

## Integrazione finanziaria dell'Est asiatico<sup>1</sup>

Di recente alcuni osservatori hanno deplorato la mancanza di integrazione finanziaria nell'Est asiatico: mentre le transazioni finanziarie tra le economie di questa regione e il resto del mondo sono aumentate nel tempo, i capitali tenderebbero a muoversi dall'Asia orientale in direzione di Londra o New York, piuttosto che all'interno dell'area est-asiatica<sup>2</sup>. Essendo ancora vivo nella memoria il repentino prelievo di fondi dalla regione avvenuto cinque anni fa, una simile configurazione dei flussi di capitale viene percepita come una potenziale fonte di vulnerabilità finanziaria. Taluni commentatori ritengono che le iniziative ufficiali volte a promuovere la cooperazione finanziaria, come la rete di swap concordata dai paesi del gruppo ASEAN allargato (ASEAN Plus Three)<sup>3</sup>, rappresentino un tentativo di ridurre tale vulnerabilità.

Questo studio si prefigge di valutare il livello di integrazione finanziaria est-asiatica nei mercati internazionali delle obbligazioni e dei prestiti consorziali. Da tale analisi emerge che il sistema finanziario della regione è più integrato di quanto molti ritengano. Mentre le società con casa madre al di fuori dell'area svolgono un ruolo preminente in veste di capofila e di organizzatrici nel collocamento di obbligazioni e prestiti consorziali, i fondi e gli istituti regionali sono molto ben rappresentati tra gli investitori sottostanti nel caso delle obbligazioni, e tra i partecipanti ai consorzi nel caso dei prestiti.

### Domanda di obbligazioni internazionali emesse da mutuatari est-asiatici

Le informazioni più facili da acquisire su operatori e relativi ruoli nel comparto delle obbligazioni asiatiche collocate sui mercati internazionali sono quelle concernenti gli underwriters. Sulla base di queste indicazioni, le maggiori

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse dagli autori in questo saggio non rispecchiano necessariamente quelle della BRI. Si ringrazia Denis Pêtre per il contributo fornito alle statistiche sulle obbligazioni.

<sup>2</sup> Ad esempio, "nel processo di apertura del sistema finanziario, i paesi dell'Est asiatico hanno sviluppato legami finanziari più forti con le economie avanzate che non fra di loro" (Park e Bae, 2002).

<sup>3</sup> Comprendente i paesi originari dell'ASEAN (Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia), i successivi aderenti (Brunei, Cambogia, Laos, Myanmar e Vietnam) più "i tre" (Cina, Giappone e Corea). Per un approfondimento sui progressi compiuti nella conclusione degli accordi di swap, cfr. Wang (2002).

banche e società internazionali di intermediazione mobiliare con casa madre al di fuori della regione occupano una posizione dominante tra le capofila di prestiti obbligazionari internazionali emessi da governi, banche e società dell'Asia orientale<sup>4</sup>. Gli underwriters di obbligazioni, ossia le istituzioni finanziarie che garantiscono un prezzo all'emittente e organizzano il collocamento iniziale, possono essere individuati con facilità. Per le emissioni internazionali lanciate da mutuatari est-asiatici tra l'aprile 1999 e l'agosto 2002, la quota delle capofila con sede in Nord America ed Europa risulta rispettivamente del 54% e del 29%, mentre è del 17% quella delle istituzioni asiatiche<sup>5, 6</sup>. Ciò non sorprende se si considera l'importanza delle sole società statunitensi tra i sottoscrittori di obbligazioni in dollari a livello mondiale. Ad esempio nel 1996, tre anni prima dell'introduzione dell'euro, esse figuravano in veste di capofila con un'identica quota del 54% delle emissioni internazionali in dollari di mutuatari non statunitensi (McCauley e White, 1997, pag. 340).

Mentre le banche USA ed europee svolgono un ruolo preminente in veste di capofila per le emissioni asiatiche ...

Trarre da questi dati conclusioni circa l'integrazione finanziaria nell'Est asiatico non è compito facile. Va ricordato che tutti i sottoscrittori applicano in genere su tali collocamenti una commissione pari al massimo a mezzo punto percentuale. Per individuare il livello di integrazione finanziaria della regione con riferimento al mercato delle obbligazioni internazionali sarebbe quindi utile conoscere la nazionalità dei detentori di questi titoli. Qualunque analisi avente ad oggetto tale mercato incontra tuttavia limiti nella scarsità dei dati sulle fonti di credito. Esistono alcune informazioni di mercato sul collocamento iniziale di obbligazioni internazionali, la cui raccolta è laboriosa ma fattibile. Interessa forse di più conoscere la composizione dei detentori in un determinato momento, ma questa informazione è impossibile da acquisire in quanto implicherebbe l'accesso ai numerosi livelli di registrazione dei depositari.

Il presente studio si basa sulle informazioni riguardanti le nuove emissioni obbligazionarie pubblicate nei periodici *FinanceAsia*, *Asiamoney* e *International Financing Review* al fine di stabilire la quota di pertinenza asiatica nei collocamenti iniziali di obbligazioni emesse da mutuari asiatici dall'aprile 1999

---

<sup>4</sup> Nell'analizzare la nazionalità delle istituzioni che hanno sottoscritto obbligazioni di emittenti est-asiatici negli anni 1998–2001, Park e Bae (2002) stimano nel 74% la quota delle società statunitensi ed europee e nel 6% quella delle società giapponesi. Essi concludono che "le banche d'investimento occidentali, in particolare americane ed europee, hanno acquisito una posizione di monopolio ... nell'attività di sottoscrizione sul mercato primario [dei titoli e prestiti internazionali]".

<sup>5</sup> HSBC e Standard Chartered vengono equiparate a banche di Hong Kong. Tra il 1999 e il 2002 questi due gruppi hanno contribuito congiuntamente, in qualità di capofila, al 10% delle emissioni obbligazionarie.

<sup>6</sup> Prima della crisi asiatica, una società locale di intermediazione mobiliare con sede in Hong Kong SAR, la Peregrine, aveva "scavalcato Jardine Fleming Securities, conquistando la posizione di più grande banca d'investimento indipendente dell'Asia" e sfidando i maggiori sottoscrittori internazionali nell'immettere fondi asiatici sul mercato. Durante la crisi la banca si trovò esposta con un'operazione di prefinanziamento a una società di taxi indonesiana, la Steady Safe, che ne provocò il fallimento nel 1998 (Clifford ed Engardio, 2000, pagg. 77 e 211). A fine 2002 i creditori della più grande unità della Peregrine avevano ricevuto dai liquidatori 35 centesimi per dollaro. Non mancano analogie con la Drexel Burnham Lambert, che sul finire degli anni ottanta sottoscrisse un'ampia quota di emissioni ad alto rischio (junk bonds) del mercato societario USA, per poi crollare sotto il peso di tale esposizione e dei prefinanziamenti accordati quando il mercato delle junk bonds entrò in crisi nel 1989.

in poi. Nel campione sono compresi gli emittenti di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Taiwan, Cina<sup>7</sup>. Il limite di questa analisi è che viene fatto esclusivo affidamento su segnalazioni di seconda mano le quali rappresentano, nella migliore delle ipotesi, dati approssimati. Per giunta, la copertura è incompleta poiché non è possibile ottenere informazioni dettagliate su ogni singola emissione obbligazionaria. Per i collocamenti segnalati dalla stampa specialistica, le cifre sulle quote regionali forniscono un quadro geografico di massima suddiviso in tre regioni, Stati Uniti, Europa e Asia, dove per "Asia" si intende generalmente l'Est asiatico compreso il Giappone. Va tenuto presente che le nostre fonti danno conto solo dei collocamenti sul mercato primario; da contatti con gli operatori vi è motivo di ritenere che le successive negoziazioni sul mercato secondario contribuiscano a spostare un maggior volume di titoli nei portafogli regionali.

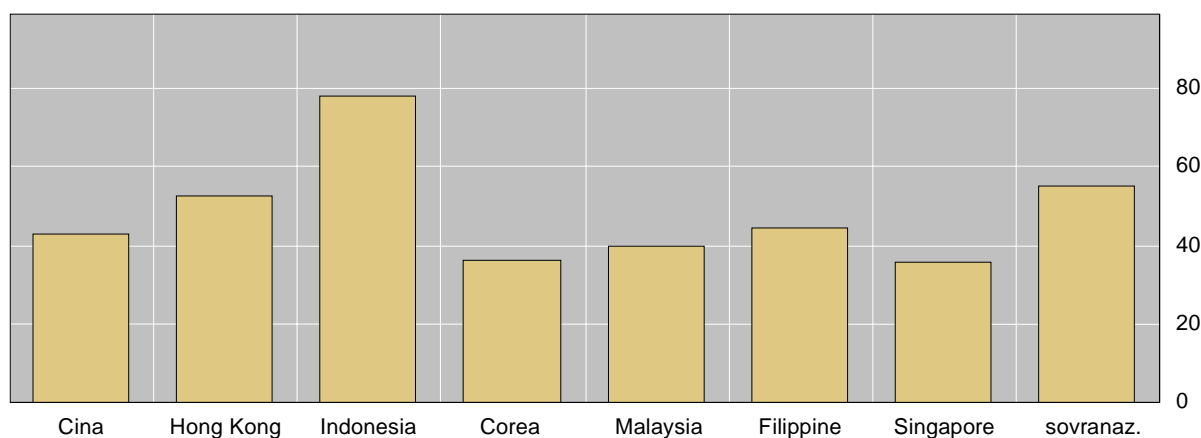
Il campione prescelto risulta alquanto ampio rispetto a un noto indice di riferimento. Il valore aggregato delle emissioni comprese nel nostro modello ammonta a \$41,2 miliardi (tabella 1), contro \$60,2 miliardi dell'indice J.P. Morgan Asia Credit (JACI). Poiché il campione considera solo le obbligazioni emesse dopo il 1999, non sorprende che vi sia una discrepanza rispetto al

Ponderazione obbligazionaria per paese ed emittente nell'indice JACI e nel campione considerato		
in percentuale		
	JACI	Campione
Paese		
Cina	9,9	8,5
Corea	20,5	12,5
Filippine	15,4	13,4
Hong Kong SAR	19,4	18,0
India	1,9	0,0
Indonesia	0,7	1,6
Malaysia	17,7	21,1
Singapore	12,3	15,3
Thailandia	2,2	0,0
Sovranazionale <sup>1</sup>	0,0	9,7
Tipologia di emittente		
Banca	11,6	18,2
Società non bancaria	28,9	31,0
Sovranazionale	0,0	9,7
Sovrano/quasi sovrano	59,5	41,1
<i>Per memoria: totale<sup>2</sup> (in miliardi di USD)</i>	<i>60,2</i>	<i>41,2</i>
<sup>1</sup> Banca asiatica di sviluppo. <sup>2</sup> Ammontare delle emissioni.		
Fonte: J.P. Morgan Asia Credit Research al 5 settembre 2002 (cfr. Li, 2002).		Tabella 1

<sup>7</sup> Di seguito, Taiwan.

## Acquisizioni nell'Est asiatico di obbligazioni internazionali emesse da mutuatari della stessa regione, aprile 1999–agosto 2002

in ascissa, residenza dell'emittente; in ordinata, quote acquisite da investitori asiatici in % dell'ammontare emesso



Fonti: *Asiamoney*; *FinanceAsia*; *International Financing Review*; Dealogic; stime degli autori.

Grafico 1

portafoglio JACI nel quale sono incluse, ad esempio, le ultime obbligazioni del Regno di Thailandia emesse nel 1996.

Analizzando 71 emissioni, la quota asiatica media dei collocamenti sul mercato primario è pari al 46%, mentre quella media ponderata risulta leggermente più bassa (44%). La percentuale asiatica varia dal 36% degli emittenti di Singapore e Corea al 78% di quelli indonesiani (grafico 1). Sul mercato primario non è inconsueto assistere alla seguente successione di eventi: un emittente asiatico sceglie come capofila l'affiliata di una società nordamericana o europea, questa organizza un giro di presentazione dell'emittente e riunisce un consorzio di sottoscrittori, i quali a loro volta collocano circa la metà dei titoli presso soggetti asiatici. Il processo si sviluppa attraverso fasi successive di accentramento e decentramento: i fondi transitano di norma attraverso New York (o in Europa, nel caso delle emissioni in euro), ma a fine giornata le poste a debito di residenti asiatici figurano per lo più nei portafogli di altri residenti asiatici.

... circa la metà delle obbligazioni è acquisita da investitori asiatici

Al fine di individuare le caratteristiche delle emissioni sul mercato primario da cui deriva un collocamento iniziale regionale più o meno ampio viene effettuata una regressione della quota asiatica su grandezze quali rating, taglio e scadenza dell'obbligazione, nonché su variabili dummy per valuta ed emittente sovrano. Mentre i risultati sembrano indicare che i prestiti di qualità inferiore attraggono un maggior numero di investitori asiatici, l'effetto prodotto dalle dimensioni dell'emissione appare più significativo. In particolare, quanto più grande è il taglio tanto maggiore è la distribuzione all'esterno dell'area asiatica. Del pari, le scadenze più lunghe trovano più ampio collocamento al di fuori della regione. Questo effetto scadenza è coerente con la maggiore domanda USA di obbligazioni a 10 e più anni, che rispecchia la rilevanza dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione con passività a lunga durata finanziaria; esso è parimenti in linea con l'incidenza, tra gli acquirenti di obbligazioni in dollari nella regione asiatica, delle banche centrali e

Il collocamento iniziale per regione delle obbligazioni internazionali di mutuatari asiatici varia a seconda delle caratteristiche dell'emissione ...

commerciali, che mostrano una preferenza per le scadenze intermedie. Le emissioni denominate in euro trovano collocamento esterno in Europa in una misura che supera di quasi il 20% le emissioni denominate in dollari USA, di riflesso al modesto interesse delle banche centrali per obbligazioni in euro relativamente illiquide e alla scarsa penetrazione di questa moneta nei depositi bancari in valuta della regione. Il debole effetto prodotto dallo status sovrano sulla localizzazione del collocamento è coerente con i risultati riguardanti l'effetto rating. Ne derivano nel complesso risultati di tutto rispetto per un'analisi intersettoriale.

Un'opinione diffusa tra gli operatori, ma impossibile da verificare, è che la successiva negoziazione delle obbligazioni di emittenti est-asiatici tenda con l'andare del tempo a spostare una quota maggiore di titoli in essere verso i portafogli asiatici. Due serie di riscontri rendono plausibile questa ipotesi. Primo, le attività in dollari delle banche centrali e commerciali della regione sono aumentate rapidamente dopo la crisi asiatica<sup>8</sup>. Secondo, in alcuni paesi – segnatamente la Corea – si è assistito a uno sviluppo dei mercati degli swap valutari a lungo termine, che consentono di scambiare obbligazioni in dollari contro titoli sintetici in valuta locale, congeniali alle compagnie di assicurazione del ramo vita e ad altri investitori istituzionali<sup>9</sup>. Le emissioni estere convertite in moneta nazionale offrono talvolta una durata finanziaria che non è disponibile a livello locale e rendimenti più alti rispetto a prestiti interni di pari scadenza.

... quali taglio,  
rating e scadenza

## Prestiti consorziali allestiti a favore di mutuatari est-asiatici

Il modo migliore di accertare l'origine dei fondi e quindi il livello di integrazione dei mercati bancari della regione sarebbe quello di disporre di dati bancari consolidati su base bilaterale per le economie dell'Est asiatico. Alcuni sostengono che, nonostante l'elevato e crescente volume di scambi infraregionali, non esiste uno stock di attività bancarie corrispondentemente elevato e crescente, neppure per quelle connesse con il commercio internazionale. È vera questa affermazione? Purtroppo, la BRI non dispone al momento dei dati per rispondere a tale quesito con riferimento all'intera regione est-asiatica<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Viene spesso citata la flessione del rapporto prestiti/depositi per gran parte dei sistemi bancari (cfr., ad esempio, Fernandez e Li, 2002), ma un'abbondante liquidità in moneta locale può generalmente servire solo a finanziare attività in valuta estera abbinate a uno swap valutario. L'aumento della liquidità in valuta estera può quindi avere maggiore rilevanza immediata. Per un'analisi della crescita dei depositi in valuta a Taiwan e in Cina, cfr. Fung e McCauley (2001), nonché Ma e McCauley (2002).

<sup>9</sup> Il volume giornaliero di swap valutari nell'aprile 2001 era pari a \$285 milioni per il dollaro di Hong Kong, \$46 milioni per il won coreano, \$21 milioni per il nuovo dollaro di Taiwan, \$18 milioni per il dollaro di Singapore, \$13 milioni per la rupia indonesiana e \$11 milioni per il baht thailandese (cfr. BRI, 2002, pagg. 79–81).

<sup>10</sup> Secondo le statistiche bancarie consolidate segnalate alla BRI dalle banche centrali della regione est-asiatica al momento di andare in stampa, a fine giugno 2002 circa un quinto delle attività internazionali consolidate delle banche di Hong Kong, Singapore e Taiwan riguardava mutuatari residenti nelle economie emergenti della regione Asia-Pacifico, Hong Kong SAR e Singapore. Le attività di queste banche verso i paesi industriali rappresentavano il 74% del totale consolidato. Le percentuali riferite alle posizioni creditorie delle banche giapponesi erano rispettivamente del 9 e del 77%. Le attività transfrontaliere delle banche dell'area dell'euro verso i paesi di quest'area (45%) superavano le quote asiatiche dianzi menzionate.

Pertanto, il metodo qui adottato è consistito nell'analizzare la partecipazione a prestiti consorziali internazionali. Con tali operazioni le banche si impegnano contrattualmente a prestare fondi, ma i mutuatari non sempre li utilizzano subito o per intero. In circostanze normali, i prestiti sindacati ricalcano molto da vicino i flussi che corrispondono grosso modo alle variazioni nelle consistenze sottostanti di crediti bancari (Gadanecz e von Kleist, 2002). Come per le obbligazioni, la nostra analisi dei prestiti consorziali è incentrata pertanto sul collocamento iniziale nel mercato primario. Tuttavia, con l'avvento della contrattazione secondaria regolata da norme contrattuali fissate da organismi quali la Asia Pacific Loan Market Association, gli scambi successivi sul mercato secondario possono accrescere l'afflusso di attività nei bilanci delle banche regionali o nei portafogli degli investitori locali.

Analogamente alle emissioni obbligazionarie, si deve distinguere tra la società finanziaria che allestisce l'operazione e il gruppo iniziale di acquirenti. L'istituzione che organizza un prestito consorziale percepisce una commissione sull'intero ammontare del prestito a fronte della responsabilità di fissare i termini di prezzo, commercializzare il prodotto e ripartire il collocamento tra tutti i partecipanti, compresa se stessa.

I dati di Dealogic Loanware sulle istituzioni che allestiscono prestiti consorziali indicano che, tra il 1999 e il 2002, il 63% delle operazioni sottoscritte da mutuatari dell'Asia orientale<sup>11</sup> è stato posto in essere da banche di questa regione comprese quelle giapponesi, il 12% da banche USA e il 23% da banche europee. Sul mercato internazionale dei prestiti consorziali, contrariamente a quello delle obbligazioni, le società finanziarie asiatiche predominano in veste di organizzatrici delle operazioni.

Le banche asiatiche allestiscono e finanziano una percentuale più elevata di prestiti asiatici ...

Considerando nell'indagine anche i partecipanti al consorzio, risulta che le banche della regione Asia orientale-Pacifico hanno fornito inizialmente circa il 40–80% dei fondi erogati mediante prestiti sindacati internazionali a mutuatari est-asiatici (grafico 2)<sup>12, 13</sup>. Le banche della stessa nazionalità del prestatore hanno stanziato in genere il 20% circa degli importi nominali, con le rilevanti

---

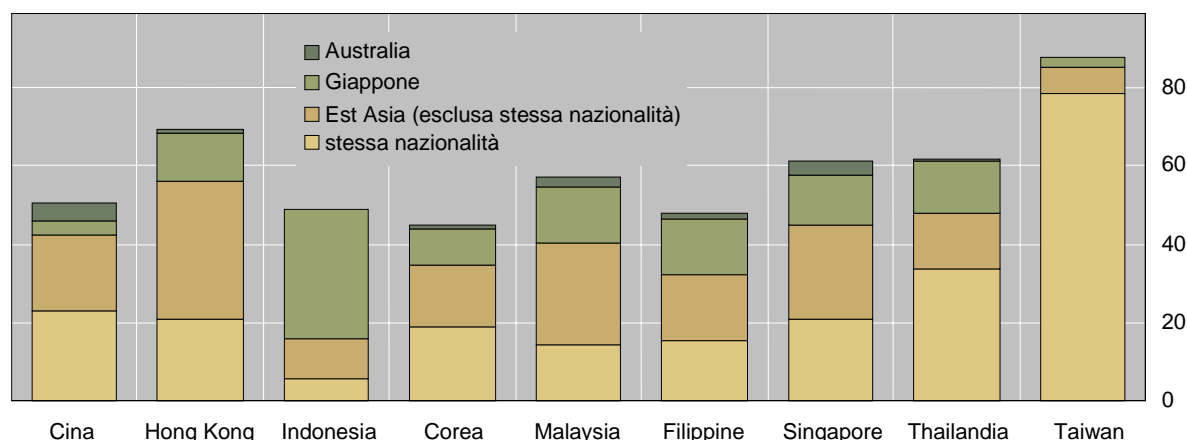
<sup>11</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia.

<sup>12</sup> A titolo di confronto, nello stesso periodo le banche USA hanno contribuito ai fondi erogati a emittenti di prestiti consorziali internazionali negli Stati Uniti con una quota stimata nel 55% e le banche dell'area dell'euro con circa il 64% dei crediti affluiti a prestatori dell'area.

<sup>13</sup> Poiché l'ammontare esatto erogato da ciascuna banca è disponibile solo per un ristretto numero di operazioni, il metodo ottimale di approssimazione adottato per un'ulteriore analisi delle successive partecipazioni a un consorzio è consistito nell'allocare l'importo totale in parti uguali tra le istituzioni partecipanti. Un raffronto con le statistiche di Loanware parzialmente basate sull'ammontare effettivo fornito dalle istituzioni partecipanti – allorché disponibile – mostra che, a livello aggregato, le nostre stime della distribuzione per nazionalità dei fondi non si discostano molto dai dati effettivi. Il valore assoluto della discrepanza varia da 1 a 9 punti percentuali per tutti i paesi mutuatari dell'Asia, ad eccezione della Cina, per la quale lo stesso metodo di calcolo sottostima la quota delle banche est-asiatiche nella misura di 20 punti percentuali. Ciò potrebbe rispecchiare le ingenti allocazioni ottenute dalla Bank of China in tali prestiti. Contrariamente a quanto osservato per le obbligazioni, la partecipazione regionale a prestiti consorziali non differisce molto dalla quota regionale delle banche organizzatrici.

## Partecipazione regionale a prestiti consorziali internazionali per mutuatari est-asiatici, gennaio 1999–agosto 2002

in ascissa, residenza del mutuatario; in ordinata, offerta di fondi per nazionalità delle banche, in percentuale



Nota: scomposizione per nazionalità in base alla proprietà ultima delle banche. Ai fini del presente studio, HSBC e Standard Chartered sono considerati come gruppi di Hong Kong. Sono state escluse dal campione le operazioni per le quali i fondi sono stati forniti da banche di una sola nazionalità.

Fonti: Dealogic Loanware; stime degli autori.

Grafico 2

eccezioni di Indonesia (5%, unicamente a causa dell'elevata partecipazione di banche giapponesi)<sup>14</sup> e di Taiwan (79%). È ipotizzabile che, per effetto della frammentazione del sistema bancario di Taiwan – solo un'istituzione vanta una quota di mercato superiore al 10% –, numerose banche minori siano destinatarie dei collocamenti (McCauley e Hobson, 2002). Le banche est-asiatiche di nazionalità diversa da quella del mutuatario hanno fornito di solito un ulteriore 20% dei fondi. Questa percentuale è molto più elevata per i mutuatari di Hong Kong (35%), e ciò in quanto essi beneficerebbero della presenza di molteplici banche estere in questo centro finanziario. Le istituzioni giapponesi hanno sottoscritto mediamente un altro 13% dei fondi.

Per individuare le caratteristiche dei prestiti associate a una maggiore o minore dimensione dei consorzi regionali abbiamo regredito la quota asiatica su dimensione, scadenza, valuta e finalità del prestito, rating<sup>15</sup>, settore e residenza dell'emittente<sup>16</sup>, nonché sulla nazionalità della banca organizzatrice. Al fine di verificare l'effetto della denominazione di un prestito in valuta locale sono state incluse variabili di comodo per le quattro monete est-asiatiche più diffusamente impiegate (tabella 2): dollaro di Hong Kong, nuovo dollaro di

<sup>14</sup> Diversi prestiti consorziali di elevato importo sottoscritti in Indonesia sono stati accordati ad affiliate di imprese giapponesi o garantiti da agenzie giapponesi di finanziamento delle esportazioni; ciò potrebbe spiegare l'elevata partecipazione delle banche nipponiche a tali operazioni.

<sup>15</sup> Nella misura in cui il requisito del rating per l'emittente di un prestito consorziale non è indispensabile così come lo è per le emissioni obbligazionarie, non vengono qui considerati gli effetti dell'intera scala di rating sulla composizione del consorzio. Ci si limita pertanto ad analizzare l'effetto di un rating di qualità bancaria del prestatore.

<sup>16</sup> Ciò è prassi corrente nella letteratura empirica in materia di prestiti sindacati (ad esempio, Kleimeier e Megginson, 2000).

Taiwan, dollaro di Singapore e won coreano. Le istituzioni che agiscono in veste di organizzatrici o di agenti incaricati svolgono un ruolo importante nel determinare la composizione del consorzio e l'identità delle banche fornitrici dei fondi per ciascuna operazione; si ipotizza che le capofila locali attirino partecipanti locali.

Abbiamo analizzato un campione di 1 195 prestiti consorziali allestiti a favore di mutuatari asiatici tra gennaio 1999 e agosto 2002; sono state considerate solo le operazioni alle quali hanno partecipato banche di almeno due nazionalità diverse. La tabella 2 riporta la distribuzione del campione per nazionalità e categoria di mutuatari e per valuta di denominazione. La quota dei prestiti contratti in dollari USA supera il 70% per i mutuatari di Cina, Corea, Filippine e Malaysia. Nel caso di Hong Kong SAR, Singapore, Taiwan e Thailandia, il 40–80% dei prestiti sindacati internazionali è in moneta locale<sup>17</sup>.

Per le operazioni creditizie di più ingente ammontare la quota delle banche asiatiche risulta significativamente più bassa, a indicazione che – così come per le obbligazioni – una più ampia partecipazione di istituzioni non asiatiche si rende necessaria per ripartire il maggiore rischio. I risultati ottenuti per l'effetto scadenza sulla composizione del consorzio sono eterogenei. Considerando il settore di appartenenza del mutuatario e la finalità del prestito, risulta che la partecipazione delle banche asiatiche è stata più massiccia per i prestiti destinati a edilizia abitativa e proprietà immobiliare, industrie high-tech, settore finanziario non bancario e servizi al pubblico, mentre è stata minore per quelli destinati a finanziamento di progetti, navigazione e aviazione. Questo divario appare largamente in linea con quanto riscontrato tra il settore delle merci a mercato interno e quello dei beni oggetto di scambi internazionali, dove prevale la partecipazione di banche non regionali. La presenza di un rating di qualità bancaria per il mutuatario tende ad abbassare l'incidenza delle banche asiatiche, e ciò indica che i prenditori meglio quotati sono in grado di ottenere maggiori impegni di finanziamento da parte di prestatori non asiatici. Le operazioni denominate in dollari di Hong Kong, nuovi dollari di Taiwan e won coreani, analogamente a quelle nella moneta locale del mutuatario, attirano una partecipazione asiatica considerevolmente maggiore, a riprova che il minor ricorso al finanziamento in dollari USA promuove l'integrazione finanziaria della regione. Allorché il mutuatario e almeno una delle banche organizzatrici del consorzio provengono dallo stesso paese, la quota delle banche asiatiche aumenta; si può quindi ritenere che le capofila locali siano in grado di ottenere una maggiore partecipazione di banche asiatiche in operazioni di prestito a mutuatari dell'area. Una spiegazione di ciò potrebbe risiedere nella migliore conoscenza del mercato di cui dispongono le banche regionali.

... con variazioni in base a valuta ...

... dimensione, settore, finalità e rating

---

<sup>17</sup> Per un approfondimento dell'importanza dell'attività creditizia in valuta locale delle banche dichiaranti alla BRI, cfr. McCauley et al. (2002).



Distribuzione per paese, tipologia di mutuatario e valuta nel campione di prestiti consorziali		
in percentuale dell'ammontare in dollari USA		
Paese e moneta locale	Ponderazione per paese nel campione totale	Quota dei prestiti in moneta locale sul totale per paese
Cina	4,0	1,4
Corea	15,4	21,1
Filippine	6,1	5,9
Hong Kong SAR	39,4	78,9
Indonesia	1,2	0,2
Malaysia	8,0	20,3
Singapore	8,7	39,5
Taiwan, Cina	14,0	81,9
Thailandia	3,1	50,0
	Distribuzione per categoria di mutuatario e valuta nel campione totale	
Tipologia di mutuatario		
Banca	11,4	
Istituzione finanziaria non bancaria	21,3	
Società non finanziaria	63,6	
Sovranazionale	0,0	
Sovrano/quasi sovrano	3,6	
Valuta		
Dollaro USA	43,0	
Dollaro di Hong Kong	31,9	
Nuovo dollaro di Taiwan	11,4	
Dollaro di Singapore	3,5	
Won Coreano	3,3	
Yen Giapponese	1,7	
Dollaro Australiano	1,2	
Euro	0,2	
Sterlina	0,1	
Altre valute est-asiatiche	3,6	
<i>Per memoria: importo totale (in miliardi di USD)</i>		147,5
Fonte: Dealogic Loanware.		Tabella 2

## Conclusioni

L'analisi dei prestiti obbligazionari e consorziali allestiti per mutuatari nell'Est asiatico a partire dal 1999 indica che gli investitori e le banche della regione hanno erogato in media la metà dei fondi collocati. In base a questa stima, il livello di integrazione del mercato finanziario est-asiatico appare maggiore di quello prospettato in recenti lavori in materia. L'Asia orientale potrebbe essere quindi meno esposta di quanto spesso si ritenga a un improvviso e massiccio arresto dei flussi creditizi tra questa regione da un lato, e l'Europa e gli Stati Uniti dall'altro. La constatazione che una percentuale maggiore delle emissioni e dei prestiti con rating più elevato trova collocamento iniziale presso investitori

non asiatici potrebbe a sua volta ridimensionare il rischio di un repentino prelievo di fondi, anche se il ricordo dei rapidi declassamenti intervenuti nel 1997–98 induce a una certa prudenza nel sostenere tale argomentazione. Inoltre, per valutare meglio la misura in cui il rischio est-asiatico ricada in ultima istanza sui portafogli di investitori e banche della regione è necessaria una migliore comprensione degli effetti della negoziazione di obbligazioni e prestiti sui mercati secondari e di altri meccanismi di trasferimento del rischio.

La partecipazione relativa delle banche asiatiche a prestiti consorziali allestiti per mutuatari est-asiatici appare maggiore della quota di obbligazioni asiatiche inizialmente acquistate da investitori della regione. Ciò sta ad indicare il maggiore sviluppo dei mercati obbligazionari al di fuori dell'Asia e il predominio delle banche nella finanza del continente.

Sulla base di queste risultanze, si può prospettare un'interpretazione alternativa delle recenti iniziative volte a promuovere la cooperazione finanziaria nell'Est asiatico. È opinione alquanto diffusa che tali iniziative possano contribuire a ridurre le vulnerabilità finanziarie della regione di fronte a decisioni assunte in Europa o in Nord America. Tuttavia, un'altra spiegazione possibile è che la cooperazione finanziaria ufficiale stia cercando di recuperare terreno rispetto al considerevole livello di integrazione già evidente nei mercati privati.

## Quota delle acquisizioni asiatiche di obbligazioni emesse da mutuatari della regione

Alcuni risultati empirici

Sul campione di 71 obbligazioni è stata eseguita una regressione con il metodo dei minimi quadrati ordinari. La quota asiatica dei collocamenti di obbligazioni nel mercato primario è stata regredita su taglio, scadenza e rating creditizio dell'emissione, nonché su variabili dummy per le obbligazioni denominate in euro e la categoria di emittenti. Per le obbligazioni in euro, l'ammontare è convertito in dollari USA al tasso di cambio corrente. I rating creditizi sono convertiti in una scala ordinale da 1 a 19 (S&P: AAA = 19, CCC- = 1; Moody's: Aaa = 19, Caa3 = 1; in caso di discrepanza è stato usato il rating di S&P). Sono state escluse le emissioni prive di rating.

I risultati empirici indicano che le acquisizioni da parte di investitori asiatici tendono a essere maggiori nel caso delle emissioni di taglio ridotto e di scadenza più breve, mentre non variano in misura significativa per categoria di emittenti, siano essi banche, società non bancarie, organismi sovrani o sovranazionali. Relativamente alle emissioni in euro, la partecipazione degli investitori europei tende a essere maggiore e, di conseguenza, quella asiatica risulta significativamente minore. Di seguito vengono forniti risultati più dettagliati.

Numero di osservazioni: 71, di cui 7 obbligazioni in euro

Quota asiatica media (non ponderata): 46,3%

Quota asiatica media (ponderata per ammontare dell'emissione): 43,9%

La tabella seguente mostra le variazioni ottenute includendo differenti variabili.

Variabile dipendente: QA

	Costante	<i>rating</i>	<i>taglio</i>	<i>scad</i>	$d_{eur}$	$d_{sov}$	R <sup>2</sup>
1)	76,6 (8,7)	-1,2 (-1,9)		-1,7 (-3,2)	-18,6 (-2,4)	-4,8 (-1,0)	0,22
2)	109,4 (5,0)		-7,9 (-2,1)	-1,4 (-2,6)	-19,2 (-2,5)	-1,8 (-0,3)	0,23
3)	105,1 (4,6)	-0,7 (-0,9)	-5,9 (-1,4)	-1,5 (-2,7)	-19,0 (-2,4)	-2,6 (-0,5)	0,24

dove:

QA = quota asiatica sul collocamento iniziale (in percentuale)

*rating* = rating creditizio (da 1 a 19)

*taglio* = ammontare dell'obbligazione in milioni di dollari USA

*scad* = scadenza in anni

$d_{eur}$  = dummy (=1) per emissione in euro

$d_{sov}$  = dummy (=1) per emittente sovrano

Note: 1. Valori di t in parentesi. 2. In questa regressione viene inclusa solo  $d_{sov}$ ; nessuna delle altre variabili dummy per categoria di emittente (banca, società non bancaria, organismo sovranazionale) presa singolarmente ha un impatto significativo su QA.

Un test F mostra che i coefficienti per *rating* e *taglio* non sono congiuntamente significativi (valori F = 2,68, probabilità = 0,076).

## Partecipazione di banche asiatiche a prestiti consorziali allestiti per mutuatari della regione

### Alcuni risultati empirici

Così come si è proceduto per le obbligazioni, calcoliamo un'analogia regressione per il campione di prestiti consorziali riferiti allo stesso periodo. Non essendo disponibile la distribuzione per singola banca della quota di partecipazione a ciascuna operazione, si ipotizza che ogni partecipante abbia concorso in ugual misura a ogni prestito. Pertanto la quota asiatica per ciascun prestito è stimata come numero di banche asiatiche diviso per il totale dei partecipanti. HSBC e Standard Chartered sono classificate come banche di Hong Kong; questi due gruppi hanno fornito circa l'8% dei fondi nei prestiti consorziali allestiti dal 1999 per mutuatari asiatici. Sono stati inoltre esclusi dal campione i prestiti in cui figurano partecipanti di una sola nazionalità.

Nel modello sono compresi emittenti di Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. Sono esclusi gli emittenti giapponesi, mentre sono compresi nella quota asiatica gli acquirenti giapponesi (come nel caso delle obbligazioni).

I risultati della regressione (cfr. pagina seguente) mostrano che la quota asiatica tende a decrescere parallelamente al taglio del prestito (come per le obbligazioni). Per l'effetto scadenza i risultati non sono univoci. Un rating di qualità bancaria per l'emittente riduce significativamente la quota asiatica in due specificazioni del modello su cinque. Ove la capofila abbia la stessa nazionalità dell'emittente o l'operazione sia denominata in dollari di Hong Kong, nuovi dollari di Taiwan o won coreani, la quota asiatica tende sistematicamente ad aumentare.

#### Specificazioni del modello:

##### Variabili dipendenti:

*QASIA* = quota est-asiatica nel collocamento del prestito (stime, in %)  
*QJPASIA* = quota asiatica e giapponese nel collocamento (stime, in %)

##### Variabili indipendenti:

*taglio* = ammontare del prestito in milioni di dollari USA  
*scad* = scadenza in anni

*rating* = dummy (= 1) se l'emittente è classificato di qualità bancaria da Standard & Poor's al momento della sottoscrizione

Variabili dummy per settore (= 1): edilizia abitativa e proprietà immobiliare (*edilimmob*), servizi finanziari-banche (*servfinbanc*), servizi finanziari-non-banche (*servfinnb*), industria high-tech (*hightech*), aziende di servizi pubblici (*servpub*), servizi alla popolazione (*servpop*), servizi statali (*servstat*), industria tradizionale (*indtrad*), trasporti (*trasp*). La variabile per le imprese di infrastrutture è stata omessa nel modello in quanto settore di riferimento.

Variabili dummy per finalità del prestito (= 1): acquisizioni e ricapitalizzazioni (*acqricap*), finanziamento di progetti (*finprog*), finanziamento aviazione e navigazione (*aviaznav*), linee standby/backup (*backup*), immobili e ipoteche (*immob*). Le variabili per altre finalità del prestito sono state omesse in quanto finalità di riferimento.

Variabili dummy per nazionalità del mutuatario (= 1): Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Taiwan e Thailandia.

Variabili dummy per valuta (= 1): dollaro di Hong Kong (*HKD*), nuovo dollaro di Taiwan (*TWD*), dollaro di Singapore (*SGD*), won coreano (*KRW*) e moneta nazionale del mutuatario (*MONLOC*).

*coincidnaz* = dummy (= 1) se coincidono la residenza del mutuatario e quella della proprietà ultima di almeno una delle capofila.

Determinanti della partecipazione delle banche asiatiche						
	QASIA	QJPASIA	QJPASIA		QASIA	QJPASIA
Costante	53,2 (8,8)	55,5 (9,9)	51,6 (10,0)	Costante	36,8 (9,4)	45,2 (12,0)
<i>taglio</i>	-5,2 (-6,7)	-3,8 (-5,5)	-2,3 (-3,4)	<i>taglio</i>	-2,0 (-2,9)	-1,0 (-1,5)
<i>scad</i>	0,8 (2,5)	0,9 (2,8)	0,3 (1,0)	<i>scad</i>	-1,1 (-4,7)	-0,7 (-2,9)
<i>rating</i>	-7,2 (-1,7)	-3,7 (-0,8)	-1,5 (-0,3)	<i>rating</i>	-8,6 (-2,0)	-3,9 (-0,8)
<i>edilimmob</i>	16,9 (3,3)	21,3 (4,4)	18,4 (4,0)	<i>Cina</i>	12,5 (2,9)	1,9 (0,5)
<i>servfinbanc</i>	-1,5 (-0,3)	-1,0 (-0,2)	-4,8 (-1,0)	<i>Corea</i>	-2,7 (-0,9)	-5,2 (-1,8)
<i>servfinnb</i>	12,9 (2,5)	15,0 (3,0)	9,5 (2,1)	<i>Filippine</i>	2,3 (0,7)	1,8 (0,6)
<i>hightech</i>	9,9 (2,0)	12,1 (2,6)	2,5 (0,6)	<i>Hong Kong SAR</i>	5,7 (2,0)	4,0 (1,5)
<i>servpub</i>	-0,6 (-0,1)	4,0 (0,8)	0,7 (0,1)	<i>Indonesia</i>	-3,8 (-0,7)	20,6 (3,9)
<i>servpop</i>	12,2 (2,1)	13,0 (2,3)	7,4 (1,4)	<i>Malaysia</i>	8,3 (2,2)	8,2 (2,1)
<i>servstat</i>	-5,6 (-0,9)	6,1 (1,0)	5,0 (0,8)	<i>Taiwan</i>	30,4 (11,2)	23,5 (9,4)
<i>indtrad</i>	5,6 (1,1)	10,0 (2,0)	6,2 (1,3)	<i>Thailandia</i>	0,9 (0,2)	-0,5 (-0,1)
<i>trasp</i>	8,7 (1,5)	13,1 (2,5)	10,4 (2,1)	<i>coincidnaz</i>	22,1 (14,0)	19,8 (13,3)
<i>acqricap</i>	-5,0 (-1,1)	-8,0 (-2,2)	-7,5 (-2,5)	<i>MONLOC</i>	20,7 (10,3)	17,1 (9,7)
<i>finprog</i>	-18,7 (-4,4)	-15,3 (-3,6)	-12,4 (-3,3)	<i>R<sup>2</sup></i>	0,52	0,44
<i>aviaznav</i>	-33,3 (-7,6)	-39,3 (-9,2)	-33,2 (-8,2)			
<i>backup</i>	-3,0 (-0,5)	-5,8 (-1,0)	-8,0 (-1,7)			
<i>immob</i>	5,0 (1,1)	4,4 (1,0)	3,9 (0,9)			
<i>coincidnaz</i>	28,7 (16,2)	24,1 (14,8)	20,4 (13,7)			
<i>HKD</i>			4,0 (1,8)			
<i>TWD</i>			32,6 (21,0)			
<i>SGD</i>			-1,5 (-0,5)			
<i>KRW</i>			7,4 (1,9)			
<i>R<sup>2</sup></i>	0,35	0,34	0,47			

Numero di osservazioni: 1 195. Ammontare totale: \$147,5 miliardi. Quota media asiatica e giapponese: 61,9% (non ponderata), 62,6% (ponderata per ammontare del prestito). Nota: in parentesi valori di t coerenti con la condizione di eteroschedasticità secondo White.

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, marzo.

Clifford, M.L. e P. Engardio (2000): *Meltdown: Asia's boom, bust, and beyond*, Prentice Hall Press, Paramus, NJ.

Fernandez, D.G. e A. Li (2002): "Asian dollar bonds: in a class by themselves", *Asian credit markets research: Asia markets outlook and strategy*, J.P. Morgan Chase, 19 settembre, pagg. 3–6.

Fung, B.S.C. e R.N. McCauley (2001): "Analisi della crescita dei depositi in valuta estera dei residenti di Taiwan", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 52–59.

Gadanecz, B. e K. von Kleist (2002): "Correlazione fra i dati sui prestiti sindacati e le statistiche bancarie BRI", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 69–78.

Kleimeier, S. e W. Megginson (2000): "Are project finance loans different from other syndicated credits?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, parte 1, pagg. 75–87.

Li, A. (2002): "Introducing the JACI model portfolio", *Asian Credit Research*, J.P. Morgan Chase, 2 maggio.

Ma, G. e R.N. McCauley (2002): "L'aumento della liquidità in valuta estera delle banche in Cina", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 71–78.

McCauley, R.N. e J. Hobson (2002): "The future of banking in Asia", di prossima pubblicazione.

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

McCauley, R.N. e W.R. White (1997): "The euro and European financial markets", in P.R. Masson et al. (ed.), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, pagg. 324–88.

Park, Y.C. e K.-H. Bae (2002): "Financial liberalization and economic integration in East Asia", saggio presentato alla PECC Finance Forum Conference, "Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development", Honolulu, 11–13 agosto.

Wang, Y. (2002): "Korea's perspective on regional financial cooperation", saggio presentato alla PECC Finance Forum Conference, "Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development", Honolulu, 11–13 agosto.