

Evoluzione dei nessi fra mercati maturi ed emergenti¹

I mercati maturi ed emergenti hanno raggiunto oggi un grado di integrazione non più osservato dalla prima guerra mondiale. Gli afflussi netti di capitali all'area emergente non sono ancora tornati ai livelli di metà anni novanta, e rimangono significativamente al disotto di quelli di un secolo fa. È però da notare che i movimenti internazionali di fondi non forniscono un quadro esauriente dello spessore e della profondità dei legami fra i due gruppi di mercati finanziari. La gamma degli operatori esteri che investono nei paesi emergenti si è ampliata negli ultimi anni; le operazioni effettuate localmente dalle istituzioni finanziarie straniere vanno acquisendo un ruolo sempre più importante, e talvolta persino preponderante, nei sistemi finanziari di molti di questi mercati. Al tempo stesso, è in costante aumento la presenza nei sistemi finanziari esteri degli stessi residenti dell'area emergente, in qualità sia di emittenti sia di investitori. Il presente studio monografico passa in rassegna tali sviluppi, analizzando varie questioni di politica economica connesse con l'accresciuta integrazione.

Flussi di capitali e integrazione dei mercati

Gli afflussi di capitali all'area emergente sono ancora al disotto dei massimi toccati negli anni novanta ...

Gli afflussi netti di capitali privati ai mercati emergenti nel loro insieme rimangono ben al disotto del picco raggiunto a metà degli anni novanta. Nel 2002 essi ammontavano a \$44 miliardi, rispetto a una media annua di \$94 miliardi nel biennio 1995–96. I flussi verso l'America latina sono al livello minimo dell'ultimo decennio. Quelli ai paesi emergenti dell'Asia si vanno gradualmente riprendendo dal netto calo susseguito alla crisi del 1997: lo scorso anno i nuovi prestiti erogati da banche estere hanno superato i rimborsi per la prima volta dopo cinque anni. I fondi convogliati verso l'Europa centrale e orientale hanno mostrato una tenuta migliore rispetto ad altre regioni, grazie anche al processo di adesione alla UE (grafico 1). Per il 2003 è previsto un incremento, ancorché modesto, dei capitali che affluiranno all'area emergente.

Mentre la recente debolezza nel *volume* dei flussi di capitali ha avuto un impatto negativo sulla performance macroeconomica di alcuni mercati

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

dell'area, i cambiamenti nella *natura* di tali flussi – o nell'intermediazione finanziaria più in generale – sono destinati ad assumere una rilevanza maggiore nel più lungo periodo. Nonostante la decelerazione dei movimenti di fondi negli ultimi anni novanta, i nessi tra mercati maturi ed emergenti hanno continuato a evolvere, consolidandosi in termini effettivi. Anzi, per taluni aspetti l'integrazione fra i due gruppi è oggi maggiore di quanto non lo fosse alla metà dello scorso decennio.

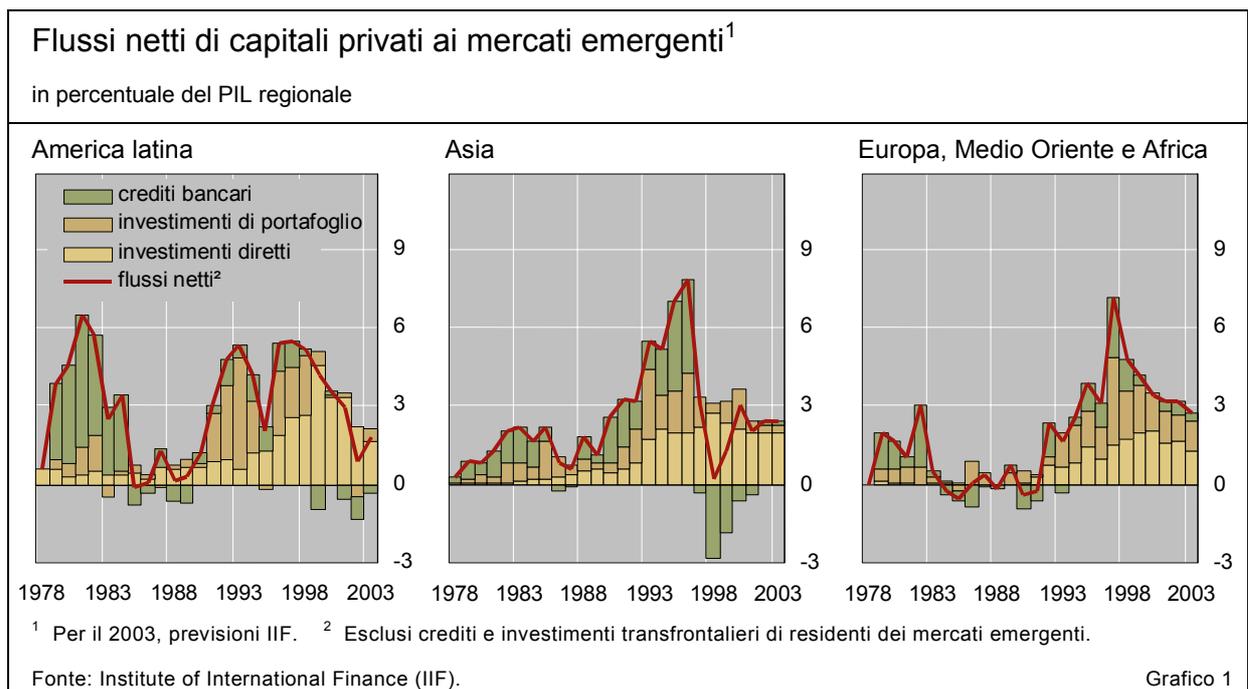
... ma i nessi finanziari hanno continuato a rafforzarsi

Un indicatore del crescente grado di integrazione è lo stretto comovimento dei prezzi dei titoli di mercati maturi ed emergenti negli ultimi anni. La correlazione fra le variazioni degli spread obbligazionari di mercati emergenti e quelle degli spread sulle obbligazioni USA ad alto rendimento è significativamente più elevata oggi rispetto a un decennio fa, malgrado le importanti differenze nei fondamentali sottostanti le due classi di attività (grafico 2). È cresciuta anche la correlazione fra azioni di paesi emergenti e l'indice S&P 500 dei titoli azionari statunitensi. Queste maggiori correlazioni indicano che a determinare i movimenti di prezzo intervengono sempre più spesso fattori globali comuni ai due gruppi di mercati, mentre l'importanza dei fattori locali specifici va diminuendo.

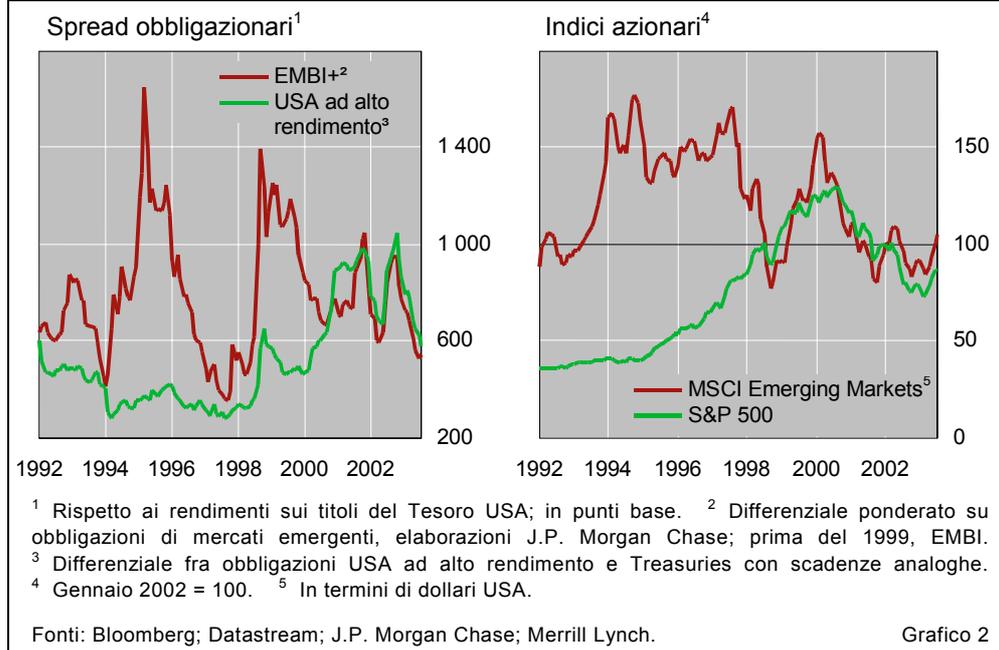
Il più stretto comovimento dei prezzi delle attività ...

Diverse analisi econometriche confermano la sempre maggiore rilevanza dei fattori comuni nello spiegare la volatilità dei prezzi azionari e obbligazionari nei paesi emergenti. Secondo Bekaert e Harvey (1997), i fattori globali sono all'origine dell'incremento della volatilità relativa nei mercati azionari emergenti che sono stati liberalizzati. Bekaert et al. (2003) giungono alla conclusione che i rendimenti azionari dei paesi dell'area erano molto più strettamente correlati con quelli mondiali durante gli anni novanta che non nel decennio precedente. McGuire e Schrijvers (di prossima pubblicazione) rilevano che un terzo della variazione complessiva degli spread obbligazionari dei paesi emergenti nel periodo 1997–2003 può essere ricondotto a un singolo fattore comune.

... rispecchia la crescente importanza di fattori comuni



Comovimento nei titoli di mercati maturi ed emergenti



Questo processo di integrazione era stato avviato a metà degli anni ottanta, allorché molti mercati emergenti (e maturi) cominciarono a liberalizzare sistemi finanziari e movimenti di capitale, nonché ad attuare altre riforme orientate al mercato. In linea generale, il decennio a cavallo degli anni ottanta e novanta è stato caratterizzato dalla rimozione di molti vincoli governativi all'attività dei mercati finanziari. I progressi nell'eliminazione dei controlli sui movimenti di capitale sono in seguito rallentati; anzi, sul finire dello scorso decennio diversi paesi hanno inasprito le restrizioni in capo agli investitori istituzionali (FMI, 2003a). Nondimeno, i nessi fra mercati maturi ed emergenti hanno acquisito maggiore spessore nel momento in cui investitori ed emittenti hanno approfittato appieno delle opportunità offerte in precedenza.

Diversificazione della base di investitori

Uno dei modi in cui si sono rafforzati i nessi fra mercati maturi ed emergenti attiene ai cambiamenti nella base di investitori. Un'ampia gamma di soggetti facenti capo a economie mature opera attualmente sui mercati emergenti. Se negli anni settanta le banche estere costituivano la fonte principale degli afflussi di capitali privati a tali mercati, a partire dai primi anni novanta hanno acquisito notevole rilevanza gli investitori azionari e obbligazionari. Difatti, in otto degli ultimi dieci anni gli investimenti internazionali di portafoglio affluiti ai paesi emergenti nel loro complesso hanno superato il credito bancario.

Si è inoltre ampliata la gamma di operatori che acquistano titoli di mutuatari emergenti. La maggior parte degli investimenti di portafoglio affluiti a quest'area nella prima metà degli anni novanta proviene da intermediari specializzati, come hedge fund e fondi comuni, che incentrano la loro attività su tali titoli. Negli anni più recenti è aumentata la presenza di investitori che operano

Crescente presenza degli investitori istituzionali

tradizionalmente in titoli ad alto rating emessi su mercati maturi; a investire in prestiti di mutuatari emergenti sono stati soprattutto fondi pensione, compagnie di assicurazione e altri investitori istituzionali. Secondo J.P. Morgan, l'attività di questi operatori è aumentata dal 9% del turnover totale degli strumenti debitori emergenti nel 1998 al 32% nel 2002 (Banca mondiale, 2003). Per converso, la quota di mercato degli hedge fund è scesa dal 30 al 10%.

Le innovazioni negli indici del reddito fisso, che gli investitori istituzionali utilizzano spesso come benchmark cui rapportare la loro performance, indicano il grado di diversificazione in titoli dei mercati emergenti. Le banche di investimento hanno introdotto diversi indici obbligazionari globali sul finire dello scorso decennio, comprendenti non solo il debito emesso su mercati maturi, ma anche obbligazioni di paesi emergenti. Ad esempio, queste ultime rappresentano il 2% circa del Global Aggregate Index di Lehman Brothers, introdotto nel 1999 per cogliere l'universo dei valori "investment grade". Sono stati inoltre affinati in vario modo indici specifici di prenditori emergenti al fine di soddisfare la domanda degli investitori istituzionali. È il caso dell'Emerging Market Bond Index Global Diversified di J.P. Morgan, anch'esso introdotto nel 1999, che prevede limiti alla ponderazione attribuita ai mutuatari maggiori. Oggi esistono persino indici composti di obbligazioni denominate in valute di economie emergenti, destinati agli investitori istituzionali che intendano diversificare la loro attività sui mercati locali, nonché rating creditizi specifici per tali obbligazioni².

I mutamenti nella natura dell'attività bancaria

La crescente diversificazione della base di investitori in attività dei mercati emergenti è stata accompagnata da un radicale mutamento nella natura del coinvolgimento delle banche commerciali in tali mercati. Le banche che operano a livello internazionale si sono focalizzate sull'attività locale e sui mercati interni dei capitali, a scapito degli impieghi sull'estero.

A partire dalla metà degli anni novanta le banche statunitensi ed europee hanno notevolmente ampliato le operazioni verso paesi emergenti finanziate in loco. Tramite fusioni e acquisizioni di istituti di credito locali, i crediti erogati a fronte di raccolta interna si sono quadruplicati in termini di dollari USA tra il 1995 e il 2002, salendo a \$544 miliardi (grafico 3)³. Le banche estere hanno investito più massicciamente in America latina e nell'Europa centro-orientale. Ma esse hanno altresì sviluppato l'operatività locale nei paesi emergenti dell'Asia, anche se non altrettanto incisivamente. Le attività sull'estero di tali istituzioni sono cresciute molto meno del credito sull'interno, con il risultato che a fine 2002 l'incidenza di quest'ultimo sul totale dei loro impieghi verso l'area emergente era aumentata al 40%, dal 14% del 1995.

Grazie alle diverse forme di attività bancarie ...

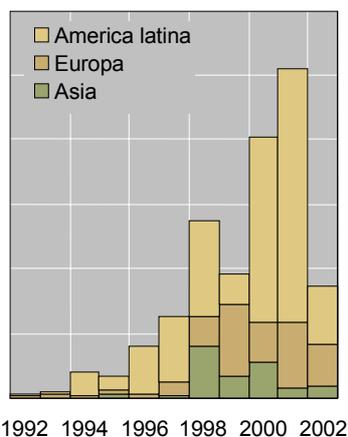
... aumentano nettamente i crediti finanziati su base locale

² Packer (nello studio pubblicato in questa *Rassegna trimestrale*) mette a confronto i rating creditizi sul debito sovrano in moneta nazionale e in valuta estera.

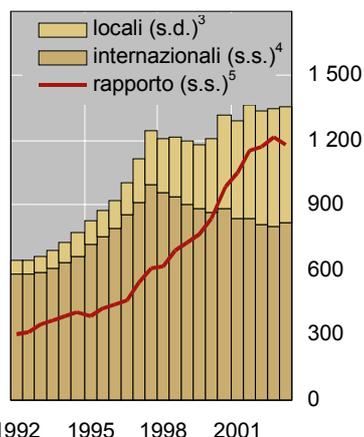
³ In realtà, se misurate in termini di dollari USA ai tassi di cambio costanti di fine 2002, ossia tenendo conto del deprezzamento delle valute locali nei confronti di quella statunitense, le attività sull'interno risultano decuplicate durante questo periodo.

Mutamenti nell'operatività delle banche internazionali

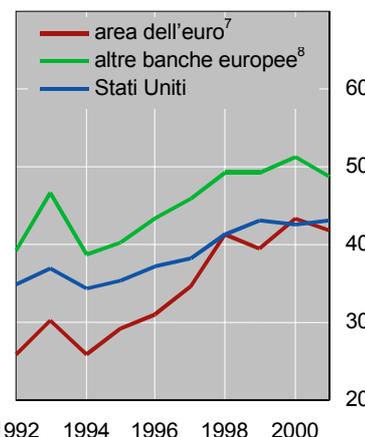
Fusioni bancarie¹



Attività sull'estero²



Reddito non da interessi⁶



¹ Per residenza della banca incorporata; in miliardi di dollari USA. ² In miliardi di dollari USA; dati semestrali. ³ Attività contabilizzate da dipendenze estere di banche dichiaranti alla BRI nei confronti di residenti del paese in cui ha sede la dipendenza, denominate nella valuta locale del debitore. ⁴ Attività internazionali delle banche dichiaranti in tutte le valute, più attività locali in valuta delle loro dipendenze estere. ⁵ Attività locali in percentuale del totale (locali e internazionali). ⁶ In percentuale del reddito totale lordo. ⁷ Esclusi Belgio e Grecia. ⁸ Norvegia, Regno Unito, Svezia e Svizzera.

Fonti: OCSE; Bloomberg; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Grafico 3

Aumentano gli introiti da commissioni

Lo spostamento dell'operatività bancaria dal fronte internazionale a quello locale rispecchia in parte un più ampio mutamento strategico verso le attività che producono introiti da commissioni, a scapito di quelle fruttifere. Oltre il 40% dei redditi totali delle banche statunitensi ed europee è rappresentato oggi da proventi diversi da interessi, come quelli derivanti da attività di market-making, collocamenti azionari e obbligazionari, gestioni patrimoniali. Lo sviluppo di queste aree operative tende a contribuire a una crescita equilibrata delle attività e passività locali, ad esempio attraverso il finanziamento delle giacenze in titoli con operazioni PcT (McCauley et al., 2002). Persino le operazioni di fido cominciano ad assimilarsi alle attività sui mercati dei capitali. I crediti commerciali vengono spesso consorziati e ceduti, generando così provvigioni di gestione e negoziazione per le banche partecipanti al consorzio, mentre i prestiti ipotecari e al consumo possono essere cartolarizzati e venduti.

Le attività bancarie favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari locali

Le nuove strategie delle banche hanno favorito la crescita dei mercati finanziari locali. Nell'area emergente questi ultimi – e in particolare quelli obbligazionari e degli strumenti derivati – hanno registrato una significativa espansione negli ultimi anni, al punto che in Asia orientale e America latina i titoli privati in moneta locale superano ora i collocamenti internazionali e rappresentano una quota crescente della raccolta complessiva del settore societario (Fernandez e Klassen, 2003 e FMI, 2003b). Attratte dalle evidenti opportunità di sviluppo, le banche estere hanno investito considerevoli risorse finanziarie e umane nei mercati obbligazionari e derivati locali, partecipando in veste di operatori primari in alcuni mercati dei titoli pubblici, gestori di fondi pensione in altri comparti e intermediari in swap in altri ancora.

Alla luce di quanto avvenuto in Argentina nel 2001–02, ci si chiede se le banche estere non abbiano riconsiderato le loro politiche di insediamento nei paesi emergenti. Fino ad oggi le indicazioni al riguardo sono contrastanti. Le

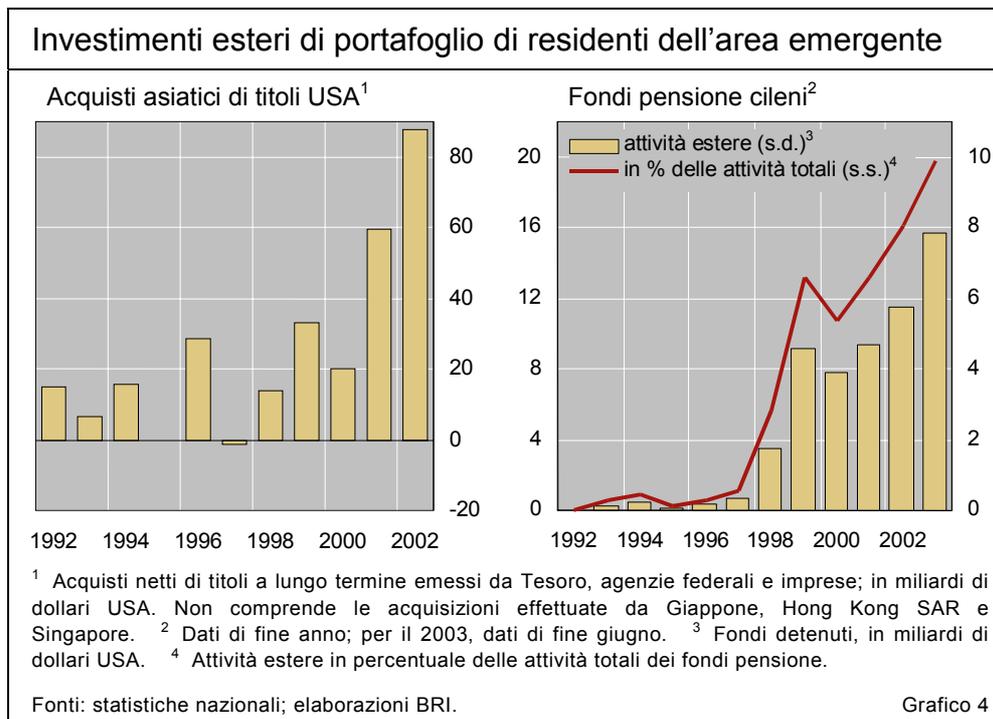
operazioni internazionali di M&A con istituti latino-americani sono diminuite nettamente lo scorso anno, e diverse banche estere hanno ceduto o ridimensionato le loro attività locali. Ciò è stato la conseguenza, in alcuni casi, degli accresciuti timori delle banche circa i rischi di natura politica e le proprie esposizioni verso paesi in condizioni critiche e, in altri, dell'esigenza della casa madre di consolidare il bilancio. In parte, il calo è anche da ricondurre al fatto che in taluni paesi, specie in Messico, il sistema bancario era all'epoca già ampiamente controllato da istituti esteri.

Residenti dell'area emergente sulla scena internazionale

I nessi fra mercati maturi ed emergenti sono stati ulteriormente rafforzati dalla crescente presenza sulle piazze dei paesi sviluppati di residenti dell'area emergente, che negli ultimi anni hanno convogliato somme considerevoli verso i mercati finanziari maturi. Tali fondi sono provenuti in larga parte da avanzi correnti, ma anche da mutamenti nella gestione di portafoglio. Al tempo stesso, è cresciuto il numero dei prenditori dell'area emergente che si avvantaggiano del maggiore spessore e della più ampia liquidità offerti dai mercati internazionali.

I paesi del Medio Oriente esportatori di petrolio investono da lungo tempo sui mercati internazionali, e i residenti di altri mercati emergenti tendono sempre più a imitarli. Le banche centrali asiatiche costituiscono l'esempio più rilevante di questa tendenza. Le disponibilità in valuta di tali istituzioni, esclusa la banca centrale nipponica, sono aumentate di oltre \$360 milioni, ossia di circa l'80%, fra il 1998 e il 2002. I fondi sono stati per lo più investiti in titoli USA (McCauley, 2003), i cui acquisti netti da parte di residenti asiatici

Aumentano gli investimenti esteri dei residenti dell'area emergente

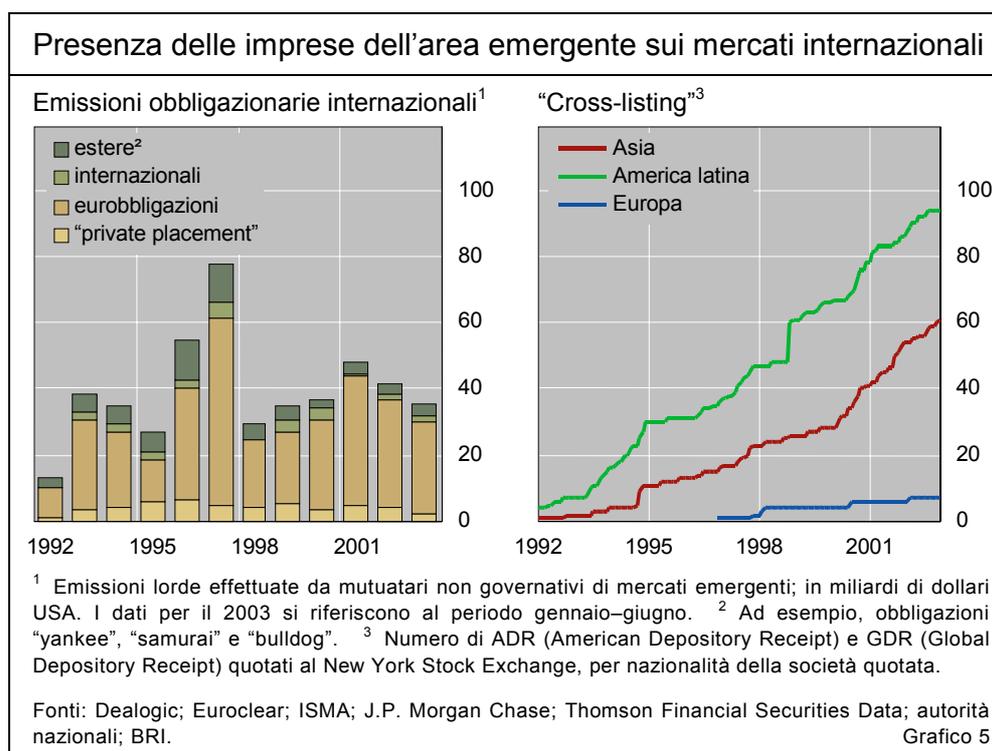


(Giappone escluso) rappresentano ora il 13% delle acquisizioni totali di questi titoli effettuate complessivamente da operatori esteri in quel quinquennio (grafico 4). Ciò ha contribuito a finanziare un'ampia quota del disavanzo del conto corrente USA.

Anche altri residenti dell'area emergente stanno cominciando a incrementare le loro disponibilità in attività di mercati maturi. Persino i paesi importatori netti di capitali si sono lanciati in esportazioni di fondi allo scopo di trarre profitto dalla maggiore diversificazione. Il Cile ha gradualmente aumentato – dal 3% del 1992 al 25% odierno – il massimale sulle attività estere detenibili dai fondi pensione nazionali, le cui disponibilità sull'estero sono cresciute in questo periodo da \$0 a 8 miliardi. Analogamente, il Messico dovrebbe varare una riforma regolamentare per consentire ai fondi pensione di investire all'estero fino a un massimo del 20% delle loro attività.

Oltre a investire sempre di più, i residenti dell'area emergente stanno effettuando sui mercati maturi una rilevante attività di emissione. In passato essi si rivolgevano principalmente ai comparti non regolamentati, come quello euroobbligazionario, o a bassa regolamentazione, come il mercato obbligazionario internazionale (grafico 5)⁴. A partire dalla metà degli anni novanta, tuttavia, essi hanno intensificato la loro attività sui mercati pubblici regolamentati dei valori mobiliari. In particolare, sono in costante aumento le società di America

Le imprese si rivolgono ai mercati internazionali regolamentati



⁴ La maggior parte delle obbligazioni globali di residenti dell'area emergente viene collocata in base alla Rule 144A della Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense, che consente alle grandi istituzioni finanziarie USA di vendere i titoli precedentemente acquistati con operazioni di "private placement" senza doverli registrare presso la SEC o detenerli in portafoglio per un periodo di due anni.

latina, Est-asiatico ed Europa centrale che hanno deciso di quotare le loro azioni, oltre che sul mercato locale, presso borse internazionali (c.d. "cross-listing"). Ad esempio, le imprese latino-americane quotate anche al New York Stock Exchange sono triplicate tra il 1995 e il 2002, passando da 31 a 94. Le società estere che accedono ai mercati pubblici USA devono soddisfare gli stessi requisiti in materia di segnalazioni, contabilità e governo societario previsti per le compagnie statunitensi ammesse al listino, requisiti che sono più rigorosi di quelli in vigore in molti mercati emergenti.

Nuovi nessi, nuove sfide

La crescente integrazione tra mercati finanziari maturi ed emergenti comporta sia vantaggi che sfide⁵. La diversificazione della base di investitori in attività dei mercati emergenti, la mutevole natura dell'attività bancaria e la sempre maggiore penetrazione degli emittenti dell'area emergente nei mercati maturi aumentano il pool di capitali disponibili per l'investimento, ampliano la gamma dei servizi finanziari forniti e migliorano in generale il circuito risparmio/investimenti. Al tempo stesso, tali fattori pongono una nuova sfida ai responsabili delle politiche economiche: come si può assicurare l'appropriato funzionamento di mercati finanziari sempre più integrati?

Un primo problema risiede nella segmentazione dei mercati. Poiché l'integrazione facilita la misurazione e soprattutto la gestione dei rischi, vi è da attendersi una maggiore discriminazione dei prezzi. A trarre i vantaggi di una maggiore integrazione dovrebbero pertanto essere in misura preponderante quelle economie ben gestite e con un buon potenziale di crescita. I paesi a più alto rischio potrebbero trovarsi sempre più ai margini del sistema finanziario internazionale, e dover subire premi al rischio sproporzionatamente elevati.

La segmentazione è già evidente negli investimenti diretti esteri, che sono concentrati su un novero relativamente ristretto di paesi (grafico 6). Nella misura in cui la crisi argentina ha accresciuto la consapevolezza dei rischi politici, essa solleva interrogativi riguardo alla capacità dei paesi meno stabili di attrarre investimenti diretti esteri in settori fortemente regolamentati quali il bancario e l'energetico. Gli investimenti di portafoglio risultano persino più concentrati. Molti investitori istituzionali non possono detenere per mandato titoli di debito al di sotto dell'"investment grade". I mutuatari a più basso rating incontrano inoltre notevoli difficoltà nell'accedere ai mercati degli strumenti derivati, dove assumono particolare rilievo i timori sui rischi di controparte. Ciò tende a limitare gli strumenti di gestione del rischio a disposizione di tali prenditori.

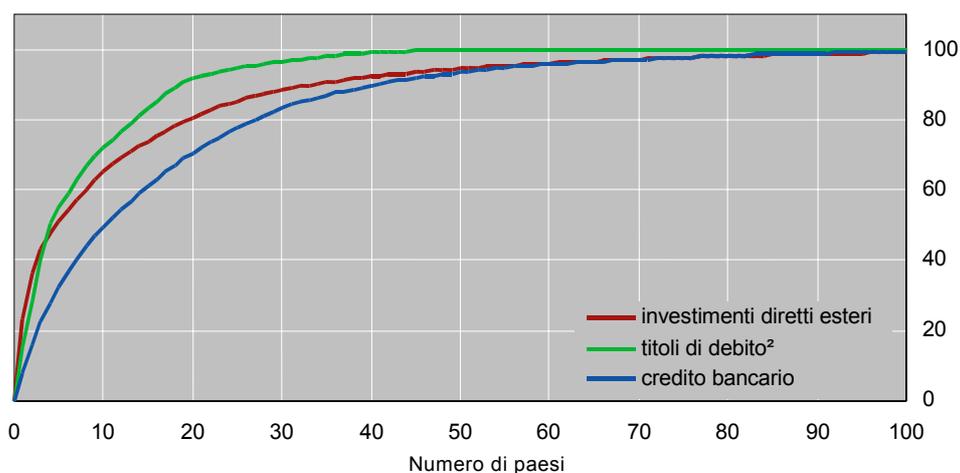
Il calo del credito bancario transfrontaliero può accentuare la segmentazione. Rispetto ad altri investitori, le banche hanno storicamente operato una maggiore diversificazione dei portafogli, attenuando attraverso

L'integrazione può portare a una maggiore segmentazione dei mercati internazionali ...

⁵ Il numero di studi accademici e rapporti ufficiali aventi ad oggetto i vantaggi e le sfide dell'integrazione è cresciuto considerevolmente dopo la crisi asiatica. Cfr. Rajan e Zingales (2003), FSF (2000) e White (2000).

Concentrazione degli investimenti nei mercati emergenti

distribuzione cumulativa degli investimenti in essere a fine 2002; in percentuale¹



¹ Per gli investimenti diretti esteri, fine 2001. ² Escluse le obbligazioni Brady e altre emissioni ristrutturate.

Fonti: UNCTAD; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI. Grafico 6

l'uso del collaterale e di restrittive clausole contrattuali le proprie esposizioni nei confronti di paesi ad alto rischio. Pertanto, considerati il riorientamento dell'attività bancaria e il più importante ruolo svolto dagli investitori istituzionali, i paesi con minor merito di credito potrebbero trovarsi a dover fronteggiare condizioni di finanziamento più difficili anche quando queste divengono più vantaggiose per i paesi maggiormente quotati.

Una seconda questione correlata concerne i cicli del credito. Se da un lato l'integrazione facilita il pricing e la gestione dei rischi, dall'altro essa non elimina necessariamente le fluttuazioni cicliche nei flussi finanziari e nei prezzi delle attività. Al contrario, la liberalizzazione finanziaria tende ad accrescere l'entità di tali cicli. L'esperienza insegna che gli investitori tendono a sottovalutare i rischi durante le fasi di boom e a sovrastimarli in periodi di crisi (Borio et al., 2001). Ad esempio, in fase di espansione essi minimizzano spesso la probabilità di eventi a carattere sporadico e con un alto rischio di perdita, quali le insolvenze.

Più efficaci processi di fissazione dei prezzi e di gestione dei rischi valutario e di liquidità sono d'importanza cruciale per rafforzare la resilienza dei mercati emergenti ai cicli finanziari. I disallineamenti di valuta e di scadenza nei bilanci rendono i mutuatari vulnerabili ai mutamenti nella propensione al rischio degli investitori. Un modo in cui i policymaker possono promuovere una migliore gestione e un più corretto pricing delle esposizioni in valuta è quello di consentire una maggiore flessibilità del cambio. I rischi di liquidità del bilancio in valuta possono essere ridotti amministrando le riserve in linea con le potenziali passività a breve. Nei mercati emergenti con sistemi finanziari deboli potrebbe altresì rendersi necessario il mantenimento di taluni vincoli agli afflussi di capitale. Anche lo sviluppo dei mercati mobiliari locali, con emissioni

... accrescere
l'entità di cicli
finanziari ...

denominate in valuta nazionale, potrebbe essere di grande aiuto nell'eliminare le asimmetrie.

E si giunge così al terzo problema posto dalla maggiore integrazione, ossia la ricerca dei potenziali trade-off nella gestione e nello scambio di esposizioni sui mercati interni ovvero internazionali. L'accesso alla maggiore liquidità generalmente disponibile su questi ultimi permette ai residenti dell'area emergente di ridurre i costi della raccolta e di allocare il risparmio secondo le preferenze individuali. Tuttavia, per avvantaggiarsi appieno di queste opportunità di finanziamento è necessario avere accesso a mercati derivati ben funzionanti per poter gestire le conseguenti esposizioni in valuta. Ciò richiede a sua volta sistemi per la gestione del rischio di controparte, specie nei mercati OTC, dominati da un ristretto numero di dealer. In aggiunta, una solida infrastruttura per la negoziazione e il regolamento transfrontalieri diviene più importante quale mezzo per limitare i rischi operativi. A tal fine, anche appropriati accordi di garanzia e di netting possono fornire un valido contributo.

La migrazione all'estero dell'attività di finanziamento potrebbe ridurre la capacità dei sistemi finanziari interni di "prezzare" e negoziare i rischi finanziari, ovvero disincentivare lo sviluppo di mercati che svolgano questi compiti. La liquidità si concentra in genere su determinati strumenti e mercati finanziari. Ogni investitore estero che decida di ritirarsi dai mercati azionari emergenti e di investire, ad esempio, in American Depositary Receipt (ADR) sottrae liquidità dalla borsa locale per incrementare quella di New York, spingendo altri operatori a fare altrettanto. Di conseguenza, la liquidità dei mercati finanziari interni tende a prosciugarsi e le imprese che non possono accedere direttamente al finanziamento internazionale vedono aumentare il costo della loro raccolta (Claessens et al., 2002).

... e ridurre la liquidità sui mercati interni

In siffatto contesto, la sfida per i policymaker è quella di sostenere lo sviluppo di strutture finanziarie che combinino l'accesso a un'ampia gamma di servizi finanziari con efficienti processi di pricing e di gestione dei rischi. La promozione di una maggiore concorrenza nei mercati finanziari interni – tra emittenti, investitori e intermediari – può contribuire in misura rilevante a tale riguardo. Del pari importante è l'integrazione su scala mondiale di questi mercati, ad esempio attraverso l'adozione di standard legislativi e regolamentari concordati a livello internazionale e un ulteriore allentamento dei controlli sui movimenti di capitale.

Per i policymaker la sfida risiede nel promuovere mercati aperti e competitivi

Riferimenti bibliografici

Banca mondiale (2003): *Global Development Finance*, Washington D.C.

Bekaert, G. e C. Harvey (1997): "Emerging equity market volatility", *Journal of Financial Economics*, 43, pagg. 29–77.

Bekaert, G., C. Harvey e A. Ng (2003): "Market integration and contagion", *NBER Working Papers*, n. 9510, febbraio.

Borio, C., C. Furfine e P. Lowe (2001): "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", in *Marrying the macro- and*

microprudential dimensions of financial stability, *BIS Papers*, n. 1, marzo, pagg. 1–57.

Claessens, S., D. Klingebiel e S. Schmukler (2002): “Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres”, *Centre for Economic Policy Research discussion paper*, n. 3301, aprile.

Fernandez, D. e S. Klassen (2003): *Asian Bond Fund crawls, but should it ever walk?*, mimeograph, J.P. Morgan Chase, 12 giugno.

Fondo monetario internazionale (2003a): “Exchange arrangements and foreign exchange markets”, *World Economic and Financial Surveys*.

Fondo monetario internazionale (2003b): *Global Financial Stability Report*, marzo.

Forum per la stabilità finanziaria (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 5 aprile.

McCauley, R. (2003): “Flussi di capitali nell’Est asiatico dalla crisi del 1997”, *Rassegna trimestrale BRI*, giugno, pagg. 43–58.

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

McGuire, P. e M. Schrijvers (2003): “Common factors in emerging market spreads”, *Rassegna trimestrale BRI*, di prossima pubblicazione.

Packer, F. (2003): “Differenze di rating fra prestiti sovrani in moneta nazionale e in valuta estera”, in questa edizione della *Rassegna trimestrale BRI*.

Rajan, R. e L. Zingales (2003): *Saving capitalism from the capitalists*, Random House, Londra.

White, W. (2000): “Recent initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows”, *BIS Working Papers*, n. 92, ottobre.