

2. Il mercato bancario internazionale

Nel secondo trimestre 2005 l'attività interbancaria è stata il fattore trainante della forte crescita degli impieghi internazionali delle banche dichiaranti alla BRI. Queste ultime hanno incanalato verso il settore bancario negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore fondi riconducibili per circa un terzo a operazioni intragruppo. Anche il credito ai mutuatari non bancari ha continuato ad aumentare, per effetto degli investimenti in titoli di debito, emessi principalmente nell'area dell'euro.

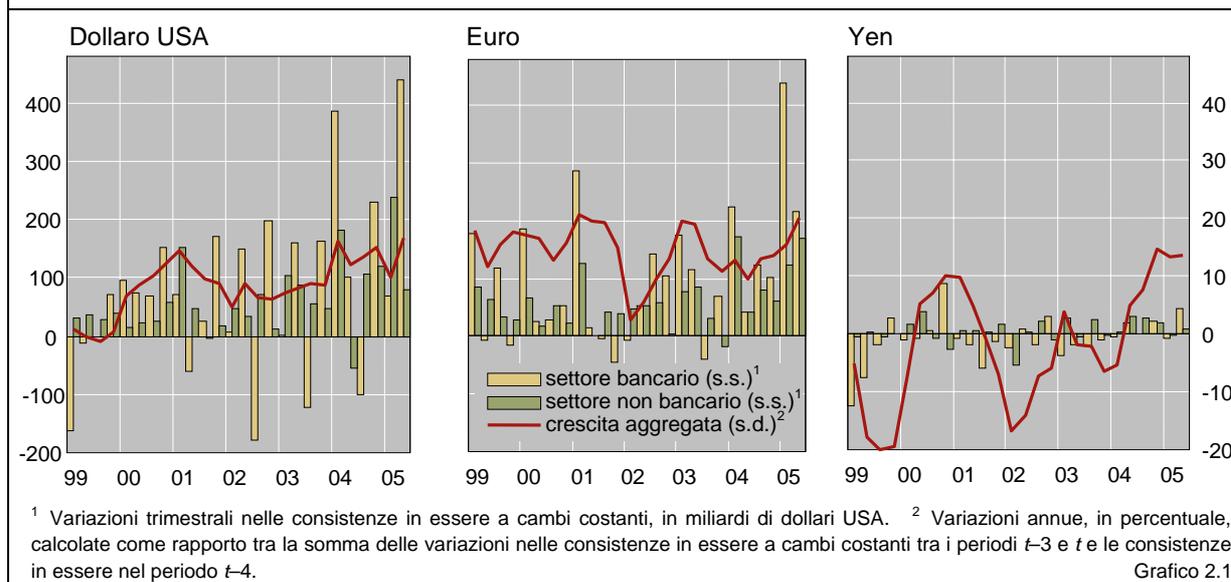
Nel complesso le economie emergenti hanno registrato un ingente deflusso netto di fondi nel secondo trimestre. Il rincaro del petrolio ha dato origine a cospicui deflussi di capitali dai paesi esportatori. Di conseguenza, i depositi collocati presso le banche dichiaranti alla BRI sono andati aumentando in quanto tali paesi hanno piazzato parte dei capitali in uscita nelle banche estere. L'incremento dei collocamenti di residenti di Arabia Saudita, Russia, Venezuela e di altri paesi esportatori di petrolio è la causa principale del deflusso netto relativamente ampio di fondi dalle economie emergenti rilevato dai dati BRI.

In un'ottica di più lungo periodo, il riciclaggio dei petrodollari nel sistema finanziario internazionale durante l'ultimo ciclo differisce per vari importanti aspetti dalla dinamica osservata nei precedenti periodi di rincaro del greggio. Mentre in passato i paesi esportatori avevano collocato una porzione significativa dei loro petrodollari in depositi bancari, nel ciclo più recente essi hanno convogliato una porzione maggiore di questi fondi altrove. Ciò ha accresciuto la quota di petrodollari che non può essere identificata in base ai dati di controparte. Inoltre, benché i depositi di petrodollari siano ridivenuti significativi, l'importanza dei paesi membri dell'OPEC come fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI si è ridotta nel tempo.

Espansione internazionale dei crediti dovuta principalmente all'attività interbancaria

Le attività internazionali totali hanno continuato a segnare una forte crescita per il secondo trimestre consecutivo, soprattutto a causa delle operazioni interbancarie (grafico 2.1). I crediti totali delle banche dichiaranti alla BRI sono saliti di \$1,1 trilioni nel secondo trimestre 2005, raggiungendo

Credito internazionale in base al settore e alla valuta



\$23,1 trilioni. Ciò ha sospinto la crescita su base annua al 16%, il tasso più elevato registrato nelle statistiche BRI dal primo trimestre 1988. I prestiti interbancari, di cui circa un terzo del totale era rappresentato da trasferimenti intragruppo, sono stati convogliati principalmente verso banche negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nei centri offshore.

Anche l'attività verso prenditori non bancari ha continuato ad aumentare nel secondo trimestre, per effetto degli investimenti in titoli di debito, in massima parte emessi da mutuatari dell'area dell'euro. Gli impieghi totali verso soggetti non bancari sono saliti di \$284 miliardi, segnando una forte crescita per il quarto trimestre consecutivo. Quasi un quarto di tale incremento ha rispecchiato i maggiori crediti verso mutuatari nei centri offshore, i quali sono sede di un cospicuo volume di operazioni finanziarie non bancarie. Inoltre, le banche in Giappone e nel Regno Unito hanno investito complessivi \$136 miliardi in titoli di debito, emessi soprattutto da prenditori non bancari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. Nell'insieme, le posizioni creditorie verso soggetti non bancari dell'area dell'euro sono salite di \$147 miliardi, di cui \$87 miliardi costituiti da transazioni infra-area.

Nel complesso le economie emergenti hanno registrato un ingente deflusso netto di capitali, dovuto ai depositi dei paesi produttori di petrolio presso le banche dichiaranti alla BRI. Nel secondo trimestre il deflusso netto dai mercati emergenti, pari a \$43 miliardi, è stato il terzo più ampio mai rilevato dalle statistiche BRI. I residenti dei paesi OPEC hanno collocato \$26 miliardi presso le banche dichiaranti alla BRI, contro \$8 miliardi nel periodo precedente e \$23 miliardi nel terzo trimestre 2004. Parallelamente, le banche in Russia hanno continuato a depositare fondi all'estero, proseguendo una tendenza in atto da fine 2001. I depositi record (\$29 miliardi, principalmente in euro) da esse collocati presso le banche dichiaranti alla BRI nel secondo trimestre sono stati solo leggermente superiori a quelli del periodo precedente.

I paesi esportatori di petrolio collocano depositi presso le banche dichiaranti alla BRI

I petrodollari e il sistema bancario internazionale

Il rincaro del greggio dal 1999 ha determinato un'impennata del volume dei petrodollari, ossia degli introiti in dollari USA percepiti dai paesi esportatori di petrolio. Questi ricavi sono necessariamente spesi per importazioni o collocati all'estero sotto forma di investimenti diretti esteri (IDE), acquisti di titoli o depositi bancari. Il modo in cui i paesi produttori di petrolio hanno utilizzato i maggiori proventi per consumi e investimenti a partire dal 1999 differisce da quello osservato all'indomani del secondo shock petrolifero del 1979. Combinando varie fonti di dati, questa sezione mette a confronto i due episodi, evidenziando come il ruolo delle banche sia stato diverso. I dati indicano che nel periodo più recente i petrodollari sono stati investiti in una gamma più ampia di attività e di paesi. Di conseguenza, il sistema bancario internazionale è divenuto meno importante quale destinatario di questi fondi.

Attività internazionali delle banche dichiaranti alla BRI								
Variazioni delle consistenze in essere a cambi costanti, in miliardi di dollari USA ¹								
	2003	2004	2004			2005		Stock a fine giugno 2005
	Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Attività internazionali totali	1 076,7	2 284,8	240,1	227,2	588,7	1 033,4	1 083,9	20 263,2
Settore bancario	530,6	1 367,7	191,3	-5,5	362,2	596,6	784,6	12 934,2
Settore non bancario	546,1	917,1	48,8	232,7	226,5	436,9	299,2	7 328,9
Prestiti: Settore bancario	453,4	1 074,8	130,1	37,0	300,2	394,1	710,3	10 971,1
Settore non bancario	277,9	548,9	-25,8	178,5	124,4	292,1	92,1	3 755,5
Titoli: Settore bancario	75,6	124,8	51,0	-153,5	36,5	110,0	44,7	1 376,8
Settore non bancario	208,5	252,2	33,5	41,9	58,4	81,8	226,0	3 111,9
Attività totali per valuta								
Dollaro USA	580,7	967,8	61,6	9,6	277,8	270,5	498,4	8 681,6
Euro	502,7	837,7	81,0	202,4	154,2	604,6	398,6	7 835,5
Yen	-127,2	251,5	50,7	36,8	185,4	-52,0	80,1	1 237,9
Altre valute ²	120,5	227,9	46,8	-21,6	-28,8	210,3	106,8	2 508,2
Settore non bancario, per residenza del mutuatario								
Economie avanzate	452,3	672,5	29,4	128,9	149,7	373,4	212,2	5 647,7
Area dell'euro	157,6	239,1	33,1	8,7	43,7	110,5	147,1	2 486,0
Giappone	38,4	72,8	21,4	15,6	35,8	-31,5	10,6	235,3
Stati Uniti	172,5	164,4	-25,1	38,9	45,5	207,2	28,9	1 889,0
Centri offshore	100,0	238,8	33,8	106,0	57,4	56,3	64,4	983,8
Economie emergenti	6,1	49,9	2,3	1,2	22,0	13,2	23,6	649,2
Non classificate ³	-13,5	-39,2	-14,3	-6,2	-2,8	-6,3	-2,2	19,5
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	<i>415,1</i>	<i>220,1</i>	<i>34,2</i>	<i>3,2</i>	<i>-5,9</i>	<i>233,5</i>	<i>-3,3</i>	<i>2 850,5</i>

¹ Dati non destagionalizzati. 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

Aumento della quota destinata al risparmio

L'ultimo ciclo del prezzo del petrolio è cominciato nel 1999 e ha generato consistenti afflussi verso i paesi esportatori. Tra il quarto trimestre 1998 e il terzo trimestre 2000 i prezzi reali del greggio sono aumentati del 207%. Dopo essere scesi di quasi il 50% nel 2001, essi sono successivamente risaliti di circa il 170%, pur rimanendo al di sotto del picco di \$105 al barile raggiunto a fine 1979. Di conseguenza, i proventi delle esportazioni petrolifere sono in forte crescita. Secondo le stime, i paesi OPEC hanno ricavato \$1,3 trilioni di petrodollari da fine 1998, mentre gli altri grandi esportatori di greggio del mondo, Russia e Norvegia, ne hanno ricevuti rispettivamente \$403 e 223 miliardi¹. Nel complesso, si prevede che nel 2005 i ricavi petroliferi netti dei paesi esportatori raggiungeranno i \$650 miliardi, ma questa cifra potrebbe comportare una sottostima in quanto basata su proiezioni di metà 2005.

Rispetto ai cicli precedenti, la propensione dei paesi OPEC a investire tali ricavi all'estero sembra essere aumentata. Una stima indiretta degli investimenti esteri totali – ovvero dei “fondi investibili” – di questi paesi è data dalla somma degli avanzi di parte corrente e degli afflussi finanziari lordi². Come mostra il grafico 2.2, il rapporto tra il flusso di fondi investibili e il flusso di introiti petroliferi netti è stato più elevato nel periodo 1999-2005 che nel periodo 1978-1982, segnalando, quindi, una quota più elevata di collocamenti all'estero.

Le principali fonti di capitali investibili per i paesi OPEC sono state gli Stati Uniti e l'Asia. I dati dell'FMI (*Direction of Trade Statistics*) indicano che le esportazioni nette dai paesi OPEC verso gli Stati Uniti durante il periodo dal 1° trimestre 1999 al 1° trimestre 2005 sono ammontate a \$277 miliardi. Analogamente, le esportazioni nette verso il Giappone nello stesso periodo sono state pari a \$186 miliardi, mentre quelle verso la Cina e altri paesi asiatici hanno totalizzato \$245 miliardi. Sebbene siano aumentate anche le esportazioni petrolifere lorde verso i paesi dell'Unione europea, le importazioni da questi paesi sono cresciute in misura pressoché analoga, così che la posizione commerciale netta dei paesi OPEC nei confronti dell'area dell'euro è risultata di \$76 miliardi, un livello basso se paragonato ad altri paesi

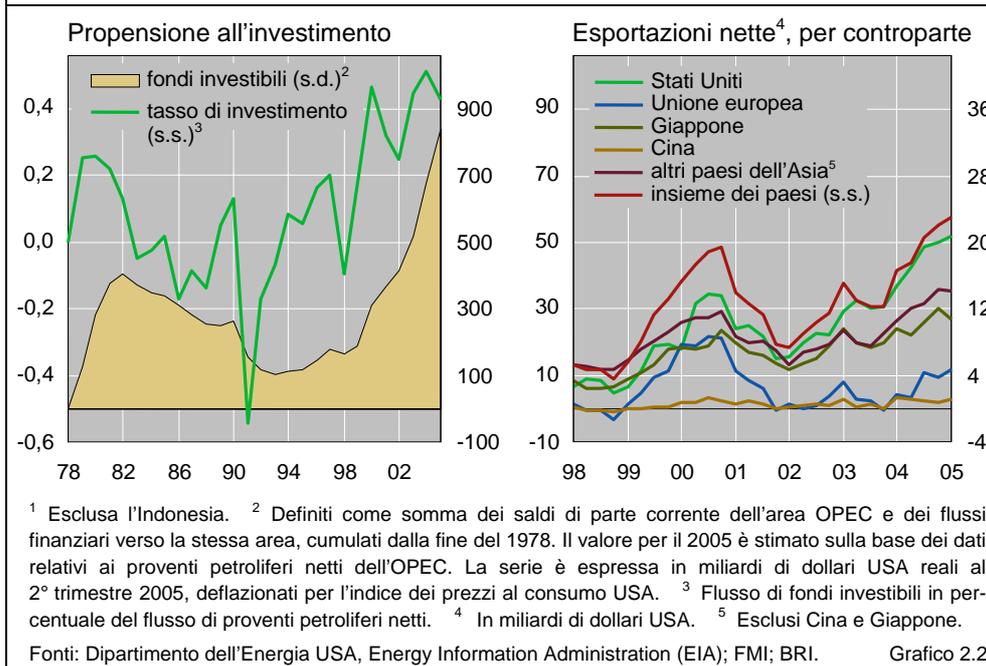
L'impennata dei proventi del petrolio ...

... determina maggiori investimenti esteri dei paesi OPEC

¹ Le stime dei proventi petroliferi netti sono ricavate dai dati annuali della Energy Information Administration statunitense. Nella trattazione seguente Indonesia ed Ecuador non sono inclusi fra i paesi OPEC. Oltre a Russia e Norvegia, gli altri produttori di petrolio non appartenenti all'OPEC (e gli introiti netti cumulativi stimati del periodo 1999-2005) inclusi nell'elenco dei paesi esportatori di greggio in questa trattazione sono l'Angola (\$65 miliardi), l'Egitto (\$12 miliardi), il Messico (\$105 miliardi) e l'Oman (\$60 miliardi).

² Gli afflussi finanziari lordi sono in parte basati su stime. Per vari paesi non sono disponibili per gli ultimi trimestri talune voci di bilancia dei pagamenti, che sono stimate estrapolandole dai periodi precedenti. Inoltre, non si hanno informazioni sugli afflussi finanziari lordi per Emirati Arabi Uniti, Qatar e Iraq. Le stime per questi paesi si basano sulle posizioni di bilancia corrente e di riserva e implicano che gli afflussi finanziari cumulativi hanno concorso per il 18% ai fondi investibili cumulativi nel periodo 1999-2005, mentre erano stati trascurabili nel ciclo precedente.

Esportazioni nette e investimenti esteri dell'OPEC¹



(grafico 2.2, diagramma di destra)³. Questo incremento negli scambi tra i paesi OPEC e l'area dell'euro trova riflesso nella quota crescente dei crediti commerciali apprestati dalle banche dell'area dell'euro, come discusso nel riquadro a pagina 32.

Analisi del deflusso dei petrodollari

I fondi investibili dei paesi OPEC si traducono in attività verso il resto del mondo tramite acquisti di titoli di debito esteri, IDE o depositi bancari. Il diagramma di sinistra del grafico 2.3 scompone i fondi investibili di questi paesi nella variazione delle riserve valutarie e nelle diverse voci del conto finanziario, secondo l'identità di bilancia dei pagamenti.

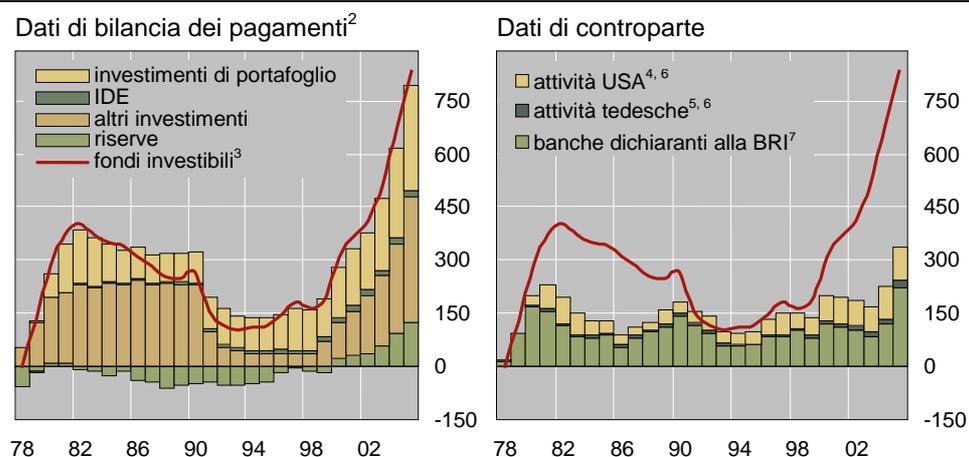
I dati indicano un cambiamento marcato nella tipologia degli investimenti esteri fra i due cicli. A partire dal 1999 il 28% dei fondi investibili cumulativi è stato destinato a investimenti di portafoglio – o acquisti netti di attività finanziarie estere da parte di autorità non monetarie – contro il 38% del periodo 1978-1982. La voce “altri investimenti”, che comprende principalmente i depositi presso banche estere ma anche gli investimenti non classificati altrove, è scesa, come quota dei fondi investibili, dal 58% del ciclo precedente al 47% di quello attuale. Le riserve in valuta estera sono cresciute di \$136 miliardi da fine 1998, totalizzando il 19% dei fondi investibili cumulativi,

³ Le esportazioni nette totali dei paesi OPEC nel periodo 1999-2005 sono ammontate a \$852 miliardi. Il loro avanzo corrente aggregato per il 2004, pari a \$140 miliardi (esclusa l'Indonesia), era pressoché uguale a quello delle principali economie emergenti della regione Asia-Pacifico (\$149 miliardi).

Gli investimenti esteri dell'OPEC ...

Investimenti internazionali dei paesi OPEC¹

Flussi cumulativi dal 4° trimestre 1977



Nota: in miliardi di dollari USA reali al 2° trimestre 2005, deflazionati per l'indice dei prezzi al consumo USA.

¹ Esclusa l'Indonesia. ² Deflussi da paesi membri dell'OPEC, risultanti dal conto finanziario delle rispettive bilance dei pagamenti. Per il 2005, stime dei dati di bilancia dei pagamenti in base alle statistiche EIA sui proventi petroliferi netti dell'OPEC. ³ Definiti come somma dei saldi di parte corrente dell'area OPEC e dei flussi finanziari verso la stessa area. ⁴ Acquisti di titoli USA a lungo termine e IDE affluiti agli Stati Uniti da "altri paesi dell'Asia" e Venezuela. ⁵ Acquisti di titoli tedeschi e IDE affluiti in Germania da paesi OPEC. ⁶ I dati disponibili possono sottostimare gli acquisti reali netti di titoli esteri da parte di paesi OPEC nella misura in cui tali acquisti vengono effettuati tramite intermediari finanziari residenti in paesi terzi. ⁷ Attività totali dei paesi OPEC verso banche dichiaranti alla BRI (principalmente depositi bancari).

Fonti: Deutsche Bundesbank; FMI; Dipartimento del Tesoro USA; BRI.

Grafico 2.3

mentre nel periodo precedente avevano costituito solo una porzione trascurabile di tali fondi⁴.

Un'analisi più precisa del collocamento di questi fondi investibili risulta difficile, poiché i paesi OPEC non forniscono generalmente una scomposizione più dettagliata dei loro deflussi di capitali. Il diagramma di destra del grafico 2.3, tuttavia, combina varie fonti di dati di *controparte* al fine di utilizzare al meglio le informazioni disponibili sui deflussi aggregati dai paesi OPEC. Gli acquisti netti cumulativi di titoli statunitensi e tedeschi sono integrati con gli IDE dei paesi OPEC in Germania e negli Stati Uniti. Unitamente ai depositi lordi presso le banche dichiaranti alla BRI a livello mondiale, ciò fornisce una stima dei fondi investibili dei paesi OPEC basata sui dati di controparte pubblicamente disponibili⁵.

⁴ La maggior parte delle industrie petrolifere dei paesi OPEC è almeno parzialmente di proprietà statale. Cfr. l'*Annual Statistical Bulletin* dell'OPEC per il 2004 per ulteriori dettagli.

⁵ Per una descrizione dei dati statunitensi, cfr. la nota 6. Anche Francia, Giappone e Regno Unito forniscono alcune informazioni sulla scomposizione geografica della loro posizione patrimoniale sull'estero. Lo stock degli investimenti di portafoglio dei paesi OPEC in Francia è aumentato di \$25 miliardi dal 2000, il primo anno per il quale questi dati sono disponibili. I dati degli investimenti di questi paesi in Giappone sono ottenibili solo per il 2005, mentre i loro investimenti nel Regno Unito, secondo i dati disponibili – che coprono i periodi 1997-2003 (per gli IDE) e 2001-03 (per gli investimenti di portafoglio) – sono trascurabili in confronto agli altri investimenti identificati. Tali dati, tuttavia, sottostimano gli effettivi acquisti netti di titoli da parte dei paesi OPEC, nella misura in cui gli acquisti avvengono tramite intermediari finanziari situati in paesi terzi.

Flussi bancari internazionali alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2003	2004	2004			2005		Stock a fine giugno 2005
		Anno	Anno	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	
Totale ²	Attività	64,9	131,2	26,0	1,6	35,8	70,6	21,8	1 267,8
	Passività	72,3	200,8	21,2	49,7	23,1	60,2	64,4	1 547,1
Argentina	Attività	-8,5	-5,3	-1,1	-0,8	-0,7	-1,3	-0,6	16,5
	Passività	-0,8	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	1,0	25,0
Brasile	Attività	-7,2	-7,4	-4,0	-2,1	-3,1	2,9	0,8	80,1
	Passività	14,4	-4,8	-3,6	-7,0	0,9	13,3	-9,3	55,7
Cina	Attività	13,5	24,0	9,9	-3,1	3,2	10,0	-2,7	97,3
	Passività	-6,4	25,8	20,3	-2,6	-13,6	-3,3	6,8	120,3
Corea	Attività	-1,0	12,6	-8,6	0,8	6,0	8,9	-2,5	95,4
	Passività	7,3	13,8	-4,9	2,9	-6,0	-4,6	-8,7	40,4
Indonesia	Attività	-4,6	0,3	-0,9	0,2	0,7	-0,6	1,9	31,0
	Passività	0,2	-2,3	-1,3	-0,1	-0,6	0,1	0,6	10,9
Messico	Attività	-0,7	-0,8	-0,6	-6,7	-1,0	0,5	-1,8	63,7
	Passività	6,2	-4,7	-0,7	-6,4	-1,6	-1,5	2,3	58,1
Polonia	Attività	3,3	5,9	2,0	1,5	-0,1	5,5	2,5	51,4
	Passività	-0,1	11,3	3,9	-0,2	4,6	1,6	1,4	33,2
Rep. ceca	Attività	3,7	2,7	0,8	0,4	3,1	0,7	-0,3	23,4
	Passività	-2,4	0,8	2,5	-0,6	1,5	-0,8	2,3	12,5
Russia	Attività	12,1	8,9	-0,3	-1,8	7,6	3,3	1,7	66,8
	Passività	16,2	23,9	7,8	5,5	5,6	28,1	28,9	136,6
Sudafrica	Attività	-1,2	0,4	0,5	-0,3	0,3	-0,2	3,2	21,9
	Passività	9,5	6,8	1,9	0,7	0,1	0,6	1,6	41,0
Thailandia	Attività	-1,6	0,2	-0,4	1,7	-0,1	0,5	4,3	24,0
	Passività	5,7	2,4	1,2	1,7	1,0	2,6	1,4	24,1
Turchia	Attività	5,3	9,1	3,4	0,0	1,5	3,0	2,0	58,8
	Passività	-0,4	6,9	0,9	1,1	2,0	-1,5	2,5	28,0
<i>Per memoria:</i>									
nuovi paesi della UE ³	Attività	20,9	30,3	6,6	8,4	11,5	15,1	8,2	189,4
	Passività	-0,4	17,4	4,8	0,0	9,4	0,7	1,9	85,7
membri dell'OPEC	Attività	-6,5	21,3	1,7	4,9	5,5	5,4	5,0	163,0
	Passività	-14,9	34,5	-1,7	24,1	-4,2	8,1	26,7	319,2

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

... sono rilevati in modo lacunoso dai dati di controparte ...

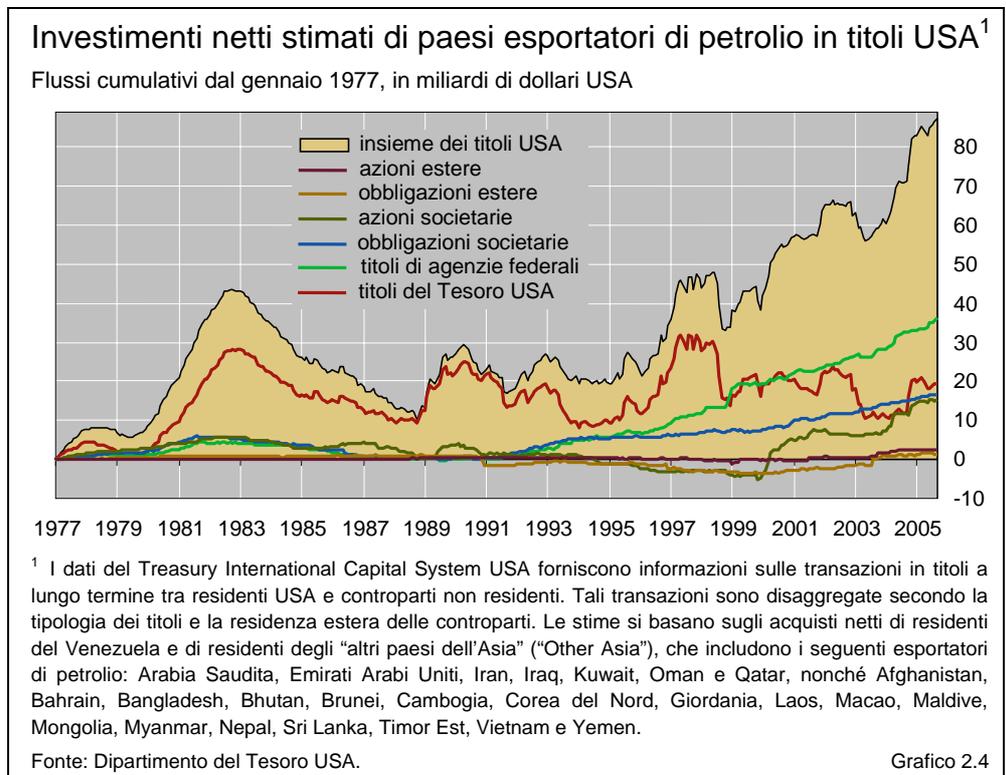
Mentre questa combinazione di dati di controparte coincide grosso modo con i deflussi dei fondi investibili dai paesi OPEC tra la fine degli anni ottanta e gli inizi degli anni novanta, essa rileva in modo molto meno accurato i forti incrementi di questi fondi durante i periodi di rincaro del petrolio. Nel ciclo più recente quasi il 70% dei fondi investibili cumulativi, ossia \$486 miliardi, non

può essere identificato nei dati di controparte, contro il 51%, pari a \$103 miliardi, del ciclo precedente.

Varie sono le ragioni che possono spiegare l'ampia discrepanza attuale. In primo luogo, i dati di controparte disponibili non colgono gli acquisti offshore di titoli. Ad esempio, le stime degli acquisti netti cumulativi di titoli USA da parte dei paesi OPEC in base ai dati del Treasury International Capital (TIC) System tendono a sottostimare il totale nella misura in cui questi titoli sono acquistati a Londra o in altri centri finanziari esterni agli Stati Uniti. In secondo luogo, gli investimenti internazionali nei mercati azionari e obbligazionari regionali potrebbero essere divenuti uno sbocco più importante per i petrodollari rispetto al passato. Molti paesi del Medio Oriente stanno registrando, per taluni aspetti, un boom economico; gli indici azionari in Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti sono più che quadruplicati tra fine 2001 e fine giugno 2005. Infine, vi sono indicazioni secondo cui i petrodollari vengono oggi investiti in modo più diversificato, sia geograficamente che per tipologia di strumenti. Ad esempio, i fondi speculativi e di *private equity*, che negli ultimi anni hanno registrato cospicui afflussi a livello mondiale, ma che non sono tenuti a rilasciare informazioni sulle posizioni della loro base di investitori, sono una possibile destinazione per questi investimenti.

... a causa della maggiore diversificazione

La maggiore diversificazione per tipi di attività è rispecchiata dagli scarsi dati di controparte disponibili. Ad esempio, una stima approssimativa degli acquisti netti cumulativi di titoli USA a lungo termine da parte dei paesi



dell'OPEC può essere ricavata utilizzando i dati del TIC⁶. Essa indica che nel periodo più recente è stata collocata in titoli USA una quota inferiore di fondi investibili, quantunque tali attività costituiscano tuttora gran parte degli investimenti in titoli esteri *identificati*⁷. Allo stesso tempo, gli investimenti in attività tedesche sono cresciuti dall'1 al 2% dei fondi investibili tra i due cicli. I dati disponibili indicano anche una diversificazione *all'interno* dell'universo dei titoli USA. Dal 1997 molti paesi produttori di petrolio sono stati venditori netti di titoli del Tesoro USA – lo strumento di elezione dei primi anni ottanta –, incrementando per contro gli acquisti di obbligazioni di società private e di agenzie federali statunitensi (grafico 2.4). Uno degli andamenti di maggior spicco nel periodo attuale è l'aumento degli investimenti in azioni USA dal 2000, con acquisti netti cumulativi pari a \$15,2 miliardi⁸.

Cala la quota di petrodollari incanalati verso le banche

Questo ampliamento della gamma di attività ha ridotto la quota di fondi investibili affluita alle banche dichiaranti alla BRI. I depositi collocati presso tali banche tra il 1978 e il 1982 rappresentavano il 28% dei fondi investibili accumulati nello stesso periodo, mentre la corrispondente percentuale per il periodo 1999-2005 è di appena il 20%. Come sarà discusso nella sezione seguente, i petrodollari costituiscono ancora un'importante fonte di provvista per il sistema bancario internazionale, ma in misura inferiore rispetto ai decenni scorsi.

I petrodollari: una fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI

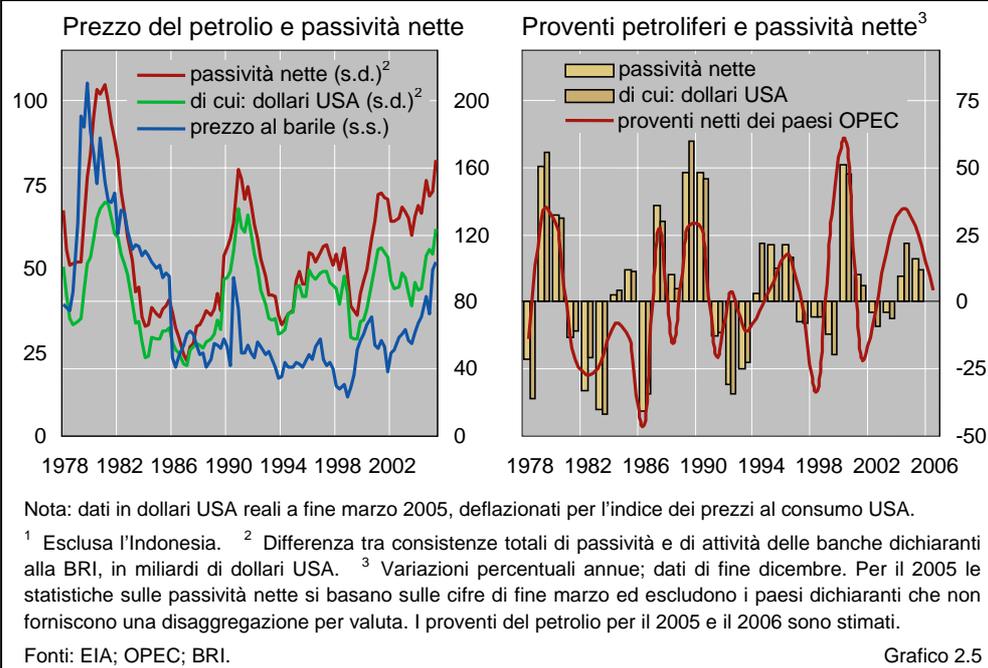
Storicamente le eccedenze degli introiti petroliferi durante i periodi di rapida crescita venivano prima depositate presso banche estere e quindi reinvestite in titoli o altre attività. Pertanto, l'esperienza del passato indica una correlazione approssimativa, ma comunque discernibile, tra prezzi del greggio, entrate petrolifere e stock netto di fondi depositati dai paesi OPEC presso le banche dichiaranti. Come illustrato nel grafico 2.5 (diagramma di sinistra), 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 temporale.

⁶ La stima degli acquisti cumulativi netti di titoli a lungo termine statunitensi da parte dei paesi OPEC è ottenuta sommando gli acquisti cumulativi netti dei residenti del Venezuela e quelli di residenti dei paesi classificati come "Other Asia" nei dati (transazioni) del Treasury International Capital System statunitense (cfr. il grafico 2.4). Le stime delle *consistenze* di titoli detenute dai paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente sono contenute nel *Report on Foreign Portfolio Holdings of US Securities as of 30 June, 2004*. Le loro disponibilità in titoli statunitensi a lungo termine sono salite dai \$19 miliardi di fine 1978 ai \$45 miliardi di fine 1984. Più di recente, le consistenze in essere sono passate dai \$71 miliardi di marzo 1994 ai \$103 miliardi di giugno 2004. Anche i loro averi in titoli di debito USA a breve sono aumentati, dai \$4,5 miliardi di giugno 2002 ai \$18,4 miliardi di due anni dopo.

⁷ Questi dati indicano che tra il 1978 e il 1982 il 19% circa dei fondi investibili cumulati dei paesi OPEC è stato direttamente destinato ad acquisti di titoli statunitensi. Per contro, la stessa analisi applicata al periodo più recente mostra che solo l'8% dei fondi investibili accumulati tra il 1999 e il 2004 è stato direttamente incanalato verso queste attività.

⁸ A differenza di quanto osservato per i titoli USA, sul mercato tedesco gli investitori dei paesi OPEC hanno ceduto azioni per acquistare obbligazioni governative.

Petrodollari e posizioni delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti dell'OPEC¹



L'importanza dei petrodollari è piuttosto evidente nel ciclo 1978-1982 (grafico 2.6, diagramma di sinistra). Le passività nette delle banche dichiaranti nei confronti dei paesi OPEC sono pressoché raddoppiate in questo periodo, facendo figurare tali paesi fra i principali esportatori netti di fondi verso il sistema bancario internazionale. I fondi provenienti dall'area OPEC hanno alimentato la crescita delle posizioni lunghe nette delle banche dichiaranti verso altre regioni, in particolare nei confronti delle economie emergenti, culminata con la crisi debitoria degli anni ottanta.

Da allora, cambiamenti significativi nei flussi finanziari mondiali hanno ridotto l'incidenza relativa dei petrodollari sull'offerta di fondi intermediati dalle banche. Il cambiamento di maggior rilievo, come mostra il grafico 2.6, sta nel fatto che le banche dichiaranti alla BRI assumono attualmente in misura molto maggiore posizioni corte nette (passività) nei confronti dei *centri offshore* e delle *economie emergenti non appartenenti all'OPEC* e posizioni lunghe nette (attività) nei confronti degli Stati Uniti e dell'area dell'euro⁹. La crisi finanziaria asiatica del 1997 sembra avere contribuito a entrambe le tendenze. Prima della crisi la regione Asia-Pacifico si configurava come un importante debitore netto. A partire dal 1999, invece, una parte dei fondi generati dagli avanzi correnti

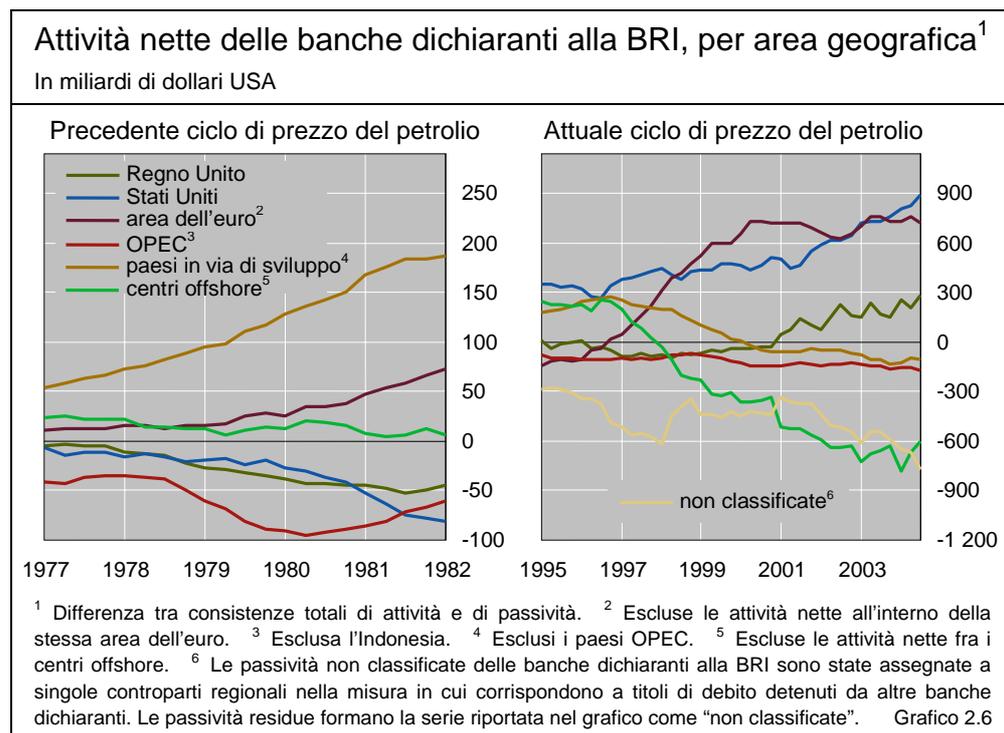
L'OPEC era un importante fornitore di fondi per le banche nel ciclo precedente ...

⁹ Le cifre che figurano nel diagramma di destra sono stime. Buona parte delle passività delle banche dichiaranti non è attribuita a un paese particolare poiché, a differenza di quanto avviene per i *depositi*, spesso le banche non conoscono il detentore dei *titoli* da loro emessi. Le passività delle banche dichiaranti alla BRI per le quali è sconosciuta la *residenza della controparte* sono cresciute a \$1,96 trilioni, ossia al 10% delle passività totali delle banche dichiaranti (contro il 2% del 1983). Tuttavia, i dati delle *attività* in titoli di debito delle banche dichiaranti *verso altre banche* sono impiegati per riallocare gran parte di questi impieghi non classificati in base al paese controparte.

... ma lo è meno nel ciclo attuale

(complessivamente \$599 miliardi) e dagli afflussi di capitali nelle (principali) economie emergenti asiatiche¹⁰ è stata collocata sotto forma di depositi presso le banche dichiaranti alla BRI. Questo aumento dei depositi, unitamente a un calo dei crediti concessi dagli istituti dichiaranti dal 1997, ha determinato un'inversione della posizione netta nei confronti delle economie emergenti. In particolare, le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i residenti dei paesi asiatici emergenti sono scese da \$220 miliardi nel secondo trimestre 1997 a -\$97 miliardi quattro anni dopo¹¹.

Gli effetti della crisi asiatica si riscontrano anche nelle posizioni delle banche dichiaranti nei confronti dei centri offshore. La netta flessione osservabile nel grafico 2.6 rispecchia lo spostamento da una posizione lunga netta a una posizione corta netta verso i residenti di Hong Kong e Singapore. Dal punto di vista dei paesi dichiaranti, le banche situate in queste aree hanno ridotto il credito a mutuatari residenti nella regione Asia-Pacifico e sono diventate un veicolo tramite il quale i fondi netti dalla regione – e i fondi netti dai residenti di Hong Kong e Singapore – sono stati incanalati verso banche insediate nel Regno Unito e nell'area dell'euro. Ciò riflette il ruolo di Hong Kong e Singapore quali centri internazionali di raccolta. La flessione delle attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso i centri offshore illustrata nel



¹⁰ Tali andamenti sono analizzati nel capitolo sul mercato bancario internazionale della *Rassegna trimestrale BRI* del settembre 2005. Le principali economie emergenti della regione Asia-Pacifico comprendono Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.

¹¹ Più di recente, nel quarto trimestre 2003, sono divenute negative anche le attività nette delle banche dichiaranti alla BRI verso l'America latina.

Attività nette delle banche situate nei centri offshore, per regione della controparte¹

In miliardi di dollari USA

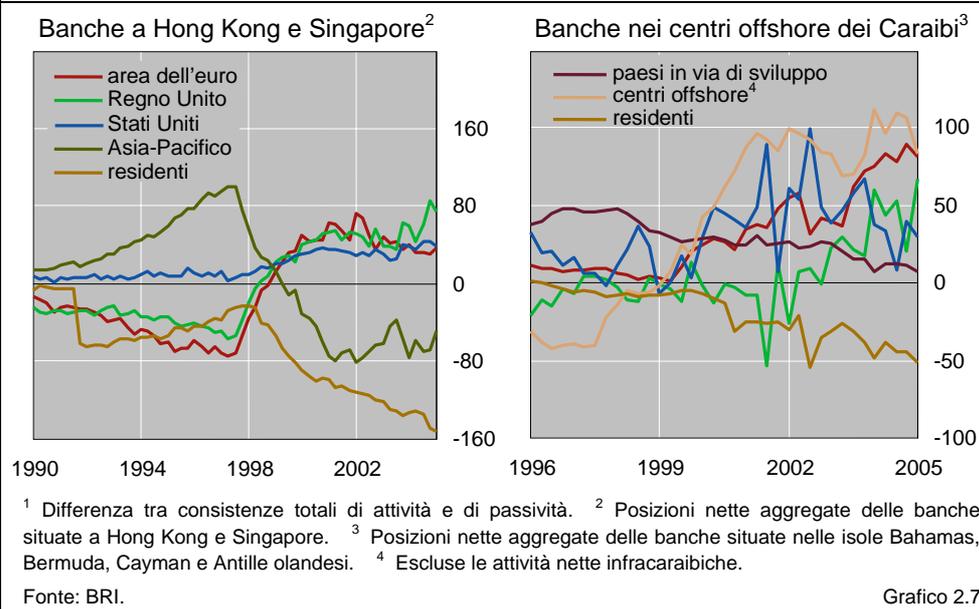


grafico 2.6 è ricollegabile anche a un calo degli impieghi verso i residenti dei centri offshore dei Caraibi. Ciò è in parte ascrivibile alle più ampie posizioni lunghe nette assunte da banche di questa regione verso l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Regno Unito dal 1999 (grafico 2.7, diagramma di destra).

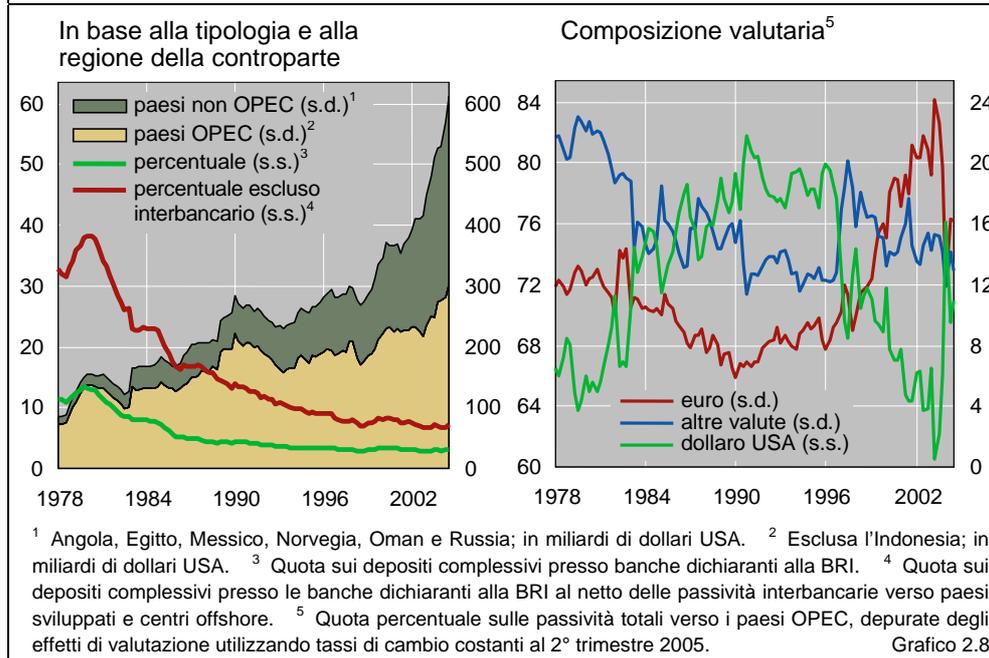
Depositi dei paesi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI

Anche se i paesi esportatori di petrolio sono divenuti una fonte meno importante di fondi per le banche dichiaranti alla BRI, è evidente che i loro depositi lordi collocati presso tali istituti sono andati crescendo nell'ultimo anno. Le passività totali delle banche dichiaranti nei confronti di questi paesi sono aumentate a un tasso medio annuo del 20% dal primo trimestre 2004, raggiungendo \$611 miliardi in quello più recente (grafico 2.8, diagramma di sinistra). Ciò nonostante, i residenti dei paesi esportatori concorrono per solo il 3% ai depositi presso le banche dichiaranti, rispetto al picco del 13% del precedente ciclo di rincaro del petrolio. Il calo è ancora più significativo se si escludono i depositi interbancari, che oscillano in funzione del flusso di fondi fra i diversi intermediari.

Come mostra il grafico 2.8, i paesi esportatori di petrolio non appartenenti all'OPEC concorrono per una quota più ampia a questi "petrodepositi" rispetto al passato¹². Ciò è dovuto principalmente alla Russia, i cui introiti petroliferi sono ammontati a \$403 miliardi da fine 1998, una cifra inferiore solo ai

¹² In base alla definizione utilizzata nel grafico 2.8, la quota dei paesi esterni all'OPEC sul totale dei depositi dei paesi esportatori di petrolio è salita dal 14% di fine 1977 al 50% del secondo trimestre 2005.

Passività totali delle banche dichiaranti alla BRI verso i principali paesi esportatori di petrolio



Gli esportatori di petrolio non OPEC acquistano maggiore importanza rispetto a quelli OPEC

La composizione valutaria dei depositi OPEC ...

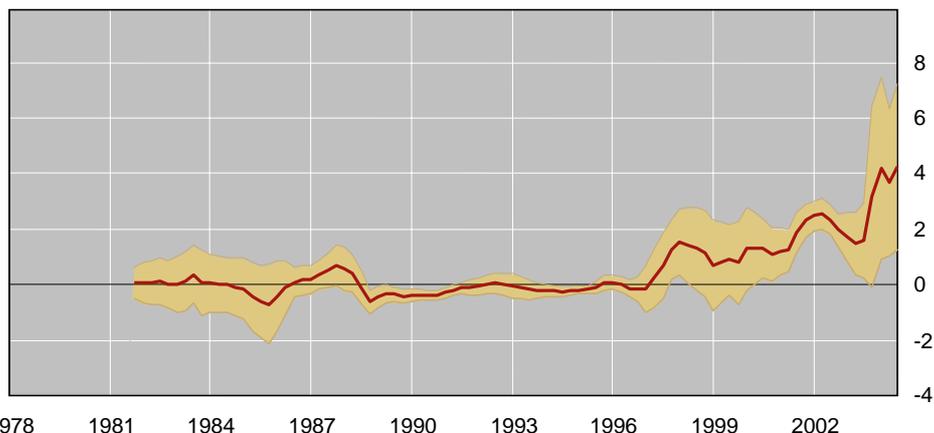
\$597 miliardi dell'Arabia Saudita per lo stesso periodo. I ricavi petroliferi russi hanno alimentato l'accumulo di riserve valutarie del paese e i cospicui collocamenti all'estero. Una parte di questi ultimi è affluita alle banche. In particolare, i depositi presso le banche dichiaranti alla BRI hanno rappresentato il 38% dell'aumento di \$250 miliardi delle attività finanziarie estere russe totali nell'attuale ciclo di prezzo del greggio.

La composizione valutaria dei depositi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI ha subito cambiamenti importanti dal 1999. Questi sembrano essere collegati all'andamento del tasso di cambio e ai differenziali di interesse tra euro e dollaro USA. Dagli inizi del 1999 agli inizi del 2004 si è assistito a uno spostamento dei depositi verso l'euro (grafico 2.8, diagramma di destra) in corrispondenza, nei primi tre anni, di un aumento del differenziale di interesse tra euro e dollaro USA e, negli ultimi due, di un drastico deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro¹³. Agli inizi del 2004 la quota di depositi in euro sul totale dei depositi OPEC depurati degli effetti di cambio era aumentata di 13 punti percentuali. Tuttavia, questo incremento è stato rapidamente riassorbito quando il tasso di cambio euro/dollaro USA si è stabilizzato e i tassi ufficiali statunitensi hanno cominciato a salire. Tra metà 2004 e il secondo trimestre 2005 i nuovi fondi in dollari USA depositati da residenti nei paesi OPEC presso le banche dichiaranti hanno comportato un calo di 8 punti percentuali della quota di depositi in euro.

¹³ Nel corso di questa analisi gli effetti di cambio sono eliminati ricalcolando la quota per valuta a tassi di cambio costanti di fine periodo riferiti al 2° trimestre 2005.

Composizione valutaria dei depositi OPEC: una spiegazione¹

Impatto dei rendimenti relativi euro/dollaro USA²



¹ Esclusa l'Indonesia. ² Risultati di una regressione mobile di 16 trimestri della quota relativa in euro/dollaro USA dei depositi di residenti OPEC presso banche dichiaranti alla BRI sul differenziale di interesse euro/dollaro USA e sul contestuale tasso di cambio euro/dollaro USA. La quota valutaria equivale allo stock dei depositi in euro in percentuale della somma dei depositi in euro e in dollari USA collocati presso paesi che segnalano la distribuzione per valute. Tali stock di depositi sono stati corretti impiegando tassi di cambio costanti al 2° trimestre 2005. Il differenziale di interesse equivale allo scarto tra i rendimenti annualizzati di titoli di Stato tedeschi e statunitensi a un anno. Prima del 1999, tassi di cambio marco tedesco/dollaro USA. La curva rappresenta il coefficiente angolare del differenziale di interesse. L'area ombreggiata indica l'intervallo di confidenza di due errori standard. Grafico 2.9

Questa recente ricomposizione valutaria dei depositi appare simile, benché più accentuata, a quella osservata durante il ciclo dei prezzi del petrolio 1978-1982. Vi sono indicazioni che rispetto al passato la composizione valutaria dei depositi OPEC presso le banche dichiaranti alla BRI è divenuta più sensibile alle variazioni dei differenziali di interesse. Ciò è desumibile dai risultati di una regressione per periodi mobili di 16 trimestri della quota relativa dei depositi di questi paesi in euro/dollari USA sui differenziali di interesse e sul tasso di cambio euro/dollaro USA (grafico 2.9).

La regressione intende cogliere la misura in cui la composizione valutaria dei depositi OPEC reagisce alle variazioni dei tassi di interesse, per date aspettative sui movimenti valutari¹⁴, assumendo che queste ultime siano indotte dai contestuali differenziali di interesse e tasso di cambio¹⁵. Poiché le quote relative si basano sulle consistenze dei depositi valutate a tasso di cambio costante, la regressione coglie le variazioni di queste quote derivanti unicamente da nuovi flussi.

I risultati della regressione mostrano che la composizione valutaria dei depositi OPEC ha reagito al differenziale di interesse fra euro e dollaro USA

... pare reagire ai differenziali di interesse

¹⁴ Va tenuto presente che i risultati della regressione si basano solo sui depositi presso le banche dichiaranti alla BRI e, pertanto, non sono necessariamente validi per tutti gli investimenti esteri dei residenti nei paesi OPEC. Inoltre, essi forniscono di per sé un quadro incompleto del rischio di mercato inerente ai depositi OPEC che potrebbe dover essere coperto.

¹⁵ I differenziali di interesse e i tassi di cambio euro/dollaro USA confermano di avere una valenza predittiva per le variazioni effettive del tasso di cambio euro/dollaro USA tra il 4° trimestre 1978 e il 2° trimestre 2005.

solo durante il ciclo recente di ascesa dei prezzi del petrolio. Il coefficiente di regressione è positivo e statisticamente significativo per tutti i periodi mobili (eccetto uno) con data finale dal primo trimestre 2001 in avanti. In questo periodo, i risultati hanno anche una significanza economica, in quanto a un incremento di 1 punto percentuale nel differenziale di interesse tende a corrispondere un incremento di circa 2 punti percentuali nella quota relativa di depositi in euro¹⁶.

La stessa correlazione non è riscontrabile nel precedente ciclo dei prezzi del petrolio. I risultati della regressione indicano che, prima del 2001, la composizione valutaria dei depositi dei paesi OPEC non è stata influenzata dai rendimenti relativi in termini né statistici, né economici. In particolare, l'elevata volatilità del differenziale di interesse fra euro e dollaro USA nel periodo 1978-1982 non trova riflesso nei movimenti delle quote rispettive sui depositi totali.

¹⁶ Il coefficiente angolare del tasso di cambio è statisticamente significativo nella maggior parte degli intervalli di regressione, ma il suo segno è instabile. Per esempio, il coefficiente è positivo negli intervalli di regressione con date finali fra il 1° trimestre 1998 e il 2° trimestre 2002 e negativo negli intervalli con date finali tra il 2° trimestre 2003 e il 2° trimestre 2004. Il primo risultato è coerente con l'aspettativa di una convergenza sistematica verso i valori medi (*mean reversion*) del tasso di cambio euro/dollaro USA, per cui un deprezzamento dell'euro (ossia un tasso di cambio più elevato) preannuncerebbe un apprezzamento e indurrebbe uno spostamento in favore di tale valuta. Il secondo risultato è in linea invece con l'aspettativa di persistenza delle variazioni di cambio.

Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati

Blaise Gadanecz

Le condizioni di mercato rimangono favorevoli nel terzo trimestre 2005

Dopo un secondo trimestre molto vivace, l'attività sul mercato dei prestiti sindacati internazionali è rallentata. Nel trimestre in rassegna le nuove sottoscrizioni sono ammontate a \$522 miliardi, importo inferiore del 28% rispetto al periodo precedente, ma pur sempre del 13% superiore a quello del corrispondente trimestre del 2004. Su base destagionalizzata, le sottoscrizioni sono diminuite del 5% soltanto.

Le condizioni di mercato sono rimaste favorevoli, specie negli Stati Uniti, dove i differenziali (non corretti per la qualità creditizia) si sono ulteriormente ridotti, mentre le scadenze medie sono aumentate. La percentuale di operazioni con clausole di salvaguardia o garanzie ha toccato un minimo senza precedenti per i mutuatari dei paesi industriali, verosimilmente un'altra indicazione di condizioni di mercato vantaggiose.

I bassi differenziali sui prestiti sindacati dei paesi industriali sono stati accompagnati da un numero medio eccezionalmente basso di partecipanti: nove istituti per operazione. Probabilmente molte banche si sono ritirate dal mercato a causa dei bassi spread offerti.

I prestiti ai mercati emergenti hanno raggiunto \$56 miliardi, un livello non più osservato dalla fine del 1997. L'attività è stata trainata da una raccolta eccezionalmente sostenuta da parte dei residenti di Medio Oriente e Africa e di Asia-Pacifico (in particolare la Cina). In queste due regioni il settore energetico è stato tra i principali prenditori di fondi e i differenziali medi sul Libor sono stati bassi: rispettivamente 76 e 75 punti base (un livello raramente osservato in Asia dopo il 1996). Il Sudafrica ha ulteriormente alimentato l'attività nella propria regione rinnovando prestiti sovrani per oltre \$1,5 miliardi. Dopo una lunga pausa, l'Argentina è tornata sul mercato con l'allestimento di un'operazione di \$1,4 miliardi per una grande società di costruzioni.

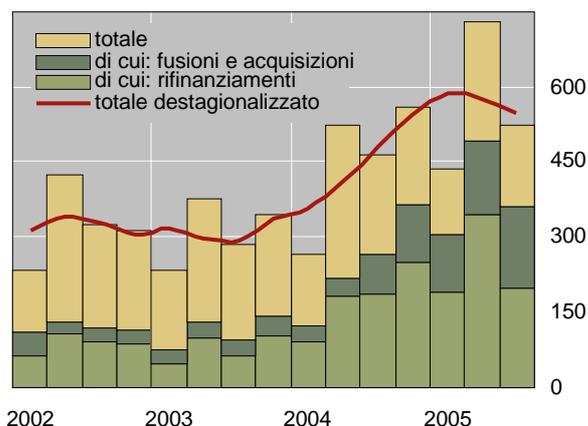
Distribuzione geografica dei prestiti sindacati a determinati paesi esportatori di petrolio e al settore petrolifero

Analizzando la struttura dei consorzi finanziatori è possibile determinare la nazionalità delle banche coinvolte in prestiti sindacati a determinati paesi esportatori di petrolio e all'industria petrolifera negli ultimi dieci anni. L'esercizio mostra che in questo settore il ruolo delle banche dell'Europa occidentale è prominente e in crescita.

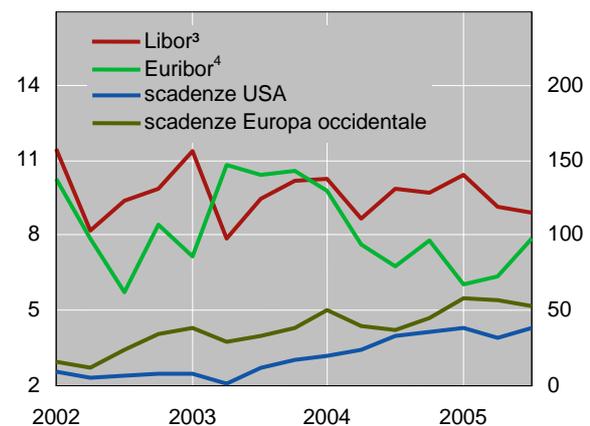
La maggior parte dei prestiti erogati nell'ultimo decennio a favore dei paesi OPEC del Medio Oriente (a prescindere dal settore del mutuatario) è stata allestita e finanziata da banche della stessa regione e dell'Europa occidentale (cfr. grafico B). Il ruolo delle banche regionali ha tuttavia progressivamente perso di importanza. Se tra il 1994 e il 1999 il 30% di quei prestiti era stato in effetti allestito da tali banche, la quota è scesa al 24%

Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali

Totale delle sottoscrizioni (miliardi di USD)



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



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

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico A

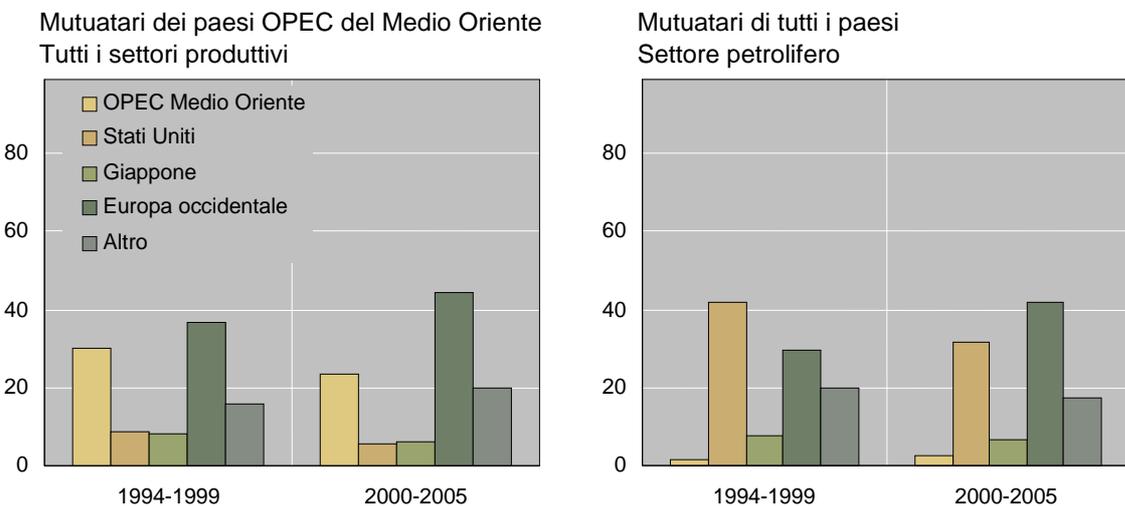
nel corso degli ultimi cinque anni, con il progressivo aumento della presenza di banche esterne alla regione, specie dell'Europa occidentale. Per quanto riguarda l'origine dei fondi, la quota delle banche dell'Europa occidentale è parimenti aumentata, a quasi il 50% dei fondi erogati nel 2004 e nel 2005, principalmente a scapito di quella di pertinenza dei prestatori regionali. Molto probabilmente la ricerca di rendimenti più elevati ha indotto le banche dell'Europa occidentale a diversificare l'attività di prestito al di fuori del proprio mercato nazionale, dove negli ultimi due anni i margini sono stati eccezionalmente bassi.

Le banche dell'Europa occidentale hanno altresì partecipato in ampia misura a prestiti sindacati commerciali in favore di mutuatari dei paesi OPEC del Medio Oriente. Nell'ultimo decennio ne hanno in media allestito il 56% e hanno erogato il 74% dei rispettivi fondi.

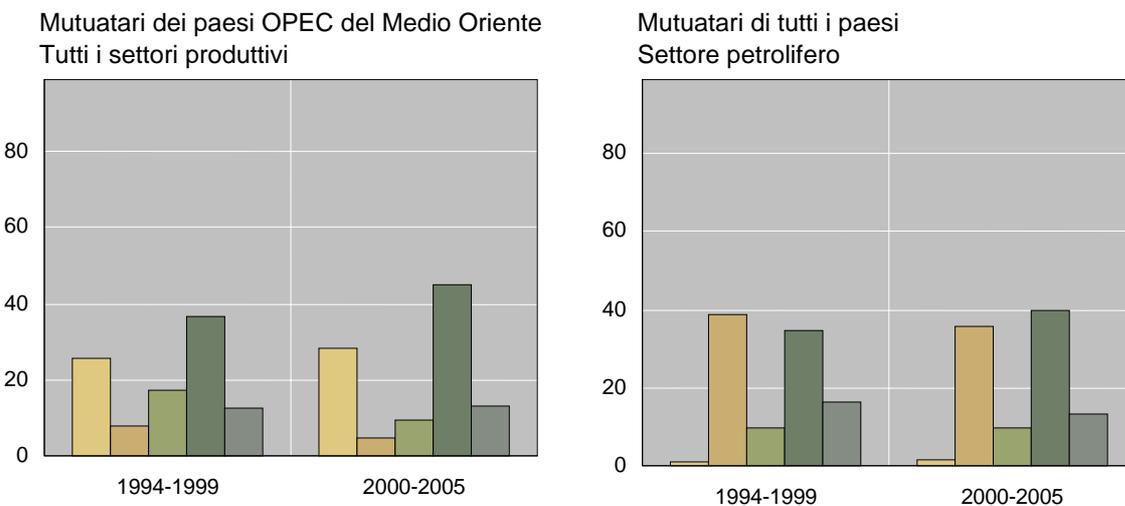
Le banche più attive su scala mondiale nell'organizzare e finanziare crediti per l'industria petrolifera sono state quelle di Stati Uniti ed Europa occidentale, che insieme hanno totalizzato oltre il 70% del mercato. Tra il 1995 e il 1999 e tra il 2000 e il 2005 le banche dell'Europa occidentale hanno guadagnato rispettivamente 13 e 5 punti percentuali della quota di mercato in veste di organizzatrici e finanziatrici, a scapito degli istituti statunitensi.

Provenienza geografica dei prestiti sindacati¹ collegati al petrolio

Nazionalità del gruppo organizzatore, in % del numero di prestiti allestiti, media del 1993-2005²



Nazionalità del gruppo finanziatore, in % degli importi erogati, media del 1993-2005²



¹ Comprese le operazioni nazionali. ² Fino al 3° trimestre 2005.

Fonti: Dealogic Loanware; elaborazioni dell'autore.

