

Credito bancario internazionale alle economie emergenti: flusso e riflusso negli anni novanta¹

Uno degli aspetti che hanno contraddistinto l'attività sui mercati finanziari mondiali durante gli anni novanta è stato il notevole aumento del credito bancario internazionale ai paesi in via di sviluppo, nonché il suo drastico ridimensionamento dopo la crisi asiatica della seconda metà del 1997. Fin dai primi anni dello scorso decennio l'ampio afflusso di capitali ai paesi emergenti e la susseguente inversione di tendenza hanno dato origine a numerose analisi. Tuttavia, sono relativamente pochi gli studi incentrati specificatamente sulle determinanti del credito bancario internazionale, che di tali flussi ha costituito una delle maggiori componenti². Il presente saggio analizza i fattori alla base delle variazioni delle attività delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti delle maggiori economie emergenti dell'Asia e dell'America latina. Il lavoro si fonda sull'ipotesi che sebbene i flussi creditizi siano essenzialmente indotti dalle grandezze economiche fondamentali, anche altri fattori possono talora esercitare un influsso. Adottando un ben noto approccio che distingue fra determinanti esogene ("push") ed endogene ("pull"), i risultati preliminari indicano che entrambi i tipi di fattori influiscono sulla dinamica del credito bancario internazionale. Ulteriori test evidenziano che quest'ultima potrebbe essere stata condizionata anche dal regime di cambio vigente.

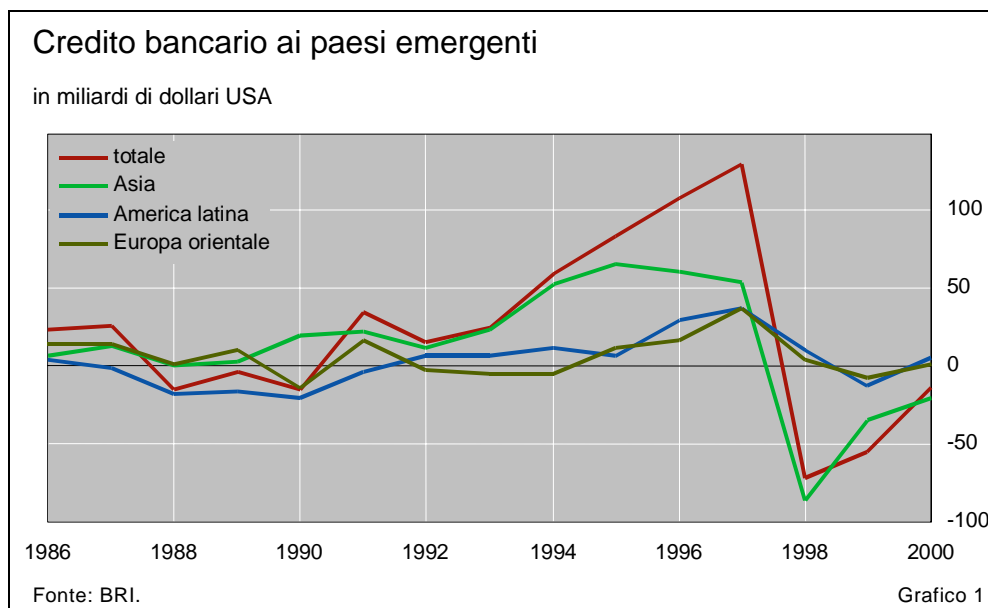
Espansione e contrazione del credito bancario

Mercato aumento
del credito
bancario ...

Il credito bancario internazionale ai paesi in via di sviluppo è cresciuto marcatamente fra la fine del 1990 e l'ultima parte del 1997. Di tale aumento hanno beneficiato soprattutto l'Asia e, seppure in misura minore, l'Europa orientale e l'America latina (grafico 1). In confronto, i crediti ai paesi dell'Africa

¹ Gli autori desiderano ringraziare Florence Béranger e Philippe Hainaut per l'assistenza fornita nel raccogliere ed elaborare gran parte dei dati utilizzati in questo studio. Le opinioni ivi espresse non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

² Notevoli eccezioni sono Buch (2000) e Goldberg (2001).



e del Medio Oriente (non indicati nel grafico) sono rimasti pressoché stagnanti³.

Gran parte dell'incremento dei crediti nel periodo suddetto è dovuto alla forte crescita delle posizioni a breve termine (grafico 2). Questa tendenza è stata attribuita a vari fattori, fra cui l'espansione dei finanziamenti al commercio, la liberalizzazione dei mercati, la creazione di centri offshore, i vantaggi offerti dagli impieghi a breve nel monitorare e gestire le esposizioni internazionali, nonché le cosiddette opportunità di "arbitraggio" generate dalla combinazione di alti tassi d'interesse nominali e cambi fissi o quasi fissi⁴. È stata anche avanzata l'ipotesi che l'erogazione di crediti a breve possa essere stata incoraggiata dal quadro regolamentare vigente⁵.

La quota dei crediti a breve ha raggiunto il livello massimo in Asia, di riflesso al rapido sviluppo dei sistemi bancari locali e offshore, e forse anche a causa delle strategie di "arbitraggio" sui tassi d'interesse attuate dalle banche internazionali. Nell'America latina la quota delle attività a breve è sì aumentata, ma a partire da un livello inferiore, dato il maggior peso dei prestiti a lunga scadenza concessi agli enti pubblici e l'influsso dei precedenti accordi di ristrutturazione.

... soprattutto a breve termine

Quota dei crediti a breve massima in Asia

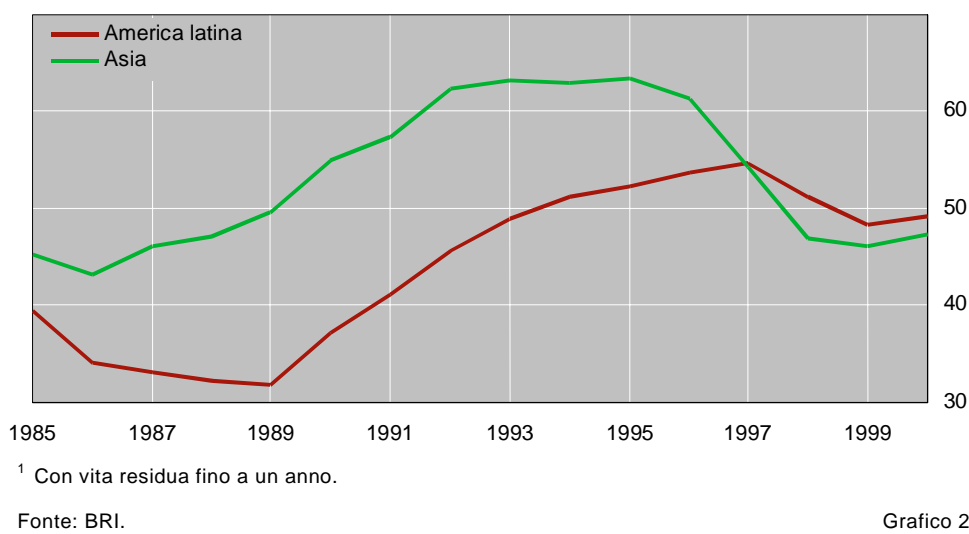
³ La più generale questione della globalizzazione dell'attività bancaria internazionale è trattata nella sezione monografica a pag. 43 di questa *Rassegna trimestrale BRI*.

⁴ Sebbene tali strategie di "carry" siano spesso denominate "arbitraggi", l'utilizzo di questo termine è improprio, poiché le operazioni di arbitraggio sono per definizione esenti da rischio. Per una trattazione più dettagliata delle questioni connesse cfr. Moreno et al. (1998).

⁵ È stato ad esempio affermato che l'Accordo di Basilea del 1988 potrebbe aver stimolato gli impieghi a breve termine ai paesi in via di sviluppo. L'Accordo prevede che, ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza, si applichi un coefficiente di rischio del 20% alle attività bancarie internazionali con vita residua fino a un anno e un coefficiente del 100% a quelle a più lungo termine. Un gruppo di lavoro del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1999) non ha trovato conferme empiriche conclusive a tale riguardo.

Distribuzione del credito bancario internazionale alle economie emergenti in base alla scadenza

crediti a breve¹ in percentuale dei crediti totali



Forte espansione dei crediti delle banche europee

Un'altra tendenza notevole è stata la forte espansione dell'attività delle banche europee (grafico 3). Questa espansione, specie in Asia e in America latina, è stata attribuita al desiderio delle banche europee di diversificare gli impieghi rispetto alle aree in cui esse avevano tradizionalmente svolto un ruolo preminente (Africa, Europa orientale e Medio Oriente), all'aumento degli investimenti diretti esteri e degli scambi commerciali delle imprese europee, nonché alla bassa redditività delle operazioni tradizionali in un contesto di debole crescita economica in Europa⁶. Alla fine del 1997 le banche europee presentavano la più elevata esposizione verso i paesi emergenti, oltre che la maggiore diversificazione geografica.

Attività di credito relativamente modesta delle banche nordamericane

Nello stesso periodo le banche del Nord America hanno incrementato la propria attività creditizia a ritmi relativamente modesti. Questa cautela derivava probabilmente dalle esperienze dei primi anni ottanta, quando i loro bilanci erano stati gravemente indeboliti dalle perdite sui crediti verso l'America latina. Le banche nordamericane sono tornate ad aumentare i prestiti a quest'area fra il 1992 e il 1994, per poi nuovamente ridurli allorché la crisi messicana di fine 1994 ha causato la dismissione di un ingente ammontare di strumenti debitori a breve termine e ad alto rendimento emessi dal governo messicano. In seguito, il credito accordato dalle banche USA all'America latina è rimasto su bassi livelli, e i loro sforzi si sono orientati verso quelle aree in cui fino allora esse avevano svolto un ruolo più limitato (come Asia, Africa, Europa orientale e Medio Oriente).

⁶ Nel caso delle banche tedesche, la bassa redditività potrebbe anche essere stata causata dalla forte concorrenza delle banche a capitale pubblico. Queste ultime paiono essersi avvalse del patrocinio statale per ottenere elevati rating e, di conseguenza, condizioni di finanziamento più favorevoli rispetto alle istituzioni private.

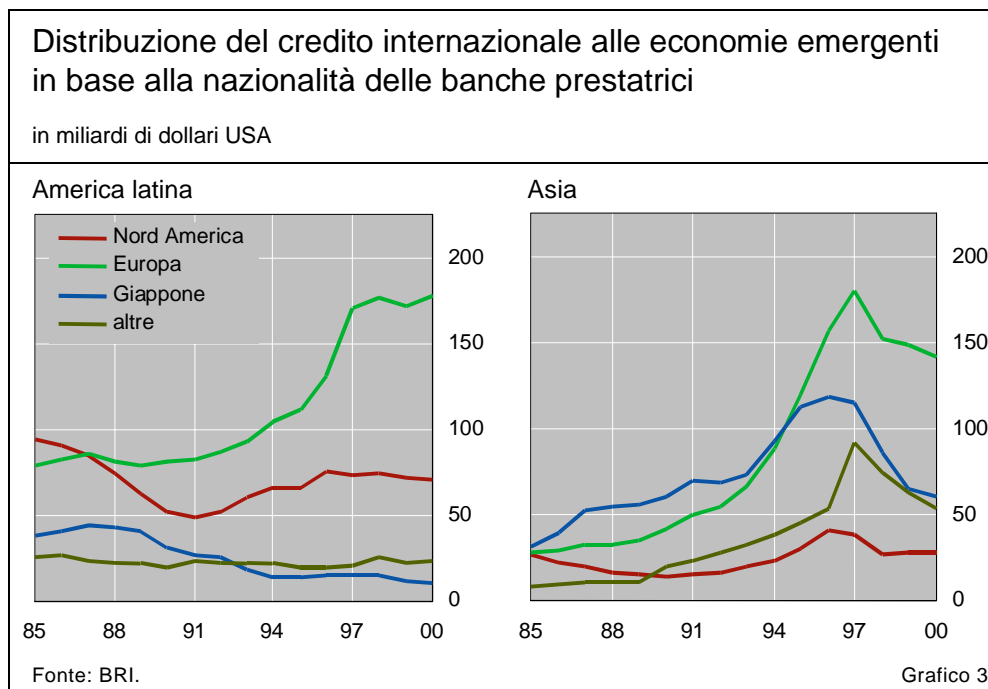
Il comportamento delle banche giapponesi si pone in netto contrasto con quello degli altri principali gruppi. Sebbene il volume delle loro posizioni creditorie fosse inizialmente elevato e abbia continuato a crescere nei primi anni novanta, la quota sul totale mondiale dei crediti in essere ha seguito un trend discendente. Le sempre maggiori perdite subite a fronte degli impieghi interni, unitamente alle pressioni a rafforzare la base patrimoniale, hanno ridotto l'interesse delle banche giapponesi per l'attività creditizia internazionale. Dopo una certa ripresa nel 1994-95 (specie nel credito ai paesi asiatici), la comparsa di un significativo premio sulle passività delle banche nipponiche, dovuta ai crescenti timori circa la solidità del sistema finanziario del paese, ha causato una nuova battuta d'arresto. Poiché quasi l'80% del credito internazionale era nei confronti di residenti asiatici, le banche giapponesi risultavano essere il gruppo nazionale maggiormente esposto verso quest'area.

I prestatori giapponesi mostrano un minore entusiasmo

La crisi asiatica manifestatasi nel luglio 1997 ha determinato un peggioramento delle condizioni sul mercato bancario internazionale. Sebbene i crediti complessivi alle economie emergenti segnassero un nuovo record alla fine dell'anno, si era ormai messo in moto un processo di ridimensionamento. Le banche hanno ridotto prontamente le loro attività verso i residenti asiatici già a partire dalla seconda metà del 1997 (soprattutto con il mancato rinnovo di linee a breve), mentre nei primi sei mesi del 1998 hanno ancora aumentato l'esposizione nei confronti dei prenditori dell'America latina e dell'Europa orientale. Tuttavia, dal secondo semestre 1998 in poi tutte le aree (salvo Africa e Medio Oriente) sono state interessate dalla contrazione dell'attività creditizia internazionale seguita alla moratoria sul debito russo. Il calo era dovuto non solo alla minore propensione delle banche a concedere prestiti, ma anche a

L'iniziale flessione dei crediti all'Asia verso la fine del 1997 ...

... si estende in seguito a quasi tutte le aree



Flussi netti di capitali verso le economie emergenti											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Totale flussi di capitali privati	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>di cui:</i>											
investimenti diretti	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
investimenti di portafoglio	- 0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
altri flussi di capitali ¹	24,6	40,1	8,5	- 6,1	- 43,7	74,2	25,6	- 65,6	- 85,6	- 91,9	-122,8

¹ Compresi i crediti bancari.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella 1

una minore domanda di credito, specie dall'Asia, dove le eccedenze di parte corrente, il disindebitamento delle imprese e gli afflussi di investimenti azionari riducevano il fabbisogno di finanziamento bancario esterno. Nel complesso, dalla fine del 1997 il credito bancario internazionale si è contratto in misura considerevole. La flessione ha riguardato soprattutto le posizioni verso i paesi asiatici, mentre il credito erogato alle altre aree ha ristagnato. Dopo di allora l'attività creditizia non si è più ripresa.

Le recenti crisi evidenziano la volatilità del credito bancario

Le recenti crisi finanziarie hanno messo in questione alcune radicate convinzioni circa la stabilità relativa dei diversi tipi di flussi di capitali. Per lungo tempo si è pensato che il credito bancario fosse più stabile del finanziamento ottenuto sui mercati mobiliari, potendo sostituirsi alla ridotta emissione di titoli nei periodi di tensione (Banca mondiale, 2000, 2001). Questa caratteristica veniva ricondotta alla maggiore enfasi posta dalle banche prestatrici sulle grandezze economiche fondamentali di lungo periodo, non da ultimo a causa della limitata negoziabilità dei crediti sul mercato secondario (Sarno e Taylor, 1999). Tuttavia, l'importanza crescente assunta dai crediti a breve nella prima metà degli anni novanta ha fortemente intaccato questa presunta stabilità, in quanto ha permesso alle banche di ridurre rapidamente le proprie esposizioni (tabella 1). La revoca delle linee creditizie a breve ha contribuito ad accrescere la volatilità del mercato durante la crisi asiatica, creando problemi particolarmente acuti per i paesi dell'area.

Quadro analitico

Vasta letteratura sulle determinanti dei flussi di capitali ...

Il grande volume di capitali affluiti alle economie emergenti a partire dai primi anni novanta e l'entità del loro riflusso dal 1997 hanno stimolato una vasta letteratura sulle cause di tali movimenti. Questi sono stati attribuiti all'interazione fra vari fattori, quali: a) i cambiamenti delle condizioni macroeconomiche mondiali e b) delle grandezze economiche fondamentali nei paesi destinatari; c) la presenza di comportamenti gregari fra i prestatori; d) la crescente importanza della cartolarizzazione e dell'investimento istituzionale;

e) la liberalizzazione dei movimenti di capitali e dei mercati finanziari nei paesi emergenti; f) la riduzione dei premi di rischio derivante dalle garanzie governative implicite o esplicite⁷.

Mentre le trattazioni teoriche hanno considerato un'estesa gamma di potenziali fattori, i lavori empirici hanno per lo più fatto riferimento a schemi concettuali che distinguono le determinanti esogene ("push") da quelle endogene/regionali ("pull") dei flussi di capitali (Calvo et al., 1993; Chuhan et al., 1998; Fernandez-Arias, 1996; Montiel e Reinhart, 1999).

Sono detti esogeni i fattori ritenuti esterni alla sfera di influenza del paese mutuuario. Essi consistono in quegli elementi strutturali e ciclici che inducono prestatori e investitori dei mercati finanziari maturi a diversificare internazionalmente i propri portafogli. Tali elementi agiscono soprattutto nel senso di ridurre temporaneamente l'attrattiva delle attività finanziarie dei paesi industriali, ad esempio in presenza di più bassi rendimenti o di una congiuntura depressa. A ciò possono aggiungersi fattori di "moral hazard", allorché l'apprestamento di garanzie più o meno esplicite da parte dei governi dei paesi creditori o di istituzioni finanziarie internazionali abbassa il premio di rischio sulle passività emesse dai mutuatari di economie emergenti⁸.

Le determinanti endogene, che sono generalmente collegate alle politiche e alle variabili economiche interne, operano attraverso l'aspettativa di un miglioramento duraturo del rapporto rischio/rendimento (minore rischio ovvero maggiore rendimento) dei progetti di investimento nei paesi mutuatari. Rientrano in questa categoria i successi ottenuti dalle politiche macroeconomiche, come una stabilizzazione dell'inflazione unita al risanamento dei conti pubblici, provvedimenti a breve termine che innalzano il rendimento atteso delle attività finanziarie locali e riforme istituzionali volte ad accrescere il grado di apertura dei mercati finanziari interni.

Mentre gran parte dei riscontri empirici raccolti nella prima metà degli anni novanta indicava che i tassi d'interesse USA e le condizioni cicliche avevano svolto un ruolo rilevante nel determinare i flussi di capitali verso le economie emergenti, gli studi successivi non hanno in genere confermato questo nesso (cfr. ad esempio Banca mondiale, 1997).

I lavori più recenti hanno invece messo l'accento sulla complementarità dei fattori esogeni ed endogeni, laddove i primi tendono a determinare il profilo temporale e il volume dei flussi, mentre i secondi la loro distribuzione geografica (Montiel e Reinhart, 1999; Dasgupta e Ratha, 2000). Alcuni ricercatori, come Eichengreen e Mody (1998), hanno inoltre evidenziato certi limiti insiti nell'analisi delle determinanti dei flussi di capitali, sostenendo che ogni studio dovrebbe considerare l'impatto sia di prezzo sia di volume esercitato dai cambiamenti dei fattori esogeni.

... che distingue fra fattori esogeni ed endogeni

Sono esogeni i fattori esterni alla sfera di influenza del paese mutuuario

I fattori endogeni sono collegati a politiche e variabili economiche interne

Studi più recenti sottolineano la complementarità dei fattori

⁷ Il presente lavoro si focalizza soprattutto sui primi due tipi di fattori.

⁸ Gli schemi di assicurazione dei depositi nei paesi prestatori e le garanzie implicite sotto forma di regimi di cambio fisso nei paesi mutuatari sono esempi di fattori esogeni ed endogeni indotti dal quadro regolamentare.

Un più ristretto numero di studi ha adottato approcci alternativi, come i modelli "gravitazionali" (Gosh e Wolf, 2000; Portes et al., 2001). Questi modelli ipotizzano che i flussi finanziari, al pari di quelli commerciali, dipendono in modo cruciale dalla distanza e dal peso economico relativo dei paesi, che fungono da proxy rispettivamente delle difficoltà di informazione e del livello di sviluppo.

In generale, l'opinione prevalente nei primi anni novanta era che i fattori ciclici costituissero il motore primo dei flussi di capitali verso i paesi emergenti. Tuttavia, analisi condotte nella seconda metà del decennio portano a concludere che altre forze strutturali, come l'integrazione finanziaria globale, e dinamiche più complesse hanno parimenti avuto un ruolo significativo.

Fattori esogeni o endogeni?

Entrambi i fattori
influiscono sul
credito bancario

Come descritto nel riquadro di pag. 63, la proposta equazione di base mostra che entrambi i tipi di fattori hanno influenzato il credito bancario internazionale nel periodo in esame (1985–2000). Nel complesso, i risultati ottenuti si discostano in certa misura da quelli di precedenti lavori sui flussi internazionali di capitali verso l'area emergente, mentre presentano analogie con le indicazioni emerse dagli studi più recenti.

Debole correlazione
fra il PIL dei paesi
prestatori e i flussi
bancari ...

Dal lato dei fattori esogeni, si rileva che l'attività economica reale nei maggiori paesi industriali mostra una debole correlazione positiva con il credito bancario internazionale. Tale correlazione risulta dalla combinazione della forte crescita nei principali paesi prestatori negli anni novanta (fatta salva l'eccezione notevole del Giappone) con gli ampi flussi creditizi sino alla fine del 1997⁹. Questo riscontro parrebbe indicare che una robusta attività economica nei maggiori paesi prestatori tenda a generare influssi positivi sui mercati emergenti, creando l'incentivo ad accrescere le esposizioni transfrontaliere. Ciò contrasta con l'ipotesi avanzata in lavori precedenti (ad esempio, Calvo et al., 1993; Hernandez e Rudolph, 1995), secondo cui una decelerazione dell'attività economica nei principali paesi prestatori indurrebbe le banche a cercare sbocchi creditizi altrove.

... ma forte impatto
positivo dei tassi
d'interesse reali

Si può inoltre constatare una relazione positiva fra i tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori e i flussi creditizi verso le economie emergenti. Anche questo riscontro è in contrasto con i risultati di passati lavori sui flussi di capitali diretti ai paesi in via di sviluppo. L'idea sottostante era che un rallentamento ciclico nelle economie avanzate sarebbe stato accompagnato da più bassi rendimenti attesi sul mercato interno, approssimati dai tassi d'interesse reali a breve termine. In tali circostanze le banche avrebbero presumibilmente cercato di accrescere la redditività degli impieghi diversificando il portafoglio in favore di attività a più alto rendimento dei mercati emergenti. Le stime cui si è pervenuti paiono invece indicare che tali effetti di

⁹ In alcuni studi è stato impiegato l'output gap nei paesi industriali. Tuttavia, poiché questa variabile risulta fortemente correlata con i tassi d'interesse reali a breve, per evitare problemi di collinearità si è preferito utilizzare una scomposizione Hodrick-Prescott del PIL reale.

diversificazione sono stati controbilanciati dalla fiducia degli investitori a livello mondiale risultante dall'impatto positivo prodotto sulle economie emergenti dalla robusta crescita nei paesi prestatori. Infatti, sebbene quest'ultima abbia spinto al rialzo i tassi reali, i flussi creditizi sono rimasti ampi per gran parte degli anni novanta. Inoltre, le crisi finanziarie intervenute verso la fine del decennio sono state seguite dall'esaurirsi dei nuovi prestiti bancari e da una certa riduzione dei tassi ufficiali nei principali paesi prestatori. Probabilmente, ciò contribuisce anche a spiegare la relazione positiva fra tassi d'interesse e impieghi bancari.

Il credito internazionale sembra essere influenzato da cambiamenti nell'avversione al rischio nei paesi prestatori. Nell'equazione proposta questa determinante viene approssimata dal premio di rischio sulle obbligazioni di società USA con rating BBB. Un ampliamento del differenziale riflette una maggiore avversione al rischio, la quale è sistematicamente collegata a un calo dei flussi creditizi. Va tuttavia rilevato che un innalzamento del premio può anche rispecchiare un aumento generale del rischio di insolvenza derivante da un rallentamento economico negli stessi paesi prestatori¹⁰.

Per quanto concerne i vari fattori endogeni, l'analisi condotta appare sostanzialmente in linea con la letteratura esistente. Gli scambi commerciali bilaterali tra paesi creditori e debitori sono un fattore esplicativo rilevante. La correlazione positiva fra l'interscambio e il credito bancario può essere spiegata dal fatto che il finanziamento del commercio è stato tradizionalmente uno dei più importanti canali per l'espansione internazionale degli impieghi bancari. Inoltre, una solida relazione commerciale contribuisce a ridurre le asimmetrie informative fra prestatori e mutuatari, e ciò favorisce la concessione di crediti.

Anche la crescita economica nei paesi emergenti risulta correlata positivamente con il credito bancario internazionale. Vi sono due principali modi in cui tale interazione può operare. Primo, una dinamica sostenuta dei consumi, degli investimenti e del commercio tende ad attrarre nuovi crediti. Secondo, un miglioramento delle prospettive economiche influenza favorevolmente la valutazione del rischio paese. Ovviamente, molto dipende dal fatto che la crescita sia ritenuta sostenibile (aspetto non verificato nella presente analisi).

La volatilità del tasso di cambio nominale nei paesi mutuatari ha avuto un effetto inibente sul credito¹¹. Ciò non sorprende, giacché un'insolita variabilità del cambio sta probabilmente a indicare che il paese è in una situazione di instabilità o di turbolenza finanziaria. In particolare, un'elevata esposizione in valuta estera dei sistemi bancari nei paesi emergenti accresce la loro fragilità finanziaria.

Anche l'atteggiamento dei prestatori verso il rischio influenza i flussi bancari

L'interscambio commerciale contribuisce a spiegare i flussi creditizi ...

... e a migliorare la crescita nei paesi mutuatari ...

... mentre la volatilità del cambio ha effetti negativi

¹⁰ Taluni autori hanno messo in rilievo la prociclicità del rischio di credito. Cfr. Borio et al. (2001) per una trattazione più estesa.

¹¹ La volatilità del cambio può risultare sia da forti afflussi che da forti deflussi di capitali. Al fine di correggere questa potenziale endogenità, è stato impiegato il primo lag della varianza del tasso di cambio.

Metodologia empirica e risultati delle stime

Variabile dipendente

La variabile dipendente adottata è il flusso dei crediti bancari internazionali risultante dalle statistiche consolidate della BRI. Queste serie ben si prestano a un'analisi delle determinanti del credito bancario poiché consentono di osservare l'evoluzione delle esposizioni in base alla nazionalità delle banche prestatrici e al paese di residenza dei mutuatari. Tali informazioni non sono ottenibili da altre fonti sul credito internazionale, come le statistiche di bilancia dei pagamenti del FMI^① o il sistema di debtor reporting della Banca mondiale^②. Poiché le cifre consolidate della BRI sono dati di stock espressi in dollari USA, i flussi sono stati ricavati per differenza dalle statistiche semestrali originarie nel periodo dal 1985 al 2000^③.

Dal lato degli impieghi sono stati considerati soltanto i più importanti paesi prestatori, ossia Stati Uniti, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Spagna. La variabile dipendente effettivamente impiegata per le stime è un aggregato dei crediti accordati complessivamente a ciascuno dei seguenti paesi: Argentina, Brasile, Cile, Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Messico, Thailandia e Venezuela. Le attività verso questi paesi rappresentavano circa il 55% dei crediti totali verso l'area in via di sviluppo a fine giugno 1997 (prima che si manifestasse appieno la crisi in Asia).

Variabili esplicative

È stato costruito un insieme di variabili esplicative traendo spunto dai lavori empirici sui flussi internazionali di capitali e distinguendo fra fattori esogeni ("push") ed endogeni ("pull")^④.

Fattori esogeni: (i) basandosi sull'ipotesi che una più debole attività economica nei paesi prestatori induce le banche a cercare altrove sbocchi per i propri impieghi, è stato utilizzato come fattore esplicativo il valore in dollari del PIL reale aggregato di tutti i paesi prestatori. Al fine di evitare potenziali problemi di stima connessi con la non stazionarietà del PIL reale, si è proceduto a una scomposizione Hodrick-Prescott delle serie semestrali. (ii) Come misura dell'esigenza delle banche di ricercare più alti rendimenti all'estero, si è fatto uso dei tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori, sotto forma di media semplice dei dati mensili sui tassi nominali a tre mesi in ciascun paese prestatore, deflazionati con il corrispondente indice dei prezzi al consumo. (iii) Per verificare se la propensione al rischio dei prestatori sia una determinante dei flussi creditizi, è stata creata

Determinanti del credito bancario internazionale aggregato

	Coefficiente	t-stat	Livello di significatività
PIL reale nei paesi prestatori	0,07	1,63	0,10
Tassi d'interesse reali a breve nei paesi prestatori	0,22	2,84	0,00
Indicatore dell'avversione al rischio ¹	-0,30	-5,39	0,00
Commercio bilaterale	0,36	4,77	0,00
PIL reale nelle economie emergenti	0,09	2,28	0,02
Volatilità del cambio bilaterale ²	-0,15	-3,41	0,00
"Operazioni Brady"	-0,27	-5,24	0,00
Rapporto debito esterno/PIL nelle economie emergenti	-0,11	-3,12	0,00

¹ Differenziale di rendimento fra obbligazioni societarie BBB e titoli del Tesoro USA. ² Primo lag della varianza del tasso di cambio bilaterale. Il coefficiente R² per questa regressione è 0,24; quello del test Durbin-Watson è 1,67.

① Nonostante l'ampia copertura statistica dei flussi di capitali, le serie del FMI non rivelano la provenienza dei fondi. ② I dati della Banca mondiale riportano sia le posizioni dei paesi debitori in passività private a lungo termine non garantite, sia le posizioni dei paesi creditori in attività a breve, ma anch'essi non forniscono informazioni sull'origine dei crediti. ③ Data la mancanza di una disaggregazione per valuta, non è stato possibile depurare i flussi dagli effetti di cambio; pertanto, essi possono risultare sia da effettive variazioni dei crediti sia da movimenti del tasso di cambio. ④ I dati per le variabili esplicative provengono da varie fonti: *Global development finance* (Banca mondiale); *International financial statistics* (FMI); statistiche congiunte BRI-Banca mondiale-FMI-OCSE sul debito esterno.

una variabile “avversione al rischio”, assumendo il differenziale di rendimento fra le obbligazioni di società USA con rating BBB e i titoli del Tesoro USA.

Fattori endogeni: (i) il finanziamento dell’interscambio costituisce tradizionalmente un canale primario per l’espansione internazionale delle banche. È stata costruita una variabile del commercio bilaterale aggregando gli scambi trimestrali di tutti i paesi prestatori verso ciascuno dei paesi mutuatari. Tali flussi sono stati cumulati in serie semestrali. (ii) Poiché una crescita rapida o in accelerazione nei mercati emergenti può essere considerata favorevolmente dai prestatori, è stato impiegato il valore in dollari del PIL reale nei paesi mutuatari. I dati sono stati depurati dal trend mediante una scomposizione Hodrick-Prescott. Vista la mancanza di serie trimestrali per alcuni paesi emergenti, le serie semestrali sono state ottenute mediante interpolazione lineare dei dati annuali. (iii) La variabilità del tasso di cambio bilaterale di un paese mutuatario è un indicatore di instabilità finanziaria. A questo scopo, è stata assunta la media della varianza annualizzata dei tassi di cambio mensili bilaterali fra ciascun paese mutuatario e ciascun paese prestatore. (iv) Si presume che un elevato indebitamento esterno tenda a ridurre il credito bancario. È stato preferito il rapporto fra debito esterno e PIL rispetto a una misura del disavanzo di parte corrente a causa di possibili problemi di endogenità. Le serie sono state ricavate interpolando i rapporti debito/PIL dei singoli paesi mutuatari. (v) Infine, per tener conto delle operazioni di riduzione del debito del piano Brady, sono state inserite variabili dummy per Argentina, Brasile, Filippine, Messico e Venezuela. Tali variabili assumono valore 1 negli anni in cui sono state effettuate “operazioni Brady” e 0 negli altri anni.

Metodologia di stima

Si è fatto uso di tecniche per dati longitudinali. Al fine di evitare la perdita di efficienza derivante da covarianze tra i flussi creditizi, il modello è stato stimato mediante regressioni apparentemente non collegate⁶. Inoltre, per controllare la diversa importanza economica dei paesi e l’entità degli shock, ciascuna variabile è stata normalizzata sottraendo dal suo valore effettivo il valore della sua media e dividendo la risultante differenza per lo scarto quadratico della variabile stessa.

Stime di base

Le stime ottenute, riportate nella precedente tabella, indicano che entrambi i tipi di fattori influiscono sul credito internazionale. L’indicatore dell’avversione al rischio è un fattore esogeno significativo. In contrasto con precedenti studi, è stato riscontrato che il PIL reale e i tassi d’interesse reali a breve nei paesi prestatori hanno un comportamento prociclico. I fattori endogeni sono tutti rilevanti e comprendono il commercio bilaterale fra paesi prestatori e paesi mutuatari, il ciclo economico nei paesi emergenti, la volatilità dei cambi bilaterali e il rapporto debito esterno/PIL nei paesi emergenti. Questi risultati sono discussi in maggior dettaglio alle pagg. 61-66.

Verifica dell’impatto del regime di cambio

Si è inoltre verificato se altri fattori esplicativi, come il regime di cambio, possano aver favorito i flussi creditizi. L’equazione di base è stata modificata eliminando la varianza del tasso di cambio e sostituendola con tre nuove variabili. La prima è il differenziale di tasso d’interesse nominale a breve fra paesi prestatori e paesi mutuatari. La seconda è una dummy rappresentativa del regime di cambio; per costruire questa variabile sono state impiegate le metodologie elaborate da Calvo e Reinhart (2000), nonché da Bailliu et al. (2000), considerando tre tipi di regime: fisso, intermedio e fluttuante. La terza variabile è una dummy interattiva fra il differenziale di tasso d’interesse e il regime di cambio. Il modello consente di analizzare l’effetto marginale di ciascun fattore sul credito, mentre la dummy interattiva tiene conto delle strategie di “carry”. Ne risulta che i regimi di cambio fisso e vincolato tendono ad attrarre afflussi di capitali, mentre quelli di cambio fluttuante tendono a inibirli. Si noti che le strategie di “carry” paiono aver avuto un ruolo significativo nei paesi con regimi di cambio vincolato.

Sono stati effettuati vari test addizionali, per verificare fra l’altro se vi fossero disparità di comportamento fra crediti a breve e a lungo termine, asimmetria fra afflussi e deflussi ed evidenza di comportamenti gregari. Tali questioni sono trattate dettagliatamente in Jeanneau e Micu (2002).

⁶ Utilizzando lo stimatore generalizzato dei minimi quadrati proposto da Zellner (1962).

L'impatto delle operazioni di riduzione del debito

La variabile dummy per le operazioni di riduzione del debito del piano Brady appare altamente significativa per spiegare il credito aggregato. Ciò non significa che tali operazioni causino una diminuzione dei nuovi crediti; esse comportano piuttosto una contrazione delle attività in essere, che si traduce in un valore minore o negativo dei flussi calcolati a partire dalle consistenze.

Un elevato debito esterno inibisce il nuovo credito

Com'era prevedibile, un elevato livello del debito estero nei paesi emergenti determina una riduzione del credito bancario¹². Il rapporto fra debito estero e PIL è un importante parametro dell'affidabilità creditizia. La crisi debitoria dei PVS agli inizi degli anni ottanta e le crisi più recenti nelle economie emergenti hanno avuto un notevole impatto sulla valutazione del rischio paese da parte delle banche, che sono infatti divenute assai meno propense a concedere crediti ai paesi in condizioni più precarie. Il rischio connesso con un elevato indebitamento estero si riferisce sia alla possibilità che vengano imposte restrizioni valutarie o moratorie dei pagamenti, sia al pericolo di turbative politico-sociali conseguenti a una crisi di insolvenza del paese.

Il ruolo dei regimi di cambio

Nell'equazione di base è stato analizzato l'impatto della volatilità dei tassi di cambio sul credito bancario internazionale, riscontrando che un'elevata variabilità esercita un effetto inibente sui flussi creditizi. Poiché alcuni paesi hanno mantenuto un regime di cambio fisso per gran parte del periodo di stima, l'analisi è stata estesa per appurare se il tipo di regime valutario possa aver influito sul credito.

Vari regimi di cambio

Nei paesi considerati nello studio erano in vigore diversi regimi valutari. Molti di essi avevano ancorato esplicitamente o implicitamente il proprio tasso di cambio a quello di un grande paese industriale (principalmente gli Stati Uniti), mentre altri presentavano regimi più o meno fluttuanti (da sistemi stringenti di "crawling peg" fino alla fluttuazione pura). Le crisi finanziarie della seconda metà degli anni novanta hanno poi indotto molti paesi ad abbandonare di fatto la parità fissa (con l'eccezione della Malaysia, che nel 1998 ha fissato il proprio tasso di cambio e imposto controlli valutari).

I regimi di cambio fisso avrebbero incoraggiato il credito ...

L'analisi dell'influsso dei regimi di cambio è interessante in quanto l'esistenza de facto di parità fisse in vari paesi asiatici può avere generato una sorta di "moral hazard". Infatti, tali regimi potrebbero aver agito da garanzia implicita che ha incoraggiato gli investitori nazionali a speculare sul differenziale di interesse, spesso ampio, fra tassi interni e internazionali (o sul

¹² È stato preferito il livello del debito estero rispetto a una misura del disavanzo del conto corrente in considerazione di una potenziale endogenità di quest'ultimo. Inoltre, il conto corrente è un indicatore meno attendibile a causa della sua relazione instabile con il credito. In effetti, nei casi in cui un disavanzo corrente coesiste con una crescita durevole e un clima economico favorevole, ci si può attendere una relazione inversa con il credito bancario internazionale (ossia, un saldo corrente negativo accompagnato da flussi bancari positivi). Per contro, allorché i prestatori cominciano a temere che il disavanzo corrente diventi insostenibile, il credito bancario può facilmente esaurirsi.

boom dei prezzi delle attività locali) indebitandosi presso le banche estere per investire sui mercati finanziari interni¹³. Le strategie consistenti nel finanziarsi in una moneta a basso tasso di interesse e investire in un'altra ad alto rendimento, scontando la stabilità del rapporto di cambio, possono essere definite come operazioni "carry".

L'equazione di base è stata estesa per integrare la possibilità di tali effetti di "moral hazard" (per una breve descrizione del metodo, cfr. il riquadro). I risultati della nuova regressione mostrano che il differenziale d'interesse non è di per sé un fattore esplicativo statisticamente significativo (e come tale non figura in tabella). Nondimeno, gli investitori potrebbero aver assunto posizioni in altre attività interne i cui rendimenti attesi non sono colti dal differenziale d'interesse. I regimi di cambio fisso o vincolato mostrano di aver favorito i flussi creditizi, mentre quelli a cambio fluttuante hanno agito in senso contrario. I test statistici paiono inoltre indicare che le strategie di "carry" hanno svolto un ruolo nei paesi con sistemi di cambio fisso o vincolato. Ciò vale in particolare per i paesi asiatici considerati nello studio.

... come paiono confermare i test

I regimi di cambio vincolato favoriscono anche le operazioni "carry"

Conclusioni

Il presente studio analizza il ruolo dei fattori esogeni ("push") ed endogeni ("pull") nella dinamica del credito bancario alle economie emergenti. Si è cercato di sfruttare la grande abbondanza di informazioni contenute nelle statistiche bancarie BRI su base consolidata, una fonte non ancora utilizzata estesamente nella letteratura empirica sui flussi internazionali di capitali. Le statistiche della BRI sono particolarmente adatte a questo tipo di analisi poiché forniscono informazioni sia sull'origine che sulla destinazione dei fondi.

I risultati preliminari dell'analisi contrastano in parte con quelli di precedenti lavori sui flussi internazionali di capitali, mentre mostrano analogie con gli studi più recenti. Si è rilevato che entrambi i tipi di fattori hanno avuto un impatto significativo sul credito bancario internazionale. Tuttavia, i riscontri empirici concernenti due dei fattori esogeni maggiormente trattati, ossia il PIL reale e i tassi d'interesse reali nei paesi prestatori, indicano che queste variabili hanno un influsso prociclico, anziché anticiclico. Una più rapida crescita economica e più elevati tassi d'interesse reali nei paesi prestatori si associano a maggiori flussi creditizi. Le risultanze riguardanti i fattori endogeni sono sostanzialmente in linea con quelle di altri studi.

Inoltre, altri fattori – come il tipo di regime di cambio – sembrano avere parimenti esercitato un influsso. Test aggiuntivi mostrano che i regimi a cambio fisso o vincolato tendono a incoraggiare l'afflusso di crediti, mentre quelli a cambio fluttuante tendono a inibirlo. Essi indicano altresì che le strategie di "carry" hanno verosimilmente avuto un ruolo significativo nei paesi con sistemi di cambio più rigidi.

¹³ Tali strategie hanno avuto probabilmente più rilevanza per i crediti bancari a breve, poiché quelli a lungo termine dipendono maggiormente dalle grandezze economiche fondamentali.

Riferimenti bibliografici

Bailliu, Jeannine, Robert Lafrance e Jean-François Perrault (2000): "Exchange rate regimes and economic growth", in *Revisiting the case for flexible exchange rates*, Conference proceedings, Bank of Canada.

Banca mondiale (1997): *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*, Cap. 2, pagg. 75–149, Oxford University Press.

Banca mondiale (2000): *Global development finance*, Washington, D.C.

Banca mondiale (2001): *Global development finance: building coalitions for effective development finance*, Washington, D.C.

Borio, Claudio, Craig Furfine e Philip Lowe (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", *BIS Papers*, n. 1.

Buch, Claudia M. (2000): "Information or regulation: what is driving the international activities of commercial banks?", *Kiel Working Paper*, n. 1011.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman e Carmen M. Reinhart (1993): "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America – the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n. 1, pagg. 108–51.

Calvo, Guillermo A. e Carmen M. Reinhart (2000): "Fear of floating", *NBER Working Paper*, n. 7993.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens e Nlandu Maimingi (1998): "Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors", *Journal of Development Economics*, vol. 55, pagg. 439–63.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (1999): "Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis", *BCBS Working Papers*, n. 2.

Dasgupta, Dipak e Dilip Ratha (2000): "What factors appear to drive private capital flows to developing countries? And how does official lending respond?", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 2392.

Eichengreen, Barry e Ashoka Mody (1998): "What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment?", *NBER Working Paper*, n. 6408.

Fernandez-Arias, Eduardo (1996): "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, pagg. 389–418.

Goldberg, Linda (2001): "When is US bank lending to emerging markets volatile?", *NBER Working Paper*, n. 8209.

Gosh, Swati e Holger Wolf (2000): "Is there a curse of location? Spatial determinants of capital flows to emerging markets", in Edwards (ed.), *Capital flows and the emerging economies*, pagg. 137–56.

Hernandez, Leonardo e Heinz Rudolph (1995), "Sustainability of private capital flows to developing countries – is a generalised reversal likely?", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 1518.

Jeanneau, Serge e Marian Micu (2002): "The determinants of international bank lending to emerging market countries", *BIS Working Papers* (di prossima pubblicazione).

McCauley, Robert N., Judith S. Ruud e Philip D. Wooldridge (2002), "Globalizzazione dell'attività bancaria internazionale", in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*, pagg. 43-54.

Montiel, Peter e Carmen M. Reinhart (1999): "Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s", *Journal of Money and International Finance*, vol. 18, pagg. 619–35.

Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla ed Eli Remolona (1998): "Asia's financial crisis: lessons and policy response", in *Asia: responding to crisis*, pagg. 1–27, Asian Development Bank Institute.

Portes, Richard, Helene Rey e Yonghyup Oh (2001), "Information and capital flows: the determinants of transactions in financial assets", *European Economic Review*, vol. 45, pagg. 783–96.

Sarno, Lucio e Mark P. Taylor (1999): "Hot money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation", *Journal of Development Economics*, vol. 59, pagg. 337–64.

Zellner, Arnold (1962): "An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions, and tests for aggregation bias", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 57, pagg. 348–68.