

2. Il mercato bancario internazionale

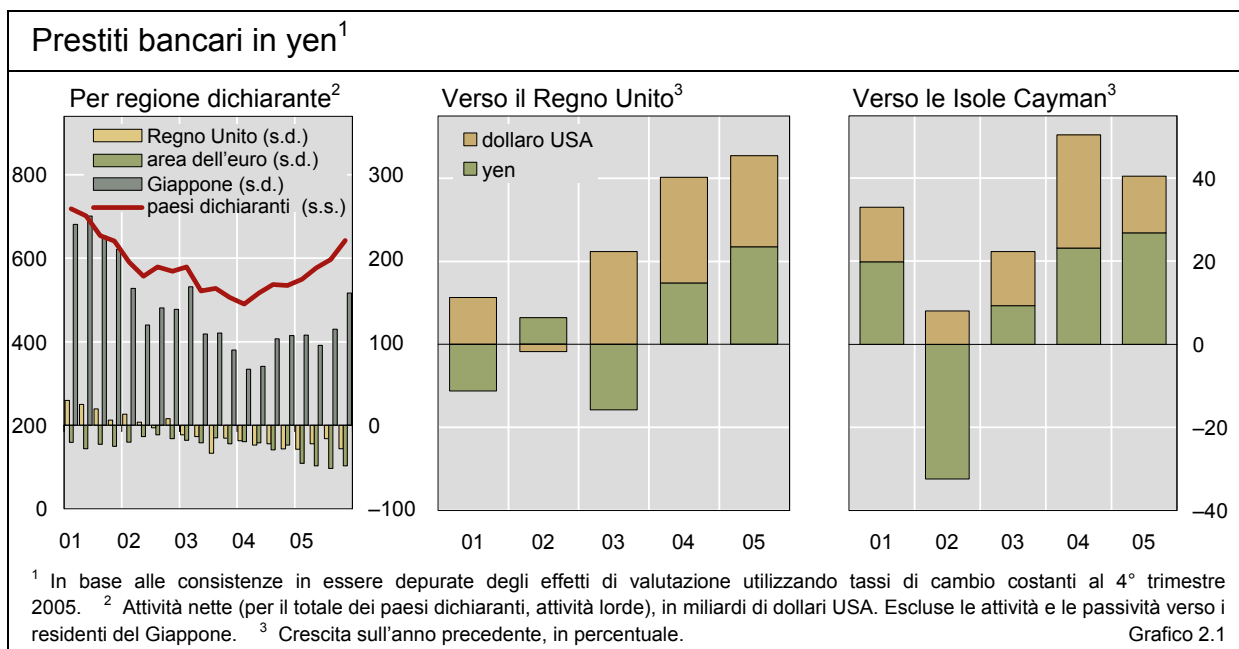
Le attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a crescere nel quarto trimestre 2005, in gran parte per l'incremento dei prestiti all'interno dell'area dell'euro, ma anche grazie ai nuovi crediti affluiti a mutuatari negli Stati Uniti e in Giappone. Gli impieghi in yen sono aumentati sensibilmente, proseguendo la tendenza in atto da metà 2004. Il maggiore indebitamento in yen da parte di residenti del Regno Unito e dei centri offshore è indicativo di un crescente volume di *carry trade* finanziati in tale valuta.

Nel periodo in esame, i prestiti bancari alle economie emergenti sono stati piuttosto cospicui come dimostra l'*afflusso* netto di fondi ai paesi dell'Europa emergente e dell'America latina. Più in generale, negli ultimi anni si è assistito a una ripresa del credito internazionale ai mercati emergenti, destinato perlopiù ai paesi europei e della regione Asia-Pacifico. Non mancano riscontri secondo cui i nuovi prestiti sarebbero stati erogati a mutuatari con rating mediamente inferiore e a condizioni sempre più vantaggiose per i prenditori.

A differenza dell'Europa emergente e dell'America latina, la regione Asia-Pacifico ha fatto registrare un *deflusso* record di fondi su base netta, originato dagli ingenti depositi effettuati presso banche dell'area dichiarante. Tali collocamenti sono divenuti più comuni negli anni recenti, poiché una parte degli avanzi dei conti con l'estero dei paesi asiatici viene incanalata nel sistema bancario internazionale. I depositi di queste economie sono un'importante fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI, ma rappresentano una percentuale soltanto esigua dei fondi complessivamente investiti dall'Asia.

Espansione delle attività denominate in yen

Le posizioni creditorie transfrontaliere totali delle banche dichiaranti alla BRI hanno continuato a crescere nel quarto trimestre 2005, registrando un aumento di \$567 miliardi, analogo a quello del trimestre precedente. L'incremento si deve principalmente ai nuovi prestiti affluiti all'area dell'euro e agli Stati Uniti, e ha innalzato lo stock delle attività transfrontaliere delle banche dichiaranti a \$21,1 trilioni. La crescita su base annua è stata del 17%, lievemente inferiore al terzo trimestre.



Ad aver registrato l'aumento maggiore sono stati i crediti verso mutuatari dell'area dell'euro. Circa la metà dei nuovi prestiti (\$135 miliardi) è affluita a prenditori non bancari, soprattutto in Francia, Germania e Paesi Bassi, mentre la parte restante è largamente ascrivibile a impieghi interbancari di istituti in Francia, Regno Unito e centri offshore. Per quasi i tre quarti, la crescita complessiva delle attività verso l'area dell'euro proviene dai crediti erogati da banche situate nell'area stessa. Negli ultimi anni l'incidenza di questi crediti sulle attività totali affluite all'area dell'euro è andata aumentando, dal 48% di fine 2001 al 55% dell'ultimo trimestre.

Lo stock delle attività in essere denominate in yen è cresciuto notevolmente nel periodo in rassegna, consolidando una tendenza osservabile già da metà 2004. Dal lato dei prestatori, l'aumento è in buona parte dovuto alle banche in Giappone, i cui impieghi hanno rappresentato negli ultimi sette trimestri i tre quarti dei \$161 miliardi di incremento nelle attività in yen delle banche dichiaranti (grafico 2.1, diagramma di sinistra)¹. Di tale incremento, circa \$120 miliardi sono stati convogliati verso mutuatari nei centri finanziari internazionali, soprattutto banche nel Regno Unito e a Singapore e soggetti non bancari nelle Isole Cayman.

Quest'accelerazione dei prestiti in yen fornisce indicazioni, ancorché incomplete, di un aumento delle operazioni di *carry trade* finanziate in yen. Tali operazioni comportano l'assunzione contestuale di una posizione corta in una valuta a basso rendimento e di una posizione lunga in una divisa a più alto rendimento, e risultano redditizie nella misura in cui le oscillazioni del

La crescita dei prestiti in yen ...

... appare collegata a operazioni di *carry trade*

¹ L'analisi dei prestiti in yen viene effettuata unicamente in base ai dati dei paesi dichiaranti che forniscono una scomposizione per valuta del credito bancario. In aggiunta, per fare astrazione dalle questioni collegate alla domanda interna di una particolare divisa, sono state eliminate dai dati utilizzati per la compilazione del grafico 2.1 e dalle statistiche riportate in questo paragrafo le attività e le passività nei confronti di residenti giapponesi.

Attività transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI

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

	2003	2004	2004	2005				Stock a fine dic. 2005
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Attività totali	1 061,2	2 269,2	573,6	1 028,3	1 079,3	534,8	566,7	21 109,6
Settore bancario	519,7	1 351,9	346,9	590,9	767,4	279,2	343,5	13 376,0
Settore non bancario	541,5	917,2	226,7	437,4	311,9	255,7	223,2	7 733,5
Di cui prestiti: Sett. bancario	443,6	1 122,6	284,3	480,1	697,0	219,9	221,9	11 339,2
Settore non bancario	274,3	344,8	124,7	292,8	97,4	141,8	1,8	3 844,3
Di cui titoli: Settore bancario	74,5	154,1	36,6	110,1	45,1	54,8	78,2	1 485,8
Settore non bancario	207,6	456,7	58,3	81,7	235,4	77,3	162,4	3 347,9
Attività totali per valuta								
Dollaro USA	578,4	1 125,3	435,4	253,0	517,6	245,2	216,6	9 289,1
Euro	499,5	807,9	124,7	589,0	382,9	169,2	175,4	8 008,4
Yen	-127,6	89,6	23,7	-33,1	68,6	24,4	92,7	1 145,9
Altre valute ²	110,9	246,4	-10,1	219,4	110,2	96,0	81,9	2 666,2
Settore non bancario, per residenza								
Economie avanzate	448,0	673,7	150,8	373,6	224,5	186,1	167,8	5 956,7
Area dell'euro	156,4	239,2	43,8	110,5	152,0	58,7	134,5	2 661,5
Giappone	38,4	73,3	36,2	-31,5	10,1	-11,0	6,1	223,3
Stati Uniti	172,1	164,7	45,8	207,2	33,7	110,6	30,8	2 026,0
Centri offshore	99,8	239,8	57,9	56,5	64,8	45,4	8,5	1 024,8
Economie emergenti	6,0	50,2	22,4	13,6	21,3	22,2	50,9	713,3
Non classificate ³	-13,5	-41,5	-4,7	-6,6	0,0	-1,6	-1,8	9,9
<i>Per memoria: attività sull'interno⁴</i>	408,6	219,9	-6,1	233,5	-4,6	26,6	-54,9	2 782,3

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

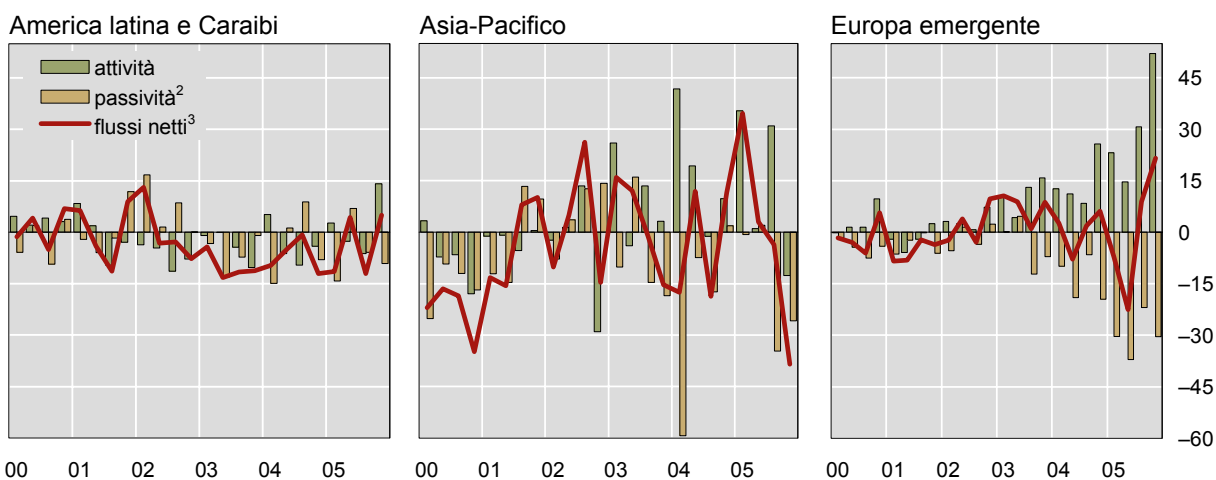
cambio non compensano il differenziale di rendimento nominale. Pertanto, un aumento dei *carry trade* potrebbe essere un fattore all'origine della recente crescita dell'indebitamento in yen in taluni centri finanziari, nonché del concomitante rallentamento nella crescita dei prestiti in dollari USA (grafico 2.1, diagrammi centrale e di destra). Analogamente, anche gli istituti bancari nell'area dell'euro potrebbero aver effettuato transazioni di questo tipo, come si evince dal costante calo segnalato delle loro attività *nette* in yen e dal recente aumento degli impieghi netti in dollari USA (grafico 2.1, diagramma di sinistra).

Forte crescita dei prestiti alle economie emergenti

Le posizioni creditorie verso le economie di mercato emergenti sono aumentate notevolmente nel quarto trimestre 2005, proseguendo una tendenza osservabile da fine 2002. Al tempo stesso, la raccolta di queste economie è

Flussi bancari alle economie emergenti¹

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



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

Grafico 2.2

stata interessata da una duplice evoluzione: stando ai dati disponibili, infatti, il profilo di rischio degli impieghi verso taluni paesi emergenti si è di recente deteriorato, mentre sono divenute più vantaggiose le condizioni praticate ai mutuatari. Oltre a ciò, si è accresciuta l'importanza delle obbligazioni in sostituzione del credito bancario.

Nel quarto trimestre la crescita delle attività bancarie transfrontaliere verso i mercati emergenti è stata trainata soprattutto dal credito all'Europa emergente, mentre quello erogato alla regione Asia-Pacifico ha subito il primo calo da cinque trimestri a questa parte (grafico 2.2). A livello di intera area emergente, lo stock delle attività totali ha raggiunto a fine 2005 \$1,4 trilioni, con un aumento di \$230 miliardi sull'anno precedente. I tre quarti circa dei \$72 miliardi di incremento sul trimestre precedente sono affluiti all'Europa emergente, mentre gli impieghi verso Africa-Medio Oriente e America latina sono cresciuti in misura più modesta (di \$18 e 14 miliardi rispettivamente). Per l'America latina, nondimeno, si è trattato dell'aumento più ingente dal primo trimestre 1998. Per contro, i prestiti concessi da banche dichiaranti a prenditori dell'Asia-Pacifico sono calati di \$13 miliardi, in conseguenza della flessione delle attività nei confronti di banche in Cina, Malaysia, Taiwan (Cina)², Corea e Thailandia.

In un'ottica di più lungo periodo, l'accresciuto indebitamento dei paesi dell'Europa emergente e dell'Asia-Pacifico ha sospinto il costante aumento dei crediti internazionali ai mercati emergenti. Di converso, i prestiti all'America latina non si sono ancora pienamente ripresi dal calo susseguito alla moratoria argentina. Il grafico 2.3, basato sulle statistiche BRI relative sia all'attività

I prestiti all'Europa emergente ...

... e all'Asia-Pacifico trainano la crescita a lungo termine delle attività ...

² Di seguito, Taiwan.

Flussi bancari transfrontalieri alle economie emergenti

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

	Posizioni delle banche ¹	2003	2004	2004	2005				Stock a fine dic. 2005
		Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale ²	Attività	65,1	131,3	36,1	70,4	19,0	68,2	71,9	1 410,7
	Passività	71,7	201,8	23,6	61,8	62,6	115,4	78,9	1 721,7
Argentina	Attività	-8,5	-5,3	-0,7	-1,3	-2,4	0,4	-0,2	14,8
	Passività	-0,8	-0,4	-0,5	-0,1	0,6	-1,9	0,5	23,1
Brasile	Attività	-7,2	-7,4	-3,1	2,9	1,4	0,8	4,1	85,0
	Passività	14,2	-4,8	1,3	13,3	-9,4	-0,5	-5,3	49,2
Cina	Attività	13,5	24,0	3,2	10,0	-2,8	13,1	-4,7	105,5
	Passività	-6,6	25,8	-13,7	-3,0	6,7	5,2	13,0	137,7
Corea	Attività	-1,0	12,6	6,1	8,8	-2,7	4,0	-1,9	100,7
	Passività	7,3	13,8	-5,9	-4,5	-8,9	7,6	-0,7	48,2
Indonesia	Attività	-4,7	0,3	0,7	-0,7	1,8	-0,1	1,5	33,5
	Passività	0,2	-2,3	-0,6	0,1	0,6	1,4	0,9	13,1
Messico	Attività	-0,7	-0,9	-1,0	0,5	-3,2	-7,6	5,7	60,4
	Passività	6,2	-4,7	-1,6	-1,5	2,1	4,2	-1,2	60,0
Polonia	Attività	3,2	5,8	-0,2	5,6	2,4	4,2	0,9	55,6
	Passività	-0,1	11,0	4,2	2,0	1,3	0,9	0,2	34,1
Rep. ceca	Attività	3,7	2,8	3,2	0,6	-0,3	2,3	3,4	28,5
	Passività	-2,4	0,8	1,3	-0,9	2,3	0,3	4,7	16,9
Russia	Attività	12,1	8,9	7,6	3,3	1,9	6,4	17,0	91,3
	Passività	16,5	24,7	5,9	29,2	28,8	2,7	13,7	153,3
Sudafrica	Attività	-1,2	0,4	0,3	-0,2	3,5	-2,3	0,9	20,4
	Passività	9,5	6,8	0,1	0,7	1,8	4,1	-3,6	40,9
Thailandia	Attività	-1,7	0,2	-0,1	0,5	4,2	3,0	-2,3	25,3
	Passività	5,8	2,4	1,1	2,4	1,3	5,0	1,1	29,5
Turchia	Attività	5,3	9,0	1,5	3,0	3,0	5,4	10,6	75,6
	Passività	-0,4	6,9	2,0	-1,5	3,4	5,4	3,7	37,5
<i>Per memoria:</i>									
nuovi membri della UE ³	Attività	20,9	30,4	11,6	15,0	8,0	14,6	16,1	217,5
	Passività	-0,5	17,5	8,9	0,8	1,8	8,2	9,7	101,4
membri dell'OPEC	Attività	-6,5	21,4	5,5	5,4	6,3	13,0	12,9	189,7
	Passività	-14,7	34,5	-4,2	8,2	28,1	47,8	18,4	383,4

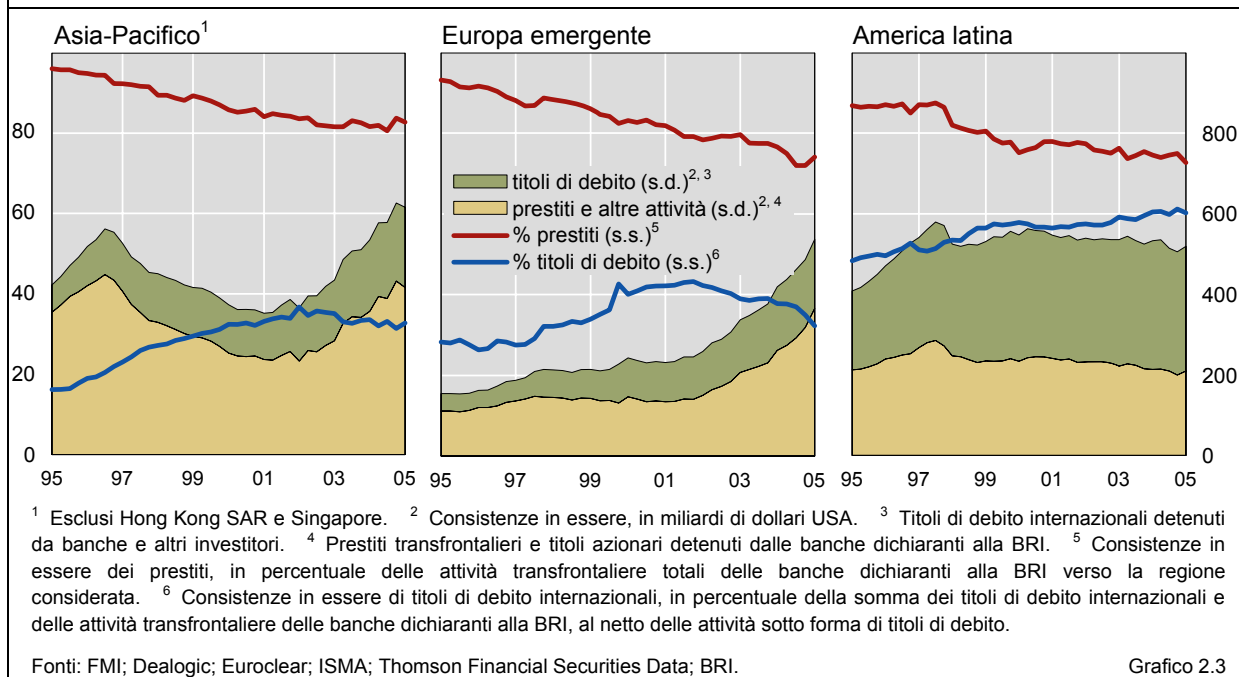
¹ Posizioni esterne di bilancio delle banche dichiaranti alla BRI. Per le passività, principalmente depositi. Un incremento delle attività (passività) rappresenta un afflusso (deflusso) di fondi alle (dalle) economie emergenti. ² Insieme dell'area emergente. Per i dettagli su altri paesi, cfr. le tabelle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

Tabella 2.2

bancaria sia ai titoli di debito, fornisce una stima del credito internazionale totale (ossia, finanziamenti bancari e obbligazionari) ai mercati emergenti^{3,4}. Il

³ Il grafico utilizza i dati sulle attività bancarie transfrontaliere e quelli sui titoli di debito internazionali. I primi vengono tratti dalle statistiche BRI su base locale, e ricomprendono i crediti intragruppo; i secondi includono tutte le emissioni in valuta estera da parte di residenti

Composizione delle attività verso i mercati emergenti



credito internazionale affluito all'Asia-Pacifico e all'Europa emergente è aumentato del 74 e 130% rispettivamente dagli inizi del 2002, di riflesso al forte incremento delle nuove emissioni di titoli di debito e delle sottoscrizioni di prestiti consorziali (grafico 2.4)⁵. Per contro, lo stock di posizioni creditorie internazionali verso l'America latina a fronte di titoli di debito è rimasto pressoché costante dagli inizi del 2000, e quello a fronte di prestiti bancari è diminuito del 15% da metà 2001⁶. Tali dinamiche originano dal fatto che ai

e non residenti in un dato paese e tutte le emissioni in moneta nazionale lanciate su un dato mercato da non residenti. Vengono inoltre considerate come emissioni internazionali quelle in moneta nazionale effettuate sull'interno da residenti, qualora siano specificamente destinate a investitori non residenti.

⁴ Il credito internazionale totale è dato dalla somma delle consistenze in essere di titoli di debito internazionali e attività bancarie transfrontaliere. Per evitare duplicazioni contabili, non si considerano le attività transfrontaliere sotto forma di titoli di debito. Questa misura sovrastima il credito internazionale totale effettivo nella misura in cui le emissioni obbligazionarie internazionali vengono acquistate da investitori interni, mentre potrebbe sottostimarle nel caso in cui gli investimenti transfrontalieri delle banche dichiaranti alla BRI includessero titoli di debito classificati come interni.

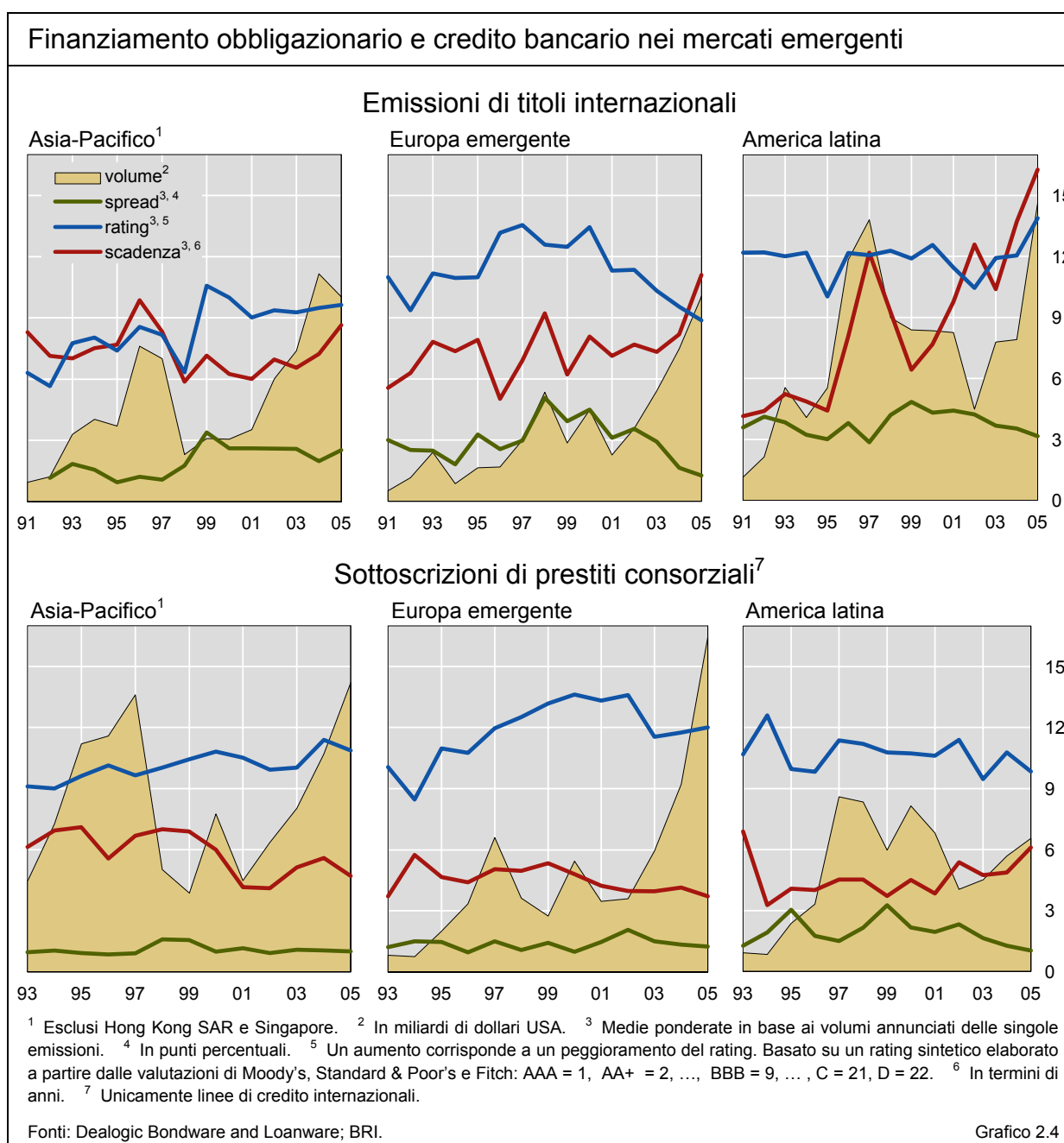
⁵ In linea di principio, i prestiti consorziali internazionali costituiscono un sottoinsieme delle attività bancarie internazionali, che vengono compilate su base consolidata e includono sia gli impieghi transfrontalieri sia quelli sull'interno in valuta estera. Per un'analisi dei prestiti sindacati e del modo in cui si rapportano ai dati sul credito bancario internazionale, cfr. B. Gadanez e K. von Kleist, "Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo 2002, pagg. 69-78.

⁶ Le banche dichiaranti situate in America latina hanno sostanzialmente accresciuto le loro attività in valuta locale verso residenti latinoamericani dal primo trimestre 2003. Per quanto possibile, l'analisi prescinde dalle attività negoziate localmente poiché: a) le statistiche bancarie BRI forniscono una scomposizione per strumento di tali attività solo per il 2005; in assenza di una disaggregazione tra prestiti bancari e disponibilità in titoli, la combinazione dei dati relativi alle due categorie comporterebbe una notevole duplicazione contabile dei titoli; b) è impossibile stabilire quanta parte dei titoli di debito interni sia detenuta da investitori residenti ovvero non residenti.

nuovi crediti internazionali affluiti alla regione (grafico 2.4, diagrammi di destra) si sono contrapposti a rimborsi e cancellazioni di ingente entità.

... e vengono concessi a condizioni migliori per i mutuatari

Il rischio di credito associato al debito dei mercati emergenti e il corrispondente compenso richiesto dagli investitori sembrano anch'essi aver subito un'evoluzione nel corso del tempo. I dati sulle nuove emissioni di titoli internazionali e sulle sottoscrizioni di prestiti sindacati indicano che man mano che il credito ai paesi emergenti è aumentato, il suo profilo di rischio è andato deteriorandosi (grafico 2.4). Ciò appare con maggior chiarezza nel caso dei titoli emessi da residenti dell'Asia-Pacifico e dell'America latina, che dal 2002 evidenziano in media un peggioramento del rating e un sostanziale allungamento delle scadenze. Nel contempo, gli spread sono calati in tutte le regioni emergenti, dal 2001 per le emissioni di titoli debitori e dal 2003 per i



prestiti consorziali. Tale fenomeno, unitamente a rating creditizi stabili o in calo e all'estensione delle scadenze, indica che il credito internazionale è stato concesso a termini sempre più vantaggiosi per i mutuatari dell'area emergente (per un'ulteriore analisi sul prezzo dei prestiti sindacati allestiti per questi mutuatari e delle emissioni obbligazionarie da loro effettuate, cfr. il riquadro a fine capitolo).

Parallelamente a questi sviluppi, il finanziamento obbligazionario è andato a sostituirsi al credito bancario. Questa evoluzione risulta più pronunciata nell'Asia-Pacifico, dove la quota dei titoli di debito sul credito internazionale totale è raddoppiata, dal 16% di fine 1995 al 32% di fine 2005 (grafico 2.3)⁷. In America latina, dove il finanziamento obbligazionario predomina almeno dal 1995, tale quota è aumentata nello stesso periodo di 12 punti percentuali, al 60%. Nell'Europa emergente essa si è impennata dal 28 al 42% tra fine 1995 e fine 2002, per poi calare e collocarsi al 32% nell'ultimo trimestre 2005.

La composizione delle attività delle banche dichiaranti ha rispecchiato questo generale spostamento verso il finanziamento obbligazionario. La quota dei prestiti sul totale dei crediti transfrontalieri ha infatti seguito un andamento calante in tutte e tre le regioni emergenti, e in particolare in Europa, dove è passata dal 92 al 73% tra fine 1995 e fine 2005 (cfr. grafico 2.3).

Le obbligazioni sono una fonte di finanziamento sempre più importante

Le eccedenze dei paesi asiatici e il mercato bancario internazionale

La crescita del credito bancario ad alcuni mercati emergenti nel quarto trimestre 2005 è stata più che compensata da un aumento dei depositi di residenti della regione Asia-Pacifico presso banche dell'area dichiarante (grafico 2.2), che ha determinato su base complessiva un deflusso netto di fondi dalle economie emergenti. Le passività totali delle banche dichiaranti verso l'Asia-Pacifico sono cresciute di \$26 miliardi, a \$521 miliardi, nel quarto trimestre, sulla scia dell'aumento ancor più consistente (\$35 miliardi) registrato nel terzo. I residenti della Cina, soprattutto banche, hanno depositato fondi per \$13 miliardi, dopo aver collocato all'estero \$5 miliardi circa in ciascuno dei due periodi precedenti. I residenti di Taiwan, in massima parte soggetti non bancari, hanno effettuato depositi per \$9 miliardi, quelli dell'India per \$4 miliardi.

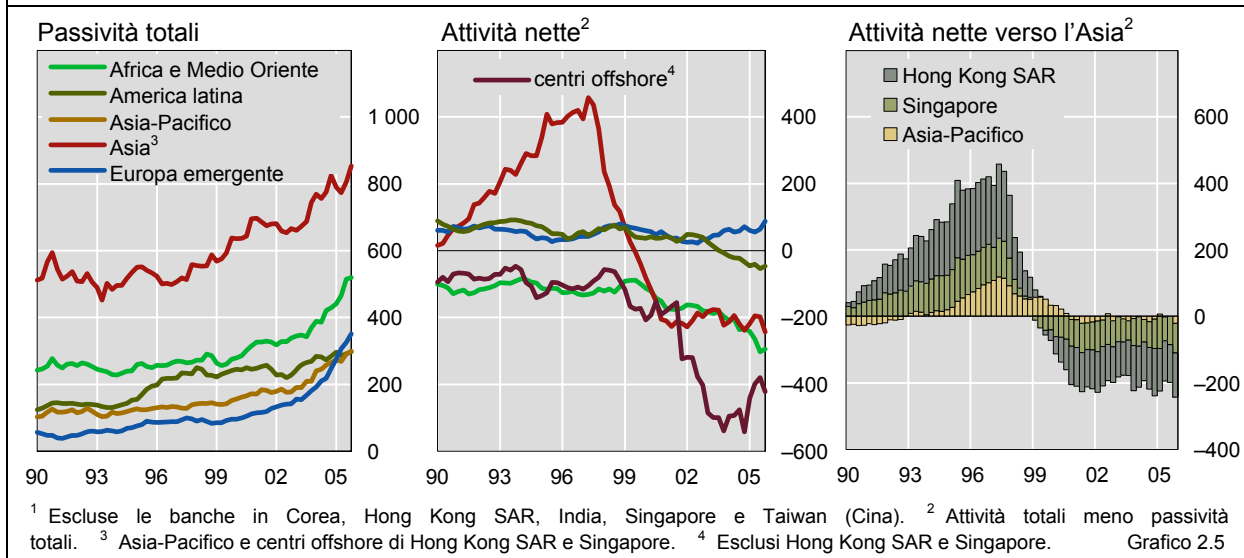
Una fonte di finanziamento per le banche dichiaranti alla BRI

In questi ultimi anni i residenti asiatici hanno depositato sempre più spesso ingenti fondi presso le banche dichiaranti poiché i capitali affluiti alla regione e le eccedenze di conto corrente sono stati in parte reincanalati nel sistema bancario internazionale. A oltre \$800 miliardi, lo stock di passività delle banche dichiaranti verso i residenti della regione Asia-Pacifico e dei centri offshore di Hong Kong e Singapore supera di molto quello nei confronti di residenti di altre

⁷ Tali cifre potrebbero stimare per eccesso o per difetto la quota effettiva dei titoli sul credito internazionale totale, a seconda degli errori di misurazione (cfr. nota 4).

Posizioni delle banche dichiaranti alla BRI¹ verso i paesi emergenti

In miliardi di dollari USA



aree emergenti (grafico 2.5, diagramma di sinistra)⁸. Esso è per giunta cresciuto di oltre il 40%, ossia di \$239 miliardi, da fine 1998.

Attività nette verso l'Asia-Pacifico stabili dal 2000

Tuttavia, la posizione *netta* delle banche dichiaranti alla BRI verso i residenti asiatici è rimasta relativamente stabile negli ultimi anni, giacché i depositi effettuati riaffluiscono alla regione sotto forma di prestiti bancari (cfr. la sezione precedente). Essendo le attività e le passività lorde cresciute in parallelo, lo stock di attività nette verso l'Asia risulta pressoché invariato da fine 2000. Nel periodo in esame, i fondi collocati dai residenti di Asia-Pacifico, Hong Kong e Singapore presso le banche dichiaranti esterne alla regione raggiungevano \$243 miliardi su base netta (grafico 2.5, diagramma centrale). Pur essendo di tutto rispetto, tale ammontare risulta nondimeno inferiore ai fondi netti depositati da residenti di altri centri offshore (specie i Caraibi) e di paesi esportatori di petrolio di Africa e Medio Oriente.

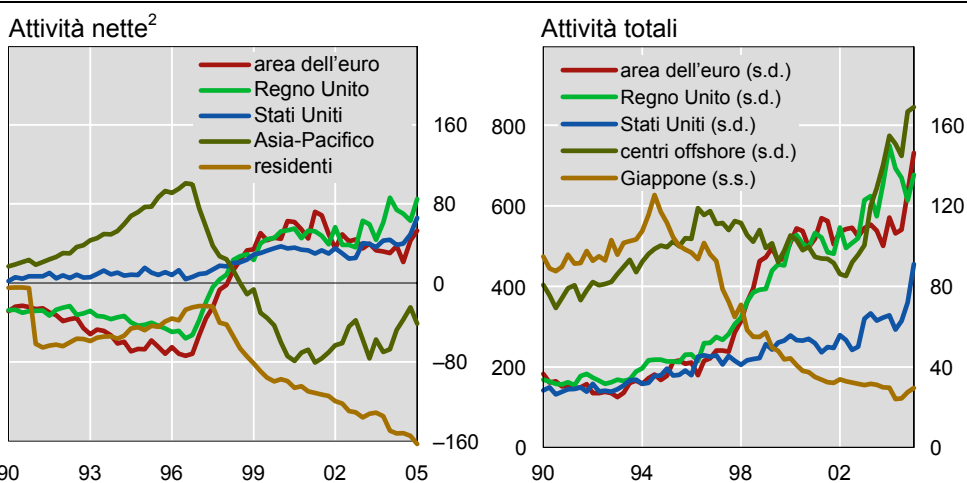
Le eccedenze asiatiche transitano per banche a Hong Kong e Singapore

Le banche a Hong Kong e Singapore svolgono un ruolo importante nel transito di capitali da e verso l'Asia-Pacifico. Prima della crisi asiatica, gli istituti operanti in questi centri finanziari costituivano un canale attraverso cui i residenti delle economie sviluppate trasferivano fondi alle economie asiatiche emergenti (grafico 2.6, diagramma di sinistra). A partire dalla crisi, tuttavia, questo flusso netto si è invertito: tali istituti hanno veicolato i fondi provenienti dai residenti di Asia-Pacifico, Hong Kong e Singapore verso residenti di Stati Uniti, Regno Unito e area dell'euro. Alla fine del 2005 le attività totali verso i mutuatari di queste economie erano aumentate a \$373 miliardi, oltre il doppio del livello di fine 1998. Al tempo stesso, le loro posizioni creditorie nei confronti dei residenti del Giappone risultavano pari a \$148 miliardi circa, in calo rispetto ai \$600 miliardi abbondanti di metà 1995.

⁸ Questo calcolo esclude le passività verso la regione segnalate da banche in Corea, Hong Kong, India, Singapore e Taiwan.

Posizioni delle banche situate a Hong Kong SAR e Singapore¹

In base alla regione della controparte, in miliardi di dollari USA



¹ Posizioni aggregate. ² Consistenze totali di attività meno consistenze totali di passività.

Fonte: BRI.

Grafico 2.6

Analisi degli investimenti esteri dell'Asia

Per quanto ingenti, le oscillazioni nei depositi presso le banche dichiaranti alla BRI rappresentano in realtà una quota piuttosto esigua degli investimenti esteri totali dell'Asia. Una misura degli investimenti finanziari complessivi sull'estero di un paese – i “fondi investiti” – è data dalla variazione delle sue riserve totali più i deflussi finanziari lordi, ossia gli investimenti diretti esteri (IDE), gli investimenti lordi di portafoglio e gli altri investimenti⁹. Si stima che i fondi complessivamente investiti nel periodo 1999-2005 dai principali paesi asiatici¹⁰ si situino intorno ai \$2,8 trilioni (grafico 2.7, diagramma di sinistra). Nel contempo, il tasso di investimento finanziario all'estero dell'Asia, dato dal rapporto tra fondi investiti e fondi totali ricevuti su base lorda¹¹, è aumentato negli anni più recenti a quasi il 20%, contro il 10-15% del 2002, indicando che gli afflussi finanziari lordi alla regione hanno superato la spesa per importazioni¹².

⁹ In alternativa, l'identità di bilancia dei pagamenti implica che i fondi investiti equivalgano alla somma degli avanzi di parte corrente e degli afflussi finanziari lordi. Per certi paesi alcuni dati di bilancia dei pagamenti non sono disponibili, e sono stimati per estrapolazione da periodi precedenti. L'analisi non considera le attività e passività a fronte di strumenti derivati.

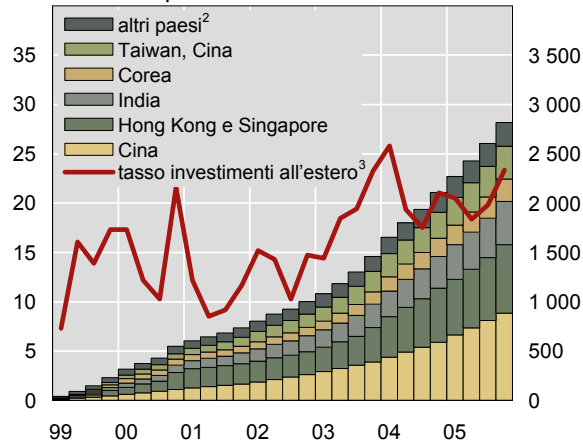
¹⁰ Ai fini della presente analisi, si considerano come “principali paesi asiatici” Cina, Corea, Hong Kong, India, Indonesia, Malaysia, Filippine, Singapore, Taiwan e Thailandia.

¹¹ I fondi totali ricevuti sono dati dalla somma dei redditi lordi del conto corrente (esportazioni lorde di beni e servizi, redditi lordi sugli investimenti all'estero e trasferimenti correnti lordi dall'estero) e dei flussi lordi di passività del conto finanziario (investimenti diretti dall'estero, investimenti di portafoglio lordi e altre passività per investimenti).

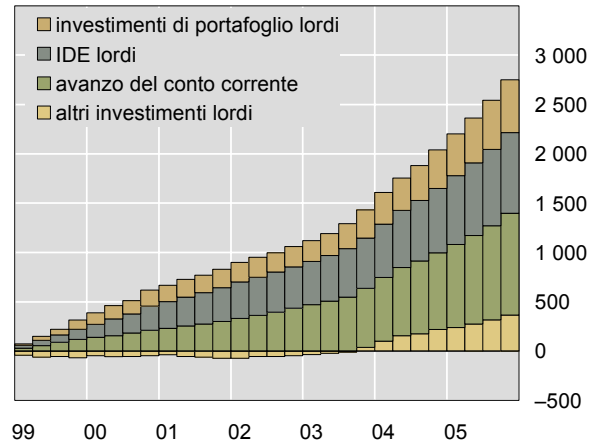
¹² Vi è una notevole eterogeneità fra paesi. Il saggio medio di investimento all'estero della Corea da fine 1998 è del 13%, mentre quelli di Cina e India sono pari rispettivamente al 22 e al 43%.

Fondi investiti dall'Asia¹

In base al paese investitore



Fonte dei fondi investiti⁴



¹ Variazione delle riserve più investimenti di portafoglio lordi, IDE e altri investimenti, cumulati da fine 1998; in miliardi di dollari USA. ² Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ³ Calcolato come rapporto fra i fondi investiti e la somma dei fondi totali ricevuti dall'estero su base lorda, comprendenti esportazioni totali, altri redditi dall'estero e afflussi finanziari lordi; aggregato di tutti i paesi asiatici. ⁴ Scomposizione dei flussi finanziari verso l'Asia.

Fonti: FMI; elaborazioni BRI.

Grafico 2.7

L'accumulo di riserve è all'origine dei fondi investiti ...

Per definizione, i fondi investiti si presentano come attività verso il resto del mondo, sotto forma di acquisti di titoli esteri (azioni e obbligazioni), IDE e depositi presso banche straniere. Il diagramma di sinistra del grafico 2.8 scompone i fondi investiti stimati per l'Asia nella variazione delle riserve valutarie ufficiali e nelle varie componenti del conto finanziario, secondo l'identità fondamentale della bilancia dei pagamenti. Fino a oggi gli investimenti ufficiali hanno rappresentato la componente di gran lunga maggiore dei fondi investiti da questi paesi. L'accumulo di riserve ha concorso per il 44% al totale dei fondi investiti su base cumulata da fine 1998. Questa percentuale fa capo in gran parte alla Cina, sebbene l'accumulo di riserve sia stato anche il principale fattore all'origine dell'aumento dei fondi investiti di Corea e Taiwan.

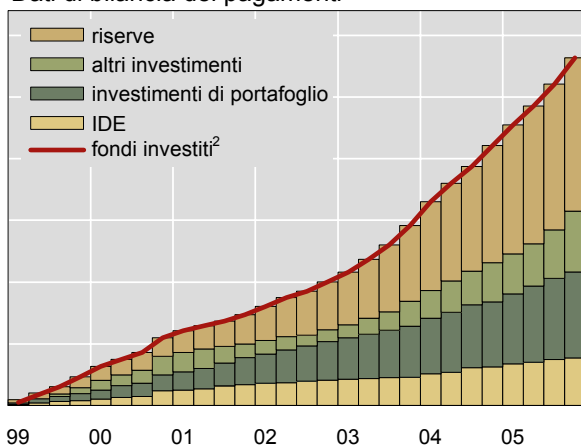
In linea teorica, gli investimenti intraregionali dovrebbero essere sottratti dai fondi investiti stimati per l'intera regione, così da ottenere una migliore approssimazione degli investimenti finanziari lordi asiatici nel resto del mondo. Purtroppo non sono disponibili dati esaurienti sui flussi intraregionali di investimenti di portafoglio e di IDE. Tuttavia, si possono utilizzare le statistiche bancarie BRI per isolare la porzione dei fondi investiti all'interno della regione che transitano attraverso il sistema bancario regionale. La linea blu spessa nel diagramma di destra del grafico 2.8 fornisce una stima dei fondi investiti dall'Asia al netto dei flussi intraregionali segnalati dalle banche situate in Corea, Hong Kong, India, Singapore e Taiwan¹³. I flussi bancari intraregionali cumulati tra fine 1998 e primo trimestre 2004 sono stati in realtà negativi, a causa della contrazione dei prestiti alla regione da parte di banche situate a

¹³ Per le banche situate in questi cinque paesi dichiaranti, i flussi cumulati di attività verso il resto della regione sono sottratti dai fondi investiti. Analogamente, sono sottratti i flussi cumulati di passività provenienti da altri paesi della regione.

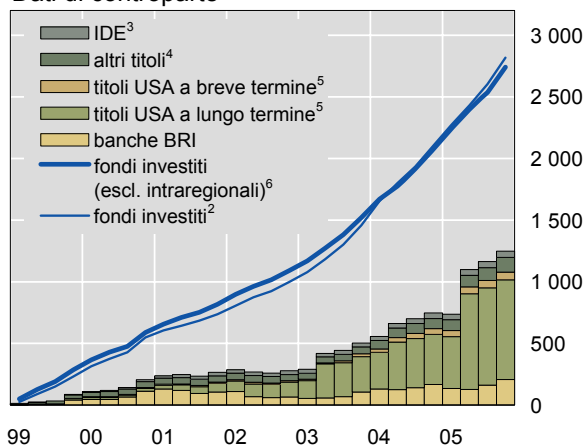
Analisi dei fondi investiti dall'Asia¹

Flussi cumulati da fine 1998

Dati di bilancia dei pagamenti



Dati di controparte



¹ Fondi investiti da Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ² Definiti come la somma fra variazioni delle riserve, IDE, investimenti di portafoglio e altri investimenti lordi. ³ IDE cumulati verso Australia, Francia, Germania, Giappone, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera. I dati per il 2004 e il 2005 sono parzialmente stimati. ⁴ Investimenti di portafoglio cumulati verso Germania e Giappone. ⁵ Stimati in base ai dati TIC USA. ⁶ Fondi investiti al netto dei flussi intraregionali transitati per le banche in Corea, Hong Kong SAR, India, Singapore e Taiwan (Cina).

Fonti: Bank of Japan; Tesoro statunitense; FMI; UNCTAD; BRI.

Grafico 2.8

Hong Kong e Singapore all'indomani della crisi asiatica. A partire da metà 2004, con la ripresa dei finanziamenti alla regione, tali flussi sono tornati in positivo. Quindi, i fondi investiti *al netto dei flussi bancari intraregionali* cumulati fino agli inizi del 2004 sono stati di fatto leggermente superiori (di circa \$90 miliardi nel 2002) alla stima ricavata in base alle sole statistiche di bilancia dei pagamenti.

La parte rimanente del richiamato diagramma, che combina varie fonti di dati di *controparte*, fornisce indicazioni sulla destinazione dei fondi investiti dai residenti asiatici. Tali dati includono stime degli investimenti di portafoglio in Giappone e negli Stati Uniti, degli IDE affluiti agli Stati Uniti e ad altri paesi sviluppati, nonché dei depositi collocati presso le banche dichiaranti su scala mondiale¹⁴. Presi congiuntamente, questi dati rappresentano quasi il 46%, ossia \$1,25 trilioni, dei fondi complessivamente investiti dall'Asia (al netto dei flussi bancari intraregionali) dalla fine del 1998.

I fondi investiti dall'Asia *individuati* sono stati in gran parte indirizzati all'acquisto di titoli USA. Le disponibilità in titoli USA a breve e a lungo termine accumulate dai residenti asiatici da fine 1998 a fine 2005 sono stimate in \$871 miliardi, ossia il 32% dei fondi investiti. Per contro, una quota

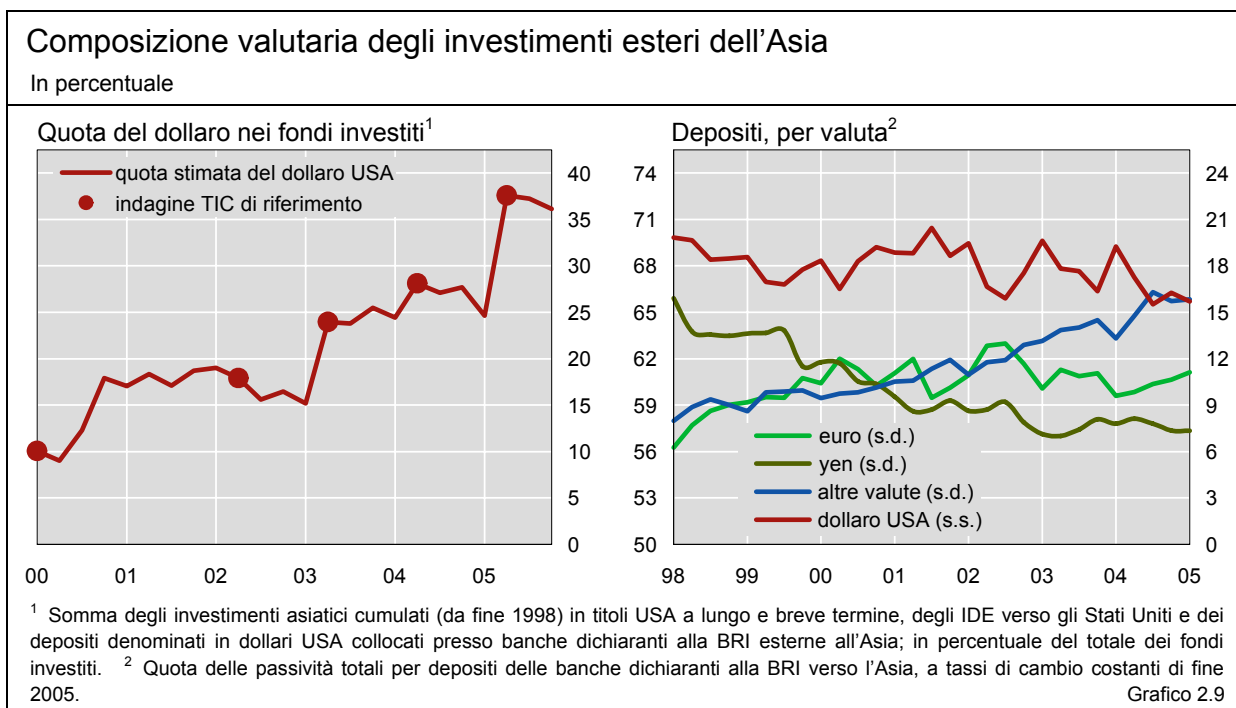
... destinati all'acquisto di titoli USA ...

¹⁴ Gli investimenti in titoli USA vengono stimati utilizzando i dati TIC sulle transazioni e quelli sulle disponibilità totali di titoli a lungo e a breve termine segnalate nelle indagini di riferimento. Per i titoli a lunga, lo stock totale di disponibilità dei principali paesi asiatici viene stimato partendo dal dato delle indagini e considerando le successive variazioni desunte dai dati TIC sugli acquisti netti cumulati. Gli investimenti cumulati vengono quindi calcolati sottraendo lo stock di disponibilità di titoli a lungo termine a fine 1998. Per i titoli a breve, le disponibilità vengono stimate ipotizzando un valore pari a 0 per il 1995 e procedendo poi per interpolazione tra le date delle indagini di riferimento. Gli investimenti in titoli a breve cumulati dal 1998 vengono quindi calcolati sottraendo le disponibilità stimate a fine 1998.

relativamente esigua di tali fondi è stata depositata presso banche dichiaranti alla BRI: tra fine 1998 e il primo trimestre 2001 l'incidenza di tali depositi sul totale dei fondi investiti aveva raggiunto il 20%, ma a fine 2005 risultava inferiore al 10%.

... che accresce la quota stimata del dollaro sugli investimenti cumulati

Combinando le statistiche bancarie BRI con i dati TIC e quelli sugli IDE statunitensi è possibile ottenere una stima della quota del dollaro USA sui fondi complessivamente investiti dall'Asia. Si tratta senza dubbio di una stima per difetto, visto che gli investitori asiatici possono acquisire titoli denominati in dollari non rientranti in queste statistiche. Come mostra il diagramma di sinistra del grafico 2.9, a fine 2005 quasi il 40% dei fondi investiti dall'Asia cumulati dalla fine del 1998 era investito in dollari, contro il 20% circa nel 2002¹⁵. Nell'arco dello stesso periodo la quota del dollaro sullo stock dei depositi di residenti asiatici presso banche dichiaranti alla BRI è rimasta piuttosto stabile, oscillando tra il 65 e il 70% dalla fine del 1998 (grafico 2.9, diagramma di destra). Per converso, la quota di depositi in yen è calata da circa il 15% di fine 1998 al 7% di fine 2005.



¹⁵ I punti nel diagramma di sinistra del grafico 2.9 indicano le date delle indagini TIC di riferimento. Tali indagini cercano di ricondurre le disponibilità di titoli USA acquistati attraverso conti terzi alla residenza dell'acquirente originario e, pertanto, comportano variazioni discrete delle disponibilità stimate di titoli USA.

Caccia al rendimento nei mercati emergenti: indicazioni dagli spread all'emissione su prestiti e obbligazioni

Blaise Gadanecz

Spesso nei periodi di bassi tassi di rendimento e di interesse gli investitori in cerca di remunerazioni più elevate finanziano prenditori di qualità non bancaria e mercati emergenti. Nel 2005 i prestiti sindacati e le emissioni obbligazionarie di questi mercati hanno raggiunto livelli record (rispettivamente \$200 e 231 miliardi). La maggiore propensione al rischio degli investitori ha forse abbassato gli spread più di quanto giustificato dal miglioramento dei fondamentali? Questo riquadro offre uno schema di analisi empirica del prezzo all'emissione di prestiti e obbligazioni, concludendo che gli spread applicati ai mutuatari emergenti sono scesi ben al disotto dei livelli pronosticabili in base ai fondamentali, in linea con l'aumento della propensione al rischio.

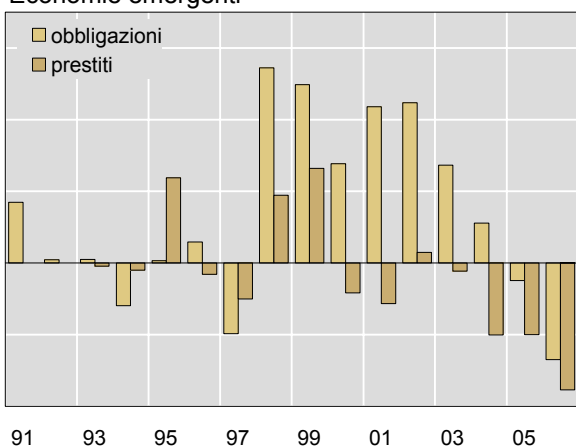
Il ruolo della propensione al rischio è valutato raffrontando gli spread effettivi su prestiti e obbligazioni nel mercato primario con quelli previsti da un modello di regressione^① che esprime gli spread in funzione del livello dei tassi di interesse a breve al momento della sottoscrizione, del merito di credito del mutuatario e delle microcaratteristiche dei singoli prestiti^②.

Lo scarto medio annuo (ponderato per il volume dell'operazione) fra gli spread effettivi e quelli previsti è risultato negativo nelle economie sia emergenti sia industrializzate nel 2004 e nel 2005 (cfr. grafico)^③. Nel primo trimestre 2006 esso è ridivenuto positivo nei paesi industrializzati, indicando forse una svolta nel ciclo creditizio, mentre nei mercati emergenti è rimasto negativo e ha continuato ad ampliarsi, specie per l'Asia e l'Europa orientale^④, raggiungendo in media 100 punti base. Lo scarto risulta maggiore di quello osservato all'epoca del precedente massimo calo degli spread nel 1997.

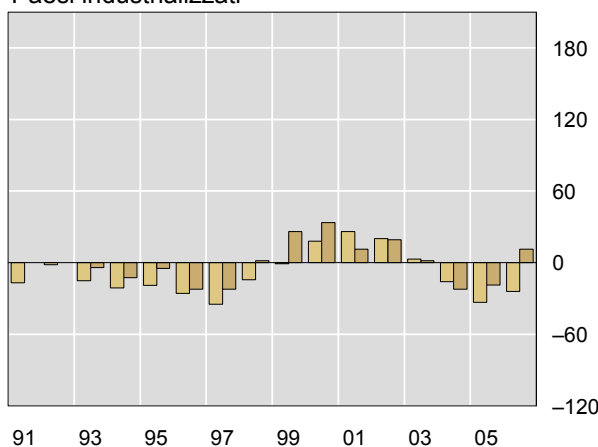
Prezzo del rischio nei mercati dei prestiti consorziali e obbligazionari

Scarto di prezzo medio¹

Economie emergenti



Paesi industrializzati



¹ Media, ponderata in base al volume dell'operazione, delle differenze (in punti base) tra gli spread effettivi (su obbligazioni o prestiti) e quelli ricavati dal modello di regressione. Una cifra negativa indica che gli spread di mercato sono inferiori a quelli desunti dal modello. Per il 2006, unicamente dati del 1° trimestre.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico A

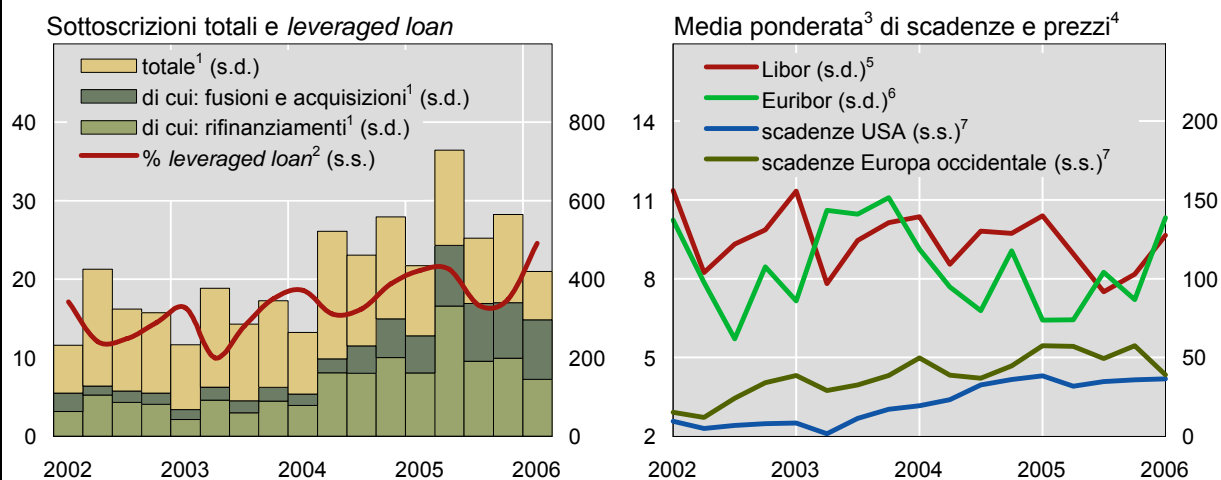
^① Cfr. la 75^a Relazione annuale della BRI, 2005, pag. 146, per una discussione della metodologia e dei risultati a livello mondiale fino al 1° trimestre 2005. Per un'analisi delle varie determinanti degli spread sui prestiti sindacati nei mercati emergenti, cfr. per esempio Y. Altunbaş e B. Gadanecz, "Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits", *BIS Working Papers*, n. 132, Basilea, luglio 2003. ^② Le previsioni sono interne al campione e stimate sui periodi 1991-2006 per le obbligazioni e 1993-2006 per i prestiti. La regressione considera vari fattori discussi in letteratura: entità e scadenza del prestito, garanzie personali e reali, rischio valutario (valuta del prestito diversa da quella del mutuatario), rating del mutuatario e tassi di interesse a breve al momento della sottoscrizione. I valori R² corretti sono pari a 0,60 per le obbligazioni e a 0,53 per i prestiti. ^③ Dal 1991 lo scarto fra differenziali effettivi e desunti dei mercati emergenti è significativamente superiore (di circa cinque volte) a quello dei paesi industrializzati. Anche i residui sono maggiori per i mercati emergenti se normalizzati per la media e la deviazione standard degli spread effettivi al fine di tener conto della diversa volatilità dei differenziali nelle economie industrializzate ed emergenti. ^④ Lo scarto negativo è più pronunciato per i prestiti, verosimilmente perché nel caso delle obbligazioni è maggiore la probabilità che la disciplina di mercato riporti gli spread su valori più in linea con i fondamentali.

Sviluppi sul mercato dei prestiti sindacati nel primo trimestre 2006

Nel primo trimestre 2006 l'attività sul mercato internazionale dei prestiti sindacati è stata modesta. Le nuove sottoscrizioni sono ammontate a \$418 miliardi, in calo del 26% sul periodo precedente, ma di appena il 3% sul corrispondente periodo del 2005. Nei primi tre mesi dell'anno i volumi sono solitamente contenuti; su base destagionalizzata la raccolta è di fatto cresciuta del 3%. Il trimestre in rassegna si è caratterizzato per il rialzo degli spread sui mercati primari europeo e statunitense e per il vigore dei segmenti dei prestiti a mutuatari con elevati indici di indebitamento (c.d. *leveraged loan*) e di quelli collegati a fusioni e acquisizioni.

Nei paesi industrializzati si è osservato un ampliamento degli spread per i mutuatari di tutte le categorie di merito di credito, europei e statunitensi, nonché un calo delle scadenze europee, forse i primi segnali di una possibile svolta nel ciclo del credito. L'attività nei segmenti di *leveraged loan* e operazioni collegate a fusioni è stata senza precedenti, alimentata probabilmente dalla domanda di finanziamenti di investitori in *collateralised loan obligation*. I prestiti a mutuatari con indici di indebitamento alti o altissimi^⓪, spesso privi di clausole di salvaguardia o garanzie, hanno toccato la quota record del 25% (cfr. grafico). Tra di essi, quelli erogati a soggetti statunitensi presentavano spread medi piuttosto bassi rispetto ai trimestri precedenti (230 punti base sul Libor), mentre i differenziali per i prenditori europei hanno raggiunto il massimo di 350 punti base sull'Euribor. La percentuale di operazioni connesse a LBO e a fusioni è stata eccezionalmente elevata (rispettivamente il 9 e il 36% del totale, in base agli importi), con un'attività particolarmente intensa nei settori sanitario e telecom^⓪. Le operazioni di rifinanziamento sono invece scese al 34%. Gli spread medi sul Libor per i prestiti a soggetti di paesi industrializzati collegati a fusioni e acquisizioni sono scesi a 129 punti base.

Sottoscrizioni di prestiti sindacati internazionali



¹ In miliardi di dollari USA. ² Prestiti erogati a mutuatari con indici di leva elevati o elevatissimi. ³ In base all'ammontare dell'operazione. ⁴ Spread più commissioni. ⁵ Prestiti denominati in dollari USA, con prezzo fissato rispetto al Libor e concessi a mutuatari statunitensi, in punti base. ⁶ Prestiti denominati in euro, con prezzo fissato rispetto all'Euribor e concessi a mutuatari dell'Europa occidentale, in punti base. ⁷ In termini di anni.

Fonti: Dealogic Loanware; BRI.

Grafico B

^⓪ Concesse a mutuatari che, prima o dopo l'operazione, presentano un elevato rapporto passività/capitale proprio, tipicamente superiore all'unità. ^⓪ Le statistiche BRI comprendono solo due tranches (per complessivi \$8 miliardi) del prestito di \$21 miliardi erogato a Time Warner Inc. a fini di fusione, poiché la parte restante corrisponde alla rinegoziazione a nuove condizioni di una linea di credito in essere (non coperta dalla metodologia). I dati non comprendono neanche l'operazione di €32 miliardi, non ancora sottoscritta all'epoca della rilevazione, a favore dell'azienda energetica tedesca E.ON per l'acquisto di Endesa.

Le sottoscrizioni di prenditori giapponesi hanno raggiunto un nuovo massimo, verosimilmente per l'aumento degli scambi sul mercato secondario. Esse sono ammontate a \$18 miliardi, di cui quasi la metà è andata tuttavia a una succursale statunitense di Toyota tramite un prestito allestito sul mercato USA.

I prestiti a mutuatari dei mercati emergenti sono risultati in linea con i volumi del primo trimestre 2005. Il loro prezzo è stato basso, anche tenendo conto della loro rischiosità (cfr. il riquadro precedente). Le sottoscrizioni (\$27 miliardi) si sono concentrate in Asia e nell'Europa orientale. Particolarmente attive sono state le banche russe e indiane e le società di petrolio e gas naturale russe e coreane. I produttori taiwanesi di schermi a cristalli liquidi hanno ricevuto \$1,8 miliardi per la costruzione di nuovi impianti. La russa Lukoil ha rinnovato prestiti per \$2,1 miliardi. La raccolta latinoamericana è stata modesta, a \$1,7 miliardi.