gran parte dei nuovi prestiti è affluita ai settori energetico, automobilistico e della distribuzione al dettaglio. E.ON AG, impresa del settore energetico, si è aggiudicata l'operazione più ingente finalizzata al rinnovo di un credito di €10 miliardi.

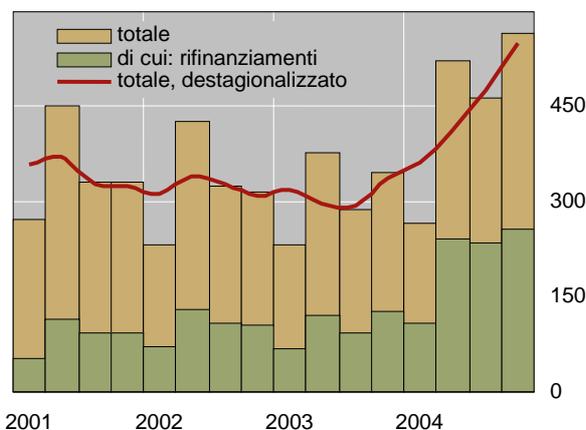
Di fronte alle favorevoli condizioni di offerta, la domanda dei prenditori sembra essersi orientata negli ultimi trimestri verso un leggero aumento della quota dei cosiddetti “club deal”, prestiti allestiti da un ristretto consorzio di banche con cui il prenditore intrattiene una relazione di clientela, piuttosto che da un gruppo allargato di istituzioni finanziarie. Ciò potrebbe riflettere la preferenza dei mutuatari a lavorare con un minor numero di prestatori, che possono essere più facilmente gestiti e ricompensati assegnando loro attività accessorie più redditizie, quali la gestione della tesoreria o i servizi di “investment banking”.

I prestiti ai mercati emergenti hanno toccato livelli non più osservati dalla fine del 1997. I mutuatari dell'Europa orientale hanno beneficiato di una riduzione degli spread e ricevuto gli importi più cospicui – pari a quasi un terzo dei \$41,3 miliardi erogati in totale alla regione. L'attività complessiva è stata trainata da banche russe e turche, nonché dall'industria energetica russa<sup>®</sup>. Anche i crediti a mutuatari asiatici e latino-americani hanno seguito una dinamica sostenuta. Se nel caso dell'Asia i nuovi prestiti risultano distribuiti su numerosi paesi, in America latina essi appaiono più concentrati, con i mutuatari messicani al primo posto tra i beneficiari. Il produttore di cemento e materiali da costruzione CEMEX SA de CV ha raccolto \$5,3 miliardi, in ampia misura attraverso società veicolo europee, allo scopo di acquisire un cementificio nel Regno Unito.

## Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

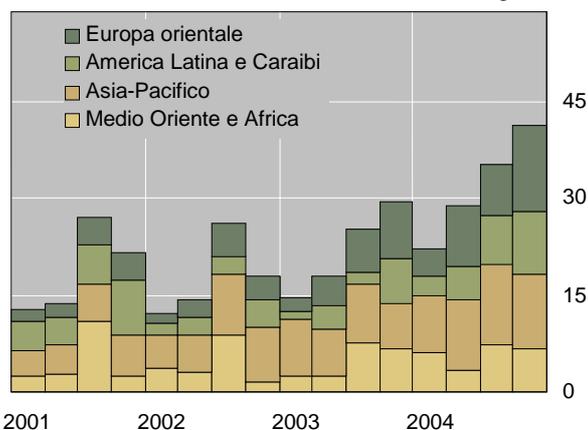
in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Sottoscrizioni di mutuatari dei mercati emergenti



<sup>®</sup> Questi importi non ricomprendono il prestito di \$10 miliardi inizialmente allestito in favore di Gazprom per l'acquisizione di Yukos e successivamente cancellato.

settembre 2004. Peraltro, se da un lato i precedenti dati indicano un calo dell'esposizione in dollari USA delle banche nella regione, dall'altro lo stesso fenomeno non è riscontrabile per il settore non bancario. Le passività per depositi (di tutte le banche dichiaranti alla BRI) nei confronti di soggetti non bancari residenti nell'Asia-Pacifico sono diminuite nell'ultimo anno a \$148,6 miliardi, scendendo dal 40 al 23% delle passività totali per depositi verso la regione. Dal terzo trimestre 2001 l'incidenza del dollaro USA sul totale dei depositi effettuati da tali soggetti (in paesi che segnalano una scomposizione per valuta) è rimasta sostanzialmente costante, attestandosi al 72% nell'ultimo trimestre<sup>19</sup>. Se è vero che tale quota sembra essere andata calando per i mutuatari non bancari residenti in India, essa è al contrario aumentata lievemente per quelli della Cina.

---

<sup>19</sup> Le passività per depositi dei paesi dichiaranti alla BRI nei confronti di residenti non bancari dei paesi dell'Asia-Pacifico che forniscono una scomposizione per valuta rappresentano soltanto il 55% delle passività per depositi totali di tutti i paesi dichiaranti alla BRI verso tale settore.