

2. Il mercato bancario internazionale

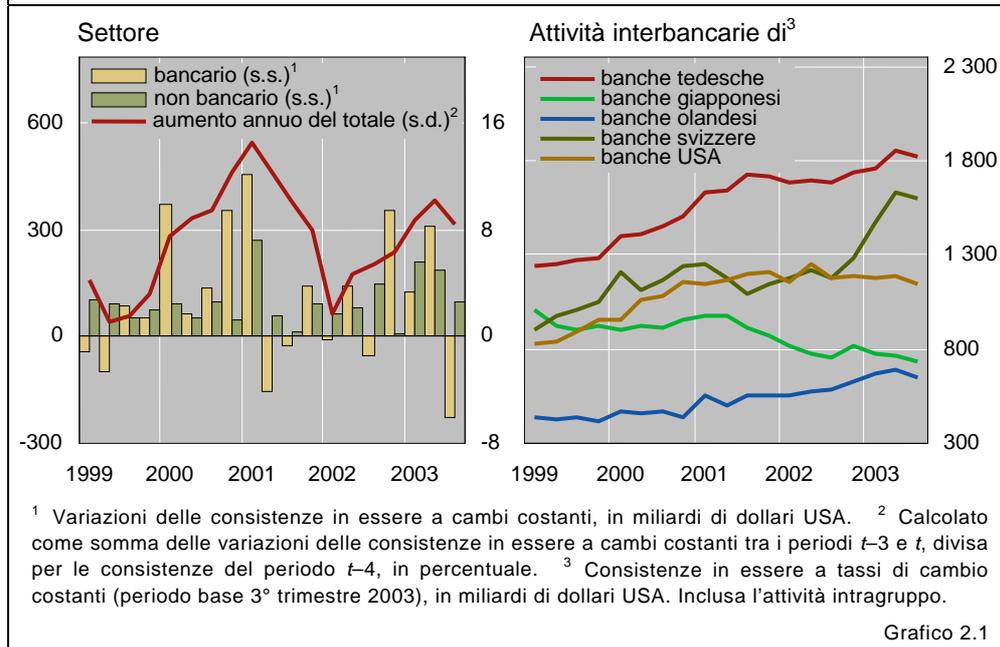
Nel terzo trimestre 2003 il mercato interbancario si è notevolmente ridotto, causando la scomparsa dai bilanci delle banche di quasi un terzo delle posizioni accumulate durante i tre trimestri precedenti. Tale evoluzione è dovuta in gran parte ai minori crediti interbancari erogati dalle istituzioni europee e statunitensi per il tramite delle dipendenze situate nel Regno Unito e nei centri offshore. Al tempo stesso sono sensibilmente aumentati i prestiti ai soggetti non bancari. Sebbene questo incremento possa essere sintomatico di una ripresa della domanda di credito delle imprese, esso è in parte dovuto ai finanziamenti realizzati nei centri offshore, il che starebbe piuttosto a indicare un'accresciuta attività degli hedge fund.

Le banche dell'area dichiarante hanno continuato a riorientare le proprie esposizioni nei confronti dei mercati emergenti verso impieghi più sicuri. Ciò si è tradotto in un aumento della quota dei crediti al settore pubblico, in un certo disimpegno dall'America latina a favore di creditori giudicati meno rischiosi e in un ulteriore miglioramento del rating medio del portafoglio complessivo degli investimenti nell'area emergente. Inoltre, la crescita dei trasferimenti netti di rischio da alcune regioni fa ritenere che gli istituti bancari ricerchino in misura crescente garanzie di terzi a fronte dei crediti erogati ai mercati emergenti. Nel terzo trimestre l'aumento dei depositi collocati presso le banche dell'area dichiarante ha superato il volume dei nuovi crediti, dando luogo a un deflusso netto complessivo di fondi dai mercati emergenti. Gli afflussi netti verso i paesi dell'Europa emergente hanno infatti solo in parte compensato i deflussi netti dall'Asia-Pacifico e dall'America latina.

Contrazione del mercato interbancario con l'affluire dei crediti ai prenditori finali

Dopo l'espansione registrata durante i precedenti nove mesi, nel terzo trimestre 2003 i prestiti interbancari sono decisamente diminuiti, segnando forse l'avvio di una fase ciclica di contrazione dell'attività su questo mercato. Nel trimestre in esame è stato liquidato circa un terzo delle posizioni in essere, soprattutto ad opera delle banche statunitensi ed europee. Al tempo stesso, alcuni sistemi bancari hanno accresciuto i crediti ai soggetti non bancari, in particolare negli Stati Uniti e in Germania. Su base non stagionalizzata, la

Credito internazionale in base al settore e alla nazionalità delle banche



riduzione dei flussi interbancari ha comportato, per la prima volta nell'anno, un calo nello stock complessivo di attività internazionali in essere, la cui crescita su base annua è così scesa all'8%, rispetto al 10% del trimestre precedente (grafico 2.1, diagramma di sinistra).

Contrazione record del credito interbancario

Nel terzo trimestre 2003, i crediti verso altre banche, solitamente la principale componente dei flussi trimestrali, sono notevolmente diminuiti (grafico 2.1, diagramma di sinistra). La flessione di tali prestiti (compresi quelli intragrappo), pari a \$259 miliardi, ha dato luogo alla maggiore contrazione mai registrata sul mercato interbancario nel periodo di rilevazione BRI. Nei precedenti tre trimestri, le attività fra banche erano cresciute di \$788 miliardi, probabilmente in seguito alla debole domanda di credito delle imprese e alle incertezze circa l'evoluzione dei tassi di interesse (tabella 2.1). Nel periodo in esame i crediti interbancari sono invece diminuiti di pressoché un terzo, soprattutto a causa della minore attività intragrappo. Nonostante la grande quantità di fondi accumulati nei precedenti mesi dell'anno, la recente contrazione sembra aver allontanato dal livello di equilibrio di lungo periodo il rapporto fra attività interbancarie e passività verso il settore non bancario (cfr. il riquadro alla pagina seguente).

Seppur generalizzata, la riduzione dell'attività interbancaria ha interessato principalmente gli istituti situati negli Stati Uniti e nel Regno Unito, e in minor misura quelli operanti in Giappone e nell'area dell'euro. Rispetto al trimestre precedente le attività verso le banche negli USA sono calate di \$59 miliardi, ossia del 5%, soprattutto a causa dei minori crediti provenienti dalle banche nel

Dopo l'espansione dei tre trimestri precedenti ...

... le posizioni si sono ridotte di un terzo nel trimestre in esame

Equilibrio di lungo periodo nel mercato interbancario

Il mercato interbancario è spesso soggetto ad ampie espansioni e contrazioni. Che cosa determina tali movimenti? I dati aggregati sulle attività bancarie internazionali indicano che parte degli aumenti nei depositi è inizialmente riciclata nel mercato interbancario, forse a causa di disallineamenti a breve termine tra domanda e offerta di fondi a livello di utilizzatori finali. Ogni volta che questi fondi sono trasferiti da una banca all'altra, entrambi i lati della transazione vengono rilevati dalle statistiche sulle attività aggregate, dilatando così i flussi interbancari. Ceteris paribus, un aumento permanente dei depositi dovrebbe (in ultima istanza) tradursi in un corrispondente aumento permanente delle attività verso i prenditori non bancari^①. Nel breve periodo, tuttavia, è possibile che lo stock di attività interbancarie ritorni solo gradualmente al suo livello di equilibrio rispetto allo stock di passività, man mano che i fondi fuoriescono dal mercato interbancario.

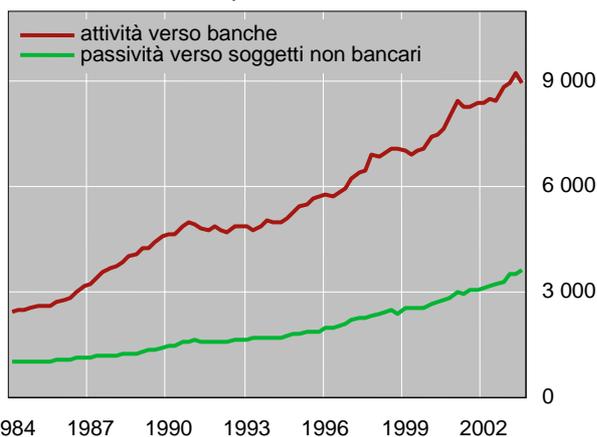
Tenendo presente tale funzione del mercato interbancario, in questo riquadro si considera la relazione di lungo periodo tra il volume delle posizioni fra banche e quello delle passività bancarie verso i fornitori di fondi. Tale analisi può risultare utile per determinare se una forte contrazione dei prestiti interbancari, come quella verificatasi nel terzo trimestre, rappresenta un passo verso l'equilibrio di lungo termine oppure un nuovo shock per il sistema. Più in generale, vengono affrontate questioni connesse con le dimensioni relative del mercato, ossia: per ogni dollaro di provvista bancaria, quanti dollari compaiono nel mercato interbancario via via che questo dollaro viene trasferito da un soggetto all'altro? tale rapporto si è modificato nel tempo con la progressiva globalizzazione delle banche?

La schematizzazione proposta più sopra richiama una relazione statistica nota come "cointegrazione". Il modello qui impiegato considera le passività delle banche nei confronti di soggetti non bancari (principalmente depositi di governi e del settore privato) e lo stock di attività verso altre banche (una misura delle dimensioni del mercato interbancario), postulando che queste variabili tendano a gravitare verso una relazione di equilibrio a seguito di shock subiti dal sistema. Tenuto conto dei trend temporali, le stime dei parametri che definiscono questa relazione di lungo periodo possono chiarire se ampi movimenti nei flussi di attività rappresentano o meno un ritorno all'equilibrio.

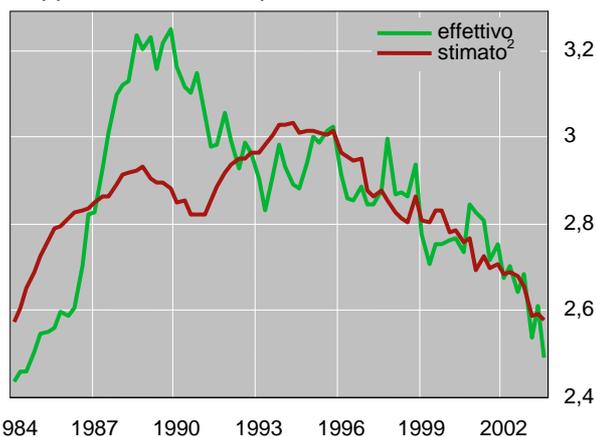
Le caratteristiche generali delle dimensioni del mercato interbancario sono riassunte nel grafico. Come mostra il diagramma di sinistra, negli ultimi due decenni sono costantemente cresciute sia le attività verso banche, sia le passività verso soggetti non bancari^②. Le dimensioni del mercato

Relazione di lungo periodo tra attività interbancarie e passività verso soggetti non bancari

Stock di attività e di passività¹



Rapporto tra attività e passività



¹ In miliardi di dollari USA. ² Basato su un modello di cointegrazione che include una costante e una variabile per il trend temporale.

^① Dal momento che il mercato bancario internazionale non costituisce un sistema chiuso, anche i movimenti nei mercati nazionali del credito avranno un impatto sui flussi creditizi internazionali. ^② L'analisi si basa sui dati di 24 paesi dichiaranti che forniscono regolari segnalazioni dal quarto trimestre 1983. Lo stock di attività/passività è calcolato come somma delle consistenze in essere di attività/passività verso l'estero di questi 24 paesi, corrette per gli effetti di cambio. Pertanto, a causa dell'esclusione di alcuni paesi dichiaranti, i dati riprodotti nel grafico non corrisponderanno esattamente a quelli segnalati altrove.

interbancario sono state, in media, pari a due volte quelle delle passività verso gli operatori non bancari, anche se a partire dai primi anni novanta tale rapporto è andato calando (cfr. diagramma di destra). Benché in certa misura ciò sia probabilmente dovuto al ridimensionamento delle banche giapponesi negli ultimi dieci anni, è possibile che vi abbiano contribuito anche altri fattori, di natura più strutturale. Ad esempio, il processo di globalizzazione e di consolidamento (nonché forse l'aumento dell'attività nei centri offshore) che hanno interessato il mercato bancario internazionale nel corso degli anni novanta potrebbero aver portato a maggiori economie nell'allocazione dei fondi, grazie alla più estesa presenza globale delle banche commerciali. In linea con tale ipotesi, nello stesso periodo è cresciuta la quota delle operazioni intragruppo sul totale delle attività interbancarie.

La relazione di più lungo periodo tra attività verso banche e passività verso soggetti non bancari implicita nei dati fa ritenere che la forte contrazione del terzo trimestre 2003 potrebbe aver rappresentato un allontanamento dall'equilibrio, piuttosto che uno smaltimento dell'accumulo di attività interbancarie degli ultimi trimestri. Per quanto l'evidenza non sia affatto probatoria, nel diagramma di destra del grafico la stima del rapporto di lungo termine tra le due grandezze è messa a confronto con il loro rapporto effettivo[®]. La diminuzione di quest'ultimo rispecchia l'ingente calo dei prestiti interbancari nel terzo trimestre 2003. Sebbene per lo stesso periodo si osservi una flessione anche nel rapporto di equilibrio stimato, quella del rapporto effettivo è ben maggiore, a indicazione che, rispetto ai tre trimestri precedenti, il sistema si è ulteriormente allontanato dal livello di equilibrio.

[®] Le stime si basano su un semplice modello di correzione dell'errore che incorpora una costante e un trend temporale e utilizza i dati disponibili fino al terzo trimestre 2002. Anche altri modelli più sofisticati, che includono lo stock di attività verso soggetti non bancari come variabile endogena del sistema, indicano che nel terzo trimestre 2003 il rapporto effettivo e il rapporto implicito di equilibrio tra attività interbancarie e passività verso soggetti non bancari hanno seguito andamenti divergenti.

Regno Unito, nell'area dell'euro, in Svizzera e nei centri offshore. Anche le posizioni creditorie verso le banche nel Regno Unito hanno subito un forte calo, pari a \$71 miliardi, dovuto alla riduzione per complessivi \$31 miliardi dei crediti concessi dalle istituzioni dell'area dell'euro, cui si sono aggiunti i \$18 miliardi ritirati dai centri offshore. Nell'insieme dell'area dell'euro i prestiti interbancari sono diminuiti di \$24 miliardi, mentre i finanziamenti alle banche in Giappone si sono contratti di \$49,5 miliardi, specie per effetto delle ridotte operazioni con banche nel Regno Unito¹.

La contrazione si fa sentire nei maggiori centri finanziari

Quali sistemi bancari nazionali hanno svolto un ruolo preminente nella riduzione dell'attività interbancaria? Nel complesso, si è trattato in gran parte delle banche *situate* nei maggiori centri finanziari o nei centri offshore, come accade solitamente nei casi di forti contrazioni su questo mercato. Tuttavia, solo una minima parte della variazione del terzo trimestre è attribuibile alle banche *con sede* nei suddetti centri. Circa un quarto del calo complessivo dei crediti interbancari va ascritto alle banche nel Regno Unito e un ulteriore 17% a quelle nei centri offshore². Tuttavia, le banche di nazionalità britannica vi hanno

Le banche riducono i crediti interbancari dagli uffici nel Regno Unito ...

¹ Il credito tra banche all'interno dell'area dell'euro è di fatto aumentato di \$9 miliardi, un'espansione comunque modesta rispetto a quelle degli ultimi trimestri.

² Nel complesso, circa il 90% della flessione dell'attività interbancaria è dovuta a operazioni intragruppo. Le dipendenze nel Regno Unito delle banche britanniche hanno accresciuto i crediti interbancari di \$5 miliardi, contribuendo a un aumento di \$14 miliardi nell'attività complessiva delle banche britanniche.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA¹

	2001	2002		2003			Stock a fine sett. 2003	
	Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Attività totali	859,2	742,0	92,9	366,9	335,8	494,4	-132,8	14 929,9
settore bancario	417,1	438,9	-54,6	356,0	123,3	308,4	-229,6	9 572,2
settore non bancario	442,1	303,1	147,5	10,8	212,5	186,0	96,8	5 357,7
Prestiti: settore bancario	362,8	408,1	-65,3	433,4	98,1	322,7	-259,1	8 202,6
sett. non bancario	249,2	93,1	67,1	-16,2	167,1	14,7	64,9	2 887,1
Titoli: settore bancario	27,3	36,3	8,4	-51,9	18,7	-4,7	18,1	958,1
sett. non bancario	201,4	202,2	98,8	27,9	55,2	133,0	12,5	2 217,0
Attività totali per valuta:								
Dollaro USA	422,7	320,8	-114,4	201,9	93,8	251,9	-90,0	6 008,7
Euro	439,6	463,0	201,1	119,1	226,8	206,1	-3,0	5 408,6
Yen	-65,5	-40,0	16,6	19,4	-16,2	-25,6	-0,3	751,6
Altre valute ²	62,3	-1,8	-10,4	26,5	31,4	63,0	-39,5	2 761,0
Settore non bancario, per residenza:								
Economie avanzate	384,8	303,1	134,2	64,2	158,8	160,2	80,2	4 166,3
Area dell'euro	139,0	118,4	49,7	7,2	55,4	67,6	52,1	1 891,3
Giappone	-3,7	4,1	-0,4	0,5	21,5	15,6	6,5	179,8
Stati Uniti	183,4	153,1	59,1	59,1	25,8	60,0	17,0	1 407,4
Centri offshore	55,0	18,9	16,7	-28,2	80,8	18,9	10,3	613,8
Economie emergenti	2,5	-16,5	2,4	-23,8	-6,4	3,3	5,6	527,7
Non classificate ³	-0,1	-3,5	-5,8	-1,3	-20,8	3,6	0,6	49,9
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>84,1</i>	<i>52,4</i>	<i>-26,8</i>	<i>36,9</i>	<i>184,1</i>	<i>83,0</i>	<i>49,4</i>	<i>2 073,6</i>

¹ Non depurate 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

contribuito solo in misura marginale. Come mostra la tabella 2.2, la maggiore flessione dell'attività interbancaria è stata di fatto registrata dalle banche olandesi, che hanno ridotto le proprie posizioni creditorie soprattutto attraverso gli sportelli nazionali e le dipendenze nel Regno Unito. Anche le istituzioni statunitensi, tedesche, giapponesi e svizzere hanno registrato forti riduzioni dell'attività interbancaria, soprattutto presso le rispettive unità situate nel Regno Unito o nei centri offshore³.

³ La scomposizione per sistemi bancari nazionali mostra come anche le banche che non hanno contabilizzato operazioni tramite dipendenze situate nel Regno Unito (ossia banche svedesi, tedesche, canadesi e statunitensi) abbiano in genere fatto maggior ricorso ai centri offshore. Nel terzo trimestre 2003 il volume dell'attività contabilizzata attraverso gli sportelli nel Regno Unito è stato pressoché analogo a quello registrato nei passati trimestri di forte contrazione del mercato interbancario. Inoltre, come prevedibile, circa la stessa quota dell'attività complessiva durante l'espansione dei tre trimestri precedenti era stata contabilizzata attraverso gli sportelli situati in questo paese.

ContraZIONE delle attività interbancarie in base alla residenza delle dipendenze						
	Attività verso banche ¹	Quota percentuale ² delle dipendenze in				
		Paese di origine	Germania	Stati Uniti	Regno Unito	Centri offshore
ContraZIONE più recente: totale generale per il 3° trim. 2003	-194,6	66,7	13,7	12,8	26,2	16,9
Banche con sede in:						
Paesi Bassi	-48,1	52,2	-2,0	13,6	34,8	25,5
Stati Uniti	-46,7	63,5	5,1	63,5	10,2	31,7
Germania	-38,8	44,0	44,0	14,2	20,9	67,3
Giappone	-34,4	46,9	14,1	13,3	38,8	-17,6
Svizzera	-30,7	77,4	-7,4	-18,8	61,0	-11,5
Svezia	-21,5	50,0	4,6	12,6	-1,6	26,3
Finlandia	-15,6	51,2	0,0	0,0	37,4	11,4
Canada	-12,7	18,7	-2,0	47,9	-21,2	50,5
Italia	-12,1	13,5	18,7	-4,3	4,8	9,0
Danimarca	-8,9	98,3	-4,1	0,0	-17,6	18,9
Totale paesi summenzionati	-269,5	53,2	8,8	18,1	23,6	22,3
Precedenti contraZIONI: totale generale per il 2° trim. 1999	-88,3	56,5	-13,9	-53,6	34,4	-17,0
totale generale per il 2° trim. 2001	-153,0	43,5	-8,9	-3,2	38,5	28,3
Recente espansione: totale generale per il periodo 4° trim. 2002 – 2° trim. 2003	1 073,5	44,8	16,1	14,3	39,0	5,2

¹ Variazioni a tassi di cambio costanti nelle attività verso banche, compresa l'attività intragruppo. In miliardi di dollari USA. ² Valori negativi indicano un incremento delle attività (salvo nel caso della recente espansione). Tabella 2.2

Non tutti i sistemi bancari nazionali che avevano partecipato alla fase espansiva hanno liquidato le proprie posizioni nel terzo trimestre, o almeno non in misura proporzionale al precedente accumulo di fondi. Ad esempio, i sistemi francese e britannico, che erano risultati fra i primi dieci prestatori di fondi durante il periodo di crescita, hanno sostanzialmente mantenuto le proprie posizioni, mentre oltre il 50% dei fondi collocati nel mercato interbancario dagli istituti svizzeri, tedeschi, italiani, danesi e olandesi è tuttora alla ricerca di prenditori finali.

I prestiti sono diretti ai mutuatari privati

In concomitanza con la contraZIONE dell'attività interbancaria, nel terzo trimestre 2003 si è assistito a una ripresa dei crediti al settore non bancario, saliti complessivamente di \$97 miliardi. Tale importo risulta piuttosto modesto se raffrontato agli ultimi trimestri, ma è comunque degno di nota, in quanto

... e convogliano
fondi verso i
mutuatari non
bancari

deriva soprattutto dai maggiori prestiti piuttosto che da operazioni pronti contro termine e da investimenti in titoli pubblici o di altro tipo. I nuovi finanziamenti (\$65 miliardi) sono affluiti per circa un terzo ai mutuatari non bancari statunitensi, seguiti da quelli tedeschi e britannici.

Il credito al settore privato non bancario ...

Per quanto un aumento dei prestiti ai soggetti non bancari – specie se diretto verso il *settore privato* – possa denotare una maggiore domanda di credito delle imprese, di fatto non vi sono stati chiari riscontri in tal senso (cfr. anche il “Quadro generale degli sviluppi” a pag. 1). Dalle statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, emerge come diversi sistemi bancari abbiano in effetti operato una riallocazione dei portafogli a scapito di settore pubblico e banche, e in favore di soggetti privati non bancari, un aspetto importante che era stato assente nel primo trimestre 2003, allorché l’aumento delle attività verso il settore non bancario era stato insolitamente elevato. Tuttavia, tale ricomposizione dei portafogli si è concentrata solo in pochi sistemi bancari e rispecchia in parte un aumento dei prestiti a operatori privati non bancari situati nei centri offshore, il che indicherebbe piuttosto una più intensa attività degli hedge fund⁴.

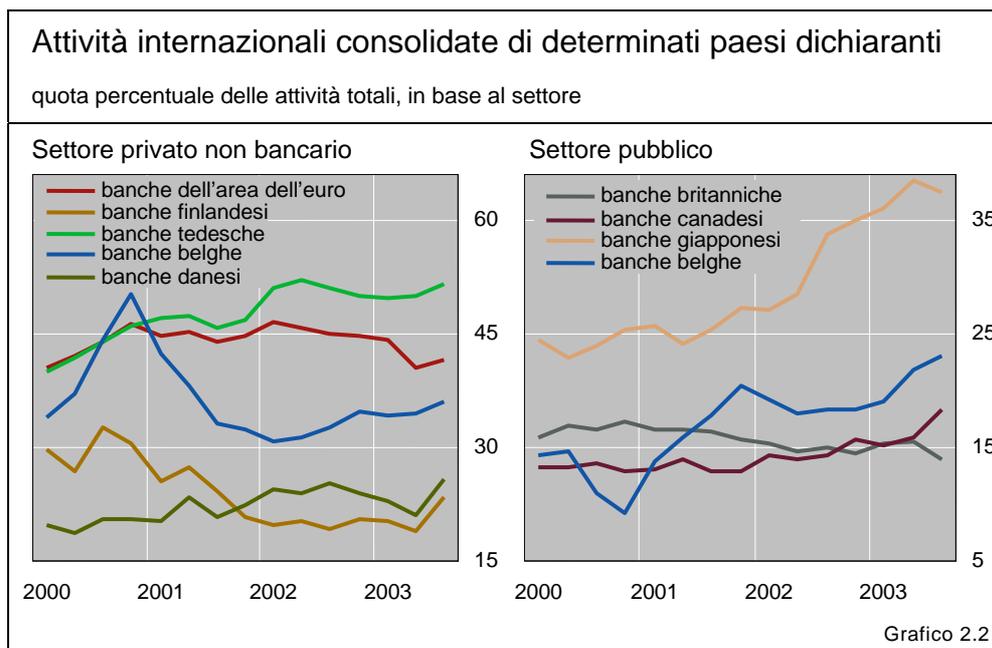
Il riposizionamento dei portafogli in favore del settore privato non bancario sembra essere stato particolarmente pronunciato nel caso delle banche europee (grafico 2.2, diagramma di sinistra). Nel complesso, la quota dei prestiti erogati dalle banche nell’area dell’euro a tale settore è salita al 39% delle loro attività internazionali totali (dal 38% del trimestre precedente), mentre è corrispondentemente diminuita l’incidenza dei crediti interbancari. Degna di particolare nota è stata la riallocazione dei portafogli delle banche tedesche, che hanno incanalato ingenti fondi verso prenditori privati non bancari residenti in Giappone e nell’area dell’euro, specie nei Paesi Bassi, in Francia e in Italia. Grazie anche all’espansione dei crediti ai residenti nei paesi in via di sviluppo e nei centri offshore, le attività internazionali delle banche tedesche verso il settore privato non bancario sono salite a \$993 miliardi, pari al 51,5% delle loro attività internazionali totali (contro il 50% dei tre trimestri precedenti)⁵.

... riflette in parte l’attività nei centri offshore

Le banche giapponesi hanno ridotto le proprie disponibilità in titoli pubblici esteri, forse in risposta all’improvviso rialzo dei tassi di interesse durante il

⁴ I crediti a mutuatari non bancari nei centri offshore sono aumentati di \$6 miliardi, cifra che sale a \$15,2 miliardi se si esclude la riduzione relativamente cospicua dei crediti di un singolo paese dichiarante nei confronti di uno specifico centro offshore. Secondo le statistiche BRI su base consolidata, nel terzo trimestre le attività internazionali verso i centri offshore hanno raggiunto \$799 miliardi e sono state dirette per il 72% a mutuatari privati non bancari (contro il 71% del periodo precedente e il 69% di un anno prima). Inoltre, è proseguita la tendenza al rialzo delle attività verso il settore privato non bancario dei centri offshore, pari nel terzo trimestre a oltre il 14% delle attività complessive verso il settore.

⁵ Nel più lungo periodo, la quota delle attività verso il settore privato non bancario riconducibile alle banche tedesche è andata costantemente aumentando; nel periodo in esame essa aveva raggiunto il 27% delle attività internazionali totali verso il settore, contro il 25% di un anno prima e il 22% del terzo trimestre 2000.



trimestre⁶. Come indicato dalle statistiche BRI su base consolidata, le vendite di titoli di Stato dell'area dell'euro e degli Stati Uniti hanno fatto scendere a \$387 miliardi le attività internazionali delle banche nipponiche verso il settore pubblico; nel caso degli USA esse sono passate a \$179,5 miliardi, pari al 47% delle attività internazionali totali verso il paese (contro il 47,5% del trimestre precedente), mentre la corrispondente quota per l'area dell'euro è calata dal 57 al 54%.

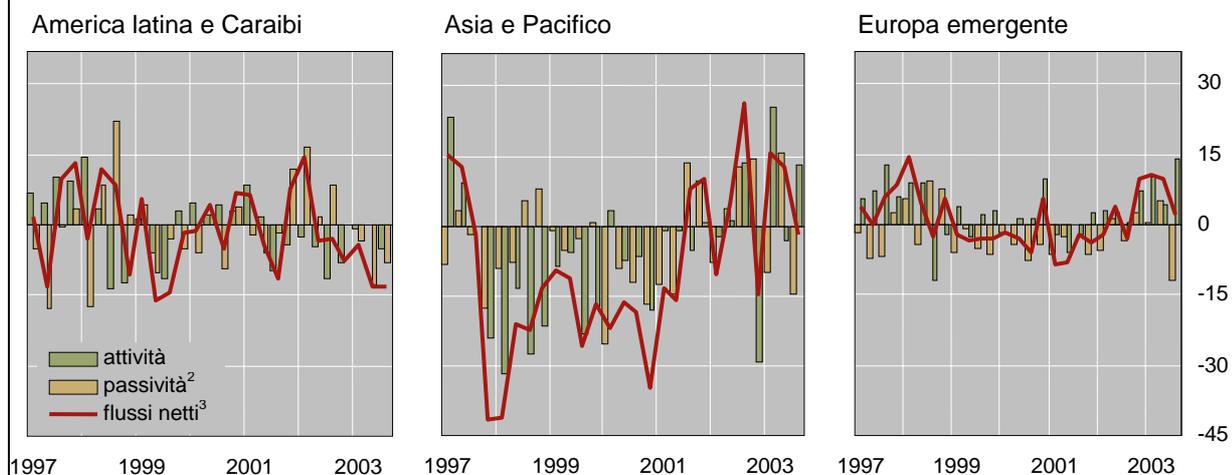
Flussi netti in uscita dai mercati emergenti per i maggiori depositi

Dopo due trimestri consecutivi di afflussi netti ai mercati emergenti, nel terzo trimestre l'aumento dei depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI ha sopravanzato quello – pur sensibile – dei crediti verso la regione, provocando un deflusso netto aggregato di \$9,8 miliardi (grafico 2.3). Mentre per l'Europa emergente i nuovi crediti hanno generato flussi netti in entrata, l'espansione dei depositi di Asia-Pacifico e America latina si è tradotta in deflussi netti da entrambe le regioni. Le attività lorde complessive delle banche dichiaranti verso i mercati emergenti hanno registrato un aumento di \$20,5 miliardi, il secondo in ordine di grandezza dal terzo trimestre 1997 (tabella 2.3). Nel contempo, le corrispondenti passività sono cresciute di \$30,4 miliardi, per effetto dei maggiori depositi ad opera di banche in Brasile, Russia, India e Taiwan (Cina).

⁶ Si tratta del primo calo delle attività delle banche nipponiche verso questo settore dal primo trimestre 2002.

Flussi bancari alle economie emergenti¹

variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA



¹ Un valore positivo indica un afflusso di fondi da banche dell'area dichiarante verso le economie emergenti, un valore negativo indica un deflusso dai paesi emergenti. ² Un valore positivo (negativo) indica un decremento (incremento) nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle economie emergenti. ³ Variazioni nelle attività meno variazioni nelle passività.

Grafico 2.3

Riallocazione a favore di impieghi più sicuri

Percettibile spostamento verso attività più sicure ...

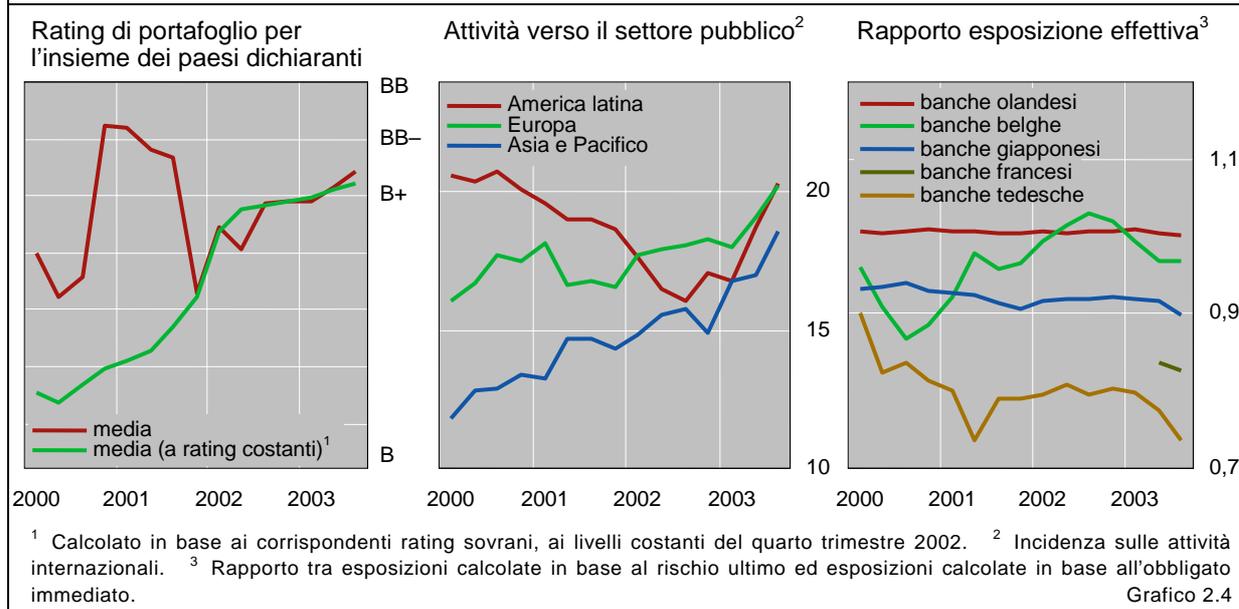
Pur espandendo le attività complessive verso i mercati emergenti, le banche hanno continuato riposizionare i portafogli in modo da ridurre il profilo di rischio. Ciò è evidenziato dal perdurare di tre tendenze di fondo già osservate nell'anno precedente, ossia il calo delle attività verso l'America latina, la maggiore incidenza di quelle verso il settore pubblico e la flessione del rapporto tra le esposizioni calcolate in base al rischio creditizio ultimo e il totale delle attività contrattuali verso i mercati emergenti (una misura dell'esposizione effettiva).

Il riorientamento verso regioni con più elevato merito di credito è avvenuto senza che si sia ridotta la quota complessiva degli impieghi nei mercati emergenti. Le attività verso l'America latina, il cui rating medio stimato (ponderato in base alle esposizioni per paese) è prossimo alla B di Standard & Poor's, sono scese al 28% delle attività totali verso l'area emergente, rispetto al 30% del trimestre precedente e al 31% di fine 2002⁷. Nel contempo, l'incidenza degli impieghi verso l'Asia-Pacifico (rating stimato vicino a BB) è aumentata dal 31 al 32%, mentre quella dei crediti verso l'Europa emergente (rating stimato tra BB e BB+) è passata dal 21 al 22%. Nel complesso, questo spostamento verso crediti di migliore qualità, a livello sia di paesi che di regioni, si è accompagnato a un continuo miglioramento del rating medio delle attività complessive dell'area dichiarante verso i mercati emergenti.

... come mostrano il miglioramento dei rating medi ...

⁷ Il rating medio del portafoglio dei mercati emergenti è calcolato come media ponderata dei rating sovrani attribuiti da Standard & Poor's ai vari paesi cui le banche dell'area dichiarante erogano finanziamenti. I pesi sono dati dal rapporto fra i crediti verso ciascun paese e i crediti complessivi, entrambi computati in base al rischio ultimo. Per maggiori dettagli sulle modalità di calcolo, cfr. la *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2003.

Portafoglio paesi emergenti delle banche dichiaranti alla BRI



Mantenendo costanti i rating sovrani assegnati da Standard & Poor's al livello del quarto trimestre 2002, il rating medio risulta essere salito al di sopra di B+ (grafico 2.4, diagramma di sinistra).

A ulteriore riprova della preferenza per esposizioni più sicure, le banche dell'area dichiarante hanno continuato a riallocare le attività dal settore privato non bancario al settore pubblico delle economie emergenti (grafico 2.4, diagramma centrale), in un contesto di forti emissioni dei governi di tali paesi e di spread decrescenti sul loro debito. Le statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, mostrano che l'incidenza dei finanziamenti al settore privato non bancario è calata al 52% del totale delle attività internazionali verso i mercati emergenti, segnando la terza flessione trimestrale consecutiva. Nel contempo, la percentuale delle attività verso il settore pubblico è aumentata in tutte le regioni (eccetto Africa e Medio Oriente), portandosi complessivamente al 19%, contro il 18% del secondo trimestre e il 16% dell'anno precedente.

Un'ultima tendenza in linea con la minore propensione al rischio delle banche è data dall'aumento della percentuale di attività verso i mercati emergenti assistite da garanzie di terzi. Le statistiche consolidate BRI indicano che, grazie a cospicui trasferimenti di rischio, il rapporto fra le esposizioni computate rispettivamente sulla base del rischio ultimo e sulla base dell'obbligato immediato è calato per il terzo trimestre consecutivo, dal 92 al 91% (grafico 2.4, diagramma di destra). Nell'ultimo anno sono stati particolarmente rilevanti i trasferimenti netti di rischio a fronte di crediti all'Europa emergente, al Medio Oriente e all'Africa. Nel primo caso, per effetto delle operazioni concernenti Russia, Polonia, Turchia e Ungheria, essi sono

... e i maggiori finanziamenti al settore pubblico

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

variazioni delle consistenze in essere al netto degli effetti di cambio, in miliardi di dollari USA

	Posizioni delle banche ¹	2001	2002		2003			Stock a fine sett. 2003	
		Anno	Anno	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.		3° trim.
Totale ²	Attività	-27,0	-36,9	-0,3	-37,0	32,9	-3,5	20,5	963,1
	Passività	20,3	-45,9	-18,2	-11,0	10,9	-10,3	30,4	1 157,9
Argentina	Attività	-5,8	-11,8	-4,5	-2,3	-1,9	0,9	-5,3	25,5
	Passività	-16,7	0,0	0,3	0,2	0,6	0,1	-2,2	24,0
Brasile	Attività	0,9	-11,2	-3,5	-6,3	2,2	-1,7	1,0	90,7
	Passività	0,4	-8,0	-1,4	-4,3	3,3	6,6	7,7	59,4
Cina	Attività	-3,5	-12,4	4,1	-10,2	16,0	-6,4	4,9	60,5
	Passività	-6,5	-3,6	-1,0	-1,9	1,4	-11,3	1,6	86,6
Corea	Attività	-0,2	8,2	6,5	-6,4	2,3	-2,0	-1,7	74,8
	Passività	1,7	0,5	-0,4	-4,8	-0,8	-6,1	1,8	26,9
India	Attività	-1,4	-0,1	0,1	-0,2	2,1	2,4	3,4	28,5
	Passività	0,7	-1,1	-0,4	-0,9	-1,7	3,4	6,8	33,9
Indonesia	Attività	-5,4	-6,0	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,9	28,6
	Passività	1,1	-2,4	-0,2	-0,5	0,4	-0,1	-0,5	12,0
Messico	Attività	2,0	3,1	-1,9	0,0	-0,5	-0,1	0,8	65,4
	Passività	8,8	-11,4	-0,3	1,7	4,5	2,2	0,2	62,0
Polonia	Attività	2,3	2,9	1,1	-0,4	0,9	0,9	1,1	30,9
	Passività	2,8	-3,1	-0,8	-2,5	0,8	-1,1	-1,2	16,5
Rep. ceca	Attività	0,9	2,3	0,5	0,3	0,7	0,5	0,8	16,7
	Passività	3,4	-3,7	-1,3	-2,7	-1,8	0,1	0,2	10,5
Russia	Attività	1,3	3,6	-1,1	2,4	1,8	1,7	3,3	42,9
	Passività	5,2	9,6	4,0	2,0	5,6	-4,4	6,9	48,3
Thailandia	Attività	-3,5	-5,0	-0,5	-1,8	-0,3	0,3	0,0	19,8
	Passività	1,3	-4,6	-1,4	-1,2	2,5	-0,9	0,9	14,2
Turchia	Attività	-12,0	-2,8	-2,1	-0,1	2,4	-0,5	3,5	43,1
	Passività	-2,1	0,0	-0,2	0,5	-3,9	1,5	1,0	18,9
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE³</i>	<i>Attività</i>	6,3	10,1	3,4	3,3	5,7	1,4	5,8	110,9
	<i>Passività</i>	9,9	-6,4	-1,3	-5,4	-2,1	-1,2	1,9	63,2
<i>membri dell'OPEC</i>	<i>Attività</i>	-13,7	-9,8	-4,4	-8,2	-0,3	-6,4	-1,5	124,6
	<i>Passività</i>	-2,9	-8,8	-1,1	1,5	-5,2	-11,8	-9,1	233,8

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 Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.3

aumentati nel trimestre in esame a \$37 miliardi, dai \$25 miliardi del secondo trimestre 2002⁸. Nello stesso periodo è sceso dal 79 al 72% il rapporto tra attività sulla base del rischio ultimo e sulla base dell'obbligato diretto nei portafogli delle banche tedesche, principali finanziatrici dell'Europa emergente. Analogamente, in ampia misura ad opera delle banche dell'area dell'euro, lo stesso rapporto calcolato per le attività verso Africa e Medio Oriente è passato

⁸ Queste cifre, così come quelle seguenti relative a Medio Oriente e Africa, non comprendono la Francia quale paese dichiarante a causa delle recenti modifiche nelle segnalazioni.

dal 98% del primo trimestre 2003 al 91,5% del terzo trimestre, in parte di riflesso all'aumento dei trasferimenti netti di rischio (da \$0,9 a 4,2 miliardi).

Deflussi netti dall'America latina per il sesto trimestre consecutivo

Per il sesto trimestre consecutivo l'America latina ha fatto registrare deflussi netti, dovuti sia ai minori crediti erogati dalle banche dell'area dichiarante ai residenti non bancari, sia ai maggiori depositi collocati da questi ultimi presso le stesse banche dichiaranti. Malgrado la contrazione relativamente importante delle attività verso la regione (per il nono trimestre consecutivo), la diminuzione su base annua ha continuato a rallentare, attestandosi al 5,2% (rispetto al 7,2% del trimestre precedente). Nel contempo, le passività nei confronti dell'America latina sono aumentate di \$8,2 miliardi, a fronte dei depositi effettuati dai settori sia bancario che non bancario presso le banche dichiaranti. Rilevanti sono stati il calo dei crediti verso i residenti argentini e l'aumento dei depositi di residenti brasiliani, mentre l'attività nella maggior parte degli altri paesi è risultata modesta.

Dopo l'accelerazione del trimestre precedente, le attività verso l'Argentina si sono ridotte di \$5,3 miliardi, in seguito alla ristrutturazione di varie grandi banche del paese. Si tratta della più importante flessione trimestrale durante il periodo di rilevazione BRI. Le banche nei centri offshore hanno diminuito i crediti al sistema bancario argentino di \$2,9 miliardi, annullando così parte dell'aumento del trimestre precedente, mentre quelle situate negli USA hanno ridotto i prestiti al settore non bancario. Di conseguenza, l'incidenza delle attività verso l'Argentina sul totale della regione è scesa al 9%, rispetto all'11% dei tre trimestri precedenti. Le banche nel paese hanno inoltre rimpatriato depositi per \$1,8 miliardi, soprattutto dai centri offshore, compensando così il minore afflusso di crediti.

La ristrutturazione fa diminuire i crediti all'Argentina ...

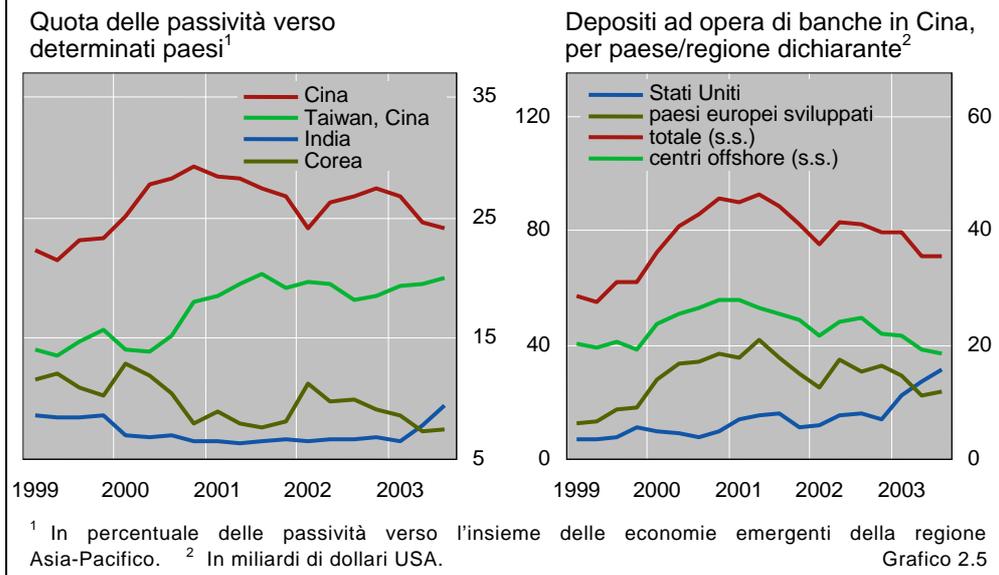
Come già avvenuto nel secondo trimestre, nel periodo sotto rassegna le banche in Brasile hanno accresciuto i depositi presso quelle dell'area dichiarante. In concomitanza con un notevole incremento dell'attività di emissione brasiliana sui mercati dei capitali, esse hanno collocato depositi per complessivi \$5,1 miliardi (la terza espansione trimestrale consecutiva) presso banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito, nei centri offshore e nell'area dell'euro. Analogamente, la crescita dei depositi del settore non bancario brasiliano presso le banche negli USA e nei centri offshore ha determinato un deflusso netto di \$6,7 miliardi, il secondo in ordine di grandezza dal terzo trimestre 1999.

... le banche in Brasile collocano depositi all'estero ...

I depositi delle banche in India trainano i flussi netti in uscita dall'Asia-Pacifico

Durante il terzo trimestre l'aumento dei depositi presso le banche dichiaranti ha leggermente superato i nuovi prestiti all'Asia-Pacifico, determinando a livello aggregato un modesto deflusso netto per \$2,0 miliardi. In particolare, i maggiori depositi all'estero delle banche hanno fatto fuoriuscire fondi da Corea e India, mentre Taiwan e Cina hanno beneficiato di afflussi netti grazie all'incremento dei crediti ottenuti dai rispettivi sistemi bancari. Nel complesso,

Passività delle banche dichiaranti verso la regione Asia-Pacifico



le attività verso i soggetti non bancari della regione sono rimaste sui livelli del periodo precedente. Per contro, le attività totali verso il settore bancario sono cresciute di \$12,8 miliardi, il secondo aumento in ordine di grandezza dal primo trimestre 1997.

In India, i nuovi finanziamenti ottenuti dalle banche non sono bastati a compensare il forte aumento dei depositi presso le istituzioni dell'area dichiarante, dando luogo a un deflusso netto di fondi per \$3,5 miliardi, il più ampio dall'inizio delle rilevazioni BRI. Le banche nel paese hanno depositato complessivi \$6,7 miliardi, soprattutto presso omologhe negli USA, spingendo a \$33,9 miliardi le passività dell'area dichiarante nei confronti dell'India⁹. Queste ultime, pari al 9% delle posizioni debitorie totali verso la regione Asia-Pacifico, superano ormai quelle verso i residenti coreani, collocando l'India al terzo posto dietro Cina e Taiwan (grafico 2.5, diagramma di sinistra). Nel contempo, le attività verso il settore bancario indiano sono cresciute per il quarto trimestre consecutivo (+\$2,9 miliardi) per effetto dei nuovi crediti erogati dalle banche situate in centri offshore, Regno Unito e area dell'euro. Di riflesso all'attività piuttosto intensa di prestito a questo settore nei precedenti dodici mesi, alla fine del terzo trimestre l'India totalizzava il 9% delle attività complessive verso la regione Asia-Pacifico (contro l'8% nel trimestre precedente e il 7% di un anno prima), superando così la Malaysia e andando a raggiungere l'Indonesia al quarto posto fra i maggiori mutuatari della regione.

Grazie a un aumento dei finanziamenti ottenuti dai suoi residenti, che ha più che compensato i maggiori depositi presso le banche dell'area dichiarante, Taiwan ha segnato il secondo afflusso trimestrale consecutivo di fondi. Le

⁹ A tale risultato hanno probabilmente contribuito i depositi di riserve valutarie presso banche estere. Secondo i dati della Reserve Bank of India, il valore approssimativo di mercato delle riserve ufficiali e di altre attività in valuta collocate all'estero è salito da \$50 a 55,5 miliardi tra fine giugno e fine settembre 2003.

... così come le banche in India ...

banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore hanno erogato nuovi crediti per complessivi \$5 miliardi alle banche del paese; gli istituti nel Regno Unito hanno inoltre investito in azioni e titoli di debito emessi da mutuatari non bancari. In conseguenza di tali flussi, le attività verso Taiwan sono salite a \$36,1 miliardi, pari al 12% delle attività complessive verso la regione, contro il 10% del trimestre precedente e il 9% di un anno prima.

Nel periodo in esame la posizione netta nei confronti del settore bancario cinese ha continuato ad avvicinarsi al pareggio, confermando la tendenza di lungo periodo descritta nella *Rassegna trimestrale* del dicembre 2003. Grazie ai maggiori crediti ricevuti e al rimpatrio di depositi da parte del settore bancario, la Cina ha fatto registrare per la terza volta consecutiva un afflusso netto di fondi, pari a \$3,3 miliardi. Le banche negli Stati Uniti e nel Regno Unito hanno convogliato prestiti verso il sistema bancario cinese per complessivi \$3,7 miliardi, gran parte dei quali denominati in dollari USA, portando la quota delle attività verso questo settore al 24% del totale per la regione, rispetto al 23% del trimestre precedente.

All'aumento delle attività nette verso la Cina ha contribuito la contrazione (per il quinto trimestre consecutivo) dei depositi collocati dalle banche del paese presso il sistema bancario internazionale. Il rimpatrio netto di \$634 milioni, seppure inferiore a quelli dei trimestri precedenti, ha portato a \$23 miliardi l'ammontare totale dei prelievi netti del sistema bancario cinese dal primo trimestre 2001 (cfr. riquadro a pag. 27). Alla base di tale andamento vi sono i cali nei depositi in dollari USA presso le banche in Europa e in Giappone (pari rispettivamente a \$8 e 6 miliardi) e i prelievi per \$11 miliardi a valere sui depositi in dollari di Hong Kong presso le banche a Hong Kong SAR. Per contro, i fondi depositati dal sistema bancario cinese presso le banche negli Stati Uniti hanno continuato a crescere, raggiungendo nel terzo trimestre 2003 \$16 miliardi, rispetto ai \$13,5 miliardi del trimestre precedente e ai \$7 miliardi del primo trimestre 2001 (grafico 2.5, diagramma di destra).

... mentre le banche in Cina continuano a rimpatriare fondi

Quarto trimestre di afflussi netti all'Europa emergente grazie a prestiti record

Nel terzo trimestre 2003 l'espansione delle attività verso l'Europa emergente ha decisamente sopravanzato quella delle passività, dando luogo al quarto afflusso netto consecutivo verso l'area. Mentre la Russia ha continuato su base netta a fornire fondi al sistema bancario internazionale, i nuovi crediti affluiti durante l'anno ai paesi aderenti alla UE hanno sospinto le consistenze nette di attività verso la regione (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Nel trimestre in esame queste hanno segnato un aumento di \$13,9 miliardi – il maggiore mai registrato durante il periodo di rilevazione BRI – che risulta da un'espansione dei crediti verso tutti i settori e da parte di quasi tutti i principali sistemi bancari. L'incremento è stato diretto per \$6 miliardi ai paesi candidati alla UE, mentre la parte restante è affluita principalmente verso Turchia e Russia. L'incidenza dei finanziamenti all'Europa sul totale delle attività nei confronti dei mercati emergenti ha così raggiunto il 22%, contro il 21% dei due trimestri precedenti. Anche le passività verso la regione hanno registrato un marcato aumento

Ingenti prestiti all'Europa emergente ...

Sulle tracce della liquidità in valuta estera della Cina

Guonan Ma e Robert N. McCauley

Nel 2003 è accelerata la crescita di fondo delle riserve valutarie ufficiali cinesi, le quali sono salite di oltre \$100 miliardi, pari a circa il 10% del PIL del paese. Questa accelerazione è in certa misura dovuta al passaggio da una forte crescita delle attività verso il sistema bancario internazionale a una loro riduzione. Il riflusso di fondi bancari esteri al paese ha avuto come causa sia l'accresciuta domanda di crediti sia la minore offerta di depositi in valuta in seguito alla discesa dei tassi di interesse sul dollaro USA al di sotto dei corrispondenti tassi sui fondi in renminbi. Ciò ha a sua volta alimentato le vendite di dollari alle autorità, accelerando così la crescita delle riserve valutarie ufficiali. Il presente riquadro costituisce un aggiornamento delle precedenti analisi sulle fonti di liquidità in valuta nei settori ufficiale e bancario in Cina e sull'impiego di tale liquidità nei mercati mobiliari internazionali[®].

Le posizioni attive nette in dollari accumulate attraverso le transazioni in valuta estera tra residenti e banche cinesi si sono ridotte a partire dal 2001, cioè da quando i tassi di interesse a breve USA hanno iniziato a calare verso gli attuali bassi livelli. Prima di allora il settore privato aveva incrementato i depositi in valuta presso le banche interne, e le imprese avevano ridotto i prestiti contratti in moneta estera. In seguito, l'accumulo di depositi in valuta è rallentato, per poi

Variazioni nei flussi di liquidità in valuta estera della Cina

in miliardi di dollari USA

	1999	2000	2001	2002	2003 ¹	1999–2003 ¹
Fonti ²	38,0	45,7	58,8	67,9	71,3	281,7
Riserve valutarie	9,7	10,9	46,6	74,3	97,5	239,0
Depositi presso banche interne ³	15,4	26,4	7,9	15,8	-2,6	62,9
meno crediti da banche interne ³	12,9	8,4	4,3	-22,2	-23,6	-20,2
Impieghi ²	25,7	55,0	45,4	71,6	33,2	230,9
Attività nette verso banche dichiaranti	10,7	33,6	-4,2	5,8	-22,8	23,1
di cui: verso banche a Hong Kong SAR	3,8	14,4	-4,2	2,2	-7,2	9,0
Acquisti netti di titoli di debito USA ⁴	15,0	20,4	44,1	65,3	56,0	200,8
Obbligazioni e notes del Tesoro	8,2	-4,0	19,1	24,1	19,1	66,5
Titoli di agenzie federali	8,3	18,8	26,0	29,3	24,3	106,7
Obbligazioni societarie	0,5	0,8	6,7	6,0	3,5	17,5
Strumenti del mercato monetario	-2,0	4,8	-7,7	5,9	9,1	10,1
Acquisti netti di titoli tedeschi	1,4	2,0	1,8	0,9	.	6,1
Acquisti netti di titoli giapponesi	-1,4	-1,0	3,7	-0,4	.	0,9

¹ Settembre. ² Non sono incluse le imprese non finanziarie e le istituzioni finanziarie non raccoglitrice di depositi; anche gli impieghi sono incompleti. ³ Sia nazionali che estere. Un calo dei crediti interni si somma alle fonti, mentre un aumento, come nel 2002–2003, ne provoca una riduzione. ⁴ I più recenti dati del Tesoro USA indicano che per l'insieme del 2003 i settori ufficiale e bancario cinesi hanno continuato a effettuare acquisti netti di titoli di debito del Tesoro USA (\$30,5 miliardi), delle agenzie federali (\$29,6 miliardi) e delle imprese statunitensi (\$4,6 miliardi).

Fonti: Banca popolare di Cina; Deutsche Bundesbank; Hong Kong Monetary Authority; Banca del Giappone; Tesoro USA; BRI; stime degli autori.

[®] Cfr. gli articoli "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2002, pagg. 19-20, e "Opening China's capital account amid ample dollar liquidity", in *China's capital account liberalisation: international perspectives*, *BIS Papers*, n. 15, aprile 2003, pagg. 25–34, degli stessi autori.

addirittura contrarsi nel 2003, mentre nel 2002 le imprese in Cina hanno ripreso ad accrescere rapidamente l'indebitamento in valuta estera. Questi mutamenti sono avvenuti in risposta alla discesa dei tassi di interesse a breve USA sotto il livello dei corrispondenti tassi cinesi[®]. Le aspettative di guadagni di capitale sulle posizioni lunghe in renminbi e corte in dollari si sono aggiunte agli incentivi di tasso di interesse nello stimolare l'acquisizione di depositi in renminbi o l'indebitamento in dollari.

Assecondando tale tendenza, le banche dell'area dichiarante sono passate nei confronti della Cina dal ruolo di prestatrici di dollari in surplus a quello di fornitrici dei dollari necessari a finanziare nel paese la crescita dei prestiti in valuta, stante la diminuzione dei depositi valutari dei residenti. In particolare, dopo aver fornito al sistema bancario internazionale \$6 miliardi nel 2002, la Cina ha ritirato \$23 miliardi nei primi tre trimestri del 2003 (entrambi i dati sono corretti per gli effetti di cambio). Tale afflusso può accrescere le riserve ufficiali in conseguenza di vendite dirette di dollari contro renminbi da parte del settore non bancario cinese o, indirettamente, finanziando il pagamento differito di importazioni o l'incasso anticipato di esportazioni.

Dove si è diretta la liquidità in valuta estera della Cina? Le statistiche disponibili forniscono la somma degli investimenti effettuati dal settore privato (principalmente bancario) e dal settore ufficiale. In base a questi dati, nei primi tre trimestri del 2003 l'eccedenza cinese di liquidità in valuta estera è in gran parte affluita al mercato dei titoli di debito USA. In particolare, secondo le segnalazioni del Tesoro americano i residenti cinesi hanno bilanciato i loro acquisti di titoli del Tesoro e delle agenzie federali USA. Nel contempo, sono proseguiti gli investimenti in obbligazioni societarie e sono aumentati anche quelli in strumenti del mercato monetario.

Nei primi tre trimestri del 2003 tra le fonti e gli impieghi in valuta estera della Cina si è creato un divario più ampio del consueto. In certa misura, i dati sulle fonti sono sovrastimati a causa degli effetti prodotti dall'apprezzamento dell'euro e dello yen sulle variazioni nelle riserve ufficiali. Inoltre, non sono ancora disponibili per il 2003 dati sugli acquisti cinesi di titoli tedeschi e giapponesi, che comunque rappresentano solo una quota limitata degli investimenti in monete diverse dal dollaro.

[®] Sulla reattività dei depositi valutari in Cina ai differenziali di tasso di interesse, cfr. lo studio "L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2002, pagg. 71-78, degli stessi autori.

(+\$11,7 miliardi), anche in questo caso senza precedenti nel periodo di rilevazione BRI. Esso è risultato in primo luogo dalla crescita dei depositi collocati dal sistema bancario russo presso le istituzioni dell'area dichiarante.

Le attività verso mutuatari non bancari hanno fatto registrare un notevole incremento, pari a \$8,3 miliardi, cui hanno contribuito per \$4,7 miliardi i nuovi crediti erogati dalle banche dichiaranti – principalmente quelle situate nel Regno Unito, in Germania, in Austria e nei centri offshore – ai residenti di Turchia, Russia e, in minor misura, Polonia. Nel caso della Russia si è trattato del sesto aumento trimestrale consecutivo, mentre per la Turchia l'espansione (di \$1,8 miliardi) è la seconda in ordine di grandezza per il periodo di rilevazione BRI.

La crescita di queste attività è in parte dovuta agli investimenti in titoli di debito pubblici, saliti di \$3,2 miliardi e indirizzati soprattutto verso il settore non bancario di Ungheria, Russia e Polonia. Dalle statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, emerge che le banche USA hanno incanalato fondi verso il settore pubblico russo, mentre quelle tedesche hanno incrementato l'esposizione verso tale settore in Ungheria e Polonia. Di conseguenza, la quota delle attività internazionali verso il settore

... in parte sotto forma di investimenti in titoli pubblici

I prestiti consorziali internazionali nel quarto trimestre 2003

Blaise Gadanecz

Nell'ultimo trimestre 2003 l'attività sul mercato dei prestiti consorziali internazionali ha segnato una ripresa. Le nuove operazioni sottoscritte sono ammontate a \$347 miliardi, con un aumento trimestrale del 17% su base destagionalizzata. L'ultima parte dell'anno è stata eccezionalmente propizia per i mutuatari dei paesi sia industriali che emergenti. Dopo un lungo periodo di stagnazione, nella seconda metà del 2003 sono tornati a crescere i finanziamenti connessi con operazioni di "management" e di "leveraged buyout" (LBO).

Negli Stati Uniti, con il migliorare delle prospettive economiche, l'attività si è ripresa dal minimo storico toccato nel terzo trimestre. I nuovi finanziamenti, pari a \$167 miliardi, hanno superato quelli dell'anno precedente, dirigendosi soprattutto verso il settore energetico. Al segmento di qualità bancaria va attribuito ben il 47% delle operazioni. Si sono inoltre ridotti gli spread sui prestiti riferiti al prime rate USA.

La dinamica dei prestiti erogati a fronte di rifinanziamenti e operazioni di fusione e acquisizione a prenditori dell'Europa occidentale è stata sostenuta. Questi mutuatari, e in particolare quelli italiani, sono stati i più attivi sul mercato LBO: tra le operazioni maggiori figurano quelle di Seat Pagine Gialle SpA (€4,4 miliardi) e FiatAvio SpA (€1,3 miliardi), la divisione aerospaziale di Fiat. L'attività ha inoltre tratto impulso dai rifinanziamenti di vasta portata effettuati da case automobilistiche come BMW (\$7 miliardi) e da aziende elettriche (le tedesche E.ON AG e RWE e l'italiana Enel hanno rinnovato prestiti per complessivi €12,5 miliardi). Questi due settori hanno contribuito a portare su livelli senza precedenti nell'insieme del 2003 i prestiti sindacati in favore di prenditori tedeschi, italiani, finlandesi e spagnoli.

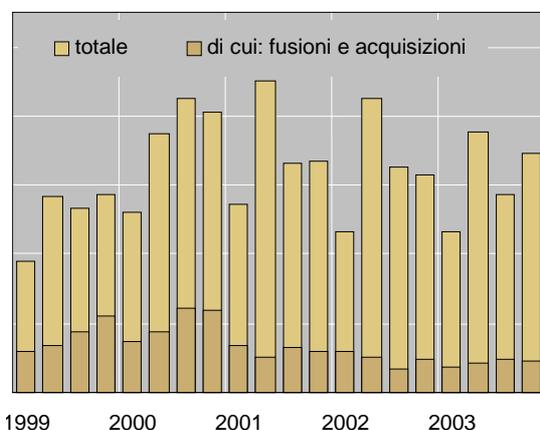
L'attività dei mutuatari giapponesi si è mantenuta sui livelli storici, con operazioni internazionali per \$5 miliardi. Va tuttavia notato che le grandi aziende nipponiche – come Mitsubishi Corp e Jujitsu Ltd, principali prenditrici nel quarto trimestre – di regola fanno ancora ricorso a consorzi esclusivamente nazionali, non compresi nel campo di rilevazione delle statistiche internazionali elaborate dalla BRI.

I prestiti a mutuatari dei mercati emergenti hanno superato solo di poco l'elevato volume del trimestre precedente, aumentando nondimeno del 53% su base annua. Nella seconda metà del 2003 gli spread sui finanziamenti all'area emergente si sono ridotti. Un lieve calo annuo dei prestiti ai paesi asiatici è stato più che compensato nel quarto trimestre da una forte crescita, sempre su base annua, di quelli agli altri tre principali mercati. Per l'insieme del 2003 ciò ha portato i prestiti consorziali internazionali ai mutuatari emergenti al livello più alto dal 2000, che rimane comunque ancora lontano dal massimo toccato nel 1997, prima della crisi asiatica.

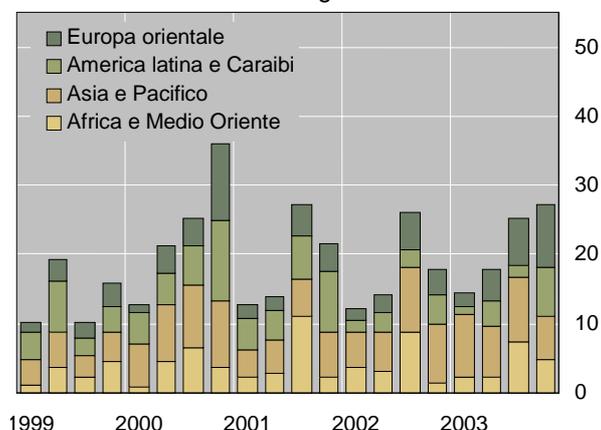
Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Prestiti sottoscritti



Prestiti alle economie emergenti

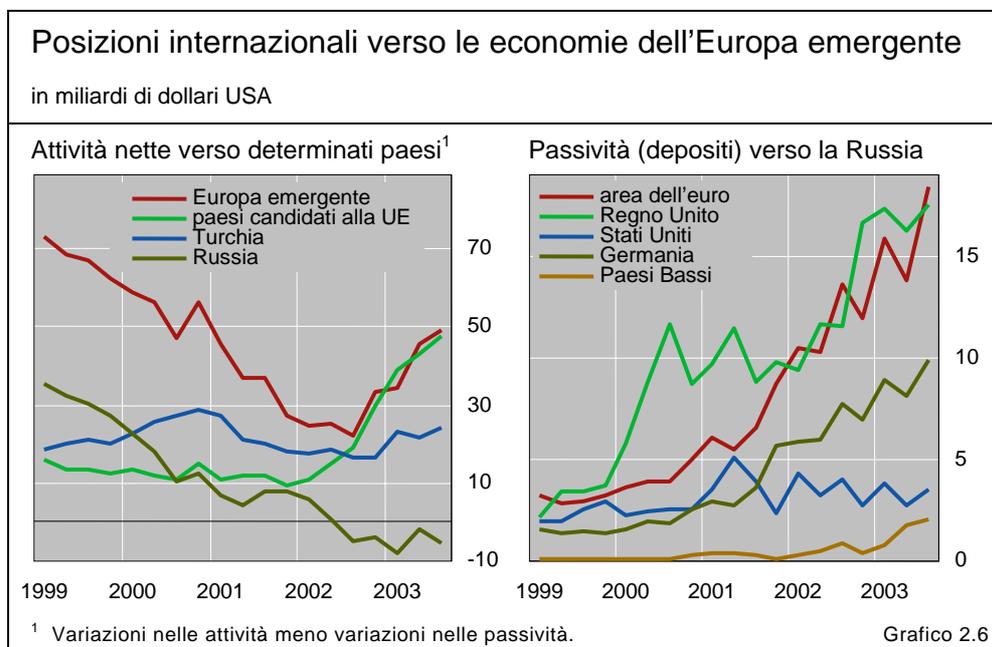


Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

I livelli più elevati di attività sono stati registrati nell'Europa orientale, ma anche in America latina i mutuatari hanno fatto attivamente ricorso al mercato. I fondi raccolti da una società telecom ceca e da imprese petrolifere polacche, ungheresi e russe, unitamente al rifinanziamento di banche turche, hanno fatto salire i prestiti a favore dei mutuatari dell'Europa orientale al livello più elevato degli ultimi tre anni (\$9 miliardi). Pemex, la compagnia petrolifera messicana, ha ottenuto un finanziamento multivalutario per \$2,3 miliardi, che comprende la maggiore tranche denominata in peso messicani mai osservata in un prestito sindacato internazionale. La stessa società ha raccolto fondi anche sul mercato mobiliare internazionale (cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito" a pag. 31).

pubblico della regione è salita al 20%, contro il 19% del secondo trimestre e il 18% dei quattro trimestri precedenti.

Dopo tre cali trimestrali consecutivi, nel periodo in esame le passività nei confronti della regione sono fortemente aumentate, a causa soprattutto dei nuovi depositi collocati presso banche dell'area dichiarante. I sistemi bancari dell'Europa emergente hanno depositato all'estero ulteriori \$10,3 miliardi, di cui ben \$7,3 miliardi provenienti dalle istituzioni in Russia. Queste ultime hanno aumentato di \$1,3 miliardi i depositi in euro in Germania e di \$2,4 miliardi quelli in dollari USA in Francia e in altri paesi dell'area dell'euro. Dalla fine del 1998, con la sola eccezione di tre trimestri, i depositi esteri delle banche russe sono sempre aumentati (grafico 2.6, diagramma di destra), portando a \$41 miliardi l'ammontare totale delle passività delle istituzioni dichiaranti nei confronti del sistema bancario russo (che si colloca così al terzo posto dietro quelli di Cina e di Taiwan)¹⁰.



¹⁰ Nel terzo trimestre le passività totali verso l'insieme dei settori russi sono aumentate a \$48 miliardi, collocando il paese al quinto posto tra i mercati emergenti, dietro Cina, Taiwan (Cina), Messico e Brasile.