

2. Il mercato bancario internazionale

Dopo l'eccezionale espansione del primo trimestre 2004, l'attività bancaria internazionale è stata modesta nel secondo. Particolarmente deboli sono state le operazioni in dollari USA e in euro, poiché i crescenti rendimenti obbligazionari negli Stati Uniti e in altre regioni hanno indotto gli investitori a liquidare posizioni in titoli. Per contro, gli impieghi in yen hanno mostrato segni di crescita. Per la prima volta dalla fine del 2002 il credito in dollari USA a mutuatari non bancari, in particolare quelli residenti negli Stati Uniti, ha subito un calo, compensato peraltro da un moderato aumento dei prestiti interbancari.

L'area emergente ha registrato nel complesso un afflusso netto di fondi, anche se permangono alcune differenze fra le varie regioni. La crescita degli impieghi nei confronti di banche dell'Asia-Pacifico ha determinato afflussi netti verso quest'area, mentre è continuata la fuoriuscita di capitali dall'America latina. Le attività verso l'Europa emergente sono aumentate, ma il cospicuo collocamento di depositi presso banche dichiaranti alla BRI ha prodotto un deflusso su base netta dalla regione. Nonostante il rincaro del greggio nel secondo trimestre, i fondi depositati dai paesi esportatori di petrolio presso gli istituti dichiaranti hanno segnato una flessione. Inoltre, da metà 2001 – da quando cioè è iniziato l'ultimo ciclo ascendente dei prezzi petroliferi – la composizione per valuta delle passività nette delle banche nei confronti dei paesi produttori è mutata, con un lieve ridimensionamento dell'incidenza del dollaro.

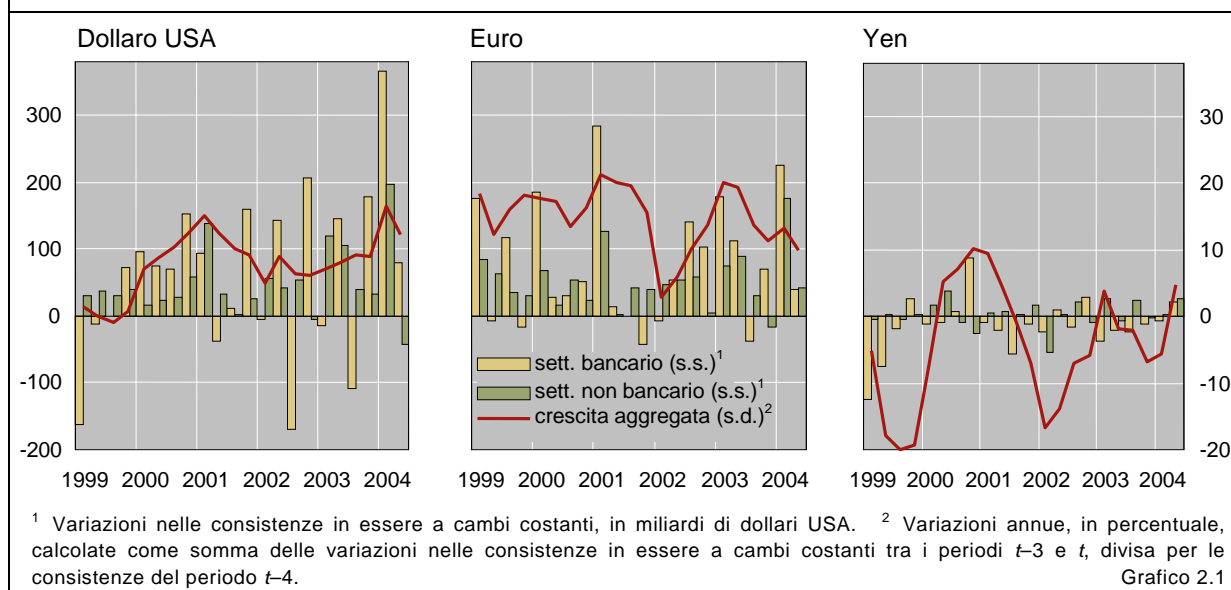
Secondo trimestre sottotono, dopo l'impennata del primo

Dopo l'incremento record del primo trimestre, il credito totale ha segnato una crescita solo modesta nel secondo. L'aumento dei rendimenti obbligazionari¹ ha indotto gli investitori a liquidare posizioni, e ciò ha reso particolarmente debole l'attività in dollari USA e in euro. Solo gli impieghi in yen hanno mostrato una certa vivacità (grafico 2.1). Le attività interbancarie delle banche dichiaranti alla BRI sono salite di \$200 miliardi, concorrendo per oltre l'80% all'incremento totale, mentre i nuovi crediti a imprese e altri mutuatari non

Debole crescita degli impieghi nonostante la ripresa dell'attività interbancaria

¹ Cfr. il "Quadro generale degli sviluppi" nell'edizione del giugno 2004 della Rassegna trimestrale BRI.

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



bancari hanno ristagnato, crescendo di soli \$40 miliardi, affluiti per i tre quarti a soggetti nei centri offshore. La combinazione di questi andamenti ha sospinto il credito complessivo di un modesto 1,4% rispetto al primo trimestre 2004, abbassando dal 14 all'11% il tasso di crescita su base annua.

Il minor credito al settore non bancario indebolisce l'attività in dollari USA

L'attività in dollari USA è stata particolarmente debole nel secondo trimestre, a causa soprattutto della flessione del credito a mutuatari non bancari negli Stati Uniti. I crediti totali in dollari sono saliti di \$38 miliardi grazie alle accresciute operazioni interbancarie, che hanno compensato la flessione dell'attività verso altre controparti. Gli andamenti nel comparto interbancario sono stati piuttosto insoliti in quanto i prestiti effettivi sono stati largamente superati dagli investimenti in titoli di debito internazionali². Gli impieghi complessivi in dollari USA verso prenditori *non bancari* sono di fatto diminuiti di \$42 miliardi, registrando il primo calo netto da fine 2002 e quello più ingente dall'inizio del periodo di rilevazione BRI³.

È significativo il fatto che i prestiti al settore non bancario degli Stati Uniti siano scesi per la prima volta dal terzo trimestre 2001. Essendo intervenuta in concomitanza con un aumento dei finanziamenti *interni* a breve (prestiti bancari ed emissioni di commercial paper), tale contrazione – pari a \$57 miliardi –

Le società di intermediazione mobiliare liquidano posizioni PcT

² I crediti interbancari sono cresciuti di \$80 miliardi, di cui quasi un terzo rappresentato da operazioni intragruppo e \$32 miliardi da attività in titoli di debito internazionali. Le banche nei centri offshore hanno acquistato titoli emessi da banche situate nel Regno Unito, in altri centri offshore e in Cina, mentre quelle negli Stati Uniti hanno acquistato titoli emessi da omologhe in Canada e nel Regno Unito.

³ I prestiti a mutuatari non bancari hanno subito una contrazione di \$51 miliardi, cui si è associato un calo delle disponibilità in titoli di debito internazionali. Le flessioni sono state parzialmente compensate da acquisti di azioni di residenti USA da parte di banche in centri offshore e, in misura minore, nel Regno Unito.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI

variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA¹

	2002	2003	2003			2004		Stock a fine giugno 2004
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1° trim.	2° trim.	
Attività internazionali totali	740,1	1 076,4	492,6	-110,0	315,8	1 232,5	239,8	17 341,4
sett. bancario	425,0	531,0	306,7	-229,5	277,1	826,9	200,0	11 247,8
sett. non bancario	315,2	545,4	185,9	119,5	38,7	405,5	39,8	6 093,6
Prestiti: sett. bancario	395,4	452,9	324,3	-263,8	249,3	727,9	128,5	9 554,8
sett. non bancario	103,8	277,0	24,8	92,3	18,1	196,2	-32,6	3 163,1
Titoli: sett. bancario	36,3	75,8	-8,2	22,5	35,1	76,0	58,9	1 205,0
sett. non bancario	202,2	208,3	122,9	8,3	6,5	192,2	31,3	2 570,7
Attività totali per valuta:								
dollaro USA	320,4	500,3	252,4	-68,3	210,9	562,8	37,8	6 922,2
euro	453,3	502,9	202,6	-8,0	53,9	400,9	82,8	6 381,1
yen	-42,3	-50,5	-25,4	0,7	-15,0	-1,9	49,4	820,7
altre valute ²	8,7	123,7	64,2	-34,5	65,9	270,7	69,8	3 217,4
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	315,1	459,0	159,9	103,3	47,0	344,5	11,2	4 771,6
Area dell'euro	117,4	157,3	67,5	50,5	-17,7	151,4	32,4	2 174,1
Giappone	4,1	38,4	15,6	6,5	-5,2	0,1	20,4	200,2
Stati Uniti	153,1	179,6	60,0	40,9	53,0	87,3	-41,1	1 557,1
Centri offshore	18,8	100,0	18,9	10,2	-10,1	41,6	30,7	702,9
Economie emergenti	-16,5	5,1	3,3	4,9	3,1	23,9	1,1	574,5
Non classificate ³	-2,2	-18,7	3,8	1,1	-1,3	-4,5	-3,1	44,6
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>44,5</i>	<i>415,2</i>	<i>88,8</i>	<i>51,7</i>	<i>94,1</i>	<i>187,5</i>	<i>35,1</i>	<i>2 527,1</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

non è necessariamente il sintomo di una debole domanda di prestiti societari⁴. Essa sembra piuttosto collegata alla liquidazione di posizioni PcT da parte di società di intermediazione mobiliare tra metà marzo e metà maggio, quando i rendimenti dei titoli del Tesoro USA sono cresciuti di 100 punti base. Il finanziamento delle transazioni mobiliari tramite operazioni PcT, e in particolare i legami fra banche nel Regno Unito e società di intermediazione mobiliare negli Stati Uniti, appaiono come una componente sempre più importante dei flussi bancari internazionali⁵. Coerentemente con questa liquidazione, il calo complessivo dei prestiti al settore non bancario negli Stati Uniti durante il trimestre in esame è stato in gran parte dovuto alle ridotte

⁴ I dati di flusso USA per il secondo trimestre 2004 indicano che i prestiti bancari a imprese – esclusi i settori agricolo e finanziario – sono aumentati di \$22 miliardi, il primo incremento dal 2000. Inoltre, le emissioni di commercial paper hanno registrato un aumento di \$34,4 miliardi nel primo trimestre 2004 e di \$32,9 miliardi nel secondo.

⁵ Cfr. la sezione monografica "Cambia il mercato londinese degli eurodollari" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

posizioni di banche nel Regno Unito e nei centri offshore. Inoltre, sono scese di \$14 miliardi le disponibilità degli istituti nel Regno Unito sotto forma di titoli di debito internazionali in dollari di soggetti non bancari residenti negli USA, che hanno anch'esse così segnato la flessione più elevata del periodo di rilevazione BRI.

In generale, la contrazione complessiva del credito a soggetti non bancari sarebbe stata più pronunciata senza il sensibile aumento dei prestiti a mutuatari nelle Isole Cayman: essi hanno ricevuto \$17 miliardi da banche negli Stati Uniti e altri \$1,4 miliardi da istituti nel Regno Unito e nell'area euro, che hanno portato il totale di questi prestiti a \$221 miliardi, pari al 9% delle attività totali in dollari USA verso mutuatari non bancari (rispetto all'8% dei due trimestri precedenti). L'incremento potrebbe essere ascrivibile all'accresciuta attività degli hedge fund: secondo stime, i fondi affluiti a questa classe di prenditori – molti dei quali hanno sede legale nelle Isole Cayman – hanno continuato a essere sostenuti nel secondo trimestre.

Recupero delle attività in yen

Nel secondo trimestre 2004 gli impieghi in yen hanno segnato una ripresa, seppure appena sufficiente a bilanciare la debole crescita delle attività in altre valute (grafico 2.1). Al livello di \$49 miliardi, l'aumento del credito totale è stato il maggiore dall'ultimo trimestre 2000 ed è essenzialmente riconducibile ai nuovi impieghi di banche in Giappone (\$19 miliardi), Regno Unito (\$15 miliardi) e Lussemburgo (\$14 miliardi). Gli istituti nel Regno Unito hanno collocato yen per un controvalore di \$11 miliardi presso banche in Giappone, oltre a importi minori presso istituti nelle Isole Cayman e negli Stati Uniti. Nello stesso tempo, le posizioni creditorie di banche nel Regno Unito in titoli di debito internazionali in yen emessi da soggetti non bancari in Giappone sono diminuite di \$8,7 miliardi, nonostante i \$11 miliardi di collocamenti netti (e i \$33 miliardi di emissioni annunciate) da parte di soggetti giapponesi⁶.

Aumentano gli impieghi in yen per effetto dell'attività interbancaria giapponese

La ripresa dei prestiti in yen erogati da banche nipponiche, benché non particolarmente ampia in base ai parametri storici, è stata forse quella di maggior rilievo. I crediti totali delle banche situate in Giappone hanno segnato nel secondo trimestre un aumento di \$31 miliardi, inferiore a quello del periodo precedente (\$44 miliardi), ma pur sempre significativo se si considera che vi hanno concorso tanto le operazioni in yen (\$19 miliardi) quanto quelle in dollari USA (\$14 miliardi). Sebbene l'attività interbancaria in yen delle banche in Giappone sia in calo almeno dal 1995 (grafico 2.2, diagramma di sinistra), i prestiti ad altri istituti bancari hanno rappresentato nel trimestre sotto rassegna oltre la metà della loro attività complessiva in tale moneta, registrando il primo aumento negli ultimi sei trimestri. Per contro, i prestiti in yen a soggetti non bancari, principalmente residenti nei centri offshore, sono andati aumentando dal secondo trimestre 2002.

⁶ Cfr. "Il mercato internazionale dei titoli di debito" nell'edizione del settembre 2004 della *Rassegna trimestrale BRI*.

Attività delle banche situate in Giappone

in miliardi di dollari USA

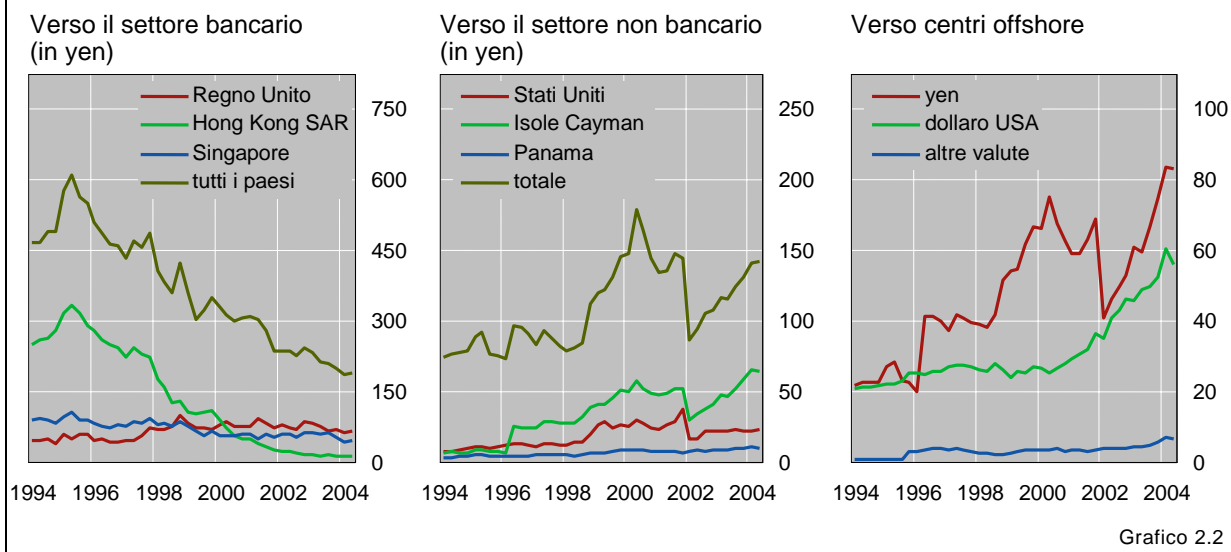


Grafico 2.2

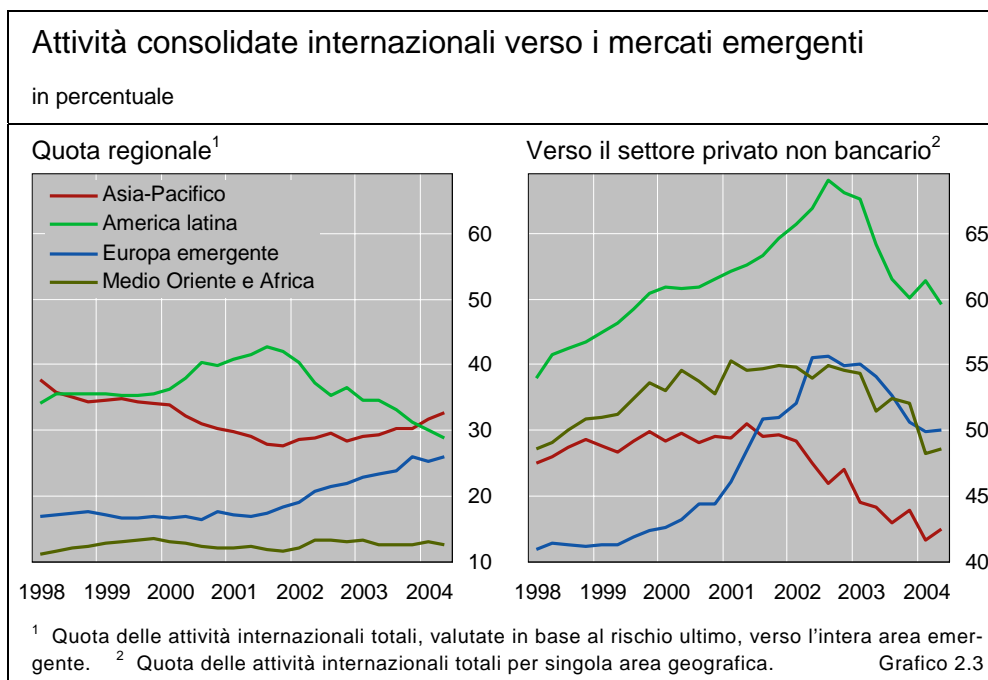
Il credito bancario continua a spostarsi dall'America Latina all'Asia

Prosegue
l'allontanamento
dall'America
latina ...

I nuovi prestiti ai mercati emergenti hanno superato di stretta misura un modesto aumento dei fondi depositati all'estero, dando origine al primo afflusso netto verso l'area emergente da un anno a questa parte. Le cifre aggregate, tuttavia, celano notevoli divergenze a livello geografico. Capitali sono defluiti da America latina ed Europa, mentre il nuovo credito a banche nell'Asia-Pacifico ha determinato afflussi netti verso questa regione. Le statistiche BRI su base consolidata, che compensano le posizioni intragruppo, segnalano come nel secondo trimestre 2004 il credito delle banche dichiaranti abbia ulteriormente favorito le regioni Asia-Pacifico ed Europa emergente e penalizzato l'America latina, continuando così una tendenza in atto dalla fine del 2001 (grafico 2.3). Le attività estere (calcolate in base al rischio ultimo) verso prenditori latino-americani sono scese a \$450 miliardi, pari al 29% dell'esposizione internazionale complessiva verso i mercati emergenti, contro il 30% del primo trimestre e il 35% di un anno prima.

L'America latina diviene fornitrice netta di fondi

Le banche hanno continuato a ridurre la propria esposizione verso i paesi dell'America latina, dando luogo al nono periodo consecutivo di deflussi netti da quest'area. Se negli ultimi trimestri a tale andamento hanno contribuito gli ingenti fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI, i \$5,1 miliardi di deflussi registrati su base netta nel periodo in esame sono dovuti principalmente a un calo di \$6,3 miliardi delle attività verso la regione. Anche in questo caso vi sono tuttavia state sostanziali differenze fra i vari paesi. I più significativi flussi netti in uscita sono stati registrati dal Venezuela, a causa dell'aumento dei depositi all'estero in un trimestre caratterizzato da prezzi petroliferi alti e in crescita. L'Argentina è stata interessata da un deflusso più



contenuto, derivante da una riduzione delle attività verso l'insieme dei settori del paese, con il proseguimento dei rimborsi e degli stralci di posizioni creditorie. Anche gli impieghi verso tutti i settori del Brasile hanno subito un sensibile calo (di \$4 miliardi), in ampia misura controbilanciato dal rimpatrio di depositi.

Grazie ai continui depositi presso banche dell'area dichiarante, nonché ai rimborsi e alle svalutazioni di crediti nei confronti di alcuni paesi prenditori della regione, negli ultimi tre trimestri l'America latina è divenuta nell'insieme fornitrice netta di fondi al sistema bancario internazionale. Complessivamente, negli ultimi tre periodi di rilevazione le consistenze nette di attività (attività totali meno passività totali) verso questa regione hanno assunto segno negativo per effetto sia delle accresciute passività nette verso banche, sia della flessione degli impieghi netti nei confronti del settore non bancario (grafico 2.4, diagramma di sinistra)⁷. In particolare, il settore bancario brasiliano – tuttora prenditore netto di fondi – ha contribuito da solo a buona parte della transizione, con un calo nello stock di attività nette verso le banche del paese dai \$27 miliardi di metà 2002 a \$1,5 miliardi nel trimestre sotto rassegna. Come mostra il diagramma centrale del grafico 2.4, ciò è dovuto in massima parte ai maggiori fondi depositati presso banche dichiaranti alla BRI. Nel contempo, è stato rilevante anche il calo dei crediti netti a soggetti non bancari in Argentina (grafico 2.4, diagramma di destra), benché dovuto principalmente alla continuazione dei rimborsi e degli stralci di prestiti.

... mentre la regione diventa creditrice netta ...

⁷ Un fattore che ha contribuito a tale risultato è la porzione dello stock totale di attività nette verso la regione non attribuita ad alcun paese in particolare, passata da -\$1,4 miliardi nel primo trimestre 2003 a -\$18,7 miliardi nel periodo in esame. Escludendo questa posta non classificata, lo stock di attività nette verso la regione nel suo insieme è divenuto negativo solo nel trimestre sotto rassegna.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2002	2003	2003			2004		Stock a fine giugno 2004
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4°trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale ²	Attività	-37,0	65,0	-4,6	20,6	14,7	67,9	26,1	1 102,6
	Passività	-45,9	71,9	-10,3	28,2	43,1	107,5	21,7	1 346,8
Argentina	Attività	-11,8	-8,5	0,9	-5,4	-2,1	-2,6	-1,1	20,0
	Passività	0,0	-0,8	0,1	-2,2	0,7	0,3	0,1	25,2
Brasile	Attività	-11,2	-7,2	-1,7	1,4	-9,1	1,8	-4,0	81,2
	Passività	-8,0	14,4	6,6	7,9	-3,4	5,0	-3,6	58,0
Cina	Attività	-12,4	13,5	-6,4	4,9	-1,0	13,9	10,1	84,6
	Passività	-3,6	-6,4	-11,3	1,8	1,8	21,6	20,6	130,9
Corea	Attività	2,3	3,7	0,5	0,8	1,7	-1,7	0,8	18,8
	Passività	-3,7	-2,4	0,1	0,2	-0,9	-2,6	2,5	9,9
Indonesia	Attività	-6,0	-4,6	-1,0	-1,9	-0,8	0,3	-0,9	28,1
	Passività	-2,4	0,2	-0,1	-0,5	0,3	-0,2	-2,1	33,8
Messico	Attività	8,2	-1,0	-2,0	-1,5	0,1	14,3	-8,5	82,7
	Passività	0,5	7,3	-6,1	2,1	12,1	21,7	-4,8	56,6
Polonia	Attività	3,1	-0,7	-0,1	0,8	-0,9	7,5	-0,6	71,8
	Passività	-11,4	6,2	2,2	-0,3	-0,1	4,0	-0,7	65,2
Rep. ceca	Attività	2,9	3,3	0,9	1,0	0,4	2,4	2,1	37,2
	Passività	-3,1	-0,1	-1,1	-1,0	1,2	3,0	3,9	25,6
Russia	Attività	3,6	12,1	1,7	2,8	5,8	3,4	-0,3	55,1
	Passività	9,6	16,2	-4,4	7,2	7,9	5,0	7,8	70,3
Sudafrica	Attività	-0,4	-1,2	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,3	18,7
	Passività	2,7	9,7	4,8	1,4	2,8	4,1	1,8	37,9
Thailandia	Attività	-5,0	-1,6	0,3	0,0	-1,6	-1,0	-0,4	17,4
	Passività	-4,6	5,7	-0,9	0,9	3,2	-1,5	-0,8	26,4
Turchia	Attività	-2,8	5,3	-0,5	3,4	0,1	4,1	3,4	51,4
	Passività	0,0	-0,4	1,5	1,0	0,9	2,9	0,9	24,0
<i>Per memoria:</i>									
<i>nuovi paesi della UE³</i>	<i>Attività</i>	<i>9,2</i>	<i>20,9</i>	<i>1,2</i>	<i>5,6</i>	<i>8,5</i>	<i>3,9</i>	<i>6,7</i>	<i>129,3</i>
	<i>Passività</i>	<i>-5,9</i>	<i>-0,4</i>	<i>-1,3</i>	<i>2,0</i>	<i>0,8</i>	<i>3,2</i>	<i>4,8</i>	<i>69,1</i>
<i>membri OPEC</i>	<i>Attività</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>1,4</i>	<i>139,8</i>
	<i>Passività</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>-11,8</i>	<i>-10,2</i>	<i>12,2</i>	<i>16,5</i>	<i>-2,4</i>	<i>287,3</i>

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

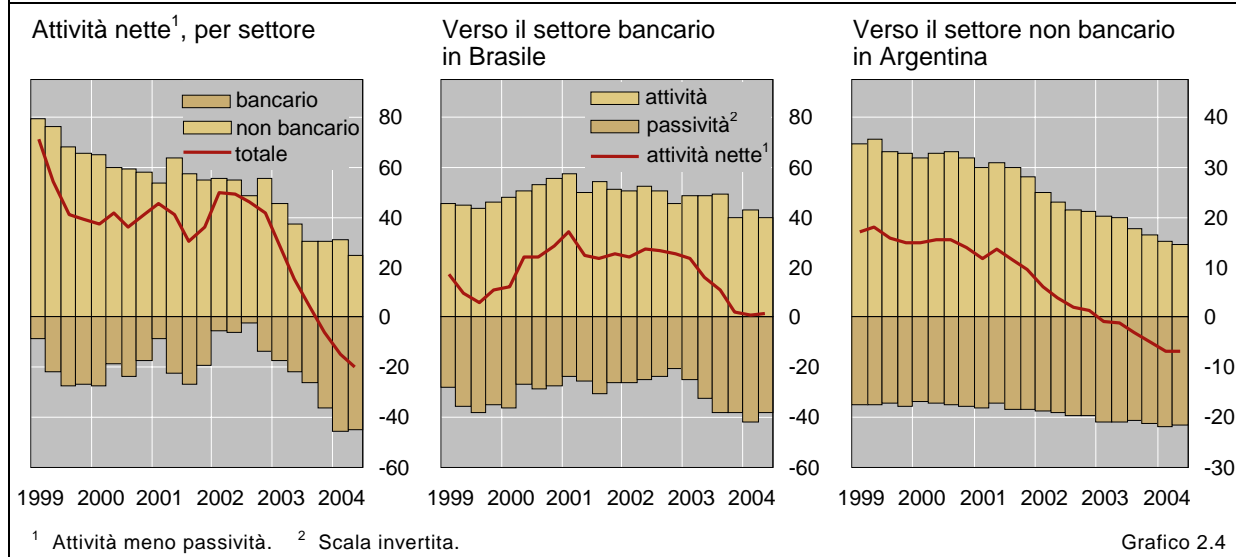
Tabella 2.2

... nonostante le sue emissioni obbligazionarie

Tale mutamento si è accompagnato a un'intensa attività di emissione di titoli di debito internazionali da parte di mutuatari della regione. Sebbene le emissioni nette di Argentina, Brasile e Messico siano state negative nel secondo trimestre (grafico 2.5), le tendenze di più lungo periodo indicano nondimeno uno spostamento dal finanziamento bancario a quello obbligazionario, specie da parte dei prenditori non bancari. I titoli di debito rappresentano attualmente il 59% del credito internazionale totale a soggetti non bancari della regione, rispetto al 54% del primo trimestre 2001 e al 46% del primo trimestre

Esposizione verso l'America latina e i Caraibi

in miliardi di dollari USA



1999. Contemporaneamente all'ascesa delle emissioni obbligazionarie, le statistiche consolidate della BRI – che consentono una più puntuale scomposizione settoriale delle attività bancarie – mostrano come all'interno dell'esposizione delle banche dichiaranti sia tendenzialmente diminuita l'incidenza del settore *privato* non bancario, ossia dei mutuatari che più sono ricorsi all'emissione di titoli di debito (grafico 2.3, diagramma di destra).

Afflussi di fondi alla regione Asia-Pacifico, malgrado i depositi della Cina

I nuovi prestiti erogati alle banche dell'Asia-Pacifico, insieme al rimpatrio di depositi da parte di alcuni paesi, hanno determinato un saldo positivo dei flussi a quest'area. Lo stock delle attività nette verso la regione ha oscillato negli ultimi trimestri per l'influsso congiunto dei fondi netti depositati all'estero da residenti cinesi e dell'aumento su base netta dei crediti verso residenti di Taiwan, Cina⁸ (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Nel periodo in esame le consistenze nette dei fondi incanalati dall'Asia-Pacifico nel sistema bancario internazionale sono scese a \$64 miliardi, dopo essere tendenzialmente salite nei tre trimestri precedenti. Le banche a Taiwan, nelle Filippine, in Indonesia e in Corea hanno rimpatriato depositi, mentre quelle in Cina e, in misura minore, India hanno collocato all'estero somme relativamente considerevoli per il secondo trimestre consecutivo.

I movimenti di capitali in entrata a Taiwan – dovuti al rimpatrio di depositi e ai prestiti interbancari – sono stati i più cospicui della regione, rispecchiando forse le aspettative di un apprezzamento del nuovo dollaro di Taiwan nei confronti del dollaro USA. Le banche nel paese hanno prelevato \$7,1 miliardi da depositi bancari in dollari USA in essere presso gli Stati Uniti e mutuato

Rimpatrio dei depositi a Taiwan ...

⁸ Di seguito, Taiwan.

Credito al settore non bancario in America latina e nei Caraibi

in miliardi di dollari USA

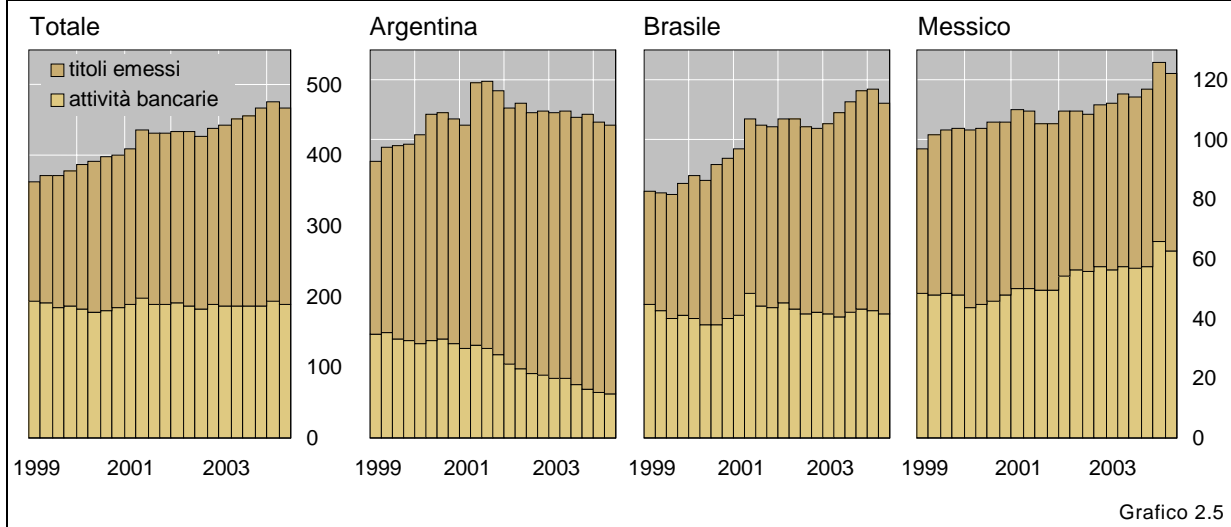


Grafico 2.5

importi relativamente ingenti (\$9,4 miliardi) da banche dichiaranti alla BRI⁹. Ciò ha determinato afflussi netti di fondi a Taiwan per \$17 miliardi, spingendo verso il pareggio il saldo dei crediti totali nei confronti del paese (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Al tempo stesso, i residenti non bancari di Taiwan hanno accresciuto per il secondo trimestre consecutivo il proprio indebitamento in dollari USA presso banche interne, questa volta per \$2,4 miliardi.

... ma deflussi netti da Cina e Corea

Altri paesi della regione, in particolare Cina e Corea, hanno invece registrato deflussi netti di fondi. Come nel trimestre precedente, le banche in Cina hanno depositato somme considerevoli (\$21 miliardi) presso istituti dichiaranti esteri¹⁰. Si è trattato principalmente di depositi in dollari USA, ma sono cresciuti anche quelli in yen e in dollari di Hong Kong (grafico 2.6, diagramma di destra). Tale incremento, ancorché compensato in parte da \$11,5 miliardi di nuovi prestiti interbancari affluiti alle banche in Cina, ha determinato deflussi netti dal paese per \$10,5 miliardi. In Corea i deflussi di fondi registrati su base netta per il quarto trimestre consecutivo sono riconducibili sia alla contrazione dei prestiti verso l'insieme dei settori, sia alla cessione di partecipazioni azionarie in società non bancarie del paese da parte di banche dichiaranti alla BRI. Questo calo di attività si è accompagnato a un rimpatrio di depositi (principalmente in dollari USA) per \$4,4 miliardi ad opera del sistema bancario coreano.

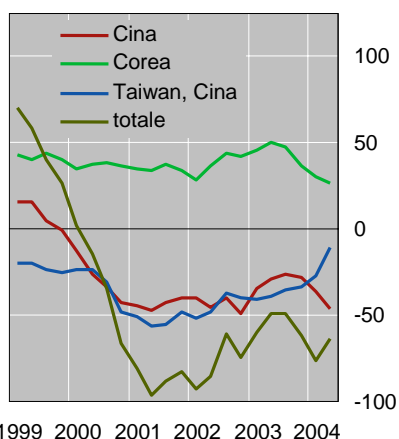
⁹ Questo ingente rimpatrio di depositi è intervenuto malgrado l'aumento delle riserve valutarie totali di Taiwan nel secondo trimestre, ed è stato parzialmente compensato dall'incremento – pari a \$2,1 miliardi – dei depositi effettuati dalle banche a Taiwan presso omologhe nel Regno Unito.

¹⁰ Le riserve valutarie totali della Cina sono aumentate da \$440 miliardi del primo trimestre 2004 a \$471 miliardi nel secondo.

Esposizione verso l'Asia-Pacifico

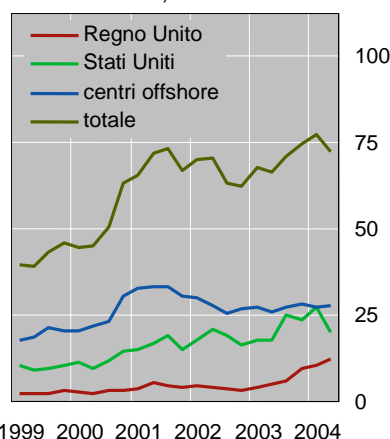
in miliardi di dollari USA

Attività nette¹



¹ Attività meno passività.

Passività (depositi) verso Taiwan, Cina



Passività (depositi) verso la Cina

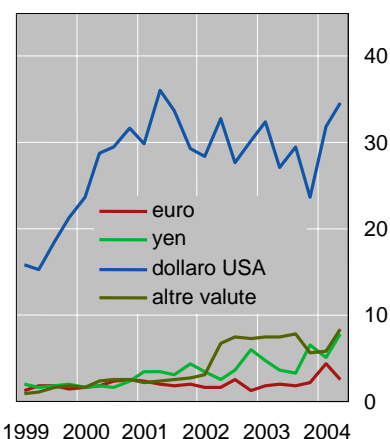


Grafico 2.6

L'acquisizione di una banca in Corea ha determinato, su base consolidata, un forte aumento (\$36 miliardi) delle attività in valuta locale delle banche USA verso residenti del paese. A questo risultato – dovuto a una riclassificazione degli impieghi esistenti – ha fatto riscontro un analogo incremento delle passività in valuta locale. Esso ha fatto salire i crediti in won delle banche dichiaranti nei confronti della Corea al 48% delle attività estere totali verso questo paese, rispetto al 29% dei due trimestri precedenti¹¹. Se si escludono le posizioni creditorie delle banche USA, gli impieghi in valuta locale verso la regione sono rimasti stabili.

I depositi russi all'origine del primo deflusso netto dall'Europa emergente negli ultimi sei trimestri

Nonostante i prestiti relativamente cospicui affluiti all'insieme dei settori della regione, l'aumento dei fondi depositati presso le banche dichiaranti alla BRI ha determinato un deflusso netto di capitali dall'Europa emergente. Le attività verso tutti i settori, in crescita da undici trimestri, sono salite nel periodo sotto rassegna di \$11 miliardi, una cifra alquanto ragguardevole. Ma i depositi all'estero sono stati ancor maggiori, originando \$6 miliardi di deflussi netti, il primo saldo negativo dal terzo trimestre 2002. Come nei tre periodi precedenti, sono state le banche in Russia ad effettuare il maggior volume di depositi (cfr. infra). Dal canto loro, gli istituti in Polonia e Repubblica ceca hanno collocato all'estero fondi per \$3,7 e 2,6 miliardi rispettivamente, in parte rappresentati da riserve valutarie¹². Il deflusso dalla regione nel suo insieme è intervenuto

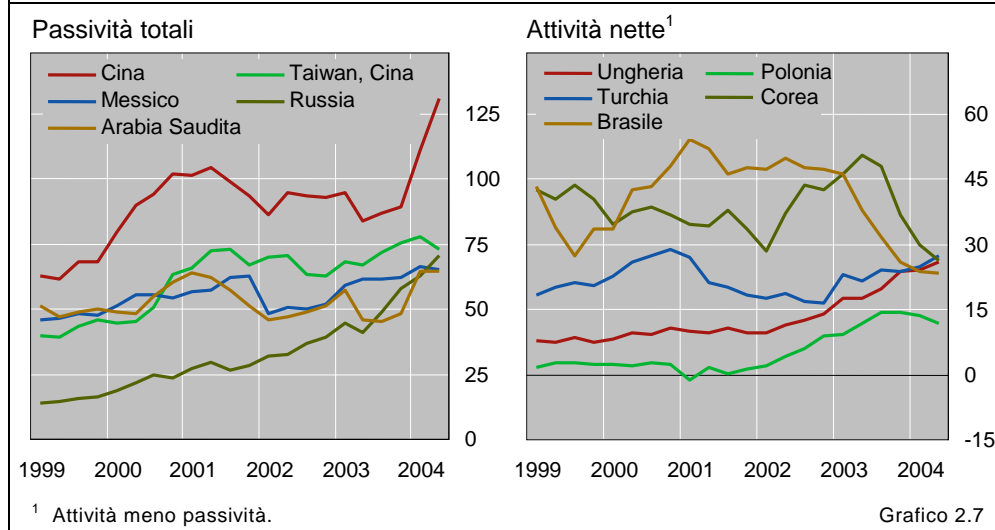
Deflussi dall'Europa emergente ...

¹¹ Gli impieghi in valuta locale delle banche USA verso la Corea sono balzati all'86% delle loro attività internazionali totali verso questo paese, dal 52% del trimestre precedente.

¹² Nel secondo trimestre le riserve valutarie della Repubblica ceca detenute presso banche all'estero sono aumentate di \$755 milioni, quelle della Polonia di \$1,4 miliardi.

Esposizione verso alcuni paesi emergenti

in miliardi di dollari USA



nonostante i \$2 miliardi di capitali affluiti al gruppo dei nuovi paesi membri della UE.

... trainati dai depositi effettuati da banche russe ...

Come accennato, nel secondo trimestre 2004 i residenti della Russia hanno continuato a depositare fondi presso banche dichiaranti alla BRI, determinando così il deflusso netto di capitali registrato dall'Europa emergente nel suo complesso. Le banche in Russia hanno collocato all'estero \$7,4 miliardi, diretti principalmente verso istituti nel Regno Unito, negli Stati Uniti e in Francia¹³. I problemi di liquidità interna cui hanno dovuto far fronte alcune banche russe in giugno non sembrano aver avuto conseguenze sulle loro attività internazionali. Il continuo deflusso di depositi dalla fine del 2002 ha innalzato a \$70,3 miliardi lo stock di passività totali delle banche dichiaranti nei confronti della Russia che, avendo superato le consistenze di Arabia Saudita (\$64,4 miliardi) e Messico (\$65,2 miliardi), si colloca ora al terzo posto dopo Cina (\$130,9 miliardi) e Taiwan (\$72,9 miliardi) (grafico 2.7, diagramma di sinistra). Su base netta, benché la Russia resti ancora indietro rispetto a molte altre economie, il contributo fornito dall'insieme dei settori del paese al sistema bancario internazionale è salito a \$15,2 miliardi, scavalcando Kuwait e Taiwan e approssimandosi a Egitto e Venezuela, un risultato di tutto rispetto per unpaese che solo nel 2002 figurava come prenditore netto di fondi.

... nonostante le accresciute attività verso Turchia, Polonia e Ungheria

Le attività verso l'Europa emergente sono state alimentate dai crediti a residenti di Turchia, Polonia e Ungheria. In Turchia, i nuovi prestiti concessi all'insieme dei settori – soprattutto da banche nel Regno Unito – hanno sospinto i crediti totali verso il paese a \$51,4 miliardi, al secondo posto dopo la Russia. Negli ultimi trimestri lo stock di crediti netti verso Turchia e Ungheria ha mostrato una tendenza ascendente, dovuta a un aumento delle attività nei confronti di questi paesi. Nel periodo in esame le consistenze nette di attività

¹³ Le riserve valutarie totali della Russia sono passate dai \$79,6 miliardi del primo trimestre a \$84,5 miliardi del secondo.

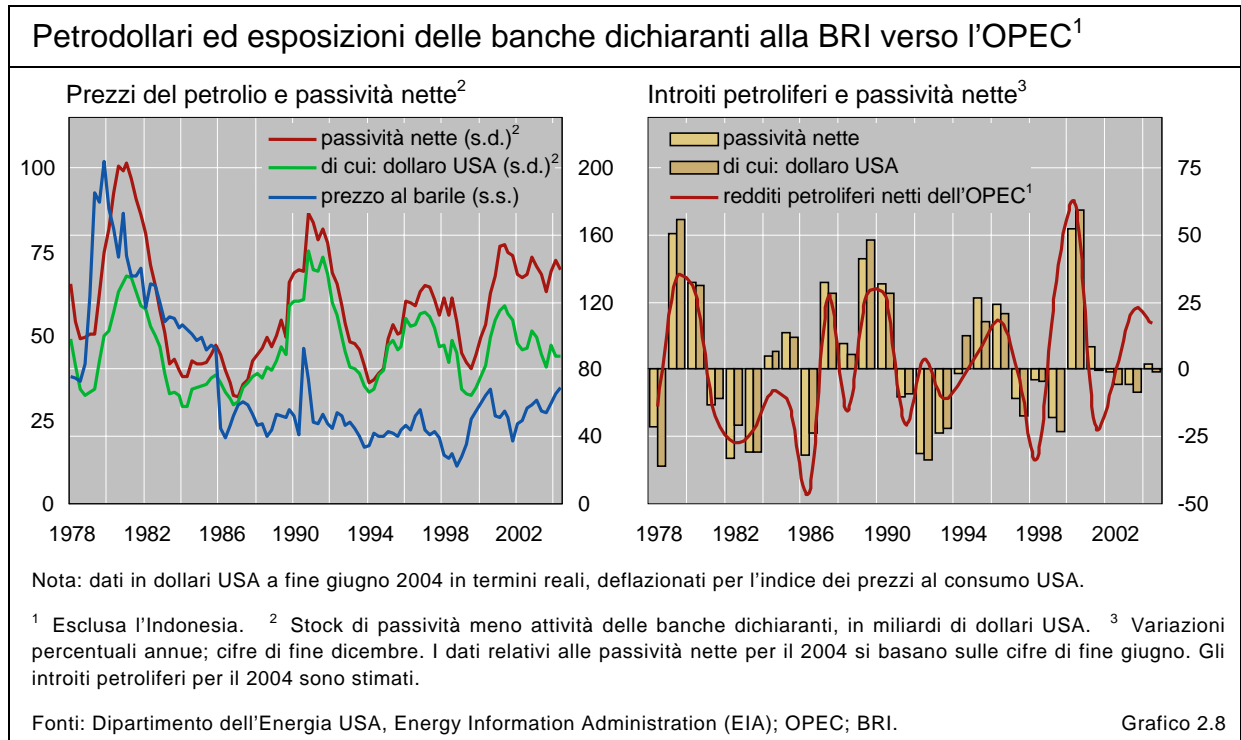
verso la Turchia (\$27,4 miliardi) hanno superato quelle verso la Corea, facendo del paese il maggiore prenditore netto di fondi dell'area emergente (grafico 2,7, diagramma di destra); l'Ungheria segue di stretta misura, con uno stock salito a \$26 miliardi, dai \$17,5 miliardi di un anno prima.

Prezzi petroliferi e avanzi OPEC: uno spostamento in favore dell'euro?

Sebbene i maggiori prezzi petroliferi contribuiscano in genere a innalzare le eccedenze dei paesi dell'OPEC, i recenti rincari hanno prodotto un impatto minimo, se non nullo, sullo stock di fondi depositati all'estero. Tuttavia, vi sono indicazioni secondo cui si starebbe modificando l'incidenza del dollaro USA sul totale dei depositi di questi paesi. In altri termini, nell'ultimo ciclo il comovimento tra corsi del greggio e avanzi in dollari dell'OPEC sembra essere meno evidente rispetto al passato.

Dall'esperienza storica si può senz'altro discernere una correlazione, ancorché non lineare, tra prezzi del greggio, entrate petrolifere e stock netto di fondi depositati dai paesi dell'OPEC presso banche dichiaranti. Come illustrato nel diagramma di sinistra del grafico 2.8, le consistenze reali nette delle passività nei confronti di questi paesi – che forniscono una misura del saldo dei fondi da essi incanalati nel sistema bancario internazionale – sono in genere cresciute all'aumentare dei prezzi reali del petrolio, talora con uno sfasamento temporale¹⁴. I paesi OPEC hanno depositato (in parte) i loro introiti petroliferi presso banche all'estero, per poi prelevarli in periodi di più lenta crescita dei proventi. Il diagramma di destra del grafico 2.8 mostra infatti che le fasi di

La relazione storica fra prezzi petroliferi e depositi esteri ...



¹⁴ In questo esercizio l'Indonesia è stata esclusa dal gruppo dei paesi dell'OPEC.

crescita elevata dello stock netto di passività nei confronti dei paesi OPEC si sono generalmente accompagnate a periodi di ascesa dei ricavi petroliferi. Tale relazione emerge con la massima evidenza durante il secondo shock petrolifero alla fine degli anni settanta, ma si fa più tenue sul finire del decennio successivo, quando gli ingenti depositi netti di dollari USA non sembrano derivare da un balzo altrettanto cospicuo dei prezzi reali del greggio. Ciò potrebbe rispecchiare più una fuga verso la sicurezza o l'investimento in attività alternative che non una reazione amplificata al picco – relativamente modesto e di breve durata – dei prezzi reali del petrolio nel periodo intorno alla prima guerra del Golfo.

... è meno evidente nell'ultimo ciclo

Per quel che riguarda il ciclo più recente il quadro è decisamente più sfumato. In termini reali, nel secondo trimestre i prezzi del petrolio hanno raggiunto livelli non più registrati dalla prima guerra del Golfo, pur rimanendo sensibilmente inferiori ai massimi raggiunti durante il secondo shock petrolifero di fine anni settanta. Tra il quarto trimestre 1998 e il terzo trimestre 2000 essi sono aumentati del 207%¹⁵, mentre – con un lieve sfasamento – lo stock delle passività nette in termini reali nei confronti dei paesi OPEC si è pressoché raddoppiato (grafico 2.8)¹⁶. Dopo essere calati di quasi il 50% tra fine 2000 e metà 2001, i prezzi reali del greggio sono nuovamente aumentati, guadagnando l'85% dal quarto trimestre 2001. Tuttavia, a differenza di quanto accaduto in passato, nell'ultimo ciclo le consistenze nette di fondi depositati all'estero non sono cresciute: dal secondo trimestre 2002 il saldo delle passività delle banche dichiaranti verso i paesi dell'OPEC è rimasto relativamente stabile in termini reali, salendo di appena il 3%. Inoltre, in tale periodo lo stock netto reale delle passività in essere in dollari USA ha di fatto perso il 4%. Nel complesso, ciò indica che durante il ciclo più recente i proventi petroliferi non sono stati convogliati nel sistema bancario internazionale, o per lo meno non tanto quanto nei periodi precedenti.

Diminuisce l'incidenza del dollaro USA nei depositi dei paesi OPEC

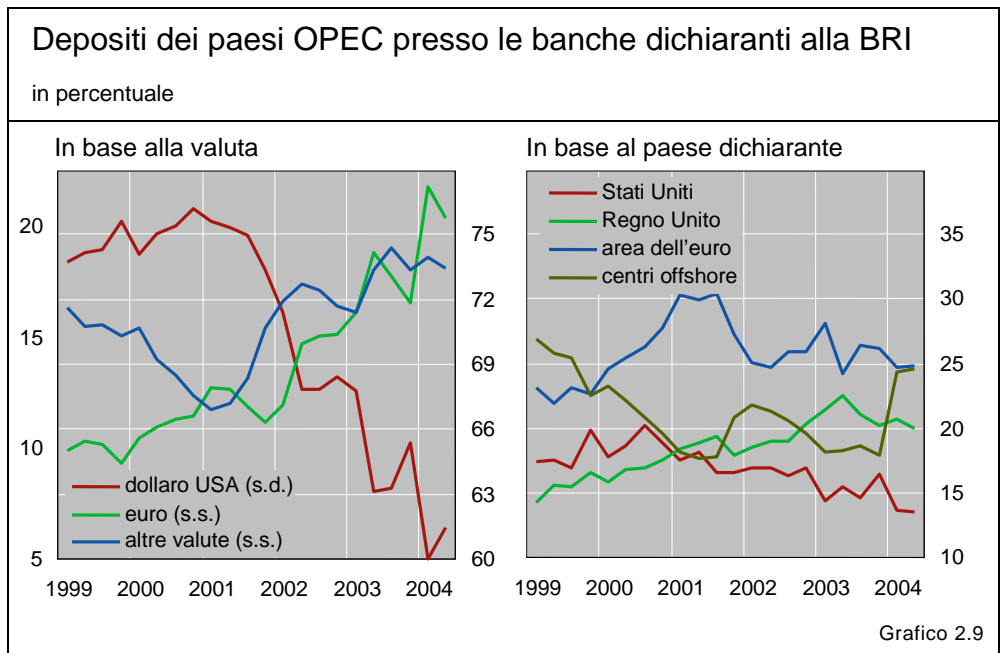
Malgrado i modesti depositi effettuati dai paesi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI, negli ultimi tre anni è emerso con chiarezza un lieve mutamento nella loro composizione per valuta. Dal terzo trimestre 2001 gli introiti petroliferi sarebbero stati convogliati in misura crescente su depositi in euro e altre valute. Come mostrano il grafico 2.8 e più in particolare il diagramma di sinistra del grafico 2.9, le monete diverse dal dollaro USA concorrono a una quota sempre maggiore dei fondi depositati da questi paesi presso le banche dichiaranti. Tra il terzo trimestre 2001 e il periodo sotto rassegna, l'incidenza del dollaro USA è scesa dal 75 al 61,5%, mentre quella dell'euro è aumentata dal 12 al 20%. In certa misura, questo risultato potrebbe essere dovuto al diverso andamento dei tassi di interesse negli Stati Uniti e nell'area dell'euro dalla fine del 1998: in media, tra dicembre 1998 e marzo 2001 i tassi a breve termine in dollari USA hanno superato di 2,1 punti

¹⁵ I dati annui della Energy Information Administration statunitense indicano che i proventi petroliferi dei paesi OPEC sono saliti da \$126 miliardi nel 1998 a \$267 miliardi nel 2000, con un incremento del 113%. Per il 2004 sono previsti introiti per \$286 miliardi.

¹⁶ In termini reali lo stock netto delle passività nei confronti dei paesi OPEC è aumentato del 91% tra il terzo trimestre 1999 e il secondo trimestre 2000.

percentuali i corrispondenti tassi in euro, mentre tra aprile 2001 e giugno 2004 essi sono stati inferiori di 1,3 punti percentuali.

Nel secondo trimestre 2004, quando i prezzi petroliferi *nominali* hanno raggiunto il massimo storico, le passività nette delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi OPEC sono di fatto diminuite (a \$142 miliardi)¹⁷. La flessione rispetto al primo trimestre è attribuibile a un calo di \$4,9 miliardi dei depositi in euro detenuti da banche dell'Arabia Saudita presso omologhe in Germania, centri offshore e Regno Unito. Le passività in dollari USA verso tali paesi sono cresciute in misura solo modesta, di \$2,8 miliardi, grazie ai maggiori depositi effettuati da residenti del Venezuela.



¹⁷ Lo stock lordo delle passività nei confronti dei paesi dell'OPEC (eccettuata l'Indonesia) è sceso a \$253 miliardi nel secondo trimestre.

Prosegue la vivace attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali

Jesper Wormstrup

Nel terzo trimestre 2004 l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è rimasta vivace. Nonostante un calo rispetto al periodo precedente, il volume totale registrato di \$430 miliardi rappresenta un massimo storico su base destagionalizzata (diagramma di sinistra del grafico seguente). Analogamente al trimestre precedente, le operazioni di rifinanziamento – ivi compreso il prefinanziamento di prestiti non ancora giunti a scadenza – hanno raggiunto livelli elevati (\$232 miliardi), rispecchiando le favorevoli condizioni finanziarie prevalenti nel mercato. I prestiti a fronte di fusioni e acquisizioni, incluse le operazioni di "leveraged buyout", sono balzati a \$90 miliardi, rispetto alla media trimestrale di \$40 miliardi circa degli ultimi tre anni. A tale incremento hanno principalmente concorso le imprese dei settori sanitario, farmaceutico, delle telecomunicazioni, petrolifero e del gas naturale.

Benché inferiori al picco del trimestre precedente, le sottoscrizioni di prestiti da parte di soggetti USA sono rimaste piuttosto sostenute, con un volume totale pari a \$206 miliardi. Gli importi maggiori sono stati raccolti nei settori energetico, sanitario e alimentare, ma l'operazione singola più ingente è stata allestita per Caterpillar Inc, produttore di motori e macchinari, sotto forma di un credito rotativo per \$5 miliardi. Prenditori di qualità non bancaria (ossia, con rating inferiore a BBB) si sono assicurati una quota insolitamente elevata della raccolta complessiva dei mutuatari provvisti di rating: oltre il 40%, contro una media storica di circa il 20%.

A differenza degli Stati Uniti, nell'Europa occidentale l'attività è cresciuta moderatamente rispetto al trimestre precedente. Su un totale di \$150 miliardi, ben \$66 miliardi sono stati sottoscritti da soggetti francesi. L'agenzia governativa CADES ha ottenuto un prestito ponte/rotativo a breve per €20 miliardi, la terza operazione per dimensioni sul mercato dei prestiti sindacati internazionali[®], mentre la società farmaceutica Sanofi-Synthelabo SA ha concluso un'operazione per €16 miliardi finalizzata ad acquisizioni e rifinanziamenti. Tra i principali prestiti a favore di mutuatari dell'Europa occidentale figurano anche le operazioni di rifinanziamento di Deutsche Telekom AG (€5 miliardi) e dell'operatore spagnolo Auna Operadores de Telecomunicaciones SA (€4,5 miliardi).

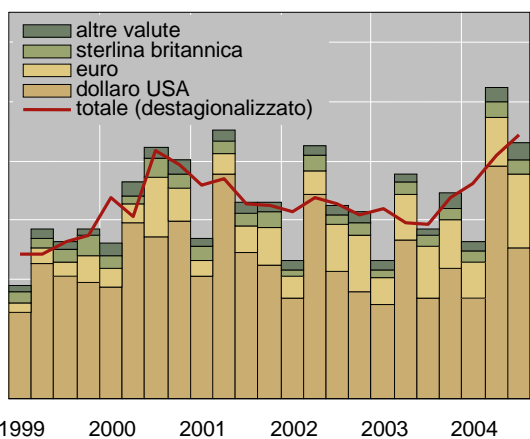
Nel terzo trimestre 2004 è proseguita la dinamica ascendente dei prestiti a mutuatari dei mercati emergenti (diagramma di destra del grafico). Con un totale di \$32,5 miliardi, le sottoscrizioni hanno raggiunto il valore massimo mai registrato dal 1997 in un terzo trimestre. In linea con gli ultimi periodi di rilevazione, ad aggiudicarsi l'importo maggiore (\$11,3 miliardi) sono stati i soggetti asiatici, in particolare i settori taiwanesi dell'elettronica e dei computer, nonché banche commerciali di India, Corea e Kazakistan.

Nell'Europa orientale l'attività, pari a \$7,9 miliardi, è stata principalmente alimentata da società petrolifere e metallurgiche russe. Anche le banche commerciali turche si sono fatte notare, stipulando contratti per un controvalore di \$2,2 miliardi con spread fino a 65 punti base più bassi rispetto a un anno fa. La raccolta dei prenditori di Medio Oriente e Africa è stata trainata dalle cospicue sottoscrizioni della società petrolifera nazionale dell'Angola Sonangol (\$2,35 miliardi), dell'impresa energetica Dolphin Energy Ltd degli Emirati Arabi Uniti (\$1,36 miliardi) e della Reserve Bank del Sudafrica (\$1 miliardo). In America latina più della metà del volume totale sottoscritto (\$6,5 miliardi) è andata al settore societario messicano, grazie anche al prestito a termine di \$2,4 miliardi accordato alla società di telecomunicazioni Telmex, la maggiore operazione di tutta l'area emergente nel terzo trimestre.

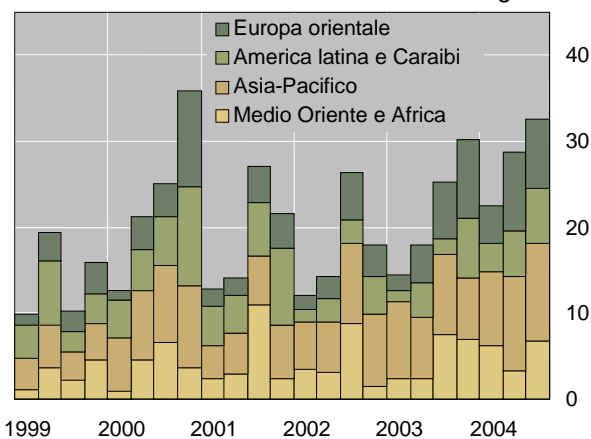
Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

in miliardi di dollari USA

Totale delle sottoscrizioni in base alla valuta



Sottoscrizioni a mutuatari dei mercati emergenti



Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

[®] Dopo i contratti di France Telecom (€30 miliardi, luglio 2002) e AT&T Corp (\$25 miliardi, dicembre 2000).

