

2. Il mercato bancario internazionale

Nel primo trimestre 2005 le attività hanno registrato un'impennata. Sia i prestiti interbancari nel segmento in euro del mercato sia i crediti al settore non bancario negli Stati Uniti sono cresciuti sensibilmente. Inoltre, le banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a incanalare fondi verso soggetti non bancari del Regno Unito e dei centri offshore, dove l'attività finanziaria non bancaria è considerevole. Il credito verso tali prenditori ha alimentato notevolmente i flussi creditizi complessivi negli ultimi trimestri, concorrendo per il 40% all'incremento totale dei prestiti al settore non bancario a livello mondiale da fine 2002. Sebbene i dati sulle posizioni aggregate delle banche verso i centri offshore rispecchino numerosi tipi di attività finanziaria, difficili da discernere, vi sono indicazioni secondo cui gli hedge fund potrebbero aver contribuito all'aumento dei prestiti a soggetti non bancari in talune aree.

I mercati emergenti hanno registrato un afflusso netto di fondi piuttosto ingente, riconducibile al maggiore credito internazionale verso le banche dell'Asia-Pacifico, una regione che dal 2001 registra con una certa regolarità cospicui afflussi netti trimestrali, malgrado l'aumento degli avanzi correnti in molti dei paesi che ne fanno parte. In America latina i fondi depositati all'estero hanno surclassato l'incremento delle attività verso la regione, causando flussi netti in uscita. Altrove, le banche in Russia sono state all'origine di un deflusso netto dall'Europa emergente, prodottosi nonostante la forte crescita degli impieghi verso i prenditori nei nuovi paesi membri della UE. Dal 2002 lo stock delle attività nette delle banche dichiaranti nei confronti dell'America latina e dell'Europa emergente si è mosso in sintonia con i saldi di parte corrente dei paesi di tali regioni.

In molti mercati emergenti è in aumento la presenza di banche che hanno sede all'estero. Le stime indicano che la quota del credito bancario totale erogata da istituti esteri va espandendosi dal 1995 in America latina e nell'Europa emergente, mentre è rimasta comparativamente modesta nell'Asia-Pacifico.

L'attività interbancaria traina la crescita del credito

I crediti internazionali hanno segnato un balzo nel primo trimestre 2005, soprattutto per effetto dell'aumento dell'attività interbancaria nel segmento in euro e dei maggiori impieghi verso prenditori non bancari negli Stati Uniti e nei

| Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------|--------------|-------------------------|
| variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹ | | | | | | | | |
| | 2003 | 2004 | 2004 | | | | 2005 | Stock a fine marzo 2005 |
| | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | |
| Attività internazionali totali | 1 076,7 | 2 262,0 | 1 228,8 | 240,0 | 227,2 | 565,9 | 1 040,1 | 19 792,6 |
| settore bancario | 530,6 | 1 344,7 | 819,8 | 191,3 | -5,4 | 339,1 | 602,1 | 12 552,8 |
| settore non bancario | 546,1 | 917,3 | 409,0 | 48,8 | 232,6 | 226,8 | 438,0 | 7 239,8 |
| Prestiti: settore bancario | 453,4 | 911,0 | 607,5 | 130,1 | -105,4 | 278,8 | 372,1 | 10 605,1 |
| settore non bancario | 277,9 | 439,3 | 271,9 | -25,8 | 57,5 | 135,7 | 261,8 | 3 740,7 |
| Titoli: settore bancario | 75,6 | 265,6 | 190,8 | 51,0 | -11,1 | 35,0 | 112,8 | 1 378,5 |
| settore bancario | 208,5 | 362,1 | 118,5 | 33,5 | 162,8 | 47,3 | 113,0 | 3 004,5 |
| Attività totali per valuta | | | | | | | | |
| Dollaro USA | 580,7 | 1 113,1 | 618,8 | 61,5 | 9,6 | 423,1 | 267,0 | 8 315,5 |
| Euro | 502,7 | 808,4 | 400,1 | 81,0 | 202,4 | 125,0 | 584,6 | 7 884,8 |
| Yen | -127,2 | 96,3 | -21,5 | 50,7 | 36,8 | 30,2 | -29,8 | 1 059,3 |
| Altre valute ² | 120,5 | 244,2 | 231,4 | 46,8 | -21,6 | -12,4 | 218,2 | 2 533,1 |
| Settore non bancario, per residenza del mutuatario | | | | | | | | |
| Economie avanzate | 452,3 | 673,8 | 362,0 | 29,6 | 131,1 | 151,1 | 371,0 | 5 628,4 |
| Area dell'euro | 157,6 | 239,3 | 151,1 | 33,2 | 11,0 | 44,1 | 110,8 | 2 476,3 |
| Giappone | 38,4 | 73,3 | 0,1 | 21,4 | 15,6 | 36,3 | -32,8 | 230,3 |
| Stati Uniti | 172,5 | 164,6 | 105,1 | -25,1 | 38,9 | 45,7 | 207,0 | 1 871,5 |
| Centri offshore | 100,0 | 238,8 | 41,6 | 33,8 | 106,0 | 57,4 | 55,8 | 936,9 |
| Economie emergenti | 6,1 | 50,4 | 24,5 | 2,3 | 1,2 | 22,4 | 17,8 | 625,9 |
| Non classificate ³ | -13,5 | -40,7 | -15,8 | -14,3 | -6,2 | -4,3 | -6,9 | 20,2 |
| <i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i> | <i>415,1</i> | <i>221,0</i> | <i>188,6</i> | <i>34,2</i> | <i>3,2</i> | <i>-5,0</i> | <i>231,2</i> | <i>2 919,0</i> |

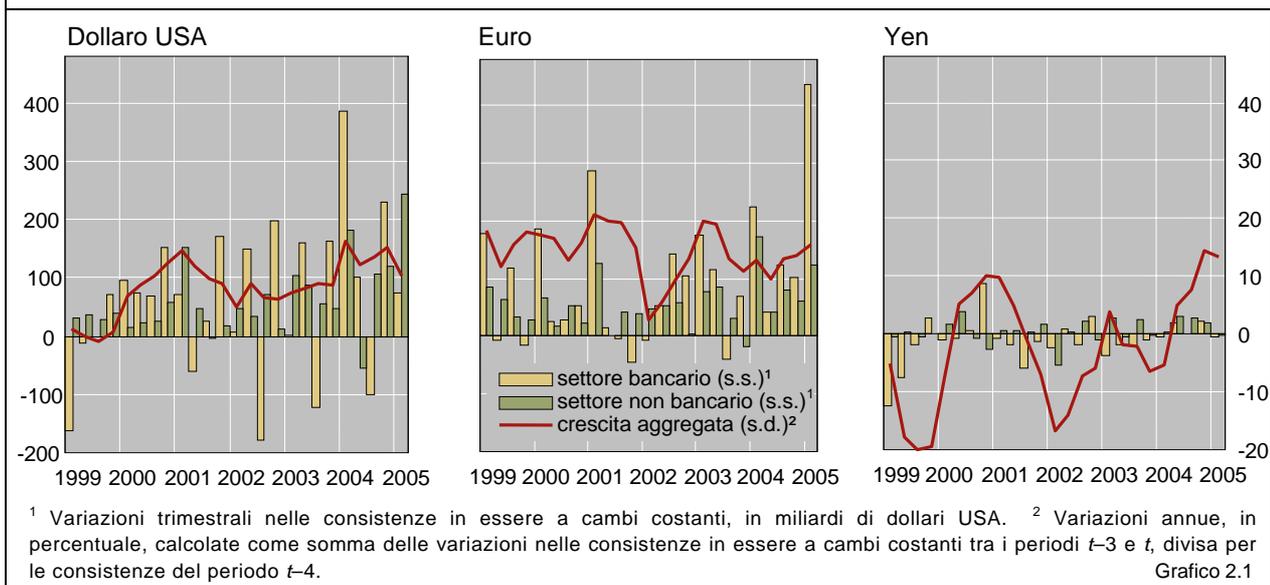
¹ Non deperate degli effetti stagionali. ² Comprese quelle non classificate. ³ Comprese le attività verso organizzazioni internazionali. ⁴ Attività in valuta verso residenti del paese in cui è domiciliata la banca dichiarante. Tabella 2.1

centri offshore. Le attività totali sono salite di \$1,0 trilioni, a \$19,8 trilioni (tabella 2.1), facendo registrare il secondo maggiore aumento trimestrale da quando la BRI ha iniziato a compilare queste statistiche. L'espansione trimestrale più ingente si era verificata nel 2004; di conseguenza, la crescita delle attività rispetto al corrispondente periodo di quell'anno è di fatto scesa nel primo trimestre 2005 al 12%, dal 14% del periodo precedente.

Oltre la metà dell'incremento trimestrale degli impieghi totali è il frutto dell'attività interbancaria, che a livello mondiale è salita di \$602 miliardi, con una crescita particolarmente forte nel segmento dell'euro (grafico 2.1). Le attività in euro sono aumentate di \$467 miliardi, rispecchiando i maggiori prestiti alle banche nell'area dell'euro e nel Regno Unito, dovuti in parte a operazioni intragruppo: le banche tedesche, olandesi e francesi hanno tutte trasferito fondi da dipendenze nel Regno Unito a filiazioni in altri paesi.

Cresce notevolmente l'attività interbancaria in euro

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



Attività degli hedge fund nei Caraibi e negli Stati Uniti

L'incremento dei prestiti verso soggetti non bancari nei centri offshore ...

Le attività verso soggetti non bancari hanno segnato una forte espansione in seguito all'aumento del credito a mutuatari negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore. In particolare, mai da quando vengono compilate le statistiche BRI l'incremento trimestrale dei prestiti al settore non bancario statunitense era stato così elevato (\$185 miliardi). Tali prestiti sono stati erogati per la maggior parte dalle banche nel Regno Unito e nei centri offshore dei Caraibi, probabilmente a istituti finanziari non bancari (come società di intermediazione mobiliare e hedge fund). Anche gli impieghi verso soggetti non bancari *situati* nel Regno Unito e nei centri offshore dei Caraibi – aree contraddistinte da una notevole attività finanziaria non bancaria – sono saliti, concorrendo per quasi un terzo all'incremento totale degli impieghi verso il settore non bancario.

... è in linea con le tendenze di più lungo periodo ...

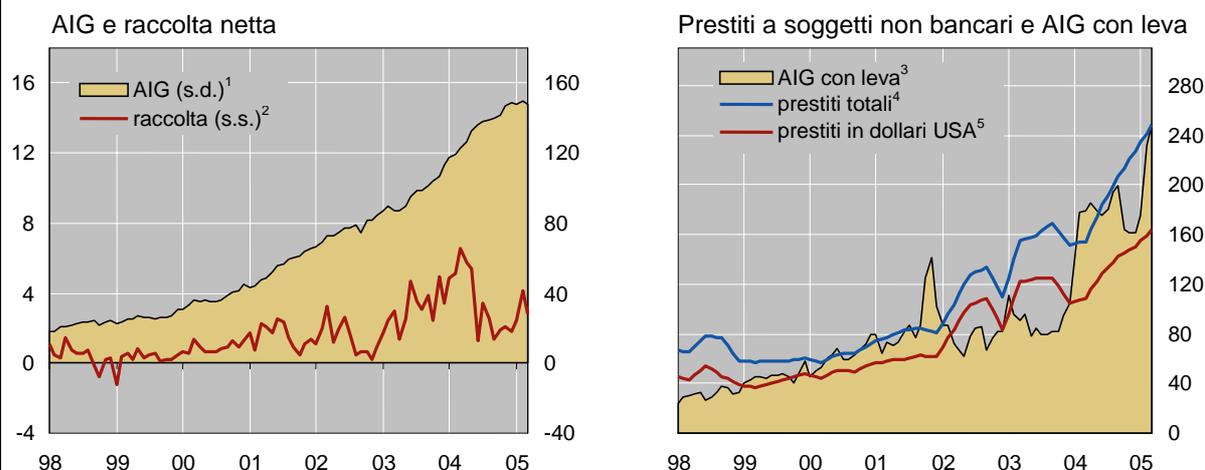
Nel più lungo periodo, lo stock dei prestiti in essere verso prenditori non bancari in queste tre aree è fortemente aumentato, assumendo un ruolo preminente nella dinamica trimestrale degli impieghi totali negli ultimi anni. Ad esempio, da fine 1999 i prestiti delle banche dichiaranti alla BRI verso soggetti non bancari nei centri offshore e nel Regno Unito sono saliti del 169%, toccando \$1 trilione nell'ultimo trimestre¹. Analogamente, i prestiti internazionali a mutuatari non bancari negli Stati Uniti sono cresciuti ogni trimestre, salvo tre, per un incremento totale di oltre \$560 miliardi (ossia del 110%). Ciò contrasta nettamente con l'aumento complessivo relativamente modesto osservato in quel periodo per il credito erogato a questi stessi mutuatari sull'interno².

¹ In termini di stock, essi rappresentavano il 27% dei prestiti totali al settore non bancario a livello mondiale nel primo trimestre 2005, dal 18% del 1999.

² Le consistenze in essere di prestiti alle imprese commerciali e industriali contabilizzati da banche residenti negli Stati Uniti erano pari a \$964 miliardi nel primo trimestre 2005, in rialzo

Attività degli hedge fund nelle Isole Cayman

in miliardi di dollari USA



¹ Attività in gestione (AIG) totali dei 1 175 hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman ricompresi nella banca dati di Hedge Fund Research (HFR). ² Raccolta netta stimata di hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman. Si presume che i fondi non più presenti nella banca dati di HFR abbiano interrotto le segnalazioni; essi non vengono pertanto considerati nel calcolo a partire dal mese in cui non figurano più nella banca dati. ³ La stima delle AIG con leva si basa sulla procedura descritta in P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005. Il grado di leva viene stimato separatamente per le diverse famiglie di hedge fund regredendo i rendimenti dei fondi su vari fattori di rischio basati sul mercato impiegando una finestra mobile di 24 mesi. Tale stima costituisce un indicatore grezzo sia del grado di leva assunto in bilancio tramite indebitamento (*balance sheet leverage*), sia di quello fuori bilancio ottenuto per esempio tramite strumenti derivati (*instrument leverage*), e non permette di operare una distinzione tra i due. Le AIG con leva per una data famiglia di fondi sono il prodotto fra le AIG totali (media della finestra di 24 mesi) e il grado di leva stimato. Le AIG con leva totali sono ottenute sommando i valori per le singole famiglie. ⁴ Prestiti transfrontalieri erogati da banche dichiaranti alla BRI (escluse quelle in Giappone) in qualunque valuta a mutuatari non bancari nelle Isole Cayman. ⁵ Prestiti internazionali erogati da banche dichiaranti alla BRI (escluse quelle in Giappone) in dollari USA a mutuatari non bancari nelle Isole Cayman.

Fonti: HFR; elaborazioni BRI.

Grafico 2.2

Nel complesso gli impieghi internazionali verso i soggetti non bancari nelle Isole Cayman e negli Stati Uniti riflettono vari tipi di attività economica, il che rende praticamente impossibile individuare con certezza le determinanti dei loro flussi trimestrali. Ad esempio, le Isole Cayman ospitano diverse attività, fra cui gestori di fondi, hedge fund, operatori di finanza strutturata e assicurazioni³, tutte classificate come soggetti non bancari nell'ambito delle statistiche BRI. Similmente, i prestiti internazionali a mutuatari non bancari negli Stati Uniti comprendono sia i prestiti a imprese e famiglie, sia quelli a società mobiliari e hedge fund.

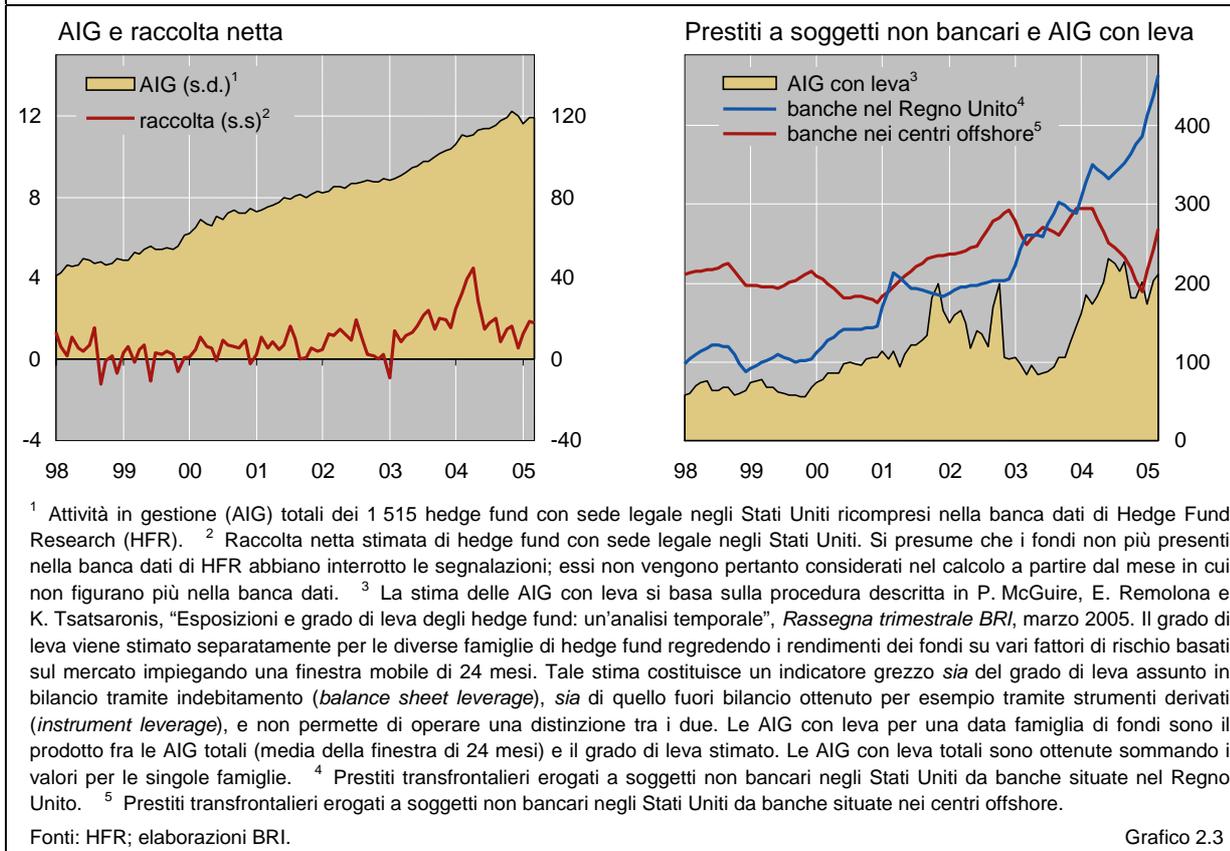
In entrambe le aree, tuttavia, l'attività degli hedge fund è cresciuta notevolmente da fine 1999. I dati di Hedge Fund Research (HFR), che rilevano i rendimenti mensili e le attività in gestione (AIG) per un vasto campione di

di \$36 miliardi dal livello di fine 1999. Questi prestiti erano scesi tra gli inizi del 2001 e la metà del 2004, ma sono andati aumentando da allora. Nel primo trimestre 2005 essi sono saliti di \$32 miliardi. Tali dati possono sottostimare i prestiti totali alle imprese commerciali e industriali negli Stati Uniti perché escludono i crediti contabilizzati offshore. Cfr. R. McCauley e R. Seth, "Foreign bank credit to U.S. corporations: the implications of offshore loans", *FRBNY Quarterly Review*, primavera, 1992.

³ Cfr. E. Dixon, "Financial flows via offshore financial centres", Bank of England, *Financial Stability Review*, giugno 2001.

Attività degli hedge fund negli Stati Uniti

in miliardi di dollari USA



fondi⁴, indicano che le AIG totali degli hedge fund con sede legale nelle Isole Cayman sono quasi quadruplicate da fine 1999. Del pari, quelle degli hedge fund negli Stati Uniti sono quasi raddoppiate nello stesso periodo (grafici 2.2 e 2.3, diagrammi di sinistra).

Su orizzonti temporali più brevi vi sono anche indicazioni indirette secondo cui l'uso della leva finanziaria da parte degli hedge fund, unitamente all'incremento delle AIG, potrebbe aver contribuito all'aumento dei prestiti verso i soggetti non bancari in queste aree. Come illustrato dal diagramma di destra del grafico 2.2, la crescita dei prestiti verso tali mutuatari nelle Isole Cayman è aumentata, per gradi, dopo il 2003. Parallelamente, le stime del grado di leva impiegato dagli hedge fund nelle stesse Isole – approssimato da un indicatore della sensibilità dei loro rendimenti a diversi fattori di rischio⁵ –

⁴ La banca dati di HFR non comprende la totalità degli hedge fund e, pertanto, sottostima le AIG e la raccolta totali.

⁵ La regressione dell'analisi di stile che genera la stima del grado di leva è illustrata in dettaglio in P. McGuire, E. Remolona e K. Tsatsaronis, "Esposizioni e grado di leva degli hedge fund: un'analisi temporale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2005. La stima costituisce un indicatore grezzo sia del grado di leva assunto in bilancio tramite indebitamento (*balance sheet leverage*), sia di quello fuori bilancio ottenuto per esempio tramite strumenti derivati (*instrument leverage*), e non permette di operare una distinzione tra i due. Successivamente alla pubblicazione la procedura statistica è stata affinata; attualmente incorpora fattori di rischio addizionali e si basa su una specificazione empirica a effetti fissi.

... e potrebbe in parte riflettere un accresciuto ricorso alla leva finanziaria da parte degli hedge fund

sono andate aumentando da verso la fine del 2003. Ciò ha determinato un incremento dell'ammontare totale *stimato* delle *AIG con leva* nelle Isole Cayman, sostanzialmente in linea con l'aumento dei prestiti delle banche dichiaranti alla BRI. Una tendenza analoga, sebbene meno chiara, si riscontra negli Stati Uniti, dove la fluttuazione osservabile dal 2003 nelle AIG con leva degli hedge fund aventi sede legale nel paese si è pressoché accompagnata al rialzo dei prestiti di banche nel Regno Unito e al conseguente calo di quelli convogliati da banche nei centri offshore (grafico 2.3, diagramma di destra).

Gli afflussi all'Asia-Pacifico superano i deflussi da altre regioni

Nel primo trimestre 2005 i mercati emergenti hanno registrato un afflusso netto di fondi relativamente cospicuo derivante dal consistente incremento delle attività internazionali delle banche dichiaranti verso omologhe nella regione Asia-Pacifico. Viceversa, gli ingenti collocamenti di depositi all'estero da parte di banche in America latina e nell'Europa emergente hanno determinato deflussi netti da queste regioni. La relazione di più lungo periodo fra le attività nette verso le economie emergenti e i saldi di parte corrente di queste ultime fornisce indicazioni sulla misura in cui le variazioni delle posizioni sull'estero vengono intermedie dalle banche dichiaranti alla BRI.

La tendenza alla raccolta di dollari USA da parte delle banche nella regione Asia-Pacifico, in atto da metà 2002, è proseguita nel trimestre in esame. Gli impieghi totali verso la regione sono cresciuti di \$34 miliardi, a \$442 miliardi. In particolare, quelli verso le banche in Cina sono saliti di \$9 miliardi, raggiungendo quota \$77 miliardi, dal minimo di \$31 miliardi toccato dopo la crisi asiatica nel secondo trimestre 2002. I nuovi crediti alle banche hanno prodotto un incremento degli impieghi totali anche verso Corea e Taiwan (Cina)⁶. Questa rapida crescita ha interessato le attività in dollari USA verso il settore bancario⁷, mentre quelle sia verso soggetti non bancari, sia verso banche ma in altre valute sono relativamente stabili dal 2002. Le passività per depositi nei confronti dell'Asia-Pacifico non hanno subito variazioni di rilievo nel primo trimestre di quest'anno. Il settore bancario della regione, comprese le banche centrali, ha rimpatriato \$8 miliardi di fondi benché le consistenze delle riserve valutarie collocate presso banche all'estero siano rimaste stabili per molti paesi (come Corea, India, Malaysia e Thailandia). Le banche in Corea e a Taiwan hanno ridotto i depositi all'estero – principalmente in dollari USA – per complessivi \$9 miliardi, mentre gli istituti in Malaysia e in Thailandia li hanno accresciuti.

A differenza dell'Asia-Pacifico, altri mercati emergenti hanno registrato deflussi netti. Per quanto riguarda l'America latina, le banche in Brasile e

Le banche dichiaranti convogliano dollari USA verso banche dell'Asia-Pacifico

⁶ Di seguito, Taiwan.

⁷ Al segmento del dollaro USA si deve l'88% dell'incremento del credito verso banche della regione Asia-Pacifico dal terzo trimestre 2001. Tale quota sale al 96% se si considerano anche gli impieghi verso Hong Kong SAR e Singapore, che nelle statistiche BRI vengono classificati come centri offshore.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA

| | Posizioni delle banche ¹ | 2003 | 2004 | 2004 | | | | 2005 | Stock a fine marzo 2005 |
|-----------------------|-------------------------------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------------|
| | | Anno | Anno | 1° trim. | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | 1° trim. | |
| Totale ² | Attività | 64,9 | 131,6 | 67,9 | 26,0 | 1,6 | 36,2 | 76,1 | 1 256,9 |
| | Passività | 72,3 | 201,1 | 107,2 | 20,8 | 49,7 | 23,3 | 63,2 | 1 510,5 |
| Argentina | Attività | -8,5 | -5,3 | -2,6 | -1,1 | -0,8 | -0,7 | -0,8 | 17,9 |
| | Passività | -0,8 | -0,3 | 0,3 | 0,1 | -0,3 | -0,5 | -0,3 | 24,3 |
| Brasile | Attività | -7,2 | -7,4 | 1,8 | -4,0 | -2,1 | -3,1 | 4,5 | 81,6 |
| | Passività | 14,4 | -4,8 | 5,0 | -3,6 | -7,0 | 0,9 | 13,6 | 66,1 |
| Cina | Attività | 13,5 | 24,0 | 13,9 | 9,9 | -3,1 | 3,2 | 10,0 | 101,5 |
| | Passività | -6,4 | 25,8 | 21,6 | 20,3 | -2,6 | -13,5 | -3,4 | 114,6 |
| Corea | Attività | -1,0 | 12,6 | 14,3 | -8,6 | 0,8 | 6,1 | 8,8 | 98,9 |
| | Passività | 7,3 | 13,8 | 21,7 | -4,9 | 2,9 | -5,9 | -4,6 | 49,5 |
| Indonesia | Attività | -4,6 | 0,4 | 0,3 | -0,9 | 0,2 | 0,7 | -0,7 | 30,2 |
| | Passività | 0,2 | -2,3 | -0,2 | -1,3 | -0,1 | -0,6 | 0,1 | 10,5 |
| Messico | Attività | -0,7 | -0,8 | 7,5 | -0,6 | -6,7 | -1,0 | 4,4 | 69,9 |
| | Passività | 6,2 | -4,7 | 4,0 | -0,7 | -6,4 | -1,6 | 2,0 | 59,7 |
| Polonia | Attività | 3,3 | 5,9 | 2,4 | 2,0 | 1,5 | -0,1 | 5,5 | 46,6 |
| | Passività | -0,1 | 11,3 | 3,0 | 3,9 | -0,2 | 4,6 | 1,6 | 32,3 |
| Rep. ceca | Attività | 3,7 | 2,7 | -1,7 | 0,8 | 0,4 | 3,1 | 0,7 | 24,0 |
| | Passività | -2,4 | 0,8 | -2,6 | 2,5 | -0,6 | 1,5 | -0,8 | 10,3 |
| Russia | Attività | 12,1 | 8,9 | 3,4 | -0,3 | -1,8 | 7,6 | 3,3 | 65,4 |
| | Passività | 16,2 | 23,9 | 5,0 | 7,8 | 5,5 | 5,6 | 28,1 | 110,7 |
| Sudafrica | Attività | -1,2 | 0,4 | -0,1 | 0,5 | -0,3 | 0,3 | -0,2 | 19,3 |
| | Passività | 9,5 | 6,8 | 4,1 | 1,9 | 0,7 | 0,1 | 0,5 | 40,0 |
| Thailandia | Attività | -1,6 | 0,2 | -1,0 | -0,4 | 1,7 | -0,1 | 0,5 | 20,0 |
| | Passività | 5,7 | 2,4 | -1,5 | 1,2 | 1,7 | 1,0 | 2,6 | 23,1 |
| Turchia | Attività | 5,3 | 9,1 | 4,2 | 3,4 | 0,0 | 1,5 | 2,9 | 57,5 |
| | Passività | -0,4 | 6,9 | 2,9 | 0,9 | 1,1 | 2,0 | -1,5 | 26,2 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | | | |
| nuovi paesi | Attività | 20,9 | 30,3 | 3,9 | 6,6 | 8,4 | 11,5 | 15,1 | 175,5 |
| della UE ³ | Passività | -0,4 | 17,4 | 3,2 | 4,8 | 0,0 | 9,4 | 0,7 | 84,3 |
| membri | Attività | -6,5 | 21,4 | 9,2 | 1,7 | 4,9 | 5,6 | 5,3 | 161,7 |
| OPEC | Passività | -14,9 | 34,5 | 16,4 | -1,7 | 24,1 | -4,2 | 8,6 | 298,2 |

¹ 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. ² Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. ³ Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Tabella 2.2

Le banche in Russia continuano a collocare fondi all'estero

Venezuela hanno incrementato i fondi collocati presso banche dichiaranti, più che compensando l'aumento delle attività verso banche in Brasile e soggetti non bancari in Messico e producendo un deflusso netto di \$8 miliardi dalla regione. Nell'Europa emergente il consistente collocamento di depositi (\$28 miliardi) presso banche dichiaranti da parte di istituti bancari in Russia ha

superato i nuovi prestiti accordati a mutuatari di altri paesi della regione, determinando un deflusso netto di \$6 miliardi⁸. Il crescente avanzo di conto corrente della Russia fa del paese un caso isolato rispetto alle altre economie emergenti europee, deficitarie. Dopo l'inadempienza sovrana del 1998 il settore bancario russo ha accumulato considerevoli depositi all'estero; le corrispondenti passività delle banche dichiaranti alla BRI si sono accresciute di un fattore pari a 15 dal terzo trimestre 1998, portandosi a \$101,6 miliardi nel periodo in rassegna. Solo una parte di questo incremento riflette collocamenti della banca centrale⁹.

Lo stock delle attività nette delle banche dichiaranti alla BRI può essere influenzato dalle variazioni nelle posizioni esterne dei paesi mutuatari. In generale, i movimenti delle attività nette verso un determinato paese riflettono la redistribuzione dei saldi di parte corrente e le variazioni dello stock delle riserve ufficiali depositate presso banche all'estero. Questo nesso è stato particolarmente evidente in America latina e nell'Europa emergente negli ultimi anni. Il protratto calo delle attività nette verso l'America latina è cominciato all'indomani dell'inadempienza argentina, in concomitanza con il passaggio a una situazione di avanzo di parte corrente (grafico 2.4, diagramma di sinistra)¹⁰. Ciò contrasta con il periodo fra la fine del 1998 e il 2001, durante il quale la minore esposizione delle banche estere verso la regione si era associata al finanziamento dei ricorrenti deficit da parte di altri intermediari finanziari. Nell'Europa emergente lo stock di attività nette verso i nuovi Stati membri della UE ha continuato ad aumentare nel primo trimestre 2005, proseguendo una tendenza osservabile dal terzo trimestre 2002, quando è divenuto chiaro che questi paesi avrebbero aderito all'Unione europea (grafico 2.4, diagramma centrale)¹¹. Da allora l'esposizione delle banche dichiaranti ha ricalcato gli andamenti dei deficit di parte corrente nella regione, che in precedenza erano stati finanziati principalmente attraverso investimenti diretti esteri.

A differenza dell'America latina e dell'Europa emergente, nella regione Asia-Pacifico il comovimento fra attività nette e saldi sull'estero osservabile fra

Le attività nette verso i mercati emergenti riflettono le posizioni esterne dei mutuatari

⁸ I nuovi crediti a mutuatari nei paesi di recente adesione alla UE hanno contribuito a un incremento relativamente elevato (\$23 miliardi) delle attività verso l'Europa emergente.

⁹ I depositi della banca centrale costituiscono attualmente il 53% dello stock di passività di deposito delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti del settore bancario russo. Essi rappresentavano pressoché un terzo (\$9,3 miliardi) dell'incremento di tali passività nel primo trimestre 2005. Al tempo stesso, le disponibilità della banca centrale russa in titoli sono calate di \$4,4 miliardi. Cfr. anche il grafico 2 in R. McCauley, "Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti", in questa *Rassegna trimestrale*.

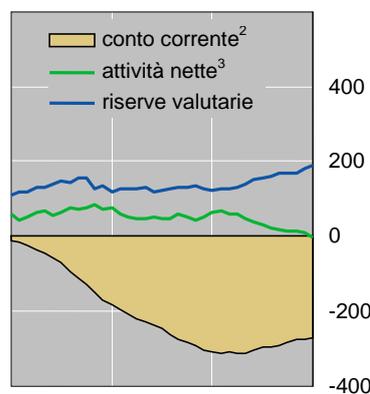
¹⁰ Le riserve valutarie dei paesi dell'America latina hanno cominciato a espandersi nel 2002, principalmente per effetto dell'investimento in titoli.

¹¹ Nel novembre 2002 ha avuto luogo il referendum irlandese sul Trattato di Nizza, che con il suo esito positivo ha di fatto sancito l'irreversibilità del processo di adesione. Da allora l'afflusso di fondi verso l'Europa centrale è stato favorito dalla sempre più diffusa presenza di soggetti dell'Europa occidentale a capo delle banche nei paesi aderenti.

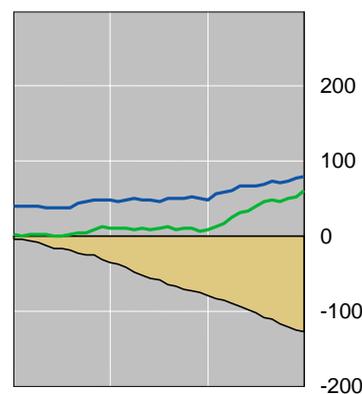
Attività nette verso i mercati emergenti e loro posizioni sull'estero

in miliardi di dollari USA

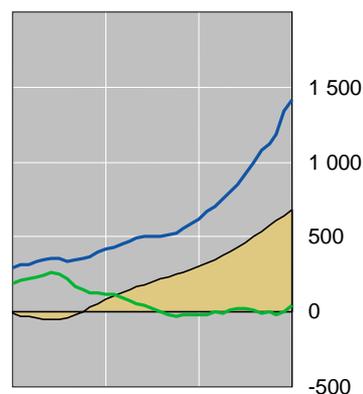
America latina¹



Nuovi Stati membri della UE⁴



Asia-Pacifico⁵



¹ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Venezuela. ² Saldo cumulativo di conto corrente a partire dal 4° trimestre 1995. ³ Stock totale di attività nette delle banche dichiaranti alla BRI. ⁴ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁵ Cina (segnalazioni annuali; la conversione alla frequenza mensile postula che i flussi siano equamente distribuiti nel corso di ciascun anno), Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia (a partire dal 1° trimestre 1997), Taiwan (Cina) e Thailandia.

Fonti: FMI; BRI.

Grafico 2.4

il 1996 e il 2001 negli ultimi anni si è indebolito. L'aumento degli impieghi in dollari USA verso il settore bancario (cui si è accennato in precedenza) non solo ha arrestato, ma ha persino invertito il calo dello stock di attività nette verso la regione (grafico 2.4, diagramma di destra). Tali afflussi, registrati in un contesto di sostenuti avanzi di parte corrente e interventi ufficiali sul mercato dei cambi, hanno contribuito alla ripresa della crescita delle riserve valutarie dei paesi dell'Asia-Pacifico.

Presenza delle banche estere in importanti mercati emergenti

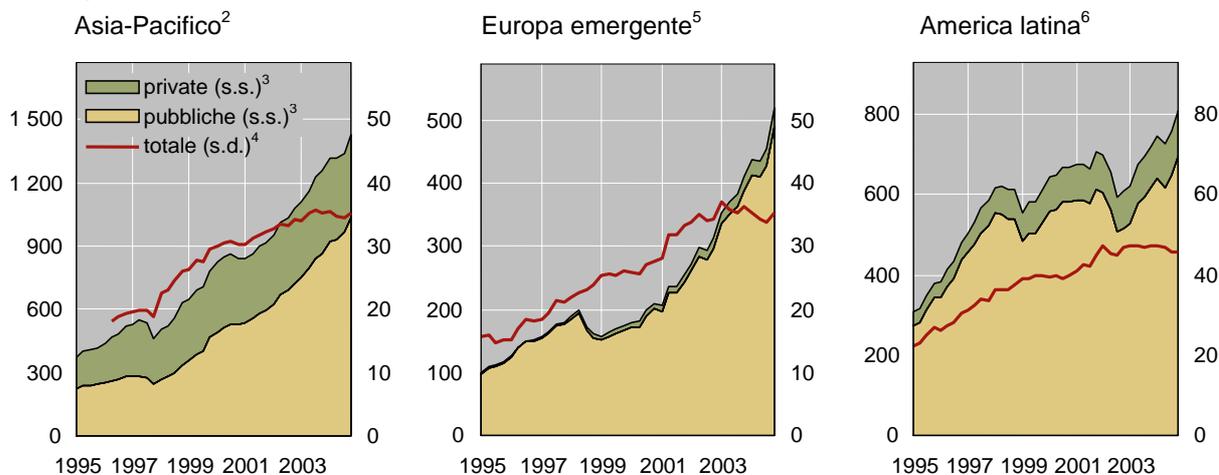
La deregolamentazione, la liberalizzazione dei movimenti di capitale dalla fine degli anni ottanta e lo sviluppo dei mercati obbligazionari nazionali hanno determinato importanti cambiamenti nella struttura del finanziamento delle imprese e dei governi in numerosi mercati emergenti. In alcuni paesi ciò ha ridotto l'importanza complessiva del finanziamento *mediante prestiti* rispetto al finanziamento *mediante titoli di debito*. Tuttavia, in tutte le regioni emergenti le banche rimangono la fonte primaria di finanziamento del *debito* dei soggetti non bancari. Sebbene l'aumento delle emissioni obbligazionarie nazionali e internazionali abbia permesso ai prenditori non bancari di accedere a una gamma più ampia di investitori, le banche continuano a fornire gran parte del credito attraverso il prestito o l'acquisto diretto di obbligazioni (grafico 2.5).

Più avanti vengono proposti due indicatori del grado di penetrazione delle banche estere (ossia con sede all'estero) nei mercati del credito (bancario) nazionali. Essi possono far luce sulle tendenze di più lungo periodo, in

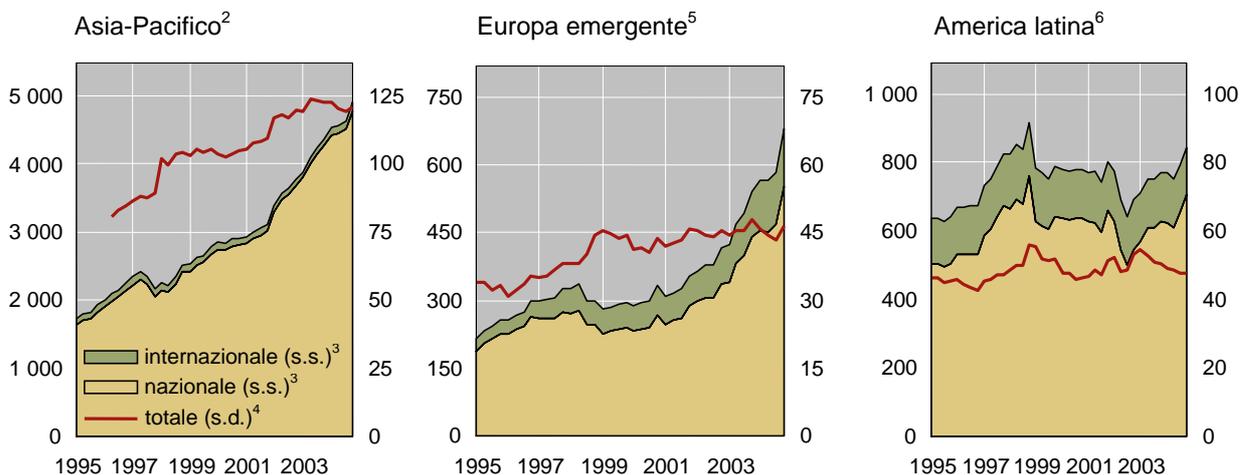
La quota delle banche estere nei mercati creditizi nazionali ...

Credito al settore non bancario, in base alla regione¹

Obbligazioni in essere



Credito bancario



¹ Dati fino al 4° trimestre 2004. ² Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Thailandia e Taiwan (Cina). ³ In miliardi di dollari USA. ⁴ In percentuale del PIL. ⁵ Polonia, Repubblica ceca, Russia, Ungheria e Turchia. ⁶ Brasile, Cile, Messico e Venezuela.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

Grafico 2.5

particolare sull'integrazione dei sistemi bancari nazionali e sulla crescita dei prestiti locali concessi da banche estere. Questi aspetti sono discussi anche con riferimento ai dati sui prestiti consorziali nel riquadro a pagina 33.

Nel complesso gli indicatori rivelano che la quota delle banche estere sul credito bancario totale verso soggetti *non bancari* è fortemente aumentata dopo il 1995 nelle economie sia dell'Europa emergente sia dell'America latina, senza peraltro crescere ulteriormente negli ultimi anni. Nella regione Asia-Pacifico, dove i sistemi finanziari nazionali sono molto più ampi e sviluppati (grafico 2.5), le banche estere erogano una porzione relativamente modesta del credito bancario totale al settore non bancario, seppure con importanti differenze da paese a paese.

*Indicatori della partecipazione delle banche estere ai mercati nazionali*¹²

Le due misure qui proposte fungono da indicatori del grado e della natura del finanziamento da parte di banche estere a residenti non bancari di un determinato paese. Il primo indicatore coglie l'importanza dell'attività bancaria transfrontaliera diretta, od "offshore", per il mercato creditizio nazionale. Questa forma di finanziamento, erogato o quantomeno contabilizzato da dipendenze di banche estere situate al di fuori del paese di residenza del mutuatario, non viene generalmente colta dalle statistiche bancarie nazionali. In particolare, l'indicatore è dato dal rapporto tra il credito bancario transfrontaliero (XB) e il credito totale al settore non bancario, ossia $XB/(XB+DC)$. Il denominatore del rapporto è la somma del credito transfrontaliero (XB) e di quello interno (DC), e include sia i prestiti sia i titoli¹³. Come illustrato nell'edizione di giugno 2005 della *Rassegna trimestrale BRI*, negli ultimi due decenni l'importanza dell'attività bancaria transfrontaliera nei paesi sviluppati è cresciuta.

Il secondo indicatore coglie la partecipazione delle banche estere in modo probabilmente più completo, incorporando i prestiti concessi localmente da banche estere, ossia quelli erogati dalle dipendenze situate nel paese di residenza del mutuatario. Esso è dato dal rapporto tra, al numeratore, la *somma* degli impieghi locali e quelli transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI verso il settore non bancario e, al denominatore, il credito bancario totale a questo settore, ossia da $(INT + LL)/(XB + DC)$ ¹⁴. Al numeratore, le attività internazionali (INT) comprendono i crediti transfrontalieri e quelli locali in valuta estera verso il settore non bancario. Gli impieghi locali in valuta locale (LL) non vengono disaggregati per settore, sicché comprendono anche il credito interbancario. Pertanto, nei grafici seguenti la misura è espressa come un intervallo delimitato dai valori ottenuti includendo ed escludendo LL dal numeratore¹⁵. Una stima puntuale all'interno di questo intervallo è ottenuta applicando a LL la scomposizione settoriale disponibile per le attività

¹² Questi indicatori, esaminati in dettaglio nell'edizione di giugno 2005 della *Rassegna trimestrale BRI*, misurano unicamente la partecipazione delle banche dichiaranti alla BRI. Ciò può portare a una sottostima del grado di partecipazione totale delle banche estere se, ad esempio, in un determinato paese è significativa la presenza di istituti non appartenenti all'area dichiarante. Inoltre, questi indicatori tendono a sottostimare la partecipazione estera complessiva ove, ad esempio, le banche nazionali siano di proprietà di soggetti esteri non bancari (come società di *private equity*).

¹³ Tale misura potrebbe sottostimare il ruolo delle istituzioni estere in quanto non tiene conto dei prestiti locali concessi da loro dipendenze situate nel paese considerato. Nel contempo, essa potrebbe anche sovrastimare il ruolo delle stesse istituzioni estere laddove le dipendenze all'estero di banche nazionali erogano una quota significativa del credito transfrontaliero ricevuto dai mutuatari non bancari interni (è questo un esempio dei cosiddetti "flussi circolari" di prestiti).

¹⁴ Le singole componenti utilizzate per la costruzione dei due indicatori sono convertite in dollari USA a tassi di cambio correnti piuttosto che costanti. Dal punto di vista dei mutuatari questi indicatori rappresentano il valore delle passività contratte nei confronti di banche estere sul valore delle passività totali verso l'insieme delle banche.

¹⁵ Il limite superiore equivale a ipotizzare che tutte le attività locali in valuta locale siano nei confronti del settore non bancario, mentre il limite inferiore, che esclude LL dal numeratore, equivale a ipotizzare che tali attività siano nei confronti di banche.

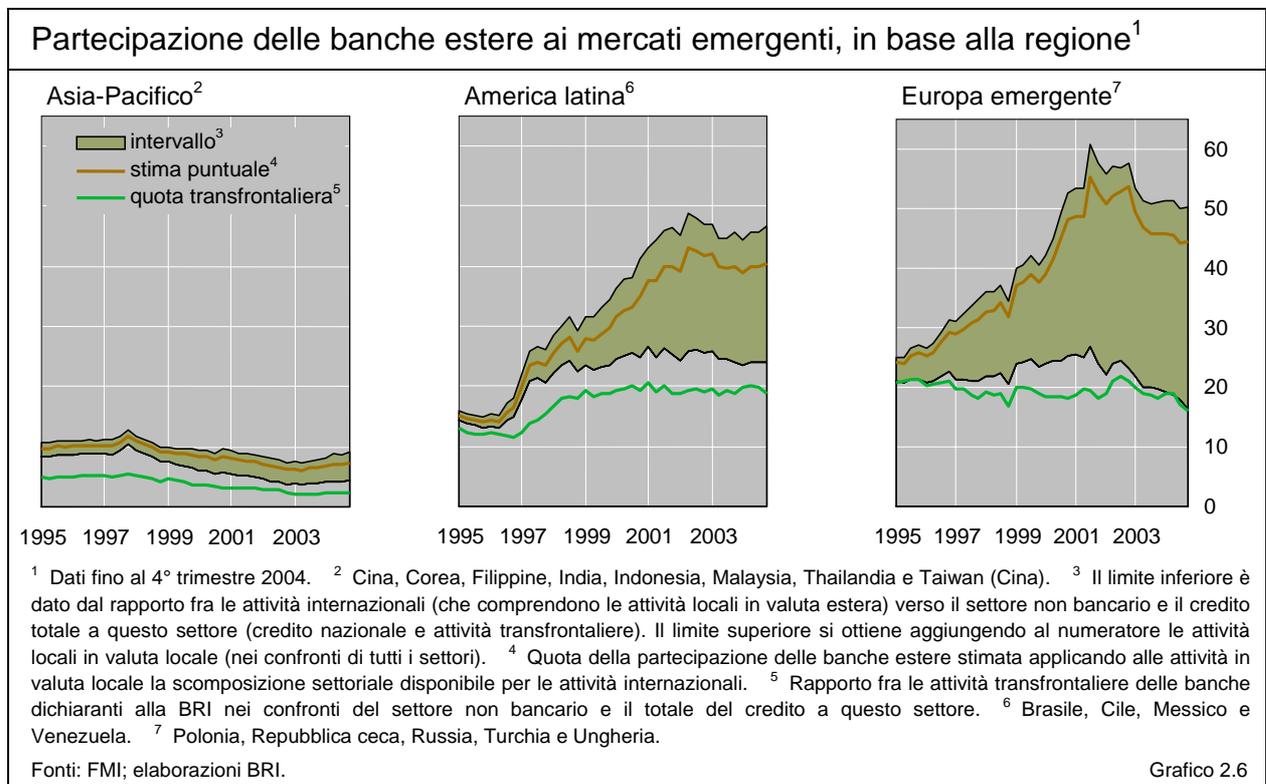
internazionali (*INT*). Sebbene per alcuni paesi questa operazione possa fornire risultati più precisi, essa può risultare fuorviante per i paesi dove le distribuzioni settoriali dei crediti internazionali e di quelli in valuta locale differiscono.

Applicazione degli indicatori ai dati

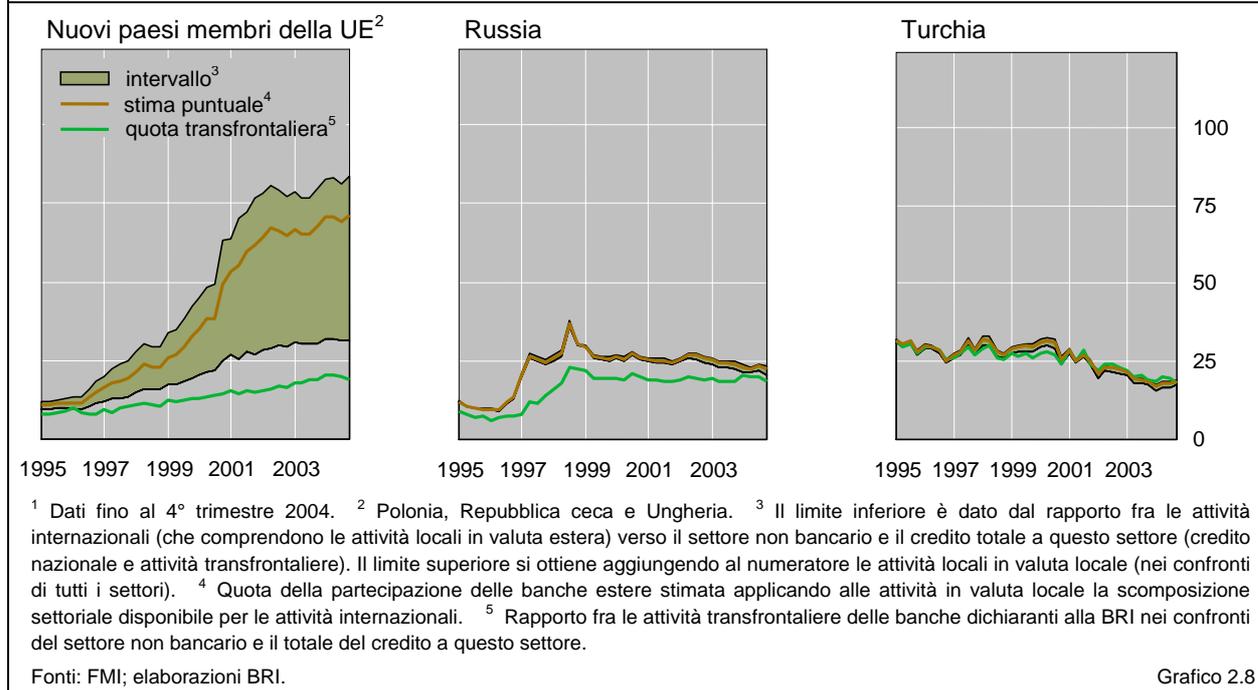
Dall'applicazione di questi indicatori emerge che le banche estere forniscono una porzione significativa del credito bancario totale in America latina e nell'Europa emergente, mentre la loro partecipazione è considerevolmente inferiore nell'Asia-Pacifico (grafico 2.6). L'attività bancaria transfrontaliera, misurata dal primo indicatore, è rimasta perlopiù invariata in tutte e tre le regioni, a quasi il 20% del credito bancario totale in America latina e in Europa, ma a meno del 10% nella regione Asia-Pacifico. La partecipazione totale delle banche estere, tuttavia, sembra essere significativamente aumentata in alcune regioni, soprattutto per effetto dell'incremento dei crediti erogati localmente. Essa è cresciuta costantemente nell'Europa emergente e in America latina fino al 2002, per poi segnare il passo nella prima regione e subire un'inversione di tendenza nella seconda. Per contro, nell'Asia-Pacifico le banche estere rappresentano una quota relativamente modesta del credito bancario totale al settore non bancario.

In America latina l'aumento del tasso stimato di partecipazione delle banche estere rispecchia soprattutto le maggiori attività locali, principalmente in Messico (grafico 2.7). Lo stock dei crediti erogati localmente in questo paese si è espanso dopo il 2000 in seguito all'acquisizione di numerose banche

... è cresciuta in America latina ...



Partecipazione delle banche estere in determinati paesi dell'Europa emergente¹



ampi, il loro limite inferiore è di fatto aumentato in entrambi i casi dal 1995. Per contro, in Russia e in Turchia i tassi della partecipazione estera restano modesti e le posizioni in valuta locale esigue.

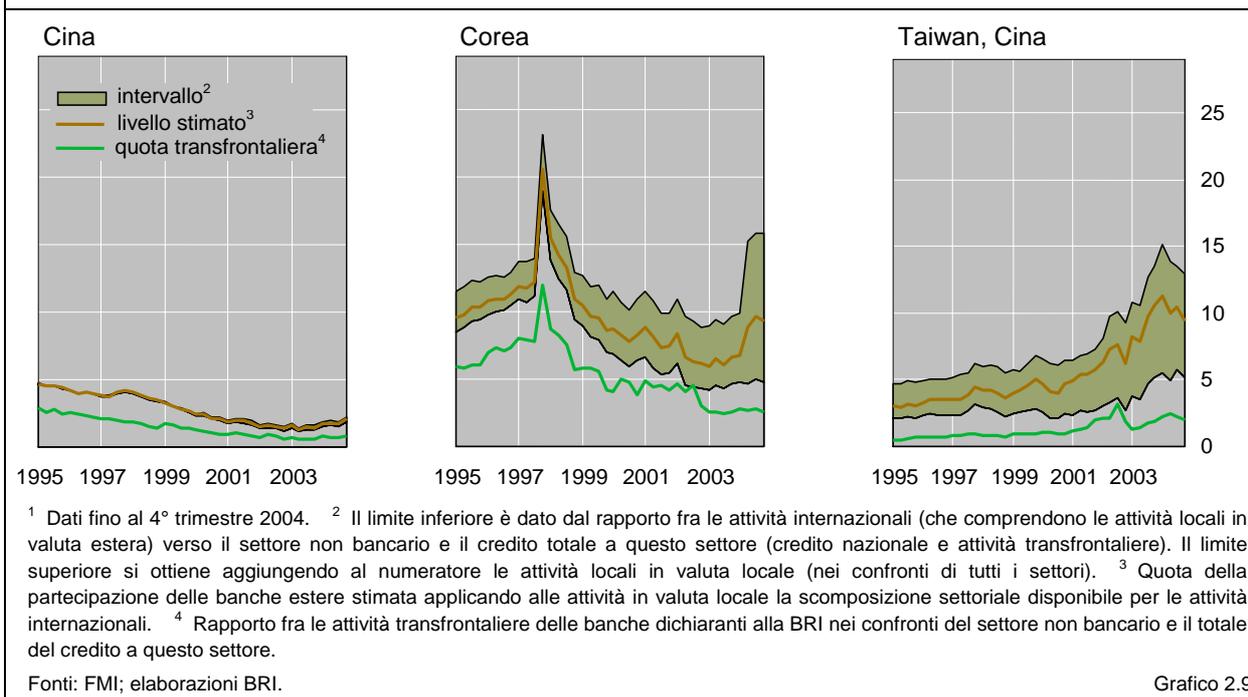
In generale, la quota del credito bancario totale verso il settore non bancario erogata dalle banche dichiaranti alla BRI è minore nella regione Asia-Pacifico, sebbene vi siano sostanziali differenze fra i vari paesi (grafico 2.9)¹⁷. Benché questa quota complessiva sia leggermente cresciuta negli ultimi trimestri, l'Asia-Pacifico si differenzia dall'America latina e dall'Europa emergente sotto almeno due aspetti. In primo luogo, il livello globale della partecipazione delle banche estere rimane inferiore a quello delle altre regioni. In secondo luogo, le posizioni in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI si sono espanse meno che altrove. Sebbene ciò sia parzialmente ascrivibile alla Cina e all'India, che hanno sistemi bancari relativamente chiusi e ampi mercati creditizi interni, anche in Corea e a Taiwan la partecipazione delle banche estere è piuttosto bassa¹⁸. Per contro, in altri paesi, come Malaysia e Filippine, il tasso di partecipazione si avvicina a quelli delle altre regioni emergenti.

... ma non nell'Asia-Pacifico

¹⁷ In termini assoluti, le attività delle banche dichiaranti alla BRI verso l'Asia-Pacifico sono piuttosto ingenti. Le consistenze in essere di attività estere (in base al rischio ultimo) nei confronti dell'insieme dei settori di questa regione si situavano a \$600 miliardi nel primo trimestre 2005, contro i \$495 miliardi registrati verso l'Europa emergente e i \$515 miliardi verso l'America latina. Le attività internazionali verso mutuatari non bancari nella regione Asia-Pacifico ammontavano a \$241 miliardi, rispetto ai \$252 miliardi nei confronti dell'Europa emergente e ai \$180 miliardi verso l'America latina.

¹⁸ Questi dati non rendono conto della proprietà di banche locali da parte di fondi di investimento esteri.

Partecipazione delle banche estere in determinati paesi dell'area Asia-Pacifico¹



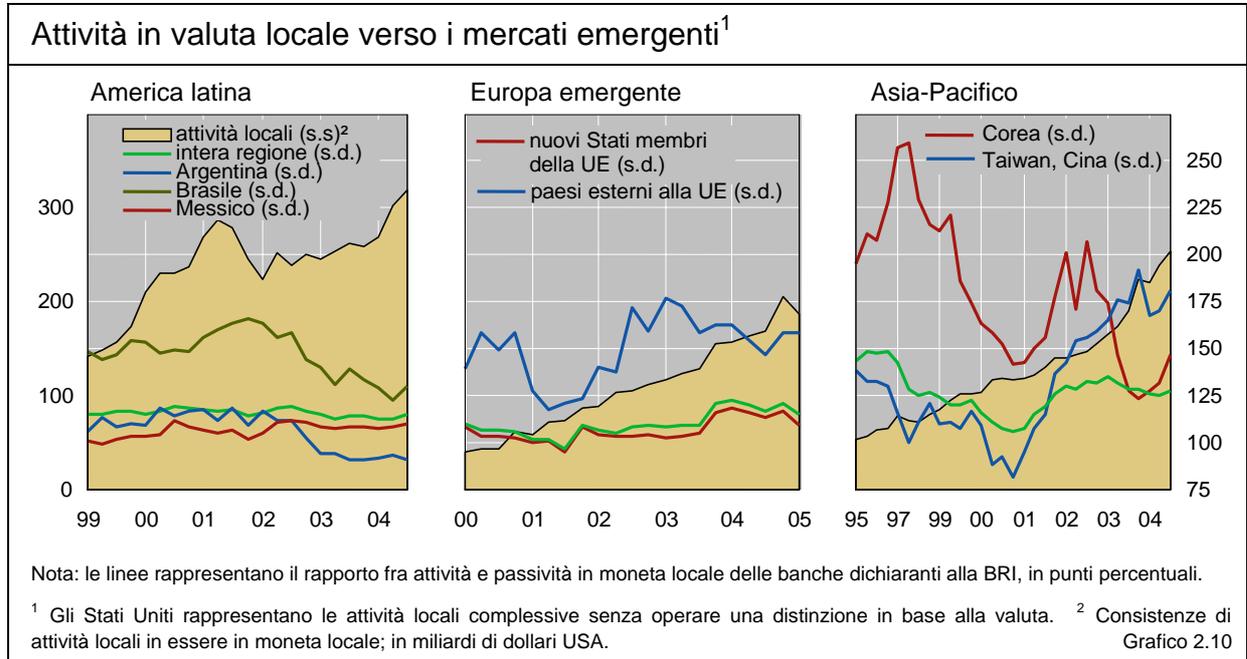
Finanziamento delle posizioni in valuta locale

L'eccezionale incremento dei crediti locali in valuta locale erogati dalle banche dichiaranti, desumibile dall'ampliamento dell'intervallo della partecipazione delle banche estere illustrato nei grafici precedenti, è andato di pari passo con un aumento pressoché equivalente delle loro passività in valuta locale. Ciò ha contribuito in ampia misura a proteggere le banche estere dal rischio di cambio. Tuttavia, come mostra il grafico 2.10, il rapporto fra attività e passività in valuta locale delle banche dichiaranti è generalmente superiore all'unità, probabilmente per il vantaggio che le banche estere detengono nell'attività locale di prestito (rispetto a quella di deposito) e per la loro capacità di finanziare questi impieghi raccogliendo valuta estera in altri mercati ed effettuando operazioni di swap contro valuta locale. Inoltre, gli impieghi locali potrebbero anche riflettere gli acquisti di obbligazioni nazionali indicizzate ai movimenti valutari, che possono essere finanziati in moneta estera senza incorrere nel rischio di cambio.

La variabilità nel tempo del rapporto tra attività e passività in valuta locale, così come il suo livello complessivo, è diversa da paese a paese. In America latina tale rapporto è rimasto stabile e prossimo all'unità dal 1999, ma ha recentemente piegato verso il basso, soprattutto in Brasile e in Argentina dopo l'inadempienza di quest'ultimo paese nel 2002¹⁹. Per contro, esso è cresciuto in media nell'Europa emergente parallelamente al progredire dell'integrazione dei nuovi Stati membri della UE con i mercati finanziari dell'area dell'euro.

¹⁹ Nel caso del Brasile ciò potrebbe essere collegato al rallentamento delle emissioni di titoli pubblici indicizzati, che nelle statistiche BRI figurerebbero fra le attività in valuta locale.

Nella regione Asia-Pacifico lo stesso rapporto è divenuto volatile a partire dalla crisi asiatica; dal secondo trimestre 2001 esso è aumentato, principalmente per effetto degli andamenti relativi a Corea e Taiwan.



Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati

Blaise Gadanecz

Attività vivace nel secondo trimestre 2005

Nel secondo trimestre 2005 l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è stata vivace. Le sottoscrizioni sono ammontate a \$703 miliardi, con un aumento di circa \$270 miliardi sul trimestre precedente e di \$180 miliardi rispetto allo stesso periodo del 2004^o. Dato che nel secondo trimestre l'attività è tradizionalmente robusta e che la dinamica del mercato è stata sostenuta negli ultimi trimestri, su base destagionalizzata il volume totale risulta lievemente inferiore a quello del primo trimestre di quest'anno.

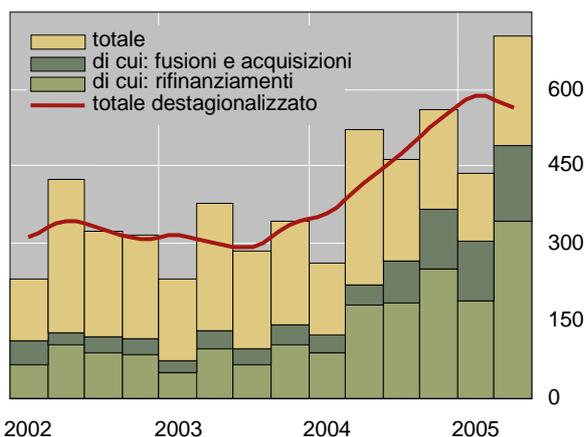
Analogamente ai trimestri precedenti, l'attività nei paesi industrializzati è stata trainata dal segmento delle fusioni e delle acquisizioni e dai rifinanziamenti. Negli Stati Uniti le operazioni collegate a fusioni sono rimaste sostenute. I mutuatari dell'Europa occidentale hanno approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per assicurarsi spread bassi e rinnovare prestiti per la cifra record di \$200 miliardi, quasi il doppio del loro volume di rifinanziamenti del primo trimestre. Le condizioni per i prenditori dei paesi industrializzati hanno in effetti continuato a essere vantaggiose, come dimostra la perdurante ristrettezza dei differenziali medi su Libor ed Euribor – in particolare nel segmento di qualità bancaria – nonostante il lieve accorciamento delle scadenze medie. Sul mercato primario, benché gli spread obbligazionari siano rimasti relativamente elevati dopo i declassamenti di General Motors e Ford, i differenziali sui prestiti si sarebbero mantenuti al disotto di quelli praticati per rischi analoghi sui mercati dei CDS o delle obbligazioni. Il desiderio di promuovere le relazioni banca-cliente ha probabilmente concorso a tali differenze di prezzo.

I prestiti ai mercati emergenti hanno raggiunto \$45 miliardi, un livello non più osservato dalla fine del 1997. A eccezione dell'Asia-Pacifico, tutte le regioni hanno beneficiato di spread inferiori rispetto al trimestre precedente. In numerosi nuovi paesi membri della UE, come Slovenia e Ungheria, i grandi prenditori finanziari non sono riusciti a spuntare condizioni di prezzo prossime a quelle dei loro omologhi dell'Europa occidentale. In America latina i mutuatari dei settori del petrolio e del cemento hanno ottenuto crediti eccezionalmente vantaggiosi.

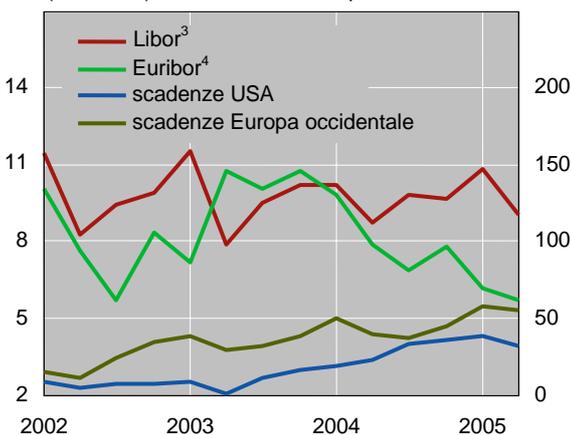
Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni



Media ponderata¹ di prezzo² (p.b., s.d.) e scadenze (anni, s.s.), Stati Uniti ed Europa occidentale



¹ In base alle dimensioni dell'operazione. ² Spread + commissioni. ³ Prestiti denominati in dollari USA, con prezzo fissato rispetto al Libor e concessi a mutuatari statunitensi. ⁴ Prestiti denominati in euro, con prezzo fissato rispetto all'Euribor e concessi a mutuatari dell'Europa occidentale.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

^o L'attività del trimestre in esame ha superato anche quella del quarto trimestre 2004, quando le sottoscrizioni avevano toccato il picco di \$559 miliardi.

Integrazione regionale del mercato dei prestiti sindacati nei paesi emergenti

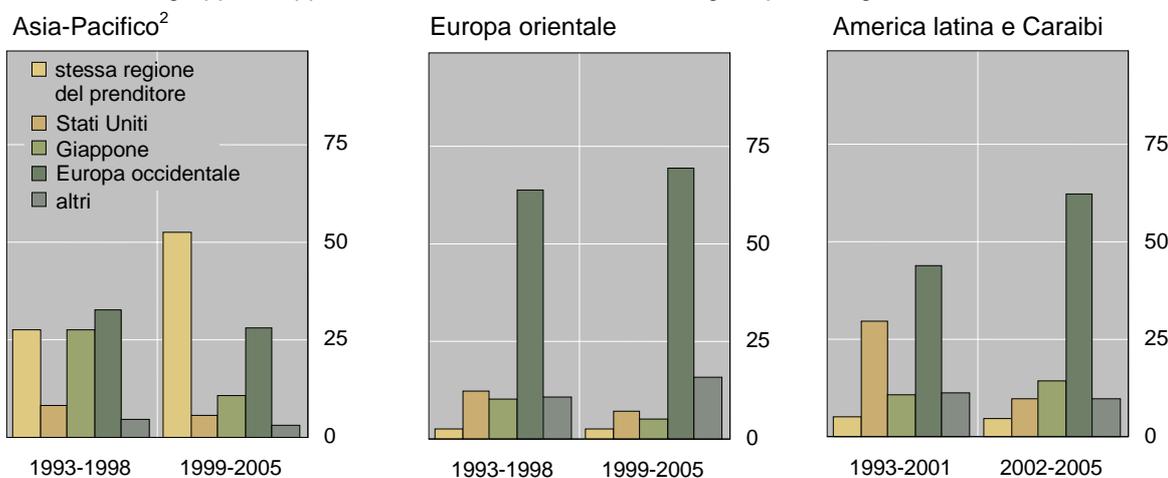
Analizzando la struttura dei consorzi finanziatori è possibile individuare l'origine dei flussi creditizi verso i paesi emergenti e valutare quindi l'integrazione geografica dei mercati dei prestiti sindacati. Questo esame mostra che gran parte dei finanziamenti a favore dei paesi emergenti proviene da banche giapponesi, statunitensi e dell'Europa occidentale, mentre la parte restante è costituita principalmente da prestiti erogati a livello nazionale, e non regionale.

Nell'ultimo decennio la quota preponderante dei fondi raccolti dai mutuatari dell'Asia-Pacifico proveniva da banche con casa madre in quella stessa regione. In detto periodo tale quota si è attestata in media intorno al 40% (cfr. grafico sottostante) e dopo la crisi asiatica è aumentata a scapito di quella di pertinenza delle banche nipponiche. Nell'Europa orientale e in America latina, invece, gli istituti bancari esterni alla regione hanno svolto un ruolo nettamente più importante e la quota degli istituti regionali sul totale degli impegni non ha superato il 10%. Forte e in crescita è stata la presenza in America latina delle banche dell'Europa occidentale – fra cui quelle spagnole –, che insieme ai prestatori statunitensi hanno erogato oltre il 70% dei fondi negli ultimi dieci anni.

Un esame circostanziato della nazionalità dei singoli prestatori consente di analizzare più approfonditamente la composizione dei prestiti sindacati in Asia, il mercato in cui risulta massima l'attività delle banche regionali. Dalla scomposizione per paese (non raffigurata) emerge che gran parte dei prestiti intraregionali asiatici sono di fatto prestiti nazionali, in linea con l'esiguità dei flussi di prestiti bancari transnazionali all'interno dell'Asia rilevabile dalle statistiche della BRI. La maggior parte di tali operazioni nazionali è stata allestita in Cina, Corea e Taiwan, mentre la partecipazione dei mutuatari (e delle banche) degli altri paesi asiatici al mercato dei prestiti sindacati è stata significativamente inferiore.

Provenienza geografica dei prestiti sindacati¹ verso i paesi emergenti

nazionalità del gruppo di appartenenza dei finanziatori, in % degli importi erogati, media del 1993-2005



¹ Compresi i prestiti nazionali. ² Inclusi Hong Kong SAR e Singapore.