

## 2. Il mercato bancario internazionale

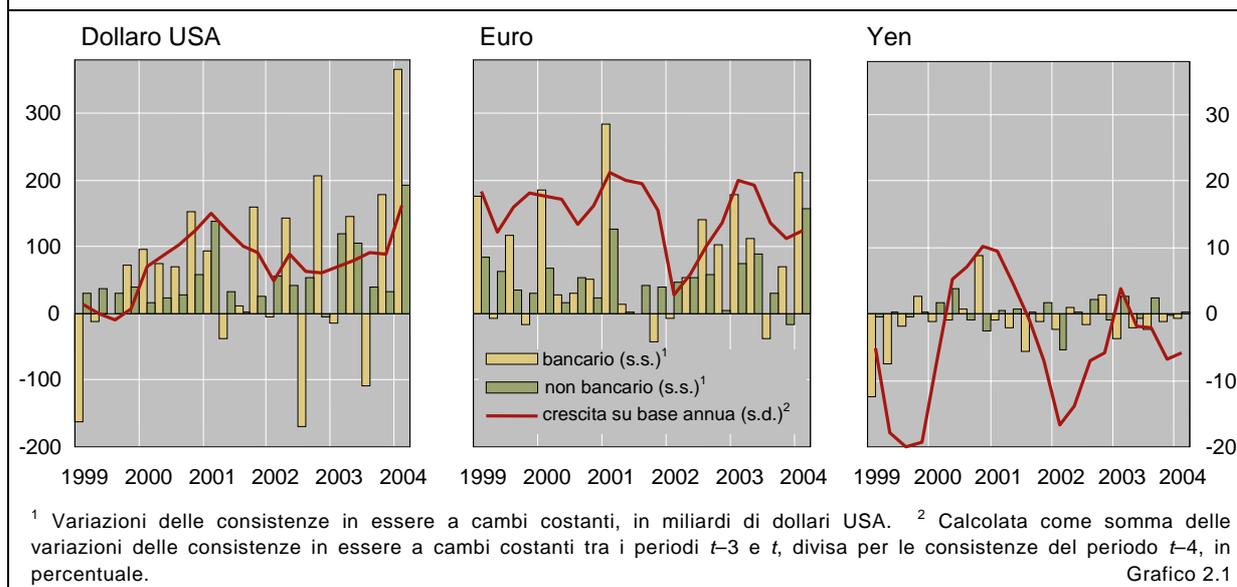
Nel primo trimestre 2004 l'attività bancaria internazionale ha segnato un balzo. A trainare l'incremento sono stati i crediti interbancari in dollari USA, in gran parte collegati a transazioni PcT, ma sono parimenti cresciuti gli impieghi in euro. Anche i prestiti a mutuatari non bancari hanno registrato una robusta espansione, sebbene non comparabile a quella sull'interbancario, apparentemente dovuta non tanto a una rinnovata domanda di fondi da parte delle imprese, quanto ai maggiori prestiti affluiti a centri offshore e ad altre importanti piazze finanziarie, nonché all'acquisto di obbligazioni governative e altri titoli di debito internazionali.

La crescita record dei fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI dai paesi emergenti ha superato quella dei prestiti loro erogati, producendo complessivamente un deflusso netto da tali economie. L'aumento dei depositi è in parte dovuto al collocamento di riserve in valuta detenute dalle autorità monetarie dell'area emergente e ha contribuito su base netta alla fuoriuscita di capitali dalle regioni Asia-Pacifico, America latina e Medio Oriente-Africa, mentre un incremento delle attività ha determinato un afflusso netto di fondi all'Europa emergente.

### Crescita record degli impieghi alimentata dall'attività interbancaria

L'incremento record segnato dai crediti totali nel primo trimestre 2004 è stato alimentato dall'attività interbancaria in dollari USA e in euro (grafico 2.1): gli impieghi complessivi delle banche dell'area dichiarante sono saliti di \$778 miliardi, l'aumento di gran lunga più elevato in tutto il periodo di rilevazione BRI. Anche i nuovi prestiti a mutuatari non bancari sono cresciuti di un ammontare record (\$403 miliardi), sospingendo le attività totali a \$17,2 trilioni, con un incremento del 7,5% sul trimestre precedente. Ancorché ingente, questa espansione non sembra rispecchiare l'erogazione di nuovi fondi a imprese non finanziarie: i capitali sono infatti affluiti principalmente a prestatori operanti nel Regno Unito, in centri offshore e in altre importanti piazze finanziarie, tutte aree con un'elevata concentrazione di attività finanziaria non bancaria.

## Credito internazionale in base al settore e alla valuta



### *Le banche incanalano su Londra fondi in dollari che vengono distribuiti altrove*

Con una ripresa delle transazioni PcT, le attività interbancarie sono aumentate fortemente nel periodo in esame. L'incremento di \$778 miliardi, quasi il doppio del record precedente, è stato trainato dalle operazioni in dollari USA, sebbene anche il comparto dell'euro abbia registrato una sensibile crescita. A livello globale hanno immesso fondi sull'interbancario le banche svizzere, francesi, statunitensi, tedesche e britanniche. I trasferimenti intragruppo hanno rappresentato la quasi totalità di questi fondi nel caso delle istituzioni elvetiche (\$144 dei 146 miliardi di incremento), ma meno della metà dell'aumento complessivo facente capo alle banche di Francia, Stati Uniti e Regno Unito<sup>1</sup>.

Le banche hanno depositato dollari per un cospicuo ammontare nel Regno Unito, dando origine al più elevato afflusso netto di capitali in questa valuta a Londra durante il periodo di rilevazione BRI. I depositi bancari da centri offshore, Stati Uniti e area dell'euro hanno contribuito a un aumento di \$136 miliardi nelle passività interbancarie delle banche operanti a Londra, soprattutto quelle di nazionalità tedesca, svizzera e britannica. Nondimeno, malgrado la relativa ampiezza dei prestiti interbancari erogati a partire dal Regno Unito, meno dei due terzi dei fondi depositati sono stati riconvogliati ad altre banche; ciò ha determinato afflussi netti di fondi in dollari USA per \$69 miliardi alle banche del paese.

Tali fondi sono stati utilizzati per finanziare in dollari mutuatari non bancari. A dire il vero, questa trasformazione settoriale – per cui i fondi in dollari USA provenienti dal mercato interbancario londinese sono impiegati per

Le banche incanalano su Londra fondi in dollari USA ...

... che vengono poi distribuiti a mutuatari altrove

<sup>1</sup> Solo \$42 dei 124 miliardi di incremento nei crediti interbancari delle banche francesi sono collegati ad attività intragruppo. Per le banche USA il dato corrispondente è di \$50 miliardi (su \$119 miliardi di aumento) e per quelle britanniche di \$56 miliardi (su \$113 miliardi). I prestiti intragruppo non hanno invece concorso all'attività interbancaria nel caso delle banche tedesche (-\$8 su 116 miliardi).

il finanziamento in dollari di prenditori non bancari – è divenuta più evidente dalla fine degli anni novanta (cfr. il saggio monografico sullo stesso argomento in questa edizione della *Rassegna*). Nel trimestre in esame le banche a Londra hanno spostato fondi in dollari fuori dal mercato interbancario, verso prenditori non bancari residenti nel Regno Unito, negli Stati Uniti e nei centri offshore (rispettivamente per \$30, 22 e 12 miliardi su base netta).

*Il credito affluisce a mutuatari non bancari situati in importanti centri finanziari*

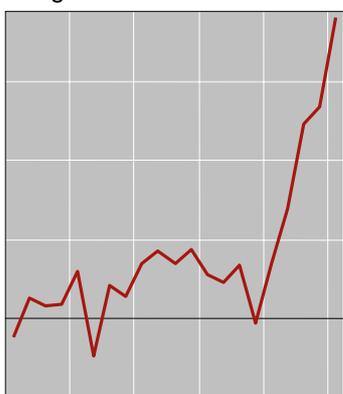
Più in generale, la crescita dei prestiti ai mutuatari non bancari nel primo trimestre 2004 sembra rispecchiare i nuovi crediti affluiti a centri offshore e ad altre importanti piazze finanziarie, nonché investimenti in titoli di debito. Le attività totali verso il settore non bancario sono aumentate della cifra record di \$403 miliardi; l'incremento degli impieghi in dollari USA (\$193 miliardi) è riconducibile a nuovi prestiti, mentre quello in euro (\$157 miliardi) origina da acquisti di titoli dell'area dell'euro.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA <sup>1</sup>								
	2002	2003	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
<b>Attività internazionali totali</b>	740,1	1 076,6	376,8	493,8	-110,0	315,9	1 180,8	17 185,2
sett. bancario	425,0	531,0	175,6	307,9	-229,5	277,1	777,9	11 084,2
sett. non bancario	315,2	545,5	201,2	185,9	119,5	38,9	402,9	6 101,0
<b>Prestiti: sett. bancario</b>	392,9	453,2	142,1	325,6	-262,5	248,1	701,7	9 449,0
sett. non bancario	103,8	277,4	142,0	24,3	91,4	19,6	213,5	3 225,4
<b>Titoli: sett. bancario</b>	36,3	75,4	26,2	-8,2	21,1	36,3	64,0	1 154,5
sett. non bancario	202,2	208,2	70,4	123,4	9,2	5,3	169,6	2 555,3
<b>Attività totali per valuta:</b>								
dollaro USA	320,4	500,3	105,3	252,4	-68,3	210,9	559,2	6 881,7
euro	453,3	503,0	254,4	202,6	-7,9	53,9	371,2	6 333,8
yen	-42,3	-50,4	-10,9	-25,4	0,7	-14,8	-3,2	785,2
altre valute <sup>2</sup>	8,7	123,7	28,0	64,2	-34,5	65,9	253,6	3 184,5
<b>Settore non bancario per residenza</b>								
Economie avanzate	315,1	459,3	148,8	159,9	103,3	47,3	339,6	4 807,5
Area dell'euro	117,4	157,5	57,2	67,5	50,5	-17,7	149,9	2 151,6
Giappone	4,1	38,4	21,5	15,6	6,5	-5,2	-0,3	184,8
Stati Uniti	153,1	179,9	25,8	60,0	40,9	53,3	101,3	1 621,4
Centri offshore	18,8	99,8	80,9	18,9	10,2	-10,2	42,7	672,2
Economie emergenti	-16,5	5,1	-6,2	3,3	4,9	3,1	25,1	572,7
Non classificate <sup>3</sup>	-2,2	-18,7	-22,3	3,8	1,1	-1,3	-4,5	48,6
<i>Per memoria: attività sull'interno<sup>4</sup></i>	44,5	415,2	180,6	88,8	51,7	94,1	194,2	2 534,1

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

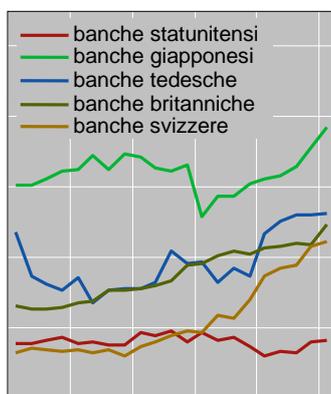
## Afflussi verso hedge fund e attività verso centri offshore

Flussi netti verso hedge fund<sup>1</sup>



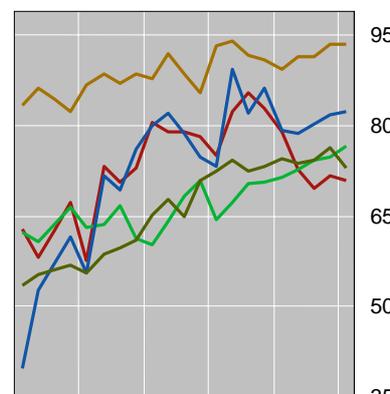
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Attività internazionali verso centri offshore<sup>2</sup>



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Attività verso il settore privato non bancario<sup>2,3</sup>



1999 2000 2001 2002 2003 2004

<sup>1</sup> In miliardi di dollari USA. <sup>2</sup> Statistiche bancarie BRI su base consolidata, ammontari in essere in miliardi di dollari USA. <sup>3</sup> In percentuale delle attività bancarie internazionali.

Fonti: TASS Research; BRI.

Grafico 2.2

I nuovi prestiti al settore non bancario sono stati cospicui se raffrontati agli ultimi trimestri, ma non sembrano dovuti a un recupero della domanda di credito da parte delle imprese. Poco meno di un quarto di quelli in dollari USA e quasi i due terzi di quelli in euro sono stati diretti verso centri offshore, Lussemburgo e Regno Unito, dove l'attività finanziaria non bancaria ha un'importanza notevole. Ad esempio, le statistiche consolidate della BRI – che rilevano le operazioni globali delle banche con sede in un dato paese – indicano che circa il 90% dell'aumento nelle posizioni creditorie di banche tedesche nei confronti del settore privato non bancario è affluito a queste aree. Le corrispondenti percentuali per le banche belghe e olandesi, che hanno convogliato importi piuttosto considerevoli a questo settore, ammontano rispettivamente al 75 e 48%. Nello stesso trimestre gli hedge fund hanno registrato un afflusso netto di fondi senza precedenti (grafico 2.2).

Le attività in dollari verso mutuatari non bancari esterni a queste aree sono parimenti cresciute in misura sensibile, grazie ai nuovi crediti erogati da banche nei centri offshore e in altre importanti piazze finanziarie. In particolare, oltre la metà dell'espansione dei prestiti in dollari è ascrivibile agli \$83 miliardi di nuovi fondi erogati a soggetti non bancari negli Stati Uniti. Essi sono provenuti per oltre i tre quarti da banche nel Regno Unito e per buona parte del restante da istituti nei centri offshore, e ciò fa ritenere che siano serviti a finanziare società di intermediazione mobiliare. Benché la ripresa dei prestiti possa riflettere una rinnovata domanda di credito da parte delle imprese, i dati sui flussi di fondi USA e sui mercati obbligazionari sembrano puntare in un'altra direzione. Il credito bancario totale negli Stati Uniti è cresciuto di \$905 miliardi nel primo trimestre, ma questo per effetto degli investimenti in titoli di agenzie federali e del finanziamento ipotecario, più che per i prestiti societari. Inoltre, la crescita dei profitti delle imprese negli Stati Uniti e i prefinanziamenti ottenuti da alcune società nel 2003 hanno determinato una debole attività di emissione

Il credito al settore non bancario è trainato dai prestiti ai centri offshore ...

... e a mutuatari negli Stati Uniti

obbligazionaria nel trimestre sotto rassegna, a indicazione della debole domanda di fondi da parte del settore<sup>2</sup>.

Se i prestiti in dollari sono stati il principale fattore trainante delle attività complessive verso il settore non bancario, anche gli investimenti in titoli di debito internazionali in euro sono stati sostenuti: essi hanno concorso ai due terzi dei \$157 miliardi di aumento degli impieghi in tale valuta, diretti per oltre la metà verso Germania, Italia e Francia, tutti paesi che nel primo trimestre 2004 hanno emesso un ammontare significativo di obbligazioni governative<sup>3</sup>.

## Depositi favoriti dalla crescita delle riserve in valuta estera

Il sostanziale aumento dei fondi depositati presso le banche dichiaranti alla BRI ha determinato un deflusso netto di capitali dai paesi in via di sviluppo per il terzo trimestre consecutivo. I depositi effettuati nel primo trimestre 2004 da istituti dei mercati emergenti – principalmente delle regioni Asia-Pacifico, Medio Oriente e Africa – hanno raggiunto l'importo senza precedenti di \$97 miliardi. Essi hanno superato il credito erogato all'insieme dei settori dell'area, dando origine a deflussi netti per \$34 miliardi, i più cospicui dal primo trimestre 2001.

La robusta crescita dei depositi sembra almeno in parte collegata all'accumulo e alla gestione delle riserve da parte delle autorità monetarie dei paesi emergenti. I depositi presso le banche dichiaranti a nome di istituzioni monetarie ufficiali (di tutto il mondo) sono cresciuti di \$58,5 miliardi nei primi tre mesi dell'anno, l'incremento trimestrale più ampio da fine 1999. L'aumento si è verificato in concomitanza con un calo delle riserve in valuta depositate presso banche commerciali dalle autorità monetarie ufficiali di molti paesi *sviluppati*, per cui la crescita rilevata dai dati BRI sarebbe ascrivibile alle autorità dei mercati emergenti. In base alle stime, le passività nei confronti di queste ultime rappresentano in effetti i due terzi (ossia, \$424 miliardi) dello stock totale di fondi collocati presso banche dell'area dichiarante da autorità monetarie ufficiali<sup>4</sup>.

Anche se i dati relativi alle riserve detenute in deposito non sono disponibili per la maggior parte dei paesi (cfr. riquadro a pag. 20), il grafico 2.3

---

<sup>2</sup> Le emissioni obbligazionarie totali delle imprese non finanziarie sono scese di circa il 5% nei primi quattro mesi del 2004 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del giugno 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*).

<sup>3</sup> Le emissioni nette di titoli di debito internazionali (in tutte le valute) da parte di governi dell'area dell'euro hanno raggiunto il picco di \$76,4 miliardi nel primo trimestre 2004; di queste, la metà era di pertinenza di Germania, Francia e Italia. Per una maggiore trattazione, cfr. "I mercati internazionali dei titoli di debito" nella *Rassegna trimestrale BRI* del giugno 2004.

<sup>4</sup> I dati sulle posizioni delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle autorità monetarie ufficiali sono disponibili solo su base aggregata (non vi è una scomposizione per paese corrispondente). Pertanto, i depositi totali presso le banche dichiaranti da parte delle autorità monetarie dei mercati emergenti vengono stimati come residuo. Le riserve in valuta detenute su conti bancari a nome di paesi sviluppati (desunte dai dati Special Data Dissemination Standard dell'FMI) e della BCE, nonché le posizioni creditorie della BRI nei confronti di banche commerciali (tratte dalla *Relazione annuale BRI* per il 2004) sono portate in detrazione dalle passività aggregate delle banche dichiaranti verso autorità monetarie ufficiali.

La crescita dei depositi dai mercati emergenti ...

## Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche <sup>1</sup>	2002	2003	2003				2004	Stock a fine marzo 2004
		Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Totale <sup>2</sup>	Attività	-37,0	65,0	34,3	-4,6	20,6	14,7	67,1	1 080,3
	Passività	-45,9	71,9	11,0	-10,3	28,2	43,1	101,5	1 324,4
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	-1,9	0,9	-5,4	-2,1	-2,5	21,2
	Passività	0,0	-0,8	0,5	0,1	-2,2	0,7	0,2	25,0
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	2,2	-1,7	1,4	-9,1	1,8	85,5
	Passività	-8,0	14,4	3,3	6,6	7,9	-3,4	4,9	61,7
Cina	Attività	-12,4	13,5	16,0	-6,4	4,9	-1,0	13,9	75,0
	Passività	-3,6	-6,4	1,4	-11,3	1,8	1,8	18,3	107,6
Corea	Attività	8,2	-1,0	2,3	-2,0	-1,5	0,1	14,2	91,6
	Passività	0,5	7,3	-0,8	-6,1	2,1	12,1	21,7	61,7
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-1,0	-1,0	-1,9	-0,8	0,3	29,2
	Passività	-2,4	0,2	0,4	-0,1	-0,5	0,3	-0,3	12,2
Messico	Attività	3,1	-0,7	-0,5	-0,1	0,8	-0,9	6,4	71,6
	Passività	-11,4	6,2	4,5	2,2	-0,3	-0,1	3,1	65,1
Polonia	Attività	2,9	3,3	0,9	0,9	1,0	0,4	2,4	35,3
	Passività	-3,1	-0,1	0,8	-1,1	-1,0	1,2	3,0	21,8
Rep. ceca	Attività	2,3	3,7	0,7	0,5	0,8	1,7	-1,6	18,2
	Passività	-3,7	-2,4	-1,8	0,1	0,2	-0,9	-2,6	7,4
Russia	Attività	3,6	12,1	1,8	1,7	2,8	5,8	3,5	55,5
	Passività	9,6	16,2	5,6	-4,4	7,2	7,9	4,9	62,6
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	-0,2	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	18,5
	Passività	2,7	9,7	0,6	4,8	1,4	2,8	4,1	36,3
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	-0,3	0,3	0,0	-1,6	-1,0	18,0
	Passività	-4,6	5,7	2,5	-0,9	0,9	3,2	-1,5	16,2
Turchia	Attività	-2,8	5,3	2,4	-0,5	3,4	0,1	4,1	48,1
	Passività	0,0	-0,4	-3,9	1,5	1,0	0,9	2,8	23,1
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi candidati alla UE<sup>3</sup></i>	<i>Attività</i>	<i>10,1</i>	<i>21,9</i>	<i>5,8</i>	<i>1,4</i>	<i>5,6</i>	<i>9,1</i>	<i>4,4</i>	<i>130,6</i>
	<i>Passività</i>	<i>-6,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>-2,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>2,0</i>	<i>0,5</i>	<i>4,1</i>	<i>70,6</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>-0,1</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>139,1</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>-5,2</i>	<i>-11,8</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>16,1</i>	<i>266,9</i>

<sup>1</sup> Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. <sup>2</sup> Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle 6 e 7 dell'Allegato statistico. <sup>3</sup> Bulgaria, Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. Tabella 2.2

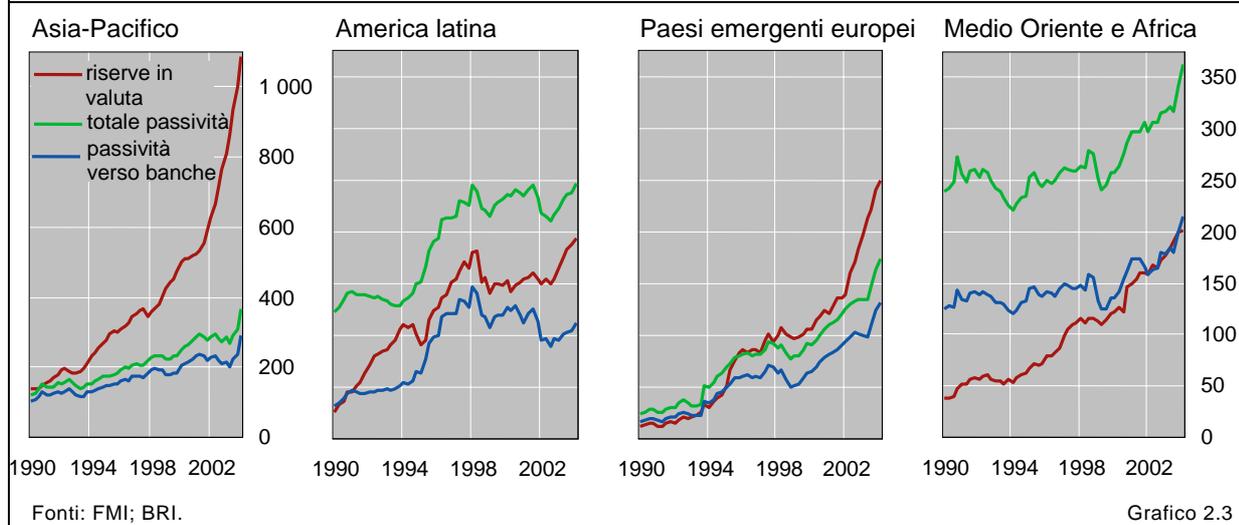
mostra che la crescita delle riserve valutarie *totali* (nell'insieme delle regioni) osservabile dal 2002 ha coinciso con un aumento altrettanto marcato dello stock di passività nei confronti delle banche in ciascuna regione. Presumibilmente, ciò rispecchia il collocamento di (una parte di) queste riserve presso le banche dichiaranti<sup>5</sup>. Nel trimestre in esame le riserve valutarie totali

... coincide con un aumento delle riserve in valuta

<sup>5</sup> Nelle statistiche BRI le passività verso banche comprendono quelle nei confronti sia di banche commerciali sia di banche centrali. I dati dell'FMI rilevano le riserve in valuta totali

## Riserve in valuta e passività delle banche dichiaranti alla BRI

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA



sono cresciute di \$107 miliardi. Al tempo stesso, le passività totali delle banche dichiaranti verso le banche di questi stessi paesi sono salite di \$88 miliardi, per effetto di un aumento dei depositi<sup>6</sup>.

Anche nel più lungo termine le variazioni delle riserve in valuta sembrano aver costituito una determinante rilevante delle passività delle banche dichiaranti nei confronti del settore bancario dei paesi emergenti. Sebbene questa relazione emerga con particolare evidenza per alcuni importanti paesi, essa appare alquanto imperfetta per tutta una serie di ragioni (cfr. il riquadro citato). Nel complesso, il nesso è più forte in America latina, dove i principali detentori di riserve sono Brasile e Messico, ma risulta ben più debole nella regione Asia-Pacifico, dominata al riguardo da Cina e Taiwan (Cina)<sup>7</sup>. L'analisi di più lungo periodo condotta sull'intera area emergente mostra che un incremento di \$1 nelle riserve valutarie si associa a un aumento di €17 dei depositi bancari.

### *Le banche dell'Asia depositano fondi all'estero*

Il più ingente collocamento di depositi è ascrivibile alle banche dell'Asia-Pacifico, e ha alimentato un deflusso netto di fondi dalla regione ancor più cospicuo di quello registrato nel trimestre precedente. Le banche in Corea, India, Cina e, in misura minore, Malaysia hanno contribuito all'aumento

Deflussi dalla regione Asia-Pacifico ...

detenute da autorità monetarie dei mercati emergenti nella veste di depositi presso banche all'estero (e perciò rilevate dai dati BRI) e sotto diversa forma (ad esempio, titoli di debito).

<sup>6</sup> I paesi considerati in queste stime sono le economie emergenti per cui l'FMI fornisce statistiche sulle riserve totali in valuta, eccettuati quei paesi classificati dal Fondo come mercati emergenti e dalla BRI come centri offshore. Per Taiwan (Cina) sono utilizzati i dati sulle riserve totali al netto dell'oro, mentre per tutte le altre economie vengono impiegate le riserve in valuta totali.

<sup>7</sup> Di seguito, Taiwan.

## Analisi del nesso tra passività delle banche dichiaranti e riserve valutarie

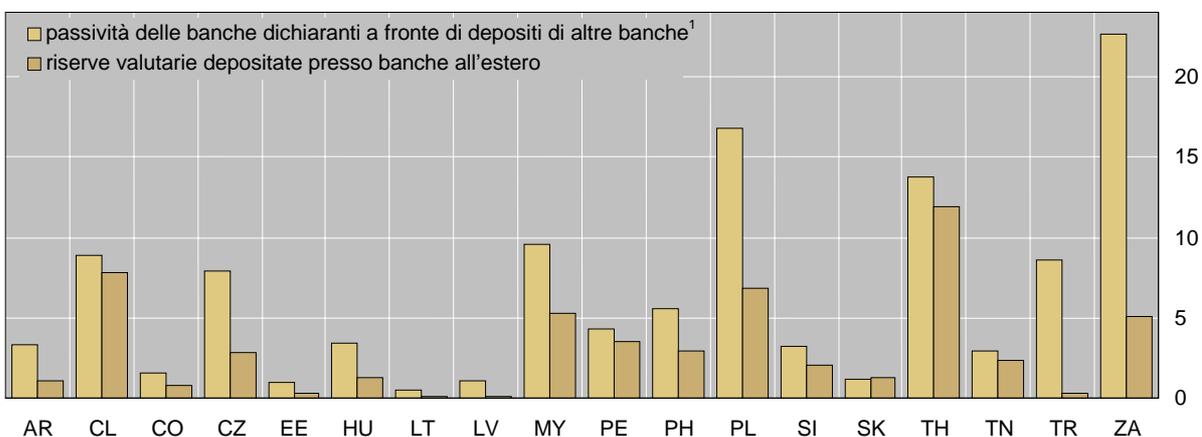
In molti mercati emergenti le riserve valutarie gestite dall'autorità monetaria vengono depositate in gran parte presso banche commerciali al di fuori del paese. Pare addirittura che in alcuni casi tali depositi superino di gran lunga quelli effettuati dalle banche commerciali e rappresentino una quota significativa delle passività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti del settore bancario dei paesi in questione. In vari importanti mercati emergenti, tuttavia, solo una piccola porzione delle riserve valutarie è detenuta su depositi bancari all'estero. Attingendo a diverse fonti statistiche, il presente riquadro analizza il nesso tra riserve valutarie dei mercati emergenti e dati BRI sulle passività bancarie. Nel complesso, questo nesso appare piuttosto forte per molti paesi, specie in America latina e nell'Europa emergente, benché si riscontrino chiare differenze regionali.

Vari paesi emergenti segnalano all'FMI la *quota* delle riserve valutarie totali delle rispettive autorità monetarie che viene depositata presso banche all'estero (grafico A). Alla fine del 2003, per esempio, oltre i tre quarti dei depositi effettuati da banche in Cile, Perù, Slovacchia, Thailandia e Tunisia presso banche dell'area dichiarante e più della metà di quelli di banche in Colombia, Filippine, Malaysia e Slovenia erano costituiti da riserve valutarie (nell'ipotesi che tali riserve siano depositate presso banche dei paesi dichiaranti alla BRI). Inoltre, dall'esame delle serie temporali emerge che le variazioni delle riserve sono spesso all'origine delle oscillazioni trimestrali nei dati BRI sui depositi passivi, anche per alcuni paesi dove lo stock di riserve diverge in misura sensibile dall'ammontare di tali depositi. Tuttavia, molti importanti economie – in particolare Brasile, Cina, Corea, Messico, Russia e Taiwan – non producono segnalazioni per l'FMI.

Per spiegare i movimenti nelle statistiche BRI può rivelarsi utile un raffronto più indiretto fra il totale delle riserve valutarie e queste stesse statistiche, disponibili per un campione molto più ampio di paesi. Un siffatto confronto presenta tuttavia alcuni problemi. Le cifre sulle riserve totali includono gli investimenti in titoli di debito e i depositi presso altre istituzioni monetarie, banche interne e banche estere<sup>①</sup>. In generale, solo questi ultimi depositi sono rilevati dalle statistiche BRI sull'attività bancaria<sup>②</sup>. Inoltre, per un dato mercato emergente i dati della BRI registrano unicamente la posizione aggregata a fronte di depositi effettuati da altre banche, posizione che comprende le somme collocate sia da banche commerciali sia dall'autorità monetaria. Infine, in alcuni paesi le riserve valutarie sono gestite non dall'autorità monetaria, bensì da istituzioni separate che

### Depositi di riserve valutarie di paesi emergenti e depositi delle banche dichiaranti alla BRI

fine 2003, in miliardi di dollari USA



AR = Argentina, CL = Cile, CO = Colombia, CZ = Repubblica ceca, EE = Estonia, HU = Ungheria, LT = Lituania, LV = Lettonia, MY = Malaysia, PE = Perù, PH = Filippine, PL = Polonia, SI = Slovenia, SK = Slovacchia, TH = Thailandia, TN = Tunisia, TR = Turchia, ZA = Sudafrica.

<sup>1</sup> All'interno dei paesi elencati.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

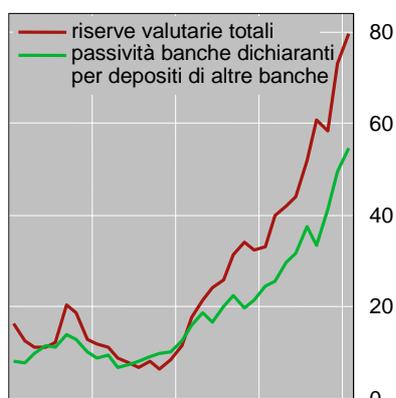
Grafico A

<sup>②</sup> In base ai dati SDDS, per il gruppo di 18 paesi elencati nel grafico A in media circa un quarto delle riserve valutarie totali è depositato presso banche all'estero. Nel loro studio "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari" (Rassegna trimestrale BRI, marzo 2003), Robert McCauley e Ben Fung hanno stimato che, a livello globale, il 3% delle attività complessive di riserva denominate in dollari è detenuto sotto forma di depositi presso banche negli Stati Uniti e un ulteriore 12% presso banche al di fuori degli USA. <sup>①</sup> I depositi in valuta estera presso banche situate nelle economie emergenti vengono rilevati nel caso in cui tali economie rientrino tra i paesi dichiaranti alla BRI.

## Riserve valutarie totali di alcuni paesi emergenti e depositi delle banche dichiaranti

in miliardi di dollari USA

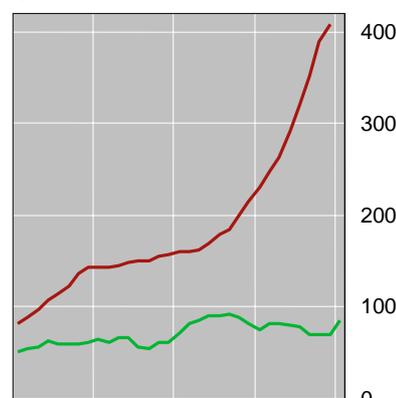
Russia



Brasile



Cina



1996 1998 2000 2002 2004

Fonti: FMI; BRI.

Grafico B

potrebbero non essere classificate come banche nell'ambito delle statistiche BRI. Quindi, la misura in cui le variazioni nello stock di passività delle banche dichiaranti a titolo di depositi effettuati dal sistema bancario di un determinato paese rispecchieranno il collocamento presso banche estere delle riserve valutarie di quel paese dipenderà non soltanto dalla quota di riserve detenute sotto forma di depositi bancari all'estero, ma anche dalla dimensione dell'ammontare di riserve in rapporto a quella del settore bancario interno.

Ciò premesso, l'analisi dei dati rivela che, in molti casi, lo stock di depositi di banche situate in paesi emergenti e quello di riserve valutarie di questi stessi paesi si muovono in sintonia. Se per Russia e Brasile tale fenomeno è indiscutibile (grafico B, diagrammi di sinistra e centrale), il comovimento risulta piuttosto forte anche in Argentina, Messico, Libia e, in misura minore, Corea, tutti paesi che detengono una quota relativamente alta delle riserve totali di autorità monetarie all'interno delle rispettive regioni. Per altri paesi con ingenti disponibilità di riserve – quali Cina (grafico B, diagramma di destra), Taiwan e India – la correlazione è assai meno evidente.

Gli ampi nessi regionali tra variazioni delle riserve e depositi presso banche all'estero possono essere valutati attraverso una semplice regressione. Dall'analisi marginale si evince che, nella totalità dei mercati emergenti, un aumento di \$1 nelle riserve genera mediamente un incremento di €17 nei depositi di banche (cfr. tabella seguente). Questo dato cela però considerevoli differenze regionali. In America latina, ad esempio, il coefficiente è molto più alto (€76 per dollaro) a causa del comovimento piuttosto elevato fra riserve e passività per depositi riscontrato nelle serie statistiche di Brasile e Messico, due paesi che insieme concorrono al 60% circa delle riserve regionali. All'estremo opposto, il coefficiente dell'Asia-Pacifico è *statisticamente non significativo* a causa dell'inclusione di Cina e Taiwan, che da sole detengono oltre il 60% delle riserve valutarie totali della regione. Se non si considerano queste economie, il coefficiente dell'Asia-Pacifico sale a €10 per dollaro, una percentuale molto più vicina al tasso medio complessivo.

### Sensibilità delle passività delle banche dichiaranti a variazioni nelle riserve valutarie

risultati di una regressione campionaria OLS<sup>1</sup>

Variabile dipendente: variazione delle passività	Totale mercati emergenti	America latina	Asia- Pacífico	Asia-Pacifico esclusi Cina e Taiwan	Europa emergente	Medio Oriente-Africa
Variazione riserve	0,17	0,76	-0,03	0,10	0,22	0,34
Indice R <sup>2</sup>	0,06	0,51	0,03	0,04	0,16	0,04

<sup>1</sup> Stime ottenute con regressioni campionarie delle variazioni nelle passività delle banche dichiaranti alla BRI depositate da banche in economie emergenti sulle variazioni delle riserve valutarie detenute dalle autorità di queste economie. Le regressioni sono condotte sui dati relativi a 131 economie emergenti per il periodo primo trimestre 1996–primo trimestre 2004. Per alcuni paesi non sono disponibili i dati sulle riserve valutarie in taluni anni. Tutte le regressioni includono una costante e variabili dummy per paese. Tutti i coefficienti, tranne quello dell'Asia-Pacifico (compresi Cina e Taiwan), sono statisticamente significativi a livelli di confidenza standard.

di \$62 miliardi dei depositi collocati all'estero, portando a \$297 miliardi le passività totali delle banche dichiaranti verso banche della regione. Sebbene nella stessa Asia-Pacifico si sia osservato l'aumento più significativo nelle riserve in valuta, esso non ha sempre interessato quei paesi che hanno depositato fondi all'estero. Anche i nuovi crediti alle banche della regione, principalmente verso Corea, Cina e Taiwan, sono stati eccezionalmente sostenuti (\$29 miliardi).

Le banche in Corea sono state quelle che hanno collocato il più ingente ammontare di fondi all'estero, determinando il terzo trimestre consecutivo di deflussi netti di capitali dal paese. La Corea resta il principale debitore netto delle banche dichiaranti alla BRI nella regione Asia-Pacifico per la totalità dei settori di rilevazione. Tuttavia, un incremento di \$22 miliardi dei depositi bancari presso centri offshore ha abbassato a \$30 miliardi le attività nette complessive verso tutti i settori del paese, contro i \$37 e 50 miliardi del quarto e del terzo trimestre 2003 rispettivamente. L'aumento dei depositi all'estero ha messo in ombra quello registrato nello stesso periodo dalle riserve in valuta, salite di soli \$8,2 miliardi; ciò induce a ritenere che si sia trattato soprattutto di attività di natura commerciale.

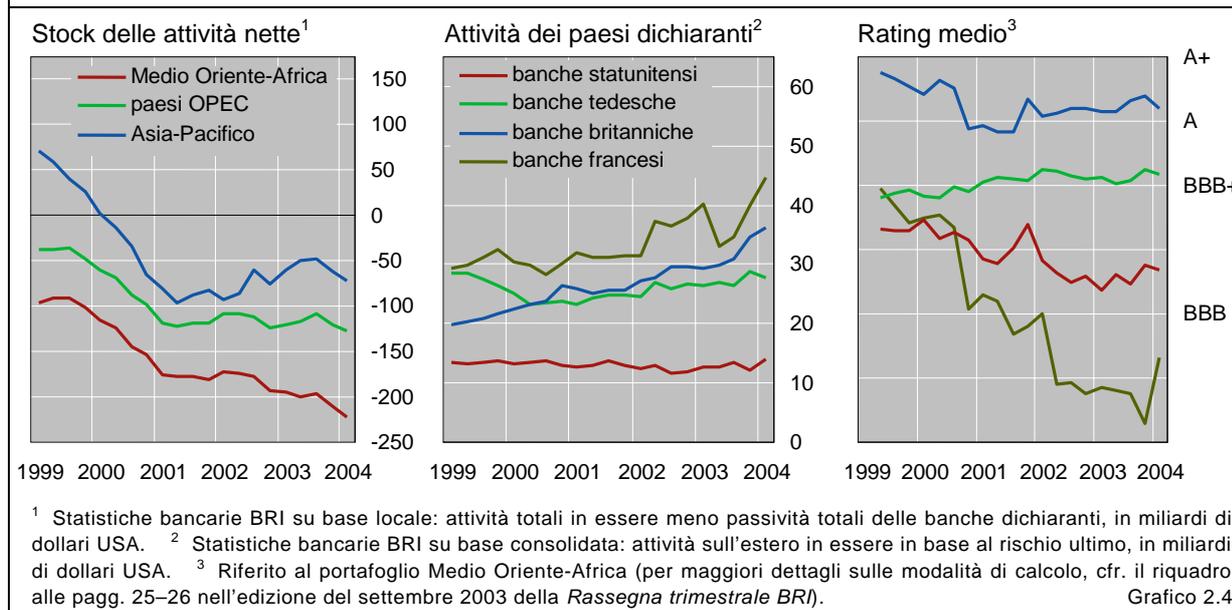
L'aumento dei depositi è stato all'origine di deflussi netti anche da India e Cina. Per l'India si tratta del deflusso più ingente di tutto il periodo di rilevazione BRI: le banche del paese hanno depositato \$11 miliardi presso istituti dichiaranti, specie negli USA e in centri offshore. Ciò ha innalzato a \$41 miliardi le passività totali verso l'insieme dei settori del paese; nello stesso trimestre le riserve valutarie della Reserve Bank of India sono salite di \$9,8 miliardi. Anche nel caso della Cina i collocamenti presso banche dichiaranti sono stati cospicui, segnando il primo incremento degli ultimi sette trimestri. I nuovi depositi (perlopiù denominati in dollari USA) delle banche del paese presso banche dichiaranti – soprattutto in centri offshore – sono ammontati a \$14,6 miliardi, facendo salire le passività nette nei confronti del sistema bancario cinese a \$29 miliardi (\$85 miliardi su base lorda), una cifra seconda solo a quella della Russia.

... per l'effetto dei depositi effettuati da banche in Corea, India e Cina

#### *Aumentano i deflussi netti dal Medio Oriente e dall'Africa*

Movimenti di capitali in uscita sono stati registrati anche dal Medio Oriente e dall'Africa, le cui banche hanno depositato somme considerevoli presso gli istituti dell'area dichiarante. Un aumento di \$15 miliardi nei collocamenti all'estero delle banche in Arabia Saudita – denominati per buona parte in euro – ha spinto le passività totali verso la regione a \$408 miliardi. In termini assoluti, tale ammontare è inferiore al corrispondente stock di passività delle banche dichiaranti nei confronti dell'Asia-Pacifico, pari a \$440 miliardi. Tuttavia, tra i mercati emergenti, la regione Medio Oriente-Africa è di gran lunga il maggior fornitore netto di fondi al mercato bancario internazionale (grafico 2.4, diagramma di sinistra). Grazie ai surplus generati dai paesi dell'OPEC, la regione nel suo complesso vi ha contribuito per \$223 miliardi netti, contro i \$73 miliardi dell'Asia-Pacifico.

## Posizioni verso Medio Oriente e Africa



In aumento il credito a breve termine ai mutuatari in Medio Oriente e Africa

Le banche nell'area dichiarante hanno inoltre convogliato crediti a breve verso le banche e il settore pubblico di Medio Oriente e Africa. I dati consolidati BRI indicano che le attività sia internazionali che in moneta locale verso la regione sono tendenzialmente cresciute dal 2003, segnando i massimi aumenti nell'ultimo trimestre. Esse sono balzate a \$198 miliardi (in base al rischio ultimo), alimentate dai \$5 miliardi di nuovi crediti internazionali a breve erogati da banche francesi al settore pubblico saudita (grafico 2.4, diagramma centrale). Con tale manovra il rating medio del portafoglio Medio Oriente-Africa delle banche francesi è salito fino a sfiorare la tripla B (grafico 2.4, diagramma di destra). Più in generale, i crediti a breve verso l'Arabia Saudita hanno mostrato una tendenza al rialzo almeno da metà 2001, toccando nel primo trimestre 2004 l'84% delle attività totali verso il paese, contro il 74% del periodo precedente e il 67% di un anno prima.

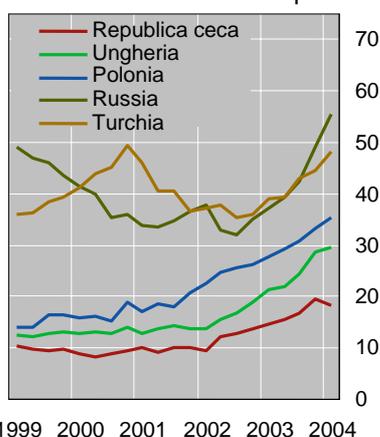
### *Proseguono i deflussi dall'America latina*

Anche alla base dei deflussi netti registrati dall'America latina per l'ottavo trimestre consecutivo vi è stato un aumento dei depositi all'estero. I mutuatari della regione hanno collocato presso banche dell'area dichiarante \$13,2 miliardi, cifra ben superiore a quella dei nuovi crediti concessi, che ha determinato su base netta un deflusso di \$9 miliardi. Il nesso fra crescita delle riserve in valuta e variazioni delle passività delle banche dichiaranti sembra essere particolarmente forte in America latina. Ad esempio, in Brasile – che detiene oltre un quarto delle riserve valutarie dell'area – le due grandezze hanno avuto la tendenza a muoversi in sintonia almeno dal 1995 (cfr. grafico B del riquadro di pag. 21). Ciò vale, seppur in misura inferiore, anche per il Messico, dove si concentra circa un terzo delle riserve latino-americane.

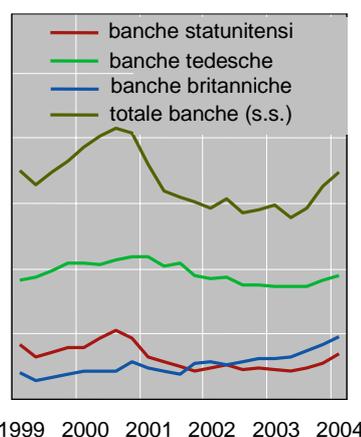
## Attività verso i paesi emergenti europei

ammontari in essere, in miliardi di dollari USA

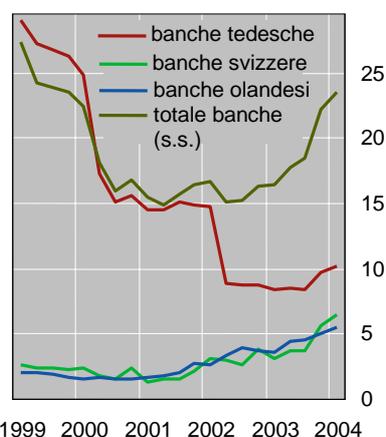
Attività verso determinati paesi<sup>1</sup>



Attività verso la Turchia<sup>2</sup>



Attività verso la Russia<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Statistiche bancarie BRI su base locale.

<sup>2</sup> Statistiche bancarie BRI su base consolidata: attività sull'estero, in base al rischio ultimo.

Grafico 2.5

I movimenti di capitale nei confronti di Brasile e Argentina sono stati responsabili di buona parte dell'ampio deflusso netto di fondi dalla regione nel suo complesso. Parallelamente alla crescita delle riserve in valuta, le banche in Brasile hanno depositato all'estero \$3,9 miliardi, soprattutto presso banche nell'area dell'euro e in Giappone. Sebbene parzialmente compensata dagli acquisti di titoli di debito internazionali emessi da banche del paese, la crescita dei depositi ha dato origine a deflussi netti per \$3,1 miliardi. Alla fuoriuscita di fondi dalla regione ha contribuito anche il terzo calo trimestrale consecutivo dei prestiti all'insieme dei settori dell'Argentina. La flessione degli impieghi al settore bancario argentino è forse la conseguenza degli ulteriori stralci di posizioni creditorie a seguito dell'insolvenza del paese, ma anche i fondi affluiti al settore non bancario hanno segnato un calo (per il nono trimestre consecutivo), pari a \$1,2 miliardi.

Depositi dal Brasile e minor credito all'Argentina alla base dei deflussi dall'America latina

### *Afflussi di capitali all'Europa emergente, nonostante i cospicui depositi*

Solo nell'Europa emergente i nuovi crediti hanno superato i depositi, originando afflussi netti alla regione per il sesto trimestre consecutivo. All'intera area sono affluiti \$13,3 miliardi di nuovi fondi, destinati al settore non bancario e concretizzati in prestiti e acquisti di titoli di debito internazionali emessi da mutuatari di questo settore. I residenti della regione hanno inoltre depositato \$10,9 miliardi presso banche dichiaranti, il secondo maggiore aumento nel periodo di rilevazione BRI. I depositi sono provenuti in gran parte dalla Russia (che ha pure registrato un aumento relativamente pronunciato delle riserve in valuta nello stesso trimestre), ma anche da banche polacche e dal settore non bancario turco.

Oltre la metà dei nuovi prestiti affluiti alla regione è stata diretta al settore non bancario turco, soprattutto da banche nei centri offshore e negli Stati Uniti.

## I prestiti consorziali internazionali nel secondo trimestre 2004

*Jesper Wormstrup*

I prestiti consorziali internazionali hanno toccato un massimo nel trimestre in esame: grazie alle operazioni di rifinanziamento, allestite per la cifra record di \$240 miliardi, le sottoscrizioni totali hanno superato per la prima volta i \$500 miliardi (cfr. diagramma di sinistra del grafico seguente). L'alto livello dei rifinanziamenti è dovuto in certa misura al fatto che i mutuatari hanno approfittato delle favorevoli condizioni di mercato per prefinanziare prestiti non ancora giunti a scadenza.

In linea con la media storica, i contratti in dollari USA hanno concorso al 75% dell'importo complessivo, seguiti da quelli in euro (15%) e in sterline (5%).

Particolarmente vivace è stata l'attività dei soggetti USA: le loro sottoscrizioni hanno raggiunto i \$325 miliardi, una cifra senza precedenti, con un aumento di quasi il 75% sul secondo trimestre 2003. I rifinanziamenti sono ammontati a \$123 miliardi, ossia il 38% del totale, circa 10 punti in più della media storica. Importi cospicui sono stati raccolti dai settori energetico, assicurativo e della grande distribuzione. Si è fatto notare anche il comparto dei servizi finanziari, con contratti per \$50 miliardi, \$22,4 miliardi dei quali destinati a General Electric Capital Corp, il maggiore mutuatario in assoluto nel secondo trimestre.

L'attività dei prenditori dell'Europa occidentale è stata parimenti ragguardevole, anche se non ha eguagliato i livelli statunitensi. Dei \$134 miliardi complessivamente sottoscritti, le operazioni di rifinanziamento hanno rappresentato un sorprendente 75%, contro il 50% registrato in media nel passato. I contratti singoli di più elevato ammontare sono stati allestiti per la tedesca Volkswagen AG (€11 miliardi) e per France Telecom (€10 miliardi). Se gli importi maggiori sono stati raccolti da soggetti francesi, tedeschi e britannici, degna di nota è la pronunciata progressione dei mutuatari scandinavi.

Sui mercati emergenti la raccolta è rimasta sostenuta (cfr. diagramma di destra del grafico seguente). L'indebitamento totale si è ragguagliato a \$27,8 miliardi, il valore massimo mai registrato dal 1997 in un secondo trimestre. Come spesso accaduto in passato, ad assicurarsi la fetta maggiore (\$10,5 miliardi) sono stati i soggetti asiatici: le imprese di Taiwan (principalmente nell'elettronica) hanno raccolto \$4 miliardi, i settori finanziario e societario della Malaysia \$1 miliardo ciascuno e le società coreane ulteriori \$1,1 miliardi.

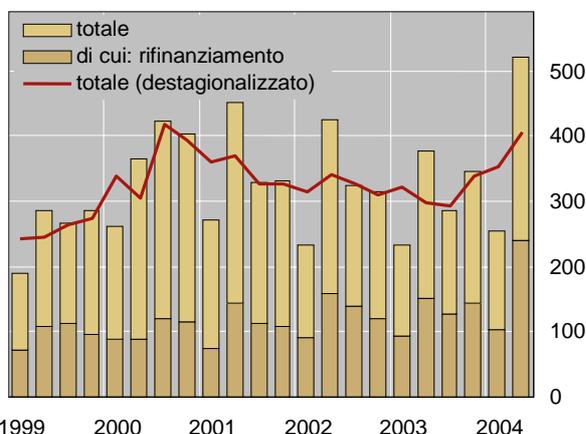
Anche l'Europa orientale ha mostrato un certo dinamismo, con sottoscrizioni per \$9 miliardi. I mutuatari russi – soprattutto compagnie petrolifere e minerarie, nonché banche commerciali – sono stati i più attivi (\$3,8 miliardi). Le banche ungheresi hanno sottoscritto contratti per \$1,1 miliardi. La società di telecomunicazioni bulgara Mobilitel EAD ha mutuato €650 milioni – la cifra più alta mai raccolta da un prenditore bulgaro sul mercato dei prestiti consorziali internazionali –, con cui ha proceduto al riacquisto di azioni proprie.

In America latina l'attività è stata trainata soprattutto dalle società messicane. L'azienda petrolifera statale Pemex ha rinnovato prestiti per \$1,25 miliardi, e \$2,3 miliardi sono andati a imprese private. Il Medio Oriente e l'Africa hanno raccolto \$3,1 miliardi, due terzi dei quali sottoscritti da Old Mutual plc, compagnia assicuratrice sudafricana, mediante un'operazione di rifinanziamento per £1,1 miliardi. Si tratta del contratto singolo più ingente di tutta l'area emergente nel secondo trimestre.

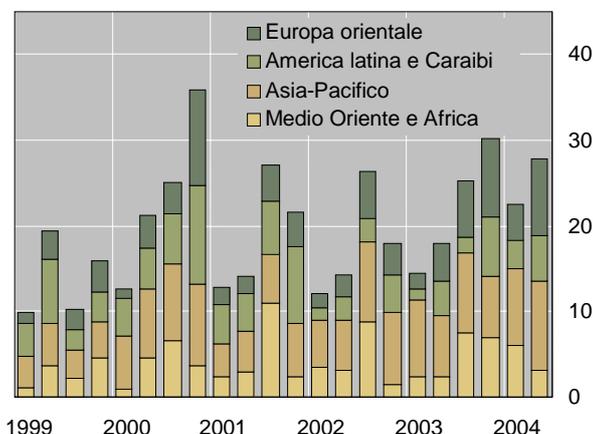
### Mercato internazionale dei prestiti consorziali

in miliardi di dollari USA

Prestiti sottoscritti



Prestiti alle economie emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Questi crediti, pari a \$2,6 miliardi, hanno sospinto le attività totali verso il paese a \$48 miliardi (grafico 2.5, diagramma di sinistra). Anche se la Turchia non è più il principale mutuatario dell'area, lo stock di crediti verso il paese è tornato ai livelli di fine 2000, dopo i minimi di metà 2002. Le banche tedesche continuano ad essere i maggiori creditori del paese, con attività totali per \$9,5 miliardi (in base al rischio ultimo), ma negli ultimi periodi sono aumentate anche le esposizioni bancarie di USA, Regno Unito e area dell'euro (grafico 2.5, diagramma centrale).

I residenti in Russia hanno depositato ingenti somme all'estero per il terzo trimestre consecutivo; al tempo stesso, sono altresì aumentate le riserve in valuta detenute dalla banca centrale. I depositi delle banche del paese, per \$5,3 miliardi, hanno innalzato le passività totali verso l'insieme dei settori russi a \$62,6 miliardi. Anche le attività verso soggetti non bancari hanno segnato un aumento, il sesto trimestrale, pari a \$2,6 miliardi, portando a \$25,6 miliardi lo stock netto totale di crediti verso la Russia, che si colloca al secondo posto tra i paesi emergenti dopo il Messico. Nel periodo in esame le banche nel Regno Unito hanno acquistato titoli di debito internazionali emessi da mutuatari non bancari russi per \$1,8 miliardi, buona parte dei quali denominata in dollari USA.

Gli afflussi rispecchiano i nuovi prestiti alla Turchia ...

... e i maggiori depositi delle banche in Russia