

Flussi di capitali nell'Est asiatico dalla crisi del 1997¹

Da quando la crisi ha colpito l'Est asiatico sei anni orsono i flussi di capitali tra la regione e il resto del mondo sono cambiati in maniera significativa. Questi mutamenti sono stati la conseguenza di un'alterazione delle condizioni economiche all'interno e all'esterno della regione. Tuttavia, alcuni aspetti della nuova configurazione di tali flussi sollevano importanti quesiti attinenti alla sfera delle politiche.

In primo luogo, l'Est asiatico è un esportatore netto di capitali nel resto del mondo per importi assai considerevoli. La domanda estera che ha determinato un surplus nelle esportazioni ha indubbiamente agevolato la ripresa dalla crisi asiatica. Inoltre, anche gli Stati Uniti hanno beneficiato dei corrispondenti afflussi di fondi per finanziare il deficit di parte corrente. Nondimeno, è difficile credere che nel lungo periodo la regione possa continuare a esportare risparmi di tale entità, o che il disavanzo USA possa essere sostenuto indefinitamente.

In secondo luogo, l'Est asiatico è impegnato in uno scambio internazionale di rischio che, oltre a riequilibrare e consolidare sia i conti pubblici sia i bilanci societari nella regione, sta accrescendo la resilienza delle economie dell'area. Tale scambio si estrinseca nell'esportazione di fondi relativamente sicuri e nella contemporanea importazione di capitali a rischio. In altri termini, l'Asia orientale acquista titoli di alta qualità emessi da governi e agenzie parastatali di Stati Uniti, Europa e Giappone, vendendo al tempo stesso attività reali, azioni e obbligazioni con rating medio-basso. Alcuni osservatori hanno criticato questa strategia, sostenendo che essa avrebbe impedito lo sviluppo dei mercati del reddito fisso nell'Asia orientale.

Il presente saggio passa anzitutto in rassegna i flussi *netti* di capitali dall'Est asiatico al resto del mondo. Vengono quindi analizzati i flussi *lordi*, ponendo in evidenza quelle particolari importazioni ed esportazioni di fondi cui si è accennato poc'anzi. Una terza sezione esamina le critiche mosse a tale strategia, ponendo l'accento sul ruolo svolto dai flussi lordi di capitale in alcuni dei recenti rapidi incrementi delle riserve valutarie ufficiali. Sono infine trattate le possibili linee di azione con cui far fronte a eventuali carenze nell'attuale profilo dei flussi di capitale. Fra queste linee di azione figurano la messa a punto della ristrutturazione dei settori bancario e societario della regione, lo

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

sviluppo di mercati obbligazionari e istituzioni di investimento a lungo termine, nonché il minore assegnamento sulle esportazioni per sospingere la crescita economica. Una risposta costruttiva a tali sfide consentirebbe all'economia mondiale di promuovere una maggiore sostenibilità degli avanzi/disavanzi di parte corrente e dei connessi flussi di capitali.

Tendenze dei flussi netti di capitali

A posteriori, la crisi dell'Est asiatico può essere vista come il risultato di un repentino prelievo di fondi da parte dei paesi esterni all'area, innescato dai crescenti segnali di un calo nei prezzi delle attività e di tensioni finanziarie nei settori bancario e societario. Ciò ha posto fine ai disavanzi correnti, dando l'avvio al rimborso dello stock di debito da parte della regione. Nel 1995–96, prima della crisi, l'Est asiatico esclusi Cina e Giappone registrava complessivamente un deficit del conto corrente pari a \$28,5 miliardi, che comprendeva gli ampi saldi negativi di Malaysia e Thailandia, quelli più modesti di Corea, Filippine, Hong Kong SAR e Indonesia, fino alle eccedenze di Singapore e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan). Nel biennio 1999–2000 la bilancia corrente era passata a un surplus di \$88 miliardi, assestandosi su un livello analogo anche nel 2001–02. Aggiungendo a questa cifra gli avanzi di Cina e Giappone, l'area registra oggi un surplus di parte corrente di oltre \$200 miliardi (tabella 1). Nel 2002 il saldo corrente di alcuni paesi dell'Est asiatico è rimasto piuttosto elevato rispetto al prodotto interno (grafico 1). In conseguenza del cumulo degli avanzi correnti, talune economie della regione sono divenute ora creditrici nette nei confronti del resto del mondo. La rapidità di questo passaggio sottolinea la sostanziale assenza nell'area di un eccessivo debito esterno nel periodo precedente la crisi.

L'avanzo corrente dell'Est asiatico si aggira intorno ai \$100 miliardi ...

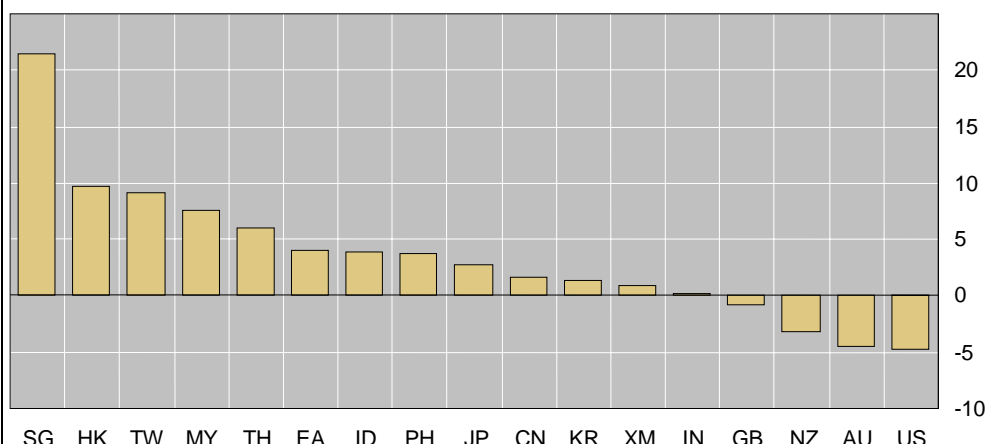
SalDI dei conti correnti			
	1995–96	1999–2000	2001–02
	in miliardi di dollari USA		
Giappone	87,7	117,4	100,6
Est asiatico (Giappone escluso)	–24,1	108,8	111,4
Area dell'euro	50,5	–52,4	21,3
Cina	4,4	20,8	26,4
Taiwan, Cina	8,3	8,6	21,8
Singapore	13,7	16,2	18,3
Hong Kong SAR	–4,1	8,2	12,1
Corea	–15,8	18,4	7,2
Malaysia	–6,6	10,5	7,3
Indonesia	–7,0	6,9	7,1
Thailandia	–14,1	10,9	6,9
Filippine	–3,0	8,2	4,4
India	–5,8	–3,7	2,5
Nuova Zelanda	–3,5	–3,1	–1,6
Australia	–17,5	–18,7	–13,2
Regno Unito	–13,9	–30,4	–18,0
Stati Uniti	–111,8	–351,6	–448,4

Fonti: © Consensus Economics; J.P. Morgan; statistiche nazionali.

Tabella 1

Saldi dei conti correnti nel 2002

in percentuale del PIL



AU = Australia; CN = Cina; EA = Est asiatico (Giappone escluso); GB = Regno Unito; HK = Hong Kong SAR; ID = Indonesia; IN = India; JP = Giappone; KR = Corea; MY = Malaysia; NZ = Nuova Zelanda; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan, Cina; US = Stati Uniti; XM = area dell'euro.

Fonte: statistiche nazionali.

Grafico 1

... mentre calano gli investimenti delle imprese

In generale, la transizione dell'Est asiatico da un saldo negativo a uno positivo nei confronti dell'estero è stata indotta dal taglio degli investimenti da parte delle imprese, in un contesto di alti tassi di risparmio delle famiglie. Nella gran parte dei casi, le variazioni nei conti pubblici sono servite solo a moderare queste oscillazioni. In un primo momento gli investimenti societari sono stati ridimensionati a causa del brusco calo nella disponibilità di fondi esteri che ha colpito le imprese della regione. Con l'andar del tempo, i persistenti avanzi finanziari del settore societario hanno tendenzialmente rispecchiato la debole domanda di investimenti causata dalla capacità in eccesso, nonché dagli sforzi delle imprese volti a ricostituire i bilanci.

Il peggioramento del disavanzo USA assorbe l'accumulo di avanzi correnti nell'Est asiatico ...

Al surplus del conto corrente della regione fa riscontro un deflusso netto di capitali dall'Asia orientale. Il principale destinatario di questi fondi sono stati gli Stati Uniti, che accusavano già un sostanziale disavanzo di parte corrente prima della crisi, come del resto gli stessi paesi dell'Est asiatico presi nel loro insieme. Tra il 1995-96 e il 1999-2000, tuttavia, il deficit corrente USA è cresciuto di \$240 miliardi, assorbendo un aumento di \$116 miliardi nelle esportazioni nette dell'area, esclusi Cina e Giappone².

Dalla prospettiva asiatica, la crescita indotta dalle esportazioni che ha dilatato il surplus di parte corrente ha fornito un gradito incentivo, compensando in varia misura le difficoltà connesse con le ristrutturazioni finanziarie e societarie. Del pari, per gli Stati Uniti l'ampliamento del disavanzo corrente sul finire degli anni novanta non è stato nel complesso uno sviluppo indesiderato, giacché ha coinciso con una crescita interna in rapido aumento, che nell'ultima

² Alcuni analisti locali sostengono che la stessa Cina avrebbe concorso ad assorbire l'incremento delle esportazioni dall'Est asiatico; contrariamente a quanto indicato nelle statistiche ufficiali, infatti, pare che un ammontare non rilevato di importazioni abbia ridotto l'avanzo cinese di parte corrente.

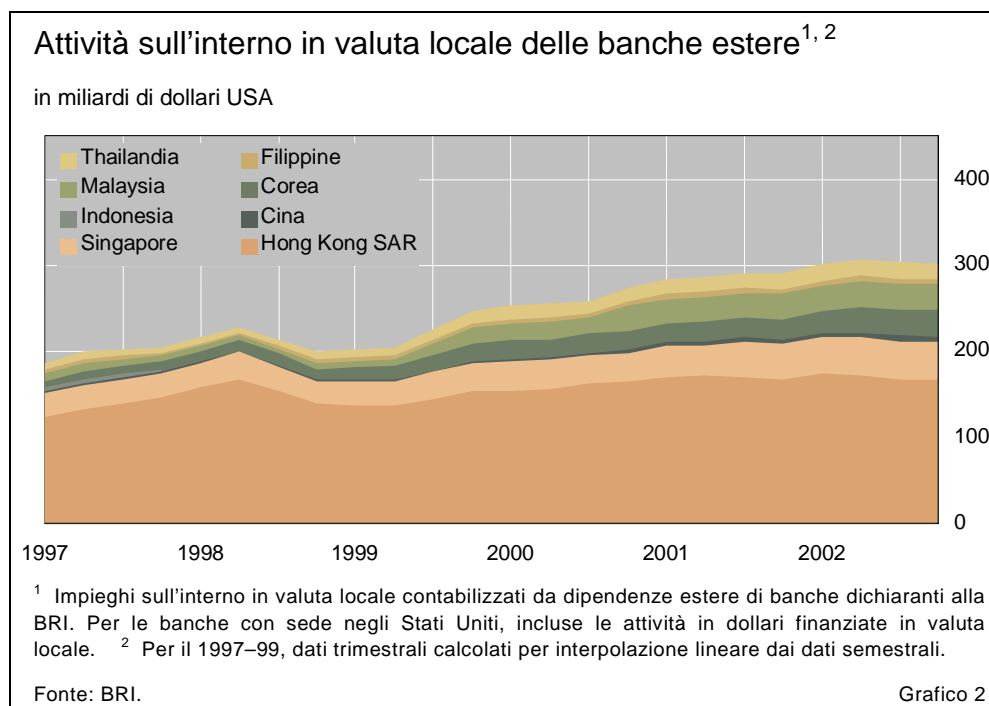
parte del 1996 andava esercitando pressioni sulla stabilità dei prezzi USA. Così, l'aumento delle importazioni nette dall'Est asiatico ha coinciso con una crescita sostenuta e incipienti pressioni sui prezzi negli Stati Uniti, limitando il grado di inasprimento monetario necessario per arginarle.

Allo stato attuale, l'economia USA si trova in una posizione alquanto diversa. Sebbene la recessione del 2001 non sia stata lunga né profonda, permangono interrogativi circa la sostenibilità della domanda delle famiglie e le condizioni per una ripresa degli investimenti fissi delle imprese. L'inflazione non costituisce più un problema. E forse meno significativa, anche se non da ignorare, è la dimensione stessa del disavanzo corrente USA, che sfiora attualmente il 5% del PIL, il 10% circa del risparmio lordo del resto del mondo. La posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti è cresciuta a quasi \$2 trilioni, più di un quinto del prodotto e poco meno del doppio dell'export a fine 2001. Anche se i rendimenti delle attività estere USA, sopravanzando quelli delle passività (cfr. infra), hanno finora limitato l'impatto sul servizio del debito, lo scorso anno l'economia statunitense ha cominciato a registrare assorbimenti di reddito indotti dagli oneri debitori. In queste circostanze, i policymaker dell'Est asiatico non sono in grado di presupporre con certezza che gli sviluppi commerciali così graditi agli Stati Uniti verso la fine dello scorso decennio possano proseguire a tempo indeterminato.

... lasciando
l'economia USA con
un ampio squilibrio
esterno

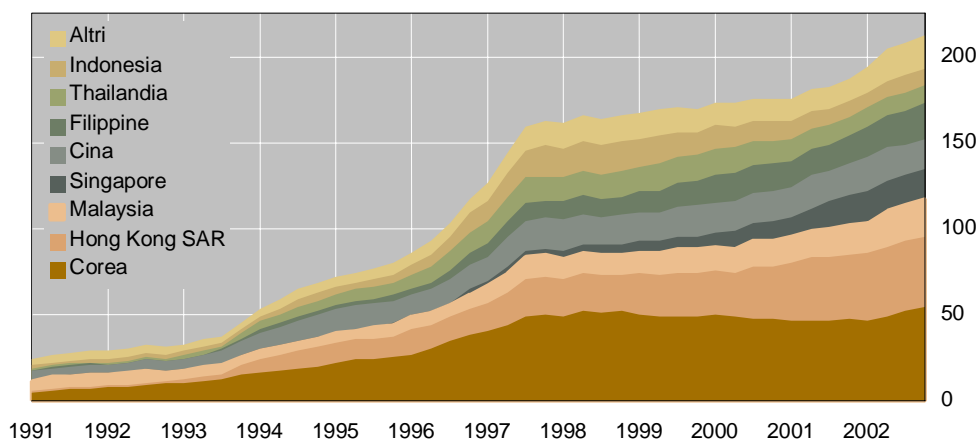
Tendenze dei flussi lordi di capitali

Le esportazioni nette di fondi dall'Asia orientale sono state originate da uno scambio di rischio a livello internazionale attraverso sostanziali afflussi e deflussi di capitali. In particolare, la regione ha importato fondi più rischiosi esportandone al tempo stesso di più sicuri. In tal modo, le economie dell'Est asiatico sono andate nel complesso consolidando i loro bilanci. In particolare,



Obbligazioni internazionali emesse da mutuatari asiatici

consistenze in essere, in miliardi di dollari USA



Nota: comprese obbligazioni convertibili e notes a tasso variabile.

Fonte: *Rassegna trimestrale BRI*, tabella 15B.

Grafico 3

aprendo la strada ad afflussi di azioni e debito subordinato, al tempo stesso rimborsando passività pregresse e accumulando attività liquide, la regione si è avvalsa dei mercati finanziari globali per abbassare il grado di leva e rafforzare la liquidità.

Gli investimenti diretti esteri verso l'Asia orientale hanno costituito i più ingenti afflussi di capitale di rischio. Quantunque si sia molto dibattuto se gli investimenti diretti in Cina abbiano o meno penalizzato altre economie, la Corea ha fatto registrare un netto aumento di fondi dopo la crisi asiatica. Gli afflussi di "private equity" hanno sostenuto la ricapitalizzazione di banche insolventi e, talvolta, l'acquisizione di prestiti in sofferenza. Una iniezione di capitale di rischio che viene spesso trascurata è riconducibile al sostanziale incremento dell'intermediazione bancaria in valuta locale da parte di istituti esteri (grafico 2). Anche se la quantificazione del contributo agli investimenti diretti esteri può dipendere dalla forma giuridica – filiazione o affiliata – con cui ha luogo tale intermediazione, in realtà le banche estere hanno comunque fatto affluire fondi per sostenere l'aumento dei prestiti in valuta locale (McCauley, Ruud e Wooldridge, 2002).

Anche flussi azionari di portafoglio, un'altra forma di capitale di rischio, sono complessivamente affluiti alla regione dopo la crisi, benché essi siano andati aumentando e diminuendo parallelamente alla dinamica altalenante dei principali mercati azionari mondiali. Nonostante le fluttuazioni, la tendenza di medio periodo potrebbe senz'altro essere al rialzo. A partire dalla crisi, la correlazione fra i mercati azionari locali (esclusa la Cina) e le più importanti piazze internazionali è andata generalmente aumentando. Ciò è stato ascritto al fatto che le esportazioni regionali, la produzione industriale locale e la crescita economica complessiva dell'Est asiatico dipendono più strettamente dai principali mercati.

Altre forme di capitale di rischio sono parimenti affluite all'Asia orientale dopo la crisi finanziaria del 1997. Le banche della regione hanno ceduto debiti subordinati a investitori di New York, mentre obbligazioni di qualità bancaria o

Gli afflussi di capitale di rischio aiutano a ricapitalizzare le banche insolventi ...

... e ad accrescere i flussi azionari di portafoglio ...

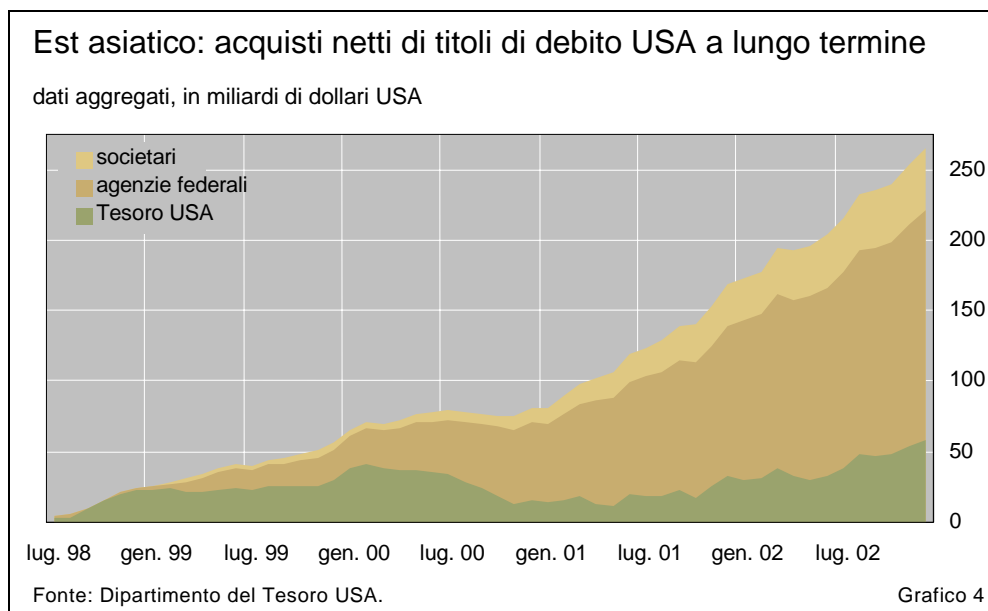
... nonché quelli di titoli debitori

inferiore, emesse da mutuatari sovrani e societari, sono state negoziate sui mercati internazionali (grafico 3).

Nella direzione opposta, i capitali sono defluiti dall'Est asiatico verso investimenti mobiliari a basso rischio e per il tramite dei canali interbancari. Le acquisizioni mobiliari hanno interessato principalmente obbligazioni del Tesoro e di agenzie federali USA, di emittenti sovrani europei e del governo giapponese. A giudicare dalla composizione degli acquisti netti di titoli USA da parte dei paesi dell'Est asiatico, lo spread medio sui Treasuries non sembra aver superato di molto i 20 punti base (grafico 4). Le banche centrali e commerciali hanno inoltre incrementato i propri depositi presso i principali istituti internazionali. I massicci rimborsi di debito in dollari effettuati da società locali hanno dato origine a flussi finanziari che combinano capitali azionari con fondi a basso rischio. In altri termini, i \$300 miliardi circa di debito rimborsati a partire dal 1997 hanno liberato capitale bancario per quasi un decimo di quell'importo, mentre i rimborsi effettivi sono affluiti ai mercati bancari globali sotto forma di strumenti interbancari a basso rischio (grafico 5). In questo senso, l'Asia orientale è andata fornendo capitali sicuri al resto del mondo.

Gli afflussi e i deflussi di fondi dell'Est asiatico differiscono non solo nel profilo di rischio, ma anche per il tipo di controparte. Gli afflussi verso la regione originano in genere da un privato che acquista attività private (o talvolta privatizzate). Per converso, i deflussi promanano dall'investimento del ricavato di interventi del settore pubblico sul mercato dei cambi in strumenti ufficiali o assimilabili, quali titoli di agenzie federali USA³. Anche se nel triennio 1999–2001 il sistema bancario cinese ha esportato più fondi di quanto non abbiano fatto i gestori delle riserve ufficiali, la scelta sembra essere caduta su strumenti abbastanza simili (Ma e McCauley, 2002).

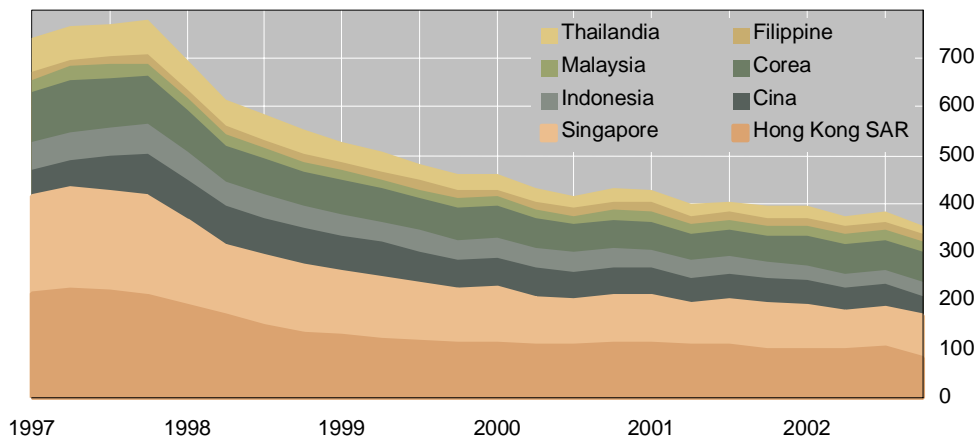
I deflussi di capitali privilegiano gli strumenti a basso rischio



³ Naturalmente, questa generalizzazione non è valida per tutti i paesi e i periodi. In Thailandia, ad esempio, il rimborso di debiti in dollari da parte di società (transazioni fra privati) ha in genere superato gli investimenti di nuove riserve ufficiali effettuati dalla banca centrale.

Attività bancarie internazionali consolidate^{1, 2}

in miliardi di dollari USA



¹ Attività sull'estero delle banche dichiaranti in tutte le valute, più attività locali in valuta delle loro affiliate estere. Per le banche con sede negli USA, escluse le attività in dollari finanziate in moneta locale. ² Per il 1997-99, dati trimestrali calcolati per interpolazione lineare dai dati semestrali.

Fonte: BRI.

Grafico 5

L'Est asiatico paga
un premio di
rischio ...

Gli effetti benefici di questi flussi lordi di capitale sul consolidamento delle strutture finanziarie della regione non sono stati esenti da costi. Questi ultimi potrebbero consistere in uno spread creditizio o in un qualche premio di rischio azionario. Ad esempio, le obbligazioni subordinate in dollari emesse da banche indonesiane o coreane fruttavano all'emissione rendimenti di 3-4 punti percentuali superiori a quelli, più sicuri, derivanti dall'investimento delle riserve. Su 234 obbligazioni in dollari o in euro collocate da mutuatari est-asiatici tra il 1997 e il 2002 (per un totale di \$84 miliardi), lo spread medio corrisposto rispetto al rendimento dei Treasuries o di altri titoli pubblici di riferimento è ammontato a 233 punti base (grafico 6).

... che potrebbe
essere comprensi-
bile alla luce dei
rischi cui è esposta
la regione

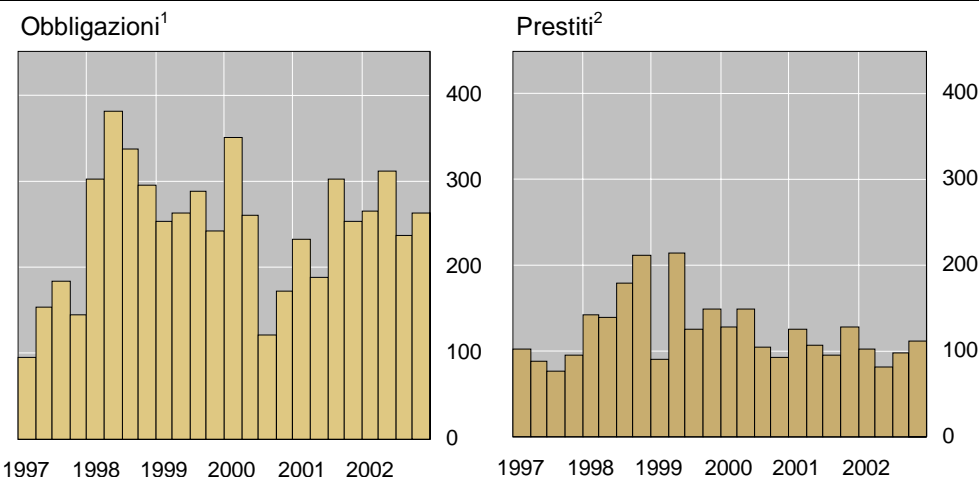
Quanto ciò sia conveniente per l'Est asiatico è difficile dire. L'asimmetria nello scambio di rischio tra l'area e il resto del mondo contraddice l'opinione prevalente secondo cui gli investitori dovrebbero ricorrere ai mercati globali dei capitali per diversificare i loro portafogli di attività a rischio. Per converso, le economie dell'Asia orientale vanno sistematicamente aggiustando i loro bilanci per trasferire rischi al resto del mondo e accumulare liquidità. Ciò potrebbe essere in certa misura opportuno ove esse siano orientate strettamente alla domanda globale (economie "ad alto coefficiente beta"), in parte a causa della massiccia esposizione alla produzione tecnologica. Non solo i benefici della diversificazione potrebbero essere limitati (così come evidenziano le correlazioni relativamente forti del mercato azionario), ma potrebbe altresì rendersi necessario detenere un ampio margine di liquidità a fronte di bruschi movimenti al ribasso nel settore tecnologico.

Gli USA beneficiano
dell'assorbimento di
rischio e di liquidità
dell'Est asiatico

Dal punto di vista degli Stati Uniti, la fornitura di capitali di rischio all'Est asiatico alimenta i flussi lordi necessari a finanziare il deficit di parte corrente. Naturalmente, nel corso del tempo tale intermediazione nei confronti dell'Asia orientale e di altre regioni fornisce reddito all'economia statunitense (ed è

Spread creditizi su obbligazioni e prestiti di emittenti dell'Est-asiatico

in punti base



¹ Rispetto ai rendimenti pubblici benchmark. ² Rispetto al Libor.

Fonti: *Asiamoney*; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; *FinanceAsia*; *International Financing Review*. Grafico 6

questa l'altra faccia della medaglia del premio di rischio azionario), che si manifesta come eccedenza del tasso medio di rendimento a lungo termine delle attività rispetto al corrispondente tasso di remunerazione delle passività⁴.

In tal modo, finanziando attività a rischio dell'Est asiatico con passività più sicure, l'economia USA ha svolto per quest'area la funzione di intermediario bancario o finanziario internazionale. Nel lungo periodo, tuttavia, una banca non può espandersi in presenza di un restringimento della base patrimoniale. Nel caso di un paese che effettua assorbimento di rischio e trasformazione di scadenze a livello internazionale, la base di capitale può essere vista come la posizione patrimoniale netta sull'estero⁵. Per ciò che concerne gli Stati Uniti, un calo di questa posizione implica una riduzione del valore netto internazionale disponibile per far fronte a eventuali perdite su attività più rischiose e meno liquide, senza inconvenienti per le passività liquide a basso rischio. Più di trent'anni fa, nel 1969, quando le partite correnti degli Stati Uniti erano ancora in equilibrio, il problema analogo sollevato da Robert Triffin era opinabile; oggi, tuttavia, il disavanzo cronico del conto corrente USA rende il dibattito quanto mai attuale. Assistiamo anzi a un conflitto latente, anche se al momento tutt'altro che pressante, fra una posizione debitoria netta sull'estero in fase di deterioramento e il ruolo svolto dal paese nell'intermediare il rischio su scala internazionale.

Un'intermediazione globale di questo tipo richiede solidi conti pubblici

⁴ Per contro, lo scambio di capitali di rischio fra Stati Uniti e area dell'euro verso la fine degli anni novanta aveva visto quest'ultima in veste di prestatore di rischio, mediante l'emissione di passività relativamente a breve termine e poco rischiose per finanziare l'acquisto di titoli azionari rischiosi e l'acquisizione in blocco di società.

⁵ Un'accezione più ampia, e più favorevole, di base patrimoniale è lo stock di capitale di un intero sistema economico, sebbene questa interpretazione presupponga una elevatissima capacità di trasformare la produzione "non tradabile" in beni e servizi "tradabile".

Critiche al profilo dei flussi di capitali

È opportuno che una regione in rapida crescita esporti capitali verso una economia matura?

Al profilo dei flussi di capitali ora delineato sono state mosse due critiche. In primo luogo, taluni osservatori hanno messo in questione – adducendo ragioni di welfare, se non addirittura di ordine morale – i flussi di capitale *dalla* regione est-asiatica *agli* Stati Uniti. Dopotutto, ciò significa che i fondi vengono fatti affluire *da* economie relativamente povere che cercano di recuperare in termini di produttività, con popolazioni comparativamente giovani e potenziale di crescita nell'ordine del 5–10%, *verso* un'economia matura, ancorché con una crescita della produttività in recente aumento. Da un'ottica differente, gli stessi avanzi di parte corrente sono sotto accusa, poiché implicano una deleteria dipendenza delle economie della regione dalla domanda estera. Non mancano inoltre perplessità in merito al fatto che quanto più a lungo si protrae il disavanzo USA, tanto maggiore sarà la probabilità di un successivo disordinato aggiustamento dei tassi di cambio.

È opportuno che l'Est asiatico dipenda dal resto del mondo per l'intermediazione del rischio?

Vi è poi una seconda obiezione: i flussi lordi che dall'Asia raggiungono i principali centri finanziari per poi fare ritorno ai paesi dell'Est asiatico potrebbero costituire un'occasione mancata per potenziare l'intermediazione finanziaria all'interno del continente. In altre parole, si ritiene che tali deflussi servano solo a ispessire il mercato obbligazionario USA più che a sostenere la crescita dei mercati omologhi nell'Asia orientale. In entrambe le critiche vi è un fondo di verità, ma anche il rischio di un'enfasi eccessiva. Passiamo ad esaminarle una per una.

Flussi netti

Le riserve ufficiali in valuta sono aumentate fortemente ...

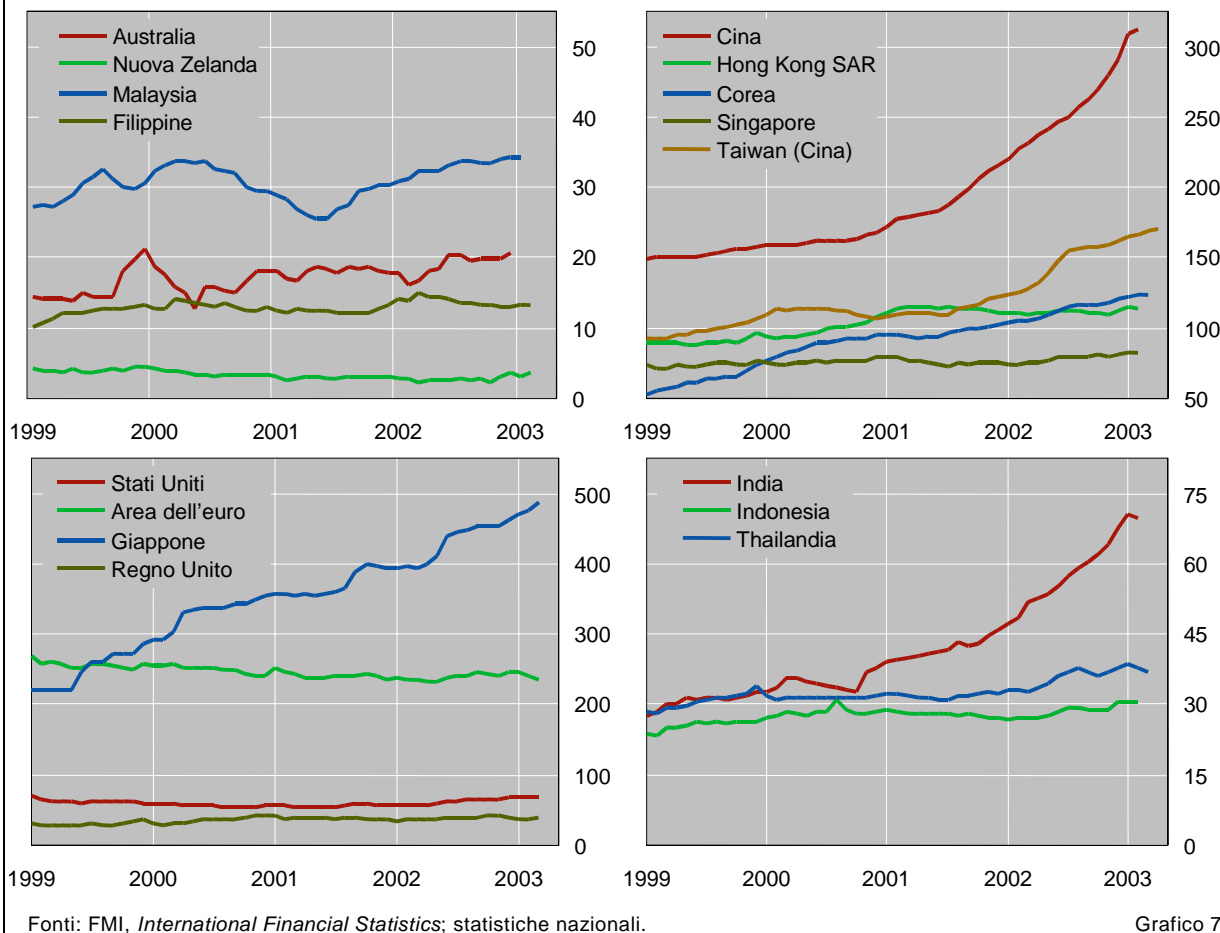
Le critiche mosse ai flussi netti di capitali dall'Asia orientale al resto del mondo si concentrano spesso sull'accumulo di riserve ufficiali in valuta nella regione, che è stato invero notevole, avendo sospinto la quota delle riserve est-asiatiche sul totale mondiale a oltre il 50% (tabella 2). Nel 2002 incrementi di rilievo sono stati osservati in Cina, Corea, Giappone, India e Taiwan (grafico 7)⁶. Come già rilevato, tali critiche muovono da due diverse

Riserve ufficiali in valuta				
	1998		2002	
	in miliardi di dollari USA	in percentuale	in miliardi di dollari USA	in percentuale
Asia dell'Est, escl. Giappone ¹	562,9	34,6	908,8	40,0
Giappone	203,2	12,5	443,1	19,5
Pacifico ²	17,2	1,1	19,9	0,9
Totale mondiale	1 627,8	100,0	2 274,2	100,0
¹ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ² Australia e Nuova Zelanda.				
Fonti: FMI, <i>International Financial Statistics</i> ; statistiche nazionali.				Tabella 2

⁶ Grazie all'abbondanza di riserve in questi paesi, è stato più facile per le rispettive banche centrali accordarsi fra loro per rendersi reciprocamente disponibile una parte di tali fondi nell'ambito dell'iniziativa Chiang Mai. Cfr. Park e Wang (2003).

Riserve ufficiali in valuta

in miliardi di dollari USA



prospettive. Secondo la prima, che postula la piena occupazione costante, gli avanzi correnti vengono gestiti al fine di accumulare riserve, e ciò rappresenta un dispendio di risorse reali. Da un punto di vista più prettamente keynesiano, il surplus di parte corrente costituisce un mezzo con cui sorreggere la domanda, che viene in effetti redistribuita dal resto del mondo.

Dalla prima prospettiva, dunque, le autorità cercano di accrescere le riserve ufficiali in valuta e intervengono sul mercato per assorbire e mantenere l'avanzo del conto corrente. Si ritiene che il costo, e il potenziale dispendio, di questa strategia origini dal divario fra i benefici connessi con il mantenimento di risorse, e in particolare la produttività marginale del capitale nell'economia, e il rendimento delle riserve, vale a dire il tasso internazionale privo di rischio. In altri termini, si stigmatizza il fatto che le risorse reali vengano assorbite, tramite la bilancia dei pagamenti, per acquisire da economie mature all'estero attività finanziarie che fruttano meno di investimenti alternativi sull'interno. Ciò fa eco alle critiche avanzate ai regimi di "currency board" coloniali, che obbligavano le colonie a registrare avanzi correnti per sostenere la loro valuta. Secondo questa interpretazione, la crescita delle riserve non è del tutto razionale. Taluni detrattori si spingono fino a considerare l'accumulo di riserve come un'attività

... il che solleva critiche da due diverse prospettive

La prima considera l'accumulo di riserve un dispendio di risorse reali ...

... sebbene il nesso fra riserve valutarie e conti correnti sia debole

competitiva, meno pericolosa ma non meno onerosa di una corsa agli armamenti, in cui l'impiego delle risorse reali passa in secondo piano pur di surclassare il paese vicino.

Buona parte della variazione delle riserve valutarie nella regione va tuttavia ascritta ai flussi di capitale più che ai conti correnti. In realtà, negli anni successivi alla crisi la relazione fra crescita delle riserve e avanzi di parte corrente nell'area è divenuta più blanda. È pur vero che, in termini aggregati, essa appare ben fondata: le economie asiatiche, eccettuato il Giappone, presentavano nel 1999–2002 surplus correnti per \$440 miliardi (tabella 1), a fronte di una crescita delle riserve di \$346 miliardi (tabella 2). Nondimeno, mentre per Taiwan, Corea e Hong Kong SAR le due grandezze sono aumentate in misura pressoché equivalente nel biennio 1999–2000, in Cina le riserve sono aumentate solo della metà del conto corrente, mentre a Singapore sono rimaste praticamente invariate (grafico 8)⁷. Nel 2001–02, tuttavia, per effetto del calo dei rendimenti in dollari USA rispetto a quelli in valuta locale, la crescita delle riserve ha sopravanzato quella degli avanzi correnti in Corea, Taiwan e Cina⁸. Per quest'ultimo paese, in particolare, vi è una netta differenza tra i \$72 miliardi di aumento delle riserve valutarie nel 2002 e i \$35 miliardi di avanzo di parte corrente. Analogamente, i \$40 miliardi di aumento delle riserve in valuta registrati dall'India negli ultimi quattro anni poco devono a un saldo della bilancia corrente divenuto positivo solamente verso la fine del 2001. In sintesi, la regola che appare valida in termini aggregati non sembra applicabile in modo uniforme a paesi e periodi diversi.

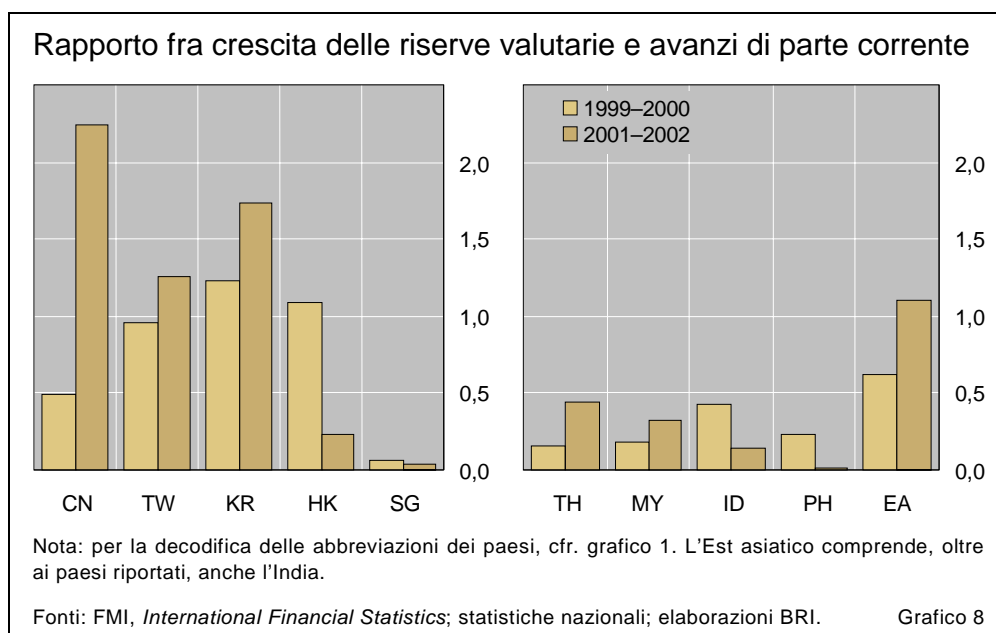
L'annosa critica agli schemi di "currency board" coloniali cui si è accennato poc'anzi è parziale in quanto omette di includere l'indebitamento sull'estero – o, più in generale, i flussi di capitale – tra le fonti di attività estere necessarie a sostenere la valuta⁹. Di conseguenza, la stessa correlazione fra crescita delle riserve valutarie e avanzi correnti nell'Est asiatico risulta quantomeno parziale.

Questa critica presenta limiti che vanno al di là di quelli meramente fattuali. Essa trascura ad esempio l'esistenza, in certa misura, di esternalità locali connesse con la detenzione di riserve, tramite l'impatto sull'affidabilità creditizia assegnata al paese in questione. Se le riserve riducono la probabilità di una crisi che potrebbe costare il 5% del PIL, allora i costi operativi connessi

⁷ In Cina la corsa ai depositi in dollari innescata dai maggiori rendimenti della valuta USA ha dato origine a deflussi di capitali privati e limitato la crescita delle riserve. Cfr. Ma e McCauley (2003).

⁸ A Hong Kong SAR, per contro, le riserve ufficiali in valuta sono servite a finanziare i deficit di bilancio, sicché gli avanzi del conto corrente non si sono accompagnati a ingenti aumenti delle riserve. Il deprezzamento dell'euro sul dollaro nel periodo iniziale ha mantenuto bassa la crescita delle riserve in termini di dollari, mentre il suo apprezzamento in quello finale la ha sospinta. Tuttavia, l'ampiezza di questo effetto non giustifica la differenza fra i due bienni.

⁹ La possibilità che sia l'indebitamento sull'estero a lungo termine, piuttosto che l'avanzo corrente, a fornire attività estere con cui sostenere un "currency board" non spiega peraltro il differenziale fra il tasso passivo corrisposto sul debito e quello attivo ottenuto sul collocamento delle attività estere presso centri finanziari internazionali. Cfr. De Cecco (1974).



con la loro gestione potrebbero essere giustificati. Né si può facilmente ipotizzare che una minore accumulazione di riserve sarebbe stata compensata da maggiori investimenti sull'interno con tassi di remunerazione relativamente elevati.

Da questa prospettiva, più spiccatamente keynesiana, la crescita delle riserve viene considerata come una conseguenza degli interventi sui mercati valutarî volti a prevenire un apprezzamento della moneta e la conseguente perdita di domanda estera. Lo scopo è quello di sorreggere la domanda complessiva, non ammassare riserve. In questo senso, gli avanzi di parte corrente e l'accumulo di riserve valutarie nell'Est asiatico sottolineano non tanto la forza, quanto una certa fragilità dell'economia nazionale. In particolare, una debole domanda interna potrebbe rispecchiare sia una situazione di sovrainvestimento sia l'impiego di cash flow per il rimborso del debito da parte delle imprese. Al tempo stesso, qualora i sistemi bancari siano gravati dalle sofferenze, le società interne operanti su mercati locali potrebbero incontrare difficoltà nel reperire finanziamenti. Nel caso in cui la spesa privata interna – per consumi o investimenti – dovesse aumentare, le autorità nazionali potrebbero ridimensionare gli interventi, accettando un parziale apprezzamento della valuta e la riduzione degli avanzi correnti. Alcune delle possibili strategie descritte di seguito, incluso il rafforzamento della capacità delle banche di erogare credito, potrebbero parimenti innalzare il livello degli investimenti rispetto a quello del risparmio.

Questa prospettiva risente anch'essa del parallelismo fra crescita delle riserve valutarie e avanzi del conto corrente. Ma anche coloro che ammettono il flusso di capitali nei due sensi fra la regione e il resto del mondo non hanno risparmiato critiche.

La crescita delle riserve viene criticata anche per l'eccessivo affidamento sulla domanda estera

Flussi lordi

I flussi lordi potrebbero essere impiegati altrimenti ...

... sebbene i mercati del credito in dollari mostrino già una notevole integrazione regionale

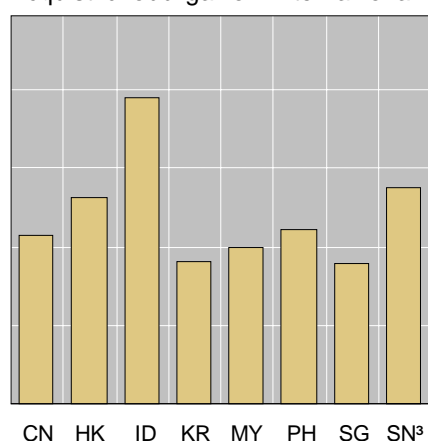
La configurazione dei flussi lordi fra Asia orientale e resto del mondo è stata oggetto di critiche in quanto rappresenterebbe un'opportunità mancata per promuovere l'integrazione finanziaria all'interno dell'area. Vestendo i panni dei policymaker, i banchieri centrali dell'Est asiatico hanno dibattuto sul modo in cui sviluppare i mercati obbligazionari nella regione (APEC, 1999). In qualità di gestori di riserve, essi hanno di fatto contribuito alla crescita del mercato dei titoli delle agenzie federali USA (McCauley e Fung, 2003).

Sui mercati dei prestiti obbligazionari e consorziali internazionali allestiti per conto di mutuatari della regione Asia-Pacifico, e denominati per lo più in dollari, l'integrazione all'interno dell'Est asiatico è maggiore di quanto comunemente ritenuto¹⁰. Da un esame dei principali sottoscrittori di collocamenti obbligazionari (i cosiddetti "bookrunner"), si può facilmente concludere che vi è una scarsa integrazione. Per le obbligazioni internazionali lanciate da mutuatari est-asiatici tra l'aprile 1999 e l'agosto 2002, la quota dei "bookrunner" con sede in Nord America ed Europa era pari rispettivamente al 54 e al 29%, mentre quella delle istituzioni asiatiche era del 17%¹¹. Tuttavia, se si guarda ai fornitori iniziali dei fondi – acquirenti sul mercato primario, ovvero membri del sindacato che occupano posizioni inferiori – il quadro appare

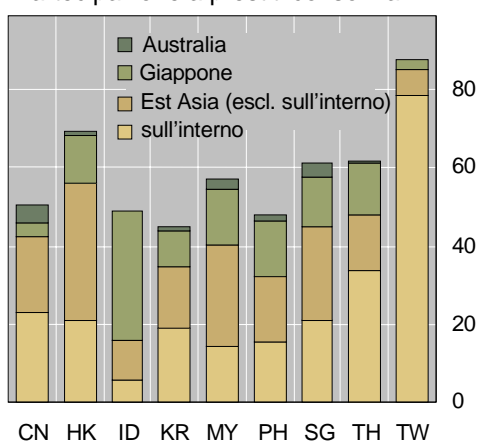
Distribuzione regionale di prestiti obbligazionari e consorziali

mutuatari dell'Est asiatico; paese di residenza in ascissa¹

Acquisti di obbligazioni internazionali²



Partecipazione a prestiti consorziali⁴



¹ Per la decodifica delle abbreviazioni dei paesi, cfr. grafico 1. ² Acquisti regionali di titoli emessi da mutuatari dell'Est asiatico fra l'aprile 1999 e l'agosto 2002; percentuale dell'ammontare collocato, per residenza dell'emittente. ³ Organizzazioni sovranazionali (ad es., Banca Asiatica di Sviluppo). ⁴ Banche prestatrici, per nazionalità; la distribuzione per nazionalità tiene conto della proprietà ultima della banca. In questo grafico HSBC e Standard Chartered sono state considerate come gruppi di Hong Kong. Sono state escluse le operazioni in cui i fondi sono stati forniti da banche di un'unica nazionalità.

Fonti: Dealogic Bondware; Dealogic Loanware.

Grafico 9

¹⁰ Cfr. McCauley, Fung e Gadanecz (2002).

¹¹ Queste percentuali considerano HSBC e Standard Chartered come banche di Hong Kong. Fra il 1999 e il 2002, a questi due soli "bookrunner" faceva capo il 10% delle obbligazioni emesse.

diverso. Se è vero che gli spread di sottoscrizione a fermo non rappresentano che una quota esigua del ricavo complessivo di un prestito obbligazionario o consorziale internazionale, i fornitori di fondi costituiscono una misura più eloquente del grado di integrazione. Quasi la metà delle obbligazioni internazionali emesse da prenditori dell'Est asiatico viene acquistata da investitori della regione, i quali assorbono una porzione persino maggiore di prestiti a più breve scadenza che potrebbero essere destinati a banche centrali e commerciali (grafico 9). Le negoziazioni successive riportano con tutta probabilità una ulteriore parte delle emissioni internazionali nei portafogli di operatori dell'area. Sul mercato primario dei prestiti, ivi inclusa una quota significativa denominata in valute locali, le banche dell'Est asiatico rappresentano una percentuale considerevole nelle operazioni allestite a favore di mutuatari residenti nell'area.

I mercati interni del reddito fisso non presentano però il grado di integrazione che caratterizza i mercati dei prestiti obbligazionari e sindacati internazionali. Secondo fonti di mercato, gli investitori di un paese est-asiatico acquistano in scarsa misura titoli emessi da mutuatari di altre economie della regione. Anzi, a differenza delle borse azionarie, i mercati interni delle obbligazioni tendono a rimanere isolati, ad esclusione di poche transazioni internazionali effettuate occasionalmente a fini speculativi.

L'Est asiatico trarrebbe indubbi benefici da una maggiore integrazione finanziaria e, in particolare, dal potenziamento dei mercati interni del reddito fisso. La regione avrebbe pertanto interesse a rivedere in parte il profilo dei flussi lordi di capitale cui si è ora accennato. La situazione finanziaria dei paesi dell'Asia orientale potrebbe migliorare significativamente qualora i mutuatari residenti fossero in grado di emettere titoli in valuta locale anziché in dollari o in euro, al fine di allungare la durata finanziaria delle loro passività o sfruttare la propensione al rischio di potenziali acquirenti. Del pari, gli investitori istituzionali con passività a lunga durata finanziaria potrebbero avvantaggiarsi acquistando titoli denominati nelle rispettive monete nazionali con duration corrispondente. Per citare un esempio, le banche australiane – che in passato dipendevano da fondi pensione e compagnie di assicurazione USA per gli strumenti ibridi di capitale (il cosiddetto patrimonio di classe 1 superiore) – collocano ora titoli di questo tipo denominati in dollari australiani presso investitori locali, inclusi clienti al dettaglio desiderosi di spuntare rendimenti più alti in un contesto di bassa inflazione. Anche le banche di Singapore hanno di recente proposto alla clientela interna strumenti di capitale in valuta locale. In generale, visti i vantaggi per mutuatari e prestatori, nonché i buoni precedenti dell'Asia in materia di stabilità dei prezzi, sussiste un notevole potenziale per lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni.

Le banche centrali hanno parimenti interesse a che i mercati del reddito fisso si accrescano in termini di ampiezza, spessore e liquidità, e ciò non solo per ragioni di ordine operativo. Sempre più spesso vengono riconosciute le opportunità offerte da una gestione al tempo stesso prudente e strategica delle riserve valutarie al fine di promuovere lo sviluppo dei mercati obbligazionari regionali. Ai gestori di riserve dell'Est asiatico non sfuggono le potenzialità

Margini di sviluppo
per i mercati dei
titoli debitori ad alto
rischio in valuta
locale

connesse con l'investimento in titoli emessi da mutuatari dell'area¹². Si comincerà forse con i prestiti denominati nelle valute più importanti ma, nel più lungo periodo, non sono da escludere veicoli di investimento che comprendono strumenti in valuta nazionale.

Sfide di politica economica

Tre obiettivi di politica economica potrebbero integrarsi a vicenda per riequilibrare in maniera migliore sia i flussi di capitali sia le strutture economiche dell'Est asiatico. 1) Fare minore affidamento sulle esportazioni come settore guida dello sviluppo economico, riducendo in tal modo l'esposizione ai cicli dell'export. Ciò dovrebbe condurre a una maggiore solidità delle finanze pubbliche, oltre che attenuare i rischi di oscillazioni del cambio. 2) Consolidare i sistemi bancari per contribuire a sostenere la domanda interna in caso di un eventuale indebolimento delle esportazioni. Potrebbe rendersi necessario integrare tale consolidamento con ristrutturazioni delle imprese sovraindebitate o in perdita. 3) Sviluppare i mercati per le obbligazioni in valuta locale e le istituzioni di investimento a lungo termine. Questa misura potenzierebbe la capacità di indebitamento delle imprese che producono per il mercato interno, senza esporle a vulnerabilità finanziarie dovute a disallineamenti di valuta.

Ci si può "disintossicare" dalle esportazioni ...

La recente esperienza della Corea dà un'idea del possibile impatto di questa strategia. I provvedimenti volti a ricapitalizzare le banche coreane, riorientarle al profitto e migliorare la loro governance sono stati rilevanti. Certo, in gran parte del sistema bancario lo Stato continua ad essere un importante azionista, e quindi il processo deve ancora essere completato. La riforma del governo aziendale in Corea è tuttora in corso. Da parte sua, il mercato obbligazionario del paese è riuscito, pur non senza interruzioni, ad affrancarsi dalla dipendenza dalle garanzie bancarie. Questi progressi sul piano finanziario hanno concorso a due sviluppi macroeconomici significativi e correlati. Primo, nonostante un netto calo delle esportazioni, nel 2001 la robustezza della domanda interna ha permesso all'economia della Corea di crescere a un ritmo ben superiore a quello di altre economie con analoghe esposizioni al ciclo tecnologico. Secondo, dall'inizio della crisi il tasso di risparmio delle famiglie e l'avanzo di parte corrente del paese si sono entrambi ridotti sostanzialmente.

Si perviene alla stessa conclusione osservando sviluppi di rilievo intervenuti in altri paesi. Quanto robusta sarebbe stata la domanda interna in Cina se negli ultimi anni il sistema bancario del paese non avesse promosso la rapida espansione del credito ipotecario e dei prestiti personali? E quale profonda recessione avrebbe conosciuto la Malaysia se le banche non si fossero lanciate in un'accanita competizione sul mercato dei mutui residenziali?

¹² Naturalmente, nella misura in cui le banche centrali investono in pool di attività a loro volta reinvestite in titoli dei rispettivi emittenti sovrani, una quota di tali portafogli non verrebbe segnalata fra le riserve ufficiali.

Naturalmente, non andrebbe sottovalutato il rischio di un più ampio accesso al credito indotto dalle ristrutturazioni finanziarie. Le autorità della Corea hanno assunto rigide misure per monitorare la crescita dell'indebitamento delle famiglie e i rincari dei prezzi delle attività. Altrove, nell'area industriale come fra le economie emergenti, si è corso il pericolo che la correzione dei livelli del debito delle famiglie sfuggisse di mano. È perciò importante che i responsabili delle politiche continuino a vigilare affinché le ristrutturazioni bancarie non provochino un'eccessiva dilatazione del credito. Ciò nonostante, è indubbio che la riforma del sistema finanziario può facilitare il più ambizioso obiettivo di riequilibrare in maniera migliore tanto i flussi internazionali dei capitali quanto la crescita economica interna.

... ma permangono rischi connessi con un più ampio accesso al credito

Bibliografia

APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999): *Compendium of sound practices: guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies*, settembre.

De Cecco, M. (1974): *Money and empire*, Blackwell, Londra.

Kindleberger, C.P. (1965): "Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity", in *Essays in international finance*, Princeton, maggio.

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "Liquidità in valuta estera delle banche cinesi", *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 19–20.

——— (2003): "Opening China's capital account amid ample dollar liquidity", in *Capital account liberalisation in China: international perspectives*, *BIS Papers*, n. 15, aprile, pagg. 25–34.

McCauley, R.N. e B.S.C. Fung (2003): "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39–46.

McCauley, R.N., S.-S. Fung e B. Gadanecz (2002): "Integrazione finanziaria dell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 89–102.

McCauley, R.N., J. Ruud e P. Wooldridge (2002): "Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 43–54.

Park, Y.C. e Y. Wang (2003): "Chiang Mai and beyond", saggio presentato alla conferenza "China's role in fostering financial stability and growth in the Asian region and the world economy", organizzata dal Forum on Debt and Development, dal Korea Institute for International Economic Policy e dalla Graduate School of International Studies presso la Seoul National University, 26–27 marzo.

Triffin, R. (1969): *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, New Haven.