

III. La ripresa dalla crisi nei mercati emergenti

Aspetti salienti

La performance macroeconomica dei mercati emergenti nel 1999 si è rivelata molto migliore di quanto si fosse temuto all'inizio dell'anno: in quasi tutti i paesi la crescita è stata sostenuta e l'inflazione è rimasta sotto controllo. In particolare, sia il Brasile sia la Russia sono riusciti a contenere l'inflazione nonostante le ingenti svalutazioni. La ripresa in Asia si è irrobustita, estendendosi alla quasi totalità della regione, contestualmente al dileguarsi della minaccia deflazionistica per Cina e Hong Kong. Il miglioramento è proceduto di pari passo con il ripristino della fiducia sui mercati finanziari, in presenza di sensibili contrazioni dei differenziali creditizi e del rifluire dei capitali internazionali verso i segmenti obbligazionari e azionari. Se da un lato il dinamismo di questi ultimi ha favorito la cessione da parte dei governi delle attività bancarie acquisite durante la crisi, dall'altro la loro vulnerabilità a possibili deflussi di fondi ha suscitato timori in alcuni paesi asiatici.

Nel corso dell'anno passato la maggior parte dei paesi dell'America latina si è gradualmente ripresa dalla recessione, poiché il migliore contesto esterno ha consentito un allentamento delle condizioni monetarie, mentre le misure di contenimento dei disavanzi pubblici hanno contribuito a una maggiore stabilità. L'ondata di investimenti diretti esteri (IDE) e un più libero commercio internazionale hanno ulteriormente accresciuto l'integrazione dell'America latina nell'economia mondiale. Il progressivo rincaro del petrolio ha sostenuto tanto i paesi produttori della regione, quanto la Russia e il Medio Oriente. Nonostante, in un periodo di debole domanda interna e di favorevoli condizioni della domanda mondiale, gli ampi disavanzi con l'estero hanno continuato a rappresentare una fonte di vulnerabilità, specie alla luce dell'elevato debito estero di alcuni paesi. Ciò vale anche per molti paesi africani: lo scorso anno il deficit corrente è rimasto alto per il continente nel suo insieme anche se, in media, la sua crescita è diminuita.

Benché le riforme microeconomiche abbiano accresciuto la competitività di diverse economie, sussiste il timore che la resistenza di queste ultime a future crisi economiche o finanziarie sia tuttora alquanto bassa. Progressi sono stati realizzati nel consolidamento dei bilanci bancari in vari paesi asiatici. Le ristrutturazioni societarie sembrano tuttavia procedere a rilento, anche se in Corea la maggiore apertura dei mercati e gli IDE hanno in parte rinvigorito il settore manifatturiero. Anche in Cina e in India è in atto una riforma dei sistemi finanziari ed economici, ma i progressi sono stati lenti e molto dipende dalla capacità delle autorità di proseguire nell'azione intrapresa.

Con il passaggio dei paesi emergenti a regimi di cambio più flessibili, i responsabili delle politiche hanno ricercato o adottato metodi alternativi per ancorare le aspettative inflazionistiche. Diverse economie hanno già optato per

la fissazione di obiettivi di inflazione come guida per la conduzione della politica monetaria, e vari paesi asiatici stanno valutando un approccio analogo.

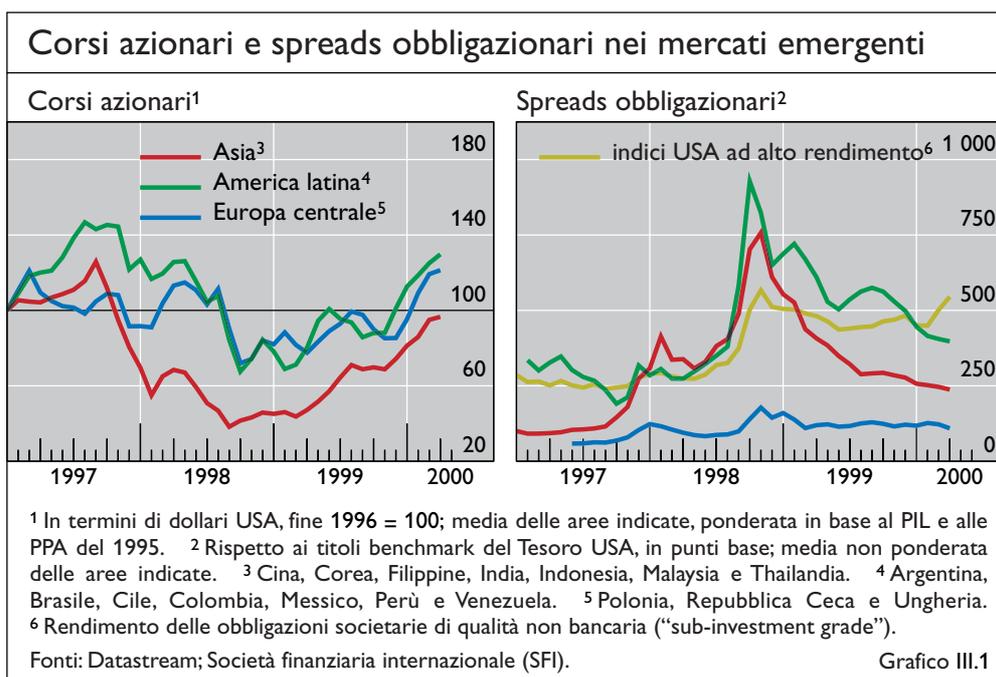
Principali tendenze economiche e finanziarie

Nel corso dell'anno, in presenza di un recupero della crescita nei paesi industriali, le condizioni reali e finanziarie delle economie di mercato emergenti sono gradualmente migliorate. I corsi azionari nei paesi riportati nel grafico III.1 sono aumentati di circa il 60% nel 1999, molto di più che nella maggior parte dei paesi industriali. In questi ultimi i tassi d'interesse a breve e a lungo termine sono saliti, ma l'impatto sulle economie emergenti è stato modesto, e gli spreads del finanziamento internazionale hanno continuato a ridursi. Un ulteriore segnale del migliorato clima di fiducia è provenuto dai mercati dei cambi: le valute dei paesi che avevano adottato la fluttuazione amministrata sono andate generalmente stabilizzandosi o, in alcuni casi, si sono persino apprezzate nei confronti del dollaro USA.

Migliorano le condizioni economiche e finanziarie

Il rafforzamento della domanda globale è stato un elemento determinante per la ripresa dell'attività economica nell'anno trascorso; nondimeno, anche le politiche e altri fattori interni hanno svolto un ruolo importante non solo nel sorreggere il rilancio dell'economia, ma anche nel mantenere bassa l'inflazione. Ciò è emerso con particolare evidenza in Asia, dove gli indirizzi accomodanti o espansivi delle politiche economiche hanno determinato una ripresa con un tipico "profilo a V", il cui vigore era stato fortemente sottostimato dalla maggior parte degli analisti. Si è assistito a un'inversione positiva nel ciclo delle scorte, a un ampio contributo delle esportazioni nette alla crescita – in un primo momento essenzialmente sotto forma di un calo delle importazioni e in seguito di una progressiva dilatazione dell'incidenza delle esportazioni – nonché, da ultimo, a una ripresa dei consumi. Anche i tassi di cambio asiatici hanno

Ripresa inaspettatamente forte in Asia



guadagnato terreno grazie ai miglioramenti nel clima di fiducia e nell'espansione dell'economia reale. Tali andamenti hanno agito nel senso di attenuare le pressioni al rialzo sui prezzi interni, senza peraltro pregiudicare le posizioni competitive.

Sorprendente
vigore della crescita
in America latina ...

In America latina e nelle economie in transizione l'espansione del prodotto si è rivelata parimenti più forte del previsto. Dopo la svalutazione del real brasiliano all'inizio dello scorso anno, la produzione sembrava destinata a diminuire non solo in Brasile, ma anche in alcuni altri paesi che già verso la fine

Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Saldo della bilancia corrente		
	1992-97	1998	1999 ps	1992-97	1998	1999 ps	Media 1992-97	1998	1999 ps
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
Cina	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hong Kong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
India	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Corea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapore	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Filippine	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Indonesia	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Thailandia	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
America latina ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentina	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasile	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Cile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Colombia	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Messico	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Perù	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Europa centrale ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Polonia	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
Repubblica Ceca	1,9	- 2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Ungheria	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Russia	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israele	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Turchia	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Arabia Saudita	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Africa	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Sudafrica	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesi industriali</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

¹ Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. ² Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori.

³ Prezzi all'ingrosso. ⁴ In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.1

del 1998 avevano mostrato tendenze recessive. In parte per effetto di un tempestivo riorientamento delle politiche, che ha contribuito a mantenere l'inflazione su livelli modesti, il Brasile ha recuperato con sorprendente rapidità, e il prodotto complessivo per la regione è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 1998 (tabella III.1). Per contro, i paesi che esportano prevalentemente materie prime interessate dal calo dei prezzi e/o che hanno mantenuto il regime di cambi fissi hanno generalmente accusato una flessione del prodotto.

Fra le economie in transizione, lo scorso anno ha destato una particolare sorpresa il rapido recupero della Russia dalla crisi finanziaria dell'autunno 1998. Analogamente al Brasile, questo risultato positivo sembra in parte riconducibile a politiche volte a impedire che il deprezzamento della moneta si riversasse per intero sull'inflazione interna. Malgrado il rallentamento in America latina, in Africa e nel Medio Oriente, la crescita media dei paesi emergenti nel 1999 è stimata al 4%. Benché decisamente più elevata rispetto all'anno precedente, essa resta ben al disotto della media dei primi anni novanta, ripristinando solo in parte il differenziale storico nei confronti dell'area industriale.

Lo scorso anno i movimenti dei prezzi delle materie di base, dei tassi di cambio e delle connesse ragioni di scambio hanno influito in modo significativo sulle dinamiche della crescita, specie per quanto riguarda l'espansione relativamente lenta delle regioni e dei paesi con esportazioni meno diversificate (tabella III.2). In Africa, nel Medio Oriente e in quasi tutta l'America latina gli sviluppi del 1999 sembrerebbero riconducibili agli effetti ritardati del grave deterioramento delle ragioni di scambio subito l'anno precedente e solo a partire dalla fine dell'anno a quelli del successivo miglioramento dei prezzi relativi del commercio. L'effetto frenante delle ragioni di scambio meno favorevoli è stato più evidente nei paesi a regime di cambio fisso e con esportazioni basilari in brusco calo in termini di volume. Altri paesi hanno consentito alle proprie valute di indebolirsi rispetto al dollaro USA al fine di smorzare l'impatto sui redditi reali originato dalla caduta dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, nella maggior parte dei casi tali effetti sono stati in parte controbilanciati dall'adozione di politiche più restrittive volte a impedire alle svalutazioni del cambio di spingere verso l'alto l'inflazione interna.

Seppure in modo più indiretto, anche l'entità e la composizione dei flussi netti di capitali possono spiegare talune divergenze nella crescita dei paesi emergenti (tabella III.3). Nel complesso, gli afflussi netti di capitali privati sono

... e nelle economie in transizione

Impatto negativo dei bassi prezzi delle materie prime

La lenta ripresa dei movimenti di capitali riflette ...

Evoluzione delle ragioni di scambio			
	1997	1998	1999 ps
	variazioni percentuali annue		
Economie di mercato emergenti	-0,4	- 6,2	3,6
Asia	-0,9	- 0,8	-1,3
America latina	-1,3	- 7,2	5,2
Africa	0,9	- 9,9	3,6
Medio Oriente	1,0	-14,4	12,3
Paesi industriali	-0,4	1,5	0,2

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella III.2

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
	1996	1997	1998	1999
	in miliardi di dollari USA			
Economie di mercato emergenti				
Flussi totali	216	148	75	81
Investimenti diretti	113	139	143	150
Investimenti di portafoglio	78	53	9	23
Altri	25	-44	-77	-93
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 94	-72	-51	14
<i>variazione delle riserve¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asia				
Flussi totali	104	- 1	-43	-27
Investimenti diretti	53	55	58	50
Investimenti di portafoglio	13	4	-18	- 6
Altri	38	-60	-83	-71
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 37	23	114	96
<i>variazione delle riserve¹</i>	- 50	-16	-70	-60
America latina				
Flussi totali	72	86	70	54
Investimenti diretti	40	53	56	64
Investimenti di portafoglio	41	19	15	11
Altri	- 8	13	- 1	-20
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>variazione delle riserve¹</i>	- 31	-15	17	5
Africa				
Flussi totali	8	17	12	15
Investimenti diretti	5	7	5	10
Investimenti di portafoglio	1	4	4	4
Altri	1	6	2	1
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>variazione delle riserve¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Paesi in transizione				
Flussi totali	17	23	14	12
Investimenti diretti	14	20	21	24
Investimenti di portafoglio	19	22	7	4
Altri	- 16	-18	-14	-16
<i>Per memoria: conto corrente</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>variazione delle riserve¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Il segno negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.3

rimasti più o meno costanti rispetto al 1998, benché notevolmente al disotto dei livelli osservati prima della crisi asiatica. Gli ingenti avanzi di parte corrente in Asia hanno permesso di rimborsare il debito bancario senza pregiudicare la ripresa; di fatto, le riserve valutarie sono aumentate in misura quasi uguale a quella del 1998. Per contro, la diminuzione degli afflussi netti in America latina, unitamente al persistere di elevati disavanzi correnti, ha indotto (ovvero costretto) vari paesi a inasprire le politiche monetarie e fiscali agli inizi del 1999, allorché la crisi brasiliana ha dilatato i premi di rischio dell'intera regione. I flussi netti di capitali verso l'Africa sono stati alquanto insensibili al mutare delle

condizioni dei mercati finanziari internazionali e, sfortunatamente, anche al fabbisogno di finanziamento esterno del continente. Soprattutto in conseguenza della debolezza dei prezzi delle derrate agricole, il disavanzo aggregato di parte corrente della regione era aumentato nettamente nel 1998 ed è rimasto elevato lo scorso anno, mentre i fondi netti in entrata hanno confermato il loro basso livello precedente. Alla luce dell'esiguità del risparmio interno, la mancanza di finanziamenti dall'estero potrebbe avere in alcuni casi accentuato il rallentamento della produzione, comprimendo la spesa per investimenti.

La composizione degli afflussi di capitali ha probabilmente influito anche sul profilo della crescita nell'anno passato. Nel corso dell'ultimo decennio gli IDE nei paesi emergenti sono aumentati significativamente sia in termini assoluti sia in percentuale degli afflussi privati totali; inoltre, nonostante la crisi asiatica e le turbolenze del 1998, il loro elevato livello è rimasto sorprendentemente stabile. Questa evoluzione deriva in parte da una generale tendenza verso la globalizzazione delle strutture produttive. Tuttavia, essa rispecchia anche aspetti più specifici, quali la rimozione delle restrizioni poste agli IDE in taluni paesi asiatici, l'attrattiva dei bassi costi di produzione conseguenti alle ampie svalutazioni e/o del calo dei corsi azionari, nonché la privatizzazione di grandi

... più elevati afflussi di investimenti diretti esteri ...

Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti							
	Media 1990-95 ¹	1996	1997	1998	1999	Giugno 1997	Dicembre 1999
in miliardi di dollari USA							
	Credito bancario internazionale ²					Importi in essere	
Asia ³	37	80	5	-96	-53	480	315
di cui: Cina	7	13	10	-11	-15	85	68
Paesi colpiti dalla crisi ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
America latina	1	28	31	-8	-16	284	280
di cui: Argentina	-	5	8	1	-	42	48
Brasile	-	17	14	-11	-9	98	85
Messico	-	-	-7	-	-4	69	61
Europa centrale ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Russia	1	6	10	-6	-8	54	44
Africa	-2	-	3	-2	1	51	56
	Emissioni nette di strumenti debitori internazionali					Importi in essere	
Asia ³	15	42	34	-	-3	127	139
di cui: Cina	2	2	4	-	-	17	18
Paesi colpiti dalla crisi ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
America latina	13	41	42	22	32	136	205
di cui: Argentina	6	11	14	11	11	35	63
Brasile	4	12	10	3	6	35	46
Messico	2	13	8	2	10	50	63
Europa centrale ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Russia	-	-	7	12	-1	6	19

¹ 4° t 1993-95 per le emissioni nette di titoli. ² Variazioni depurate dagli effetti di cambio delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI. ³ A esclusione di Hong Kong e Singapore. ⁴ Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁵ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonte: BRI.

Tabella III.4

società pubbliche. In America latina tali afflussi hanno finanziato lo scorso anno la quasi totalità dello squilibrio di parte corrente. Analogamente, in economie in transizione quali la Polonia e l'Ungheria, la relativa stabilità degli IDE ha allentato l'urgenza di politiche restrittive tese a scongiurare un ulteriore peggioramento dei disavanzi correnti. I paesi africani, cui è affluita solo una modesta frazione dei capitali investiti nelle economie emergenti, hanno viceversa dovuto correggere le loro politiche monetarie e fiscali al fine di contenere il deficit corrente.

... ma anche un ulteriore calo dei flussi bancari

Nel 1999 il credito bancario internazionale ai mercati emergenti ha continuato a diminuire in termini aggregati, anche se in misura minore rispetto al 1998. Dall'inizio della crisi i paesi asiatici hanno ridotto il debito in essere verso le banche internazionali di circa \$160 miliardi (tabella III.4), grazie a un calo degli investimenti e alle ristrutturazioni dei bilanci bancari e societari. Sono diminuiti anche i prestiti bancari internazionali all'America latina e alla Russia. Le emissioni nette di titoli internazionali di debito si sono al contrario rivelate una più stabile fonte di finanziamento. In effetti, i paesi latino-americani hanno incrementato notevolmente le emissioni di titoli obbligazionari a partire da metà 1997, nonostante le ampie oscillazioni degli spreads. L'Argentina e il Messico si sono mostrati particolarmente attivi nel 1999, e i collocamenti obbligazionari si sono ulteriormente intensificati agli inizi di quest'anno, allorché un maggior numero di paesi dell'area ha tratto vantaggio dal restringimento degli spreads.

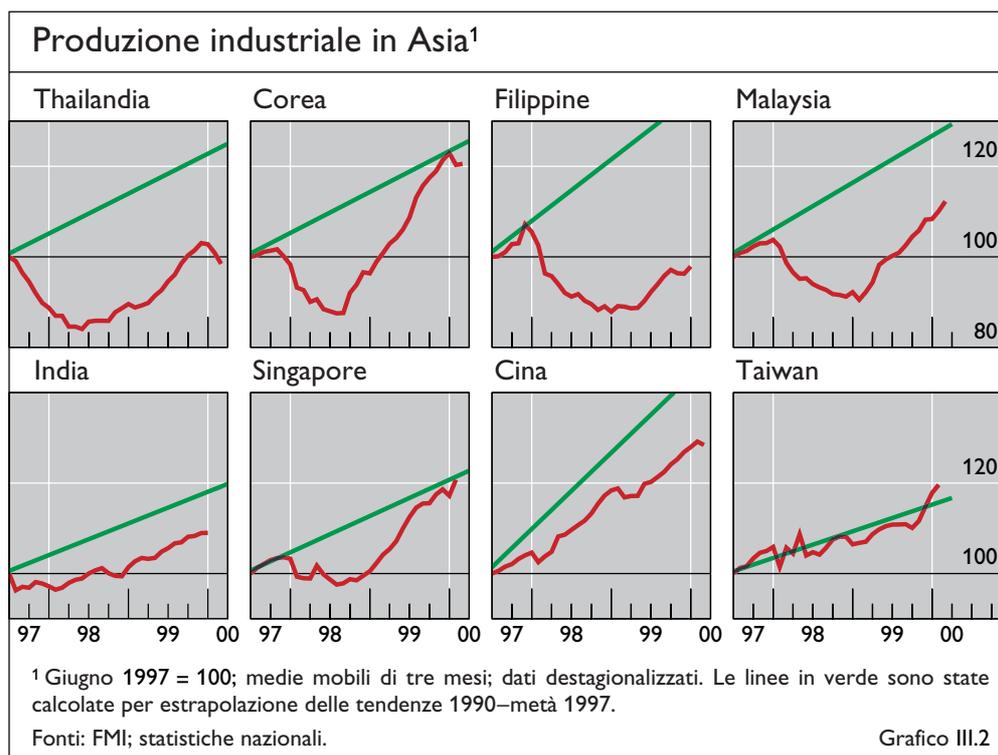
Recupero dalla crisi in Asia

Ripresa vigorosa ma disomogenea in Asia

La profonda contrazione del prodotto in buona parte dell'Estremo Oriente ha toccato il punto di svolta nella seconda metà del 1998. Sebbene la successiva ripresa sia risultata assai più vigorosa di quanto generalmente previsto, vi sono state marcate divergenze fra i vari paesi in ordine ai tempi e alla misura in cui sono state recuperate le precedenti perdite di produzione (tabella III.1). Per ciò che riguarda *Corea*, *Singapore* e *Taiwan*, alla fine del 1999 la produzione si era pressoché riportata ai livelli precrisi, mentre in *Malaysia* e *Thailandia* essa li aveva addirittura superati (grafico III.2). Seppure con un certo ritardo, l'attività a *Hong Kong* ha cominciato a espandersi nella prima metà del 1999, per poi rafforzarsi progressivamente in corso d'anno. Nel 1998 le *Filippine* avevano subito una recessione a causa sia degli scarsi raccolti agricoli, sia della recessione dei paesi limitrofi; l'economia ha nondimeno ripreso vigore nel 1999, grazie anche al fatto che i problemi del debito estero e della sovraesposizione del sistema bancario non erano così gravi come in altri paesi. In *Indonesia*, dove la contrazione dell'economia è stata la peggiore in termini di entità e di durata, nell'ultima parte del 1999 si è verificata un'inversione di rotta, che non si è tuttavia trasformata finora in una ripresa stabile; a fine anno le incertezze politiche minavano ancora la fiducia di famiglie e imprese, e a ciò si aggiungeva la persistente fragilità del settore finanziario.

Crescita sostenuta ma in decelerazione in Cina ...

La *Cina* è cresciuta più velocemente di altri paesi asiatici, sebbene l'espansione del prodotto mostri da alcuni anni una tendenza al rallentamento. Al fine di compensare gli effetti contrattivi di breve periodo delle riforme economiche



e la debolezza delle esportazioni, la spesa pubblica è stata dilatata. In presenza di un calo dei prezzi, della crescente disoccupazione e della fragilità del settore bancario, le autorità hanno cercato di allentare le condizioni monetarie abbassando i tassi d'interesse nominali e riducendo gli obblighi di riserva. Esse hanno inoltre incitato le banche ad aumentare il credito alle infrastrutture, all'edilizia residenziale e alle esportazioni, nonché a erogare in misura maggiore capitale di funzionamento alle imprese statali e crediti al consumo.

L'India ha beneficiato di un aumento della produzione industriale e del rapido sviluppo delle tecnologie informatiche. Hanno inoltre concorso alla crescita gli incrementi della produzione agricola e dei redditi, mentre i rincari dei prezzi petroliferi hanno peggiorato la bilancia commerciale. Nonostante l'elevato disavanzo fiscale (si veda oltre) e la rapida espansione monetaria, l'inflazione di base è scesa a livelli insolitamente bassi, grazie soprattutto ai buoni raccolti e all'impatto della disinflazione mondiale. Benché le riforme microeconomiche possano anche aver ridotto le pressioni inflazionistiche, l'incidenza dei prezzi alimentari fa sì che il paese resti esposto a rischi di shock dal lato dell'offerta e a improvvise impennate del costo della vita. Nel medio periodo la programmata privatizzazione di importanti settori, destinata ad alleggerire l'onere del debito pubblico, potrebbe anche attrarre nuovi investimenti diretti dall'estero.

Le esportazioni hanno rappresentato la forza propulsiva alla base della ripresa dell'Estremo Oriente nel primo semestre 1999. L'entità della crescita delle esportazioni è stata sensibilmente diversa tra i vari paesi, rispecchiando in parte le differenze nella loro struttura merceologica e geografica. Per alcune economie, e in particolare il Giappone, il recupero della domanda di componenti elettronici ha fornito un importante stimolo, mentre i paesi in cui prevalgono

... e inflazione sorprendentemente bassa in India

Un elevato contributo alla crescita proviene dalle esportazioni ...

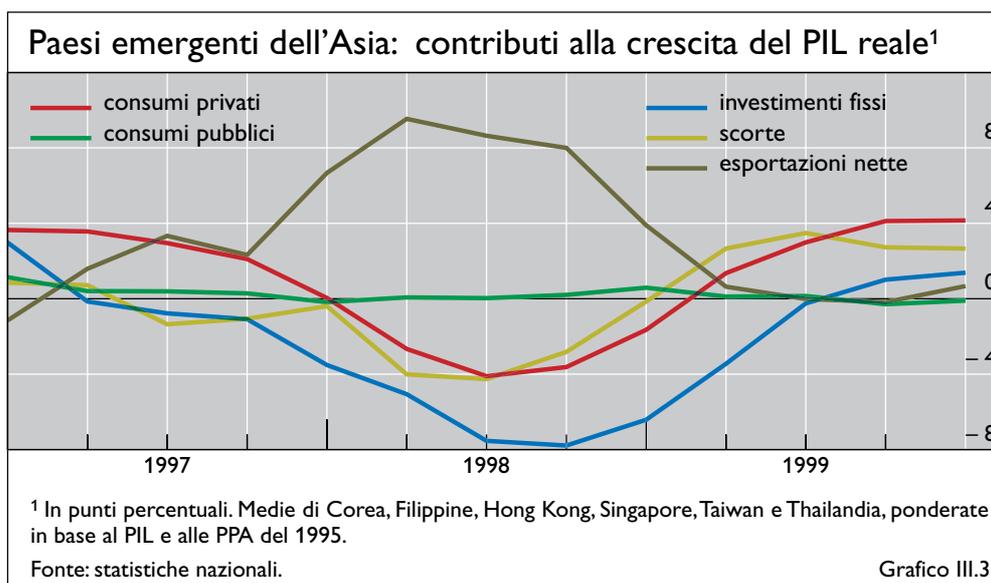
le industrie che hanno maggiormente risentito dell'eccesso di offerta mondiale, come quella automobilistica, hanno ricevuto un minore sostegno da fattori esterni. I paesi esportatori maggiormente orientati verso gli USA hanno tratto profitto dalla vivace domanda di importazioni proveniente da tale mercato, sebbene un contributo importante sia anche provenuto dal commercio infra-asiatico. In Cina i maggiori sgravi fiscali hanno stimolato le vendite all'estero nella seconda metà del 1999. Alle iniziali svalutazioni di molti paesi emergenti dell'Asia ha fatto seguito un forte apprezzamento dello yen, che ha fornito a queste economie un ulteriore vantaggio su un importante concorrente. Peraltro, considerata la rilevanza del Giappone come mercato di esportazione e come fonte sia di finanziamento sia di investimenti diretti, la sua protratta debolezza strutturale e ciclica ha nel complesso raffrenato lo sviluppo della regione.

... e da un progressivo rilancio della domanda interna

Nel corso dell'anno la più robusta domanda interna, compresa una inversione nel ciclo delle scorte, si è sostituita alle esportazioni nel trainare la fase espansiva (grafico III.3). Con il recupero della fiducia circa le prospettive occupazionali e il rialzo dei prezzi delle attività, i consumatori hanno iniziato a effettuare acquisti di beni durevoli, in precedenza differiti. Si è assistito inoltre a una modesta ripresa degli investimenti societari in Corea e Malaysia. L'attività di investimento, tuttavia, è rimasta generalmente debole a causa di un eccesso di capacità in alcuni settori e dei piani di ristrutturazione e di riduzione del debito avviati da numerose società. I problemi del settore bancario hanno reso particolarmente difficile alle piccole imprese reperire fondi per nuovi investimenti, mentre le aziende di grandi dimensioni hanno potuto fare maggiore affidamento sulle emissioni azionarie e obbligazionarie sia per finanziare gli investimenti sia per rimborsare debiti bancari.

Ampi avanzi dei conti correnti ...

La regione ha continuato a registrare un ampio avanzo di parte corrente. La recessione aveva determinato una marcata contrazione delle importazioni e, con il rafforzamento delle esportazioni, il saldo aggregato del conto corrente si era portato da un deficit di \$37 miliardi nel 1996 a un'eccedenza di



\$114 miliardi nel 1998. Nel 1999 la domanda interna ha dato segni di ripresa, e le importazioni si sono conseguentemente incrementate, allorché le imprese hanno avviato la ricostituzione delle scorte di magazzino, determinando una riduzione del surplus a \$96 miliardi. In Cina vi è stato un aumento particolarmente ingente nelle importazioni notificate, che sembra però riconducibile almeno in parte ai severi provvedimenti per reprimere il contrabbando. Gli IDE verso i paesi emergenti dell'Asia sono risultati relativamente stabili, sebbene ai maggiori afflussi in Corea e Taiwan abbia fatto riscontro una flessione in Cina e Malaysia. Gli investimenti di portafoglio sono rimasti modesti, mentre il credito bancario internazionale ha segnato un'ulteriore contrazione, dovuta sia agli influssi dal lato della domanda discussi in precedenza, sia alle misure adottate dalle banche giapponesi per ridimensionare la loro operatività internazionale.

... e stabili flussi di investimenti diretti esteri

Vincoli di capacità e pressioni inflazionistiche

Nel 1999 l'inflazione è rimasta contenuta nella maggior parte dell'Asia (tabella III.1) e le previsioni sono state riviste al ribasso in corso d'anno, nonostante l'innalzamento delle proiezioni di crescita in termini reali. Le ampie svalutazioni dei tassi di cambio si sono traslate sui prezzi in misura assai modesta. Ciò ha rispecchiato tanto l'eccezionale debolezza della domanda interna nel 1998, quanto il fatto che le più pronunciate oscillazioni del cambio sono state a ragione ritenute unicamente temporanee. I prezzi in Cina e a Hong Kong sono andati calando per quasi tutto il 1999. Tale flessione può essere dovuta a un apprezzamento dei relativi tassi di cambio effettivi e all'impatto sui prezzi dei prodotti alimentari di raccolti particolarmente abbondanti nonché, nel caso della Cina, agli effetti delle ristrutturazioni del sistema economico. Anche in Indonesia, dove al deprezzamento molto più marcato si sono associate le conseguenze di una mediocre produzione agricola e di disordini sociali, l'inflazione è calata rapidamente dopo il netto incremento del 1998.

L'inflazione rimane bassa

Il rialzo dei corsi petroliferi iniziato nei primi mesi del 1999 ha spinto in alto l'indice dei prezzi al consumo nella maggior parte dei paesi; tuttavia, esso non pare aver ancora innescato effetti secondari, e le previsioni di inflazione sono rimaste basse. Una possibile eccezione a tale riguardo è la Corea, dove la produzione potrebbe essere prossima ai limiti di capacità; nondimeno, il tempestivo innalzamento dei tassi d'interesse deciso dalle autorità coreane ha verosimilmente attenuato i timori inflazionistici.

Squilibri di bilancio e debito pubblico

La crisi del 1997-98 ha lasciato una chiara impronta sui bilanci statali e sul debito pubblico (tabella III.7 a pagina 58). Le contrazioni del gettito, unitamente alle misure discrezionali di stimolo dell'economia e alla crescente spesa per interessi sul debito, avevano fatto sì che a fine 1998 i bilanci della quasi totalità dei paesi asiatici risultassero in disavanzo. Grazie all'inatteso vigore della ripresa e ai conseguenti miglioramenti delle entrate statali, nel 1999 Hong Kong e Corea hanno potuto ridurre il deficit, mentre in altri paesi la combinazione di una mediocre esazione tributaria, di carenze nel controllo della spesa e, nel caso di Taiwan, degli effetti di un grave sisma hanno determinato un aumento dei saldi passivi di bilancio (o una flessione di quelli attivi). A causa delle misure

Crescono i disavanzi di bilancio e l'incidenza del debito pubblico

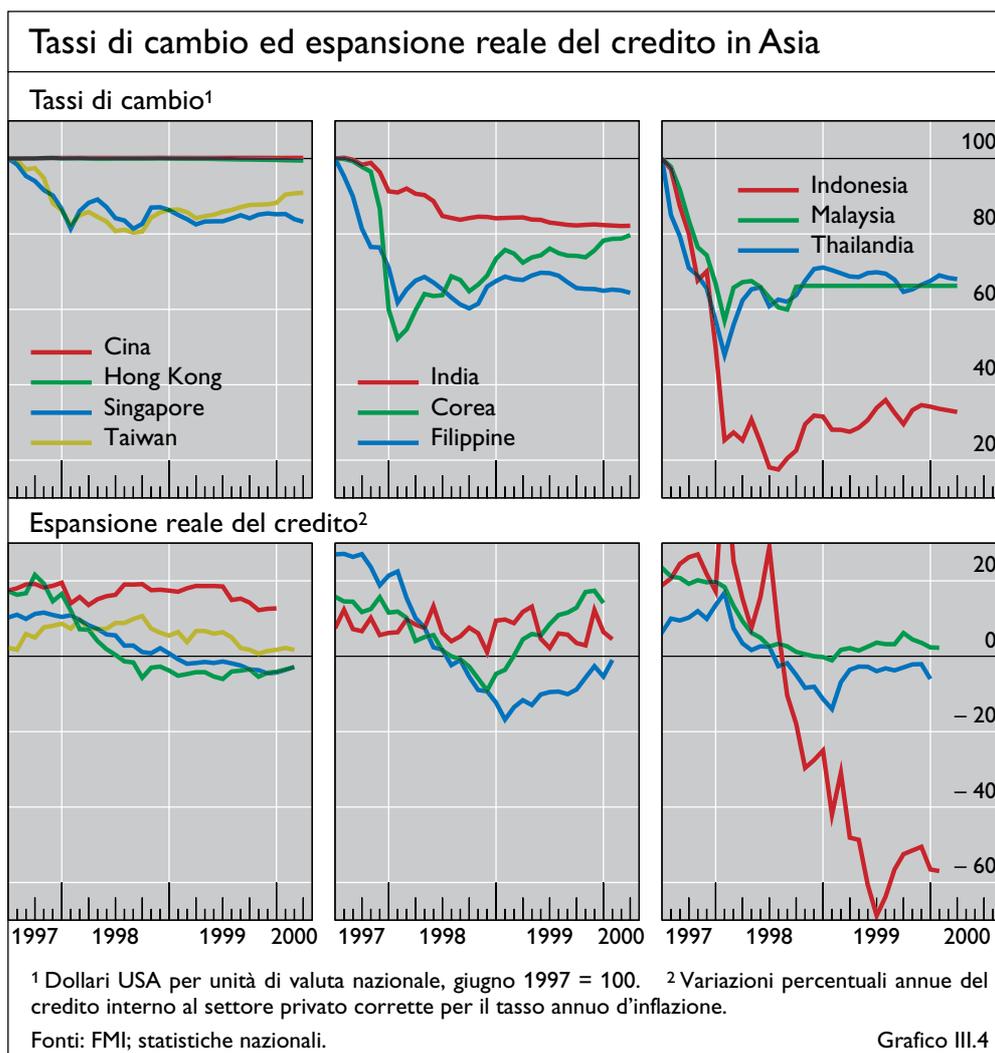
di ristrutturazione e ricapitalizzazione del sistema bancario, l'impatto della crisi è stato persino più pronunciato in termini di stock di debito: per diversi paesi l'incidenza di quest'ultimo sul PIL si è attestata sul 40–60% nel 1999.

In India i timori sullo stato della finanza pubblica si sono gradualmente acuiti nel corso degli anni novanta. Lo scorso anno il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito a circa il 6% del PIL, mentre quello dell'intero settore pubblico si situava intorno al 10%. Il conseguente aumento del debito pubblico a quasi il 60% del prodotto, unitamente alle ingenti passività potenziali derivanti dalle garanzie prestate da enti pubblici di vario livello e alla modesta portata delle proposte di riforma contenute nell'ultima legge finanziaria, ha esacerbato le preoccupazioni circa la sua sostenibilità.

Mercati finanziari e politica monetaria

Un cambio stabile consente di ridurre i tassi d'interesse ...

Agli inizi dello scorso anno quasi tutte le valute asiatiche in forte deprezzamento nel 1997–98 avevano in parte recuperato le perdite, mostrando nel corso del 1999 andamenti pressoché costanti o in graduale apprezzamento rispetto al dollaro (grafico III.4). Ciò ha consentito alle autorità di ridurre i tassi d'interesse nominali, nella maggior parte dei casi al disotto dei livelli precedenti la crisi. In taluni paesi, tuttavia, il calo dell'inflazione si è tradotto in variazioni solo



marginali dei tassi reali. Alcune banche centrali hanno effettuato acquisti di divise estere in parte per incrementare ulteriormente le riserve valutarie, ma anche per preservare i guadagni competitivi.

Sebbene i tassi d'interesse risultassero per lo più stabili alla fine del 1999, gli aumenti effettivi e attesi dei tassi d'interesse in Europa e negli Stati Uniti hanno rischiato di sollecitare un aggiustamento delle condizioni monetarie anche in Asia. Avendo adottato un regime di "currency board", Hong Kong è stata obbligata a seguire i movimenti dei tassi USA, mentre ciò non è stato necessario per le economie che avevano abbandonato l'ancoraggio al dollaro. Ad esempio, nei paesi soggetti a pressioni al rialzo sul cambio in virtù di una combinazione di ampi avanzi correnti e di ingenti afflussi di IDE, le autorità hanno potuto inasprire le condizioni monetarie mantenendo costanti i tassi d'interesse e lasciando apprezzare il cambio.

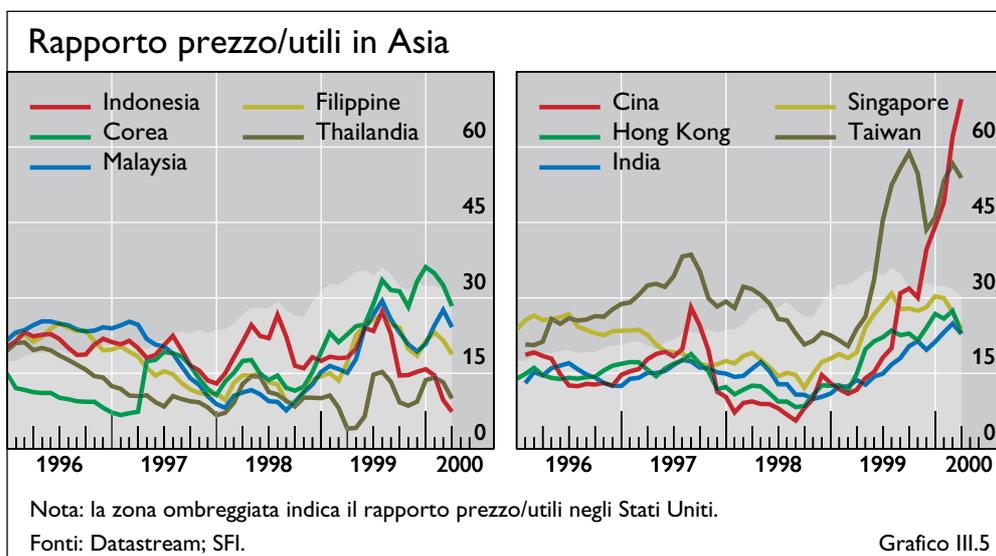
Nel 1999 i corsi azionari della regione hanno registrato un forte progresso (in molti casi essi risultano quasi raddoppiati), recuperando così parte delle perdite subite durante la crisi. Di fronte al perdurare di bassi utili societari nella gran parte dei paesi, i rapporti prezzo/utigli hanno mostrato la tendenza ad attestarsi al disopra dei livelli precedenti la crisi, ancorché essi risultino tuttora generalmente inferiori a quelli statunitensi (grafico III.5). Sebbene elevati rapporti prezzo/utigli siano frequenti durante le fasi iniziali di ripresa, potrebbero riemergere timori di una sopravvalutazione nel caso in cui i prezzi non fossero prontamente sorretti da un miglioramento dei profitti. Le borse asiatiche sono inoltre vulnerabili agli aumenti dei tassi d'interesse in Europa e negli Stati Uniti e, in generale, ai cali degli indici azionari dei paesi industriali (Capitolo V). È comunque difficile valutare in che misura una flessione dei corsi delle azioni in Asia influirebbe sull'economia reale.

Successivamente alla crisi, la maggioranza delle banche centrali dell'Asia ha adottato regimi di cambio fluttuante, con le tre importanti eccezioni di Malaysia, Cina e Hong Kong. La Malaysia ha mantenuto il cambio fisso introdotto durante la fase critica, seppure allentando o rimuovendo taluni controlli valutari. E proprio questi ultimi hanno consentito alla Cina di preservare l'ancoraggio che

... ma le future risposte dipenderanno dai regimi valutari

Forte rialzo dei corsi azionari

Esperienza dei paesi con regimi di cambio fisso



lega di fatto la sua valuta al dollaro USA, mentre a Hong Kong è stato conservato il regime di “currency board”, a costo di un temporaneo aumento dei tassi d’interesse. Nel 1999 sia in Cina che a Hong Kong l’apprezzamento nei confronti del dollaro di molte valute limitrofe si è associato alla deflazione interna, facendo ritornare i rispettivi tassi di cambio effettivi reali ai livelli precedenti la crisi. Per converso, il cambio effettivo della Malaysia risultava a fine anno, in termini reali, inferiore di circa il 25% al livello di metà 1997, così come i tassi di Thailandia e Filippine, nonostante i diversi regimi valutari.

Difetti delle parità mobili

Non è chiaro se i regimi di cambio fluttuante attualmente adottati nella regione siano transitori o meno. I sistemi di cambio a parità aggiustabile possono ostacolare i cambiamenti strutturali e sono spesso soggetti ad attacchi speculativi. I precedenti ancoraggi alla moneta USA presentavano l’inconveniente di esporre le divise asiatiche alle ampie oscillazioni della parità yen/dollaro, facendo talvolta ritenere che sarebbe stato preferibile l’aggancio a un paniere di valute (comprendente ad esempio il dollaro, lo yen, l’euro ed eventualmente il renminbi). Tuttavia, poiché l’attenzione dei mezzi di informazione e dell’opinione pubblica è incentrata sul tasso bilaterale con il dollaro, un cambio in continua fluttuazione potrebbe indebolire tanto la fiducia del pubblico quanto la trasparenza.

Schemi di “currency board”

Alcuni governi – influenzati forse dal fatto che tre dei paesi che erano stati in grado di mantenere le rispettive parità durante la crisi (Brunei, Macao e, soprattutto, Hong Kong) stessero impiegando varie forme di “currency board” – considerano ora tale regime come un’alternativa. Quattro fattori principali hanno determinato il successo di Hong Kong nel preservare la sua parità con il dollaro USA negli ultimi anni. Anzitutto, il diffuso sostegno politico e dell’opinione pubblica, nonché l’accettazione di costi nel breve periodo. In secondo luogo, un’autorità monetaria stimata, che gode dell’autonomia operativa necessaria a sostenere il cambio fisso e che ha mostrato di riuscirci per lungo tempo pur in presenza di gravi shock. In terzo luogo, un sistema bancario solido e ben capitalizzato, capace di resistere a perturbazioni finanziarie e monetarie di notevoli proporzioni. Infine, un sufficiente grado di flessibilità dei prezzi e dei salari interni.

Obiettivi di inflazione

Nell’intento di adottare un nuovo ancoraggio nominale, alcune economie asiatiche con regimi di cambio fluttuante hanno introdotto o stanno valutando approcci basati su *obiettivi di inflazione*. La configurazione ottimale di tali obiettivi può peraltro differire notevolmente da quella delle economie avanzate. In particolare, la maggiore incidenza delle importazioni sui consumi potrebbe rendere difficile il rispetto di obiettivi di inflazione stringenti alla luce della volatilità dei tassi di cambio o dei prezzi delle materie prime.

Prospettive di crescita a più lungo termine

Previsioni di crescita più bassa ...

Gran parte delle proiezioni formulate a fine 1999 prevedeva nel più lungo periodo tassi di crescita di 1–2 punti percentuali al disotto dei livelli antecedenti la crisi. Tali stime potevano forse rispecchiare i timori di forze avverse come conseguenza del crollo dei prezzi delle attività, di carenze di manodopera specializzata o di effetti di isteresi, quali una contrazione degli investimenti suscettibile di ridurre lo stock di capitale disponibile o una perdita di

professionalità da parte dei disoccupati. Esse continuavano però a preconizzare un'espansione rapida in confronto agli standard mondiali, grazie alla solidità delle grandezze fondamentali della regione.

La quasi totalità dei paesi asiatici possiede tuttora ampi margini per incrementare l'intensità di capitale e, a differenza di molte altre economie, una forza lavoro con un livello di istruzione tale da consentire un maggiore utilizzo di capitale. Essi dispongono inoltre di risparmi elevati con cui finanziare tali investimenti. Le politiche fiscali e monetarie sono rimaste sane nonostante la maggiore incidenza del debito pubblico sul PIL, e le svalutazioni non hanno determinato pronunciati aumenti dell'inflazione. L'Asia ha inoltre resistito alla tentazione di introdurre misure protezionistiche. Inoltre, molte economie del continente sono in grado più di altre regioni di beneficiare degli evidenti miglioramenti di produttività osservabili nel mondo industriale e riconducibili alle tecnologie informatiche. Infine, anche se i tassi di crescita sostenibili nel lungo periodo saranno presumibilmente più bassi che in passato, l'ampia capacità eccedentaria ancora presente in gran parte dell'Estremo Oriente lascia spazio a un'espansione piuttosto rapida negli anni iniziali della ripresa, come è stato osservato di recente in Corea.

... ma permane un margine per un'elevata crescita a medio termine

Alcuni aspetti delle ristrutturazioni societarie e finanziarie in Asia

Nei paesi asiatici colpiti dalla crisi la ristrutturazione delle imprese e delle istituzioni finanziarie ha mostrato nessi particolarmente stretti a causa del massiccio ricorso di gran parte delle società al credito bancario. In conseguenza dell'elevato grado di leva nel settore societario e di un basso indice di copertura degli oneri finanziari in quello bancario, il rischio che in altri paesi sarebbe stato sopportato dagli azionisti è in ampia misura ricaduto sulle istituzioni finanziarie. Giacché all'inizio della crisi le banche presentavano una debole situazione patrimoniale ed esposizioni fuori bilancio di considerevole entità, i problemi del servizio del debito incontrati nel 1997 da molte società grandi e piccole erano destinati a propagarsi rapidamente al settore finanziario.

Ristrutturazione societaria

L'esperienza della Corea illustra chiaramente tanto l'origine delle difficoltà delle imprese asiatiche, quanto i principali approcci di riforma del settore societario. Dopo una serie di iniziative di diversificazione e di ambiziosi progetti di investimento da parte dei grandi conglomerati intorno alla metà degli anni novanta, il rapporto di indebitamento delle imprese manifatturiere coreane a fine 1996 era salito al 400% rispetto a meno del 300% agli inizi del decennio. Allorché il rendimento di tali investimenti si è rivelato inadeguato, si sono resi necessari ulteriori finanziamenti, soprattutto a breve termine. I problemi hanno potuto accumularsi data l'assenza nel settore societario di efficaci monitoraggi e "reporting" delle operazioni e dei bilanci aziendali. In tale contesto, il principale obiettivo delle ristrutturazioni delle imprese era quello di rivedere l'assetto di governo societario accrescendo la trasparenza e rafforzando la legislazione fallimentare. A complemento di tale iniziativa è stata avviata un'ampia riforma del settore finanziario allo scopo di migliorare la valutazione dei rischi di

Cause delle difficoltà delle imprese in Corea ...

credito e di mercato liberalizzando i mercati dei capitali. Vi è stato infine un tentativo di migliorare la competitività attraverso la deregolamentazione e la liberalizzazione degli investimenti esteri.

... e progressi
realizzati

A due anni dall'avvio del programma di ristrutturazione, vi sono indicazioni secondo cui le società coreane starebbero conseguendo i propri obiettivi, anche se l'entusiasmo per le riforme si è attenuato. Nel 1998, di fronte al crollo della domanda sulla scia della crisi, le imprese hanno ridotto le forze di lavoro di oltre il 5% (più di un milione di addetti) e i salari reali sono diminuiti del 9%. Nel 1999, grazie a un tasso di cambio competitivo e a un aumento dei prezzi dei semiconduttori, il minor costo del lavoro e il recupero della domanda estera hanno migliorato la redditività, consentendo alle imprese di ridurre il debito. È stata inoltre contenuta la spesa per investimenti e rafforzato il quadro istituzionale. Si è pertanto assistito a una maggiore apertura del mercato, nonché a un miglioramento nel governo societario e nell'informativa di bilancio. Le autorità di vigilanza hanno imposto alle banche di adottare criteri più rigorosi nella concessione dei prestiti e nella valutazione del rischio, ed è stato istituito un organo giudiziario con competenze specifiche in materia di procedure concorsuali. Comprendendo le emissioni azionarie e le cessioni di attività, il rapporto fra capitale di prestito e capitale di rischio delle prime 5 "chaebol" si è ridotto del 30–40%, pur rimanendo elevato rispetto agli standard internazionali; molte fra le prime 30 "chaebol" hanno ridimensionato e migliorato la struttura produttiva, incentrando la propria attenzione sulle attività basilari.

Ristrutturazioni
in Indonesia,
Thailandia ...

In altri paesi i progressi nelle ristrutturazioni societarie sono stati più limitati a causa della dimensione stessa del problema (Indonesia e Cina), del debole quadro istituzionale (Indonesia e Thailandia) o della percezione che l'eccesso di debito potesse essere eliminato solo gradualmente (Malaysia). In *Indonesia* agli inizi del 1998 la gran parte del settore societario risultava insolvente, e il debito estero si ragguagliava a circa i due terzi del PIL. Nei principali piani di ristrutturazione societaria figuravano accordi extragiudiziali su base volontaria, la creazione di un organismo ufficiale ad hoc e la revisione della legge fallimentare. Nel settembre 1999 circa 170 società avevano cercato assistenza per ristrutturare pressoché un terzo del loro debito estero. Tuttavia, data l'inadeguatezza del sostegno fiscale e amministrativo, meno di 30 hanno finora raggiunto un accordo con i rispettivi creditori. In *Thailandia*, per agevolare i piani di ristrutturazione, è stato promulgato un nuovo codice fallimentare, e sono stati definiti i nuovi diritti dei creditori, nonché uno schema per la rinegoziazione extragiudiziale del debito. Anche se la maggior parte delle banche estere e locali aveva sottoscritto intese con i debitori e con altre istituzioni creditrici, nell'agosto 1999 risultava ristrutturato solo un quarto delle sofferenze segnalate. Nel marzo scorso, tuttavia, la dichiarazione di insolvenza della società più fortemente indebitata del paese ha infine istituito un importante precedente.

... Malaysia e Cina

In *Malaysia*, che da tempo dispone di un quadro giuridico relativamente efficace per la ristrutturazione dei debiti societari, occorreva soltanto l'adozione di uno schema per la rinegoziazione su base volontaria. Nondimeno, i progressi sono stati finora lenti: solo 9 casi sono stati affrontati, pari al 7% circa del

debito totale, e poco meno di 50 sono in corso di definizione. È stato dato avvio ad alcuni programmi di ristrutturazione anche in *Cina*, dove la riforma delle imprese di proprietà pubblica si è incentrata in particolare sul miglioramento della gestione e del governo aziendale. I vincoli di bilancio delle società statali vengono gradualmente rafforzati e le loro funzioni sociali trasferite agli organi locali di governo e ai fondi pensione; sono stati inoltre avviati i licenziamenti del personale in esubero, la chiusura delle unità improduttive e l'istituzione di fondi di svalutazione crediti. Le aziende statali di grandi dimensioni vengono trasformate in società, dando vita in molti casi a strutture consociative con investitori esteri, mentre quelle di piccole dimensioni stanno gradualmente uscendo dal settore statale.

Ristrutturazione bancaria

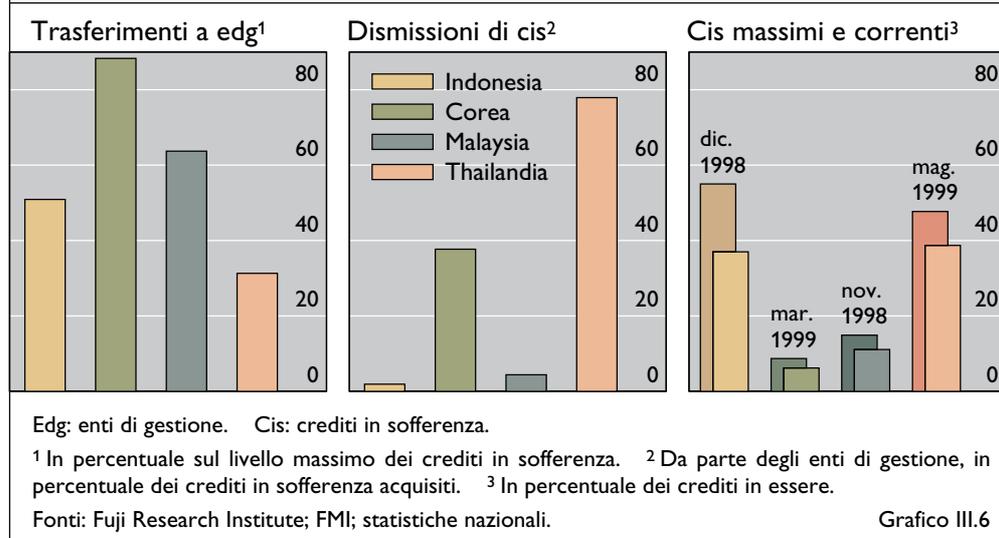
I governi dei paesi asiatici hanno seguito due diversi approcci di fondo nel ricapitalizzare e ristrutturare i propri sistemi bancari, a seconda della gravità dei problemi, della situazione delle finanze pubbliche e dei vincoli politici. La Corea e la Malaysia hanno optato per una strategia di intervento attivo, imponendo alle banche di cedere con un forte sconto sul nominale i prestiti in sofferenza a enti di gestione controllati e finanziati dallo Stato e immettendo capitale pubblico nelle banche deboli ma ancora fundamentalmente sane. La Thailandia, e inizialmente anche l'Indonesia, hanno preferito lasciare che fossero le banche stesse e il mercato a risolvere le situazioni critiche. In tutti i casi si è provveduto a tutelare i depositanti allorché le banche sono state chiuse, fuse o nazionalizzate. Si è inoltre provveduto a rafforzare sensibilmente la vigilanza, adottando prescrizioni prudenziali riguardanti vari aspetti problematici, come i criteri di classificazione e di svalutazione dei prestiti, i finanziamenti ai soggetti collegati, le garanzie incrociate, l'adeguatezza patrimoniale, i principi contabili e l'informativa di bilancio.

La strategia seguita dai paesi asiatici colpiti dalla crisi per ridare vita a sistemi finanziari praticamente paralizzati si è imperniata sulla creazione di enti di gestione a capitale pubblico per l'acquisizione dei crediti in sofferenza dalle banche e dalle altre istituzioni finanziarie dissestate (grafico III.6, riquadro di sinistra). La cessione di tali crediti al loro valore stimato di mercato ha permesso di fissare l'ammontare delle perdite che, una volta assorbite (come si vedrà più oltre), hanno consentito alle banche di disporre di bilanci integri, cosicché il management ha potuto concentrare la propria attenzione sulle questioni operative. Finora i progressi appaiono buoni. In Corea e Malaysia gli enti di gestione hanno sostanzialmente completato gli acquisti delle sofferenze dai rispettivi sistemi bancari, in entrambi i casi con uno sconto medio sul nominale di poco superiore al 50%. Nel maggio 1999 l'ente indonesiano aveva acquisito il controllo di 48 banche fallite e partecipazioni in circa 200 società. In Thailandia, dove la crisi aveva colpito dapprima il settore finanziario non bancario, il governo ha creato due agenzie incaricate di acquistare e liquidare i crediti di qualità deteriore delle società finanziarie chiuse. Agli inizi di quest'anno ambedue le agenzie avevano per lo più concluso la vendita delle attività di base rilevate. Per contro, le banche commerciali hanno sostanzialmente dovuto affrontare da sole il problema delle sofferenze, con la conseguenza che le

Due approcci di fondo alla ristrutturazione bancaria

L'utilizzo di enti di gestione per la liquidazione delle sofferenze ...

Progressi nelle ristrutturazioni finanziarie nel 1999



dismissioni sono procedute più a rilento, e diversi istituti sono stati indotti a creare proprie società di gestione delle attività.

L'approccio basato sugli enti di gestione non è stato privo di problemi. Le perdite subite con la cessione dei crediti a tali enti hanno causato diffusi problemi di solvibilità, costringendo gli azionisti a svalutare il proprio capitale e a raccogliere nuove risorse. Allorché non è risultata possibile una sufficiente ricapitalizzazione, i governi sono intervenuti decretando chiusure, fusioni e, in alcuni casi, nazionalizzazioni. Ad esempio, a tutto il 1999 le autorità avevano chiuso 53 società finanziarie e 1 banca in Thailandia, 67 banche in Indonesia, nonché 5 banche commerciali e 17 banche d'affari in Corea. In tutti i paesi sono state operate numerose fusioni, fra cui va citata la creazione, in Malaysia, di 10 gruppi bancari primari nel quadro di un piano di consolidamento a livello nazionale. Le banche sono state anche sollecitate a raccogliere capitale all'estero, e attualmente Corea, Indonesia e Thailandia consentono la piena proprietà estera di istituzioni locali. Di conseguenza, dal gennaio 1998 istituzioni finanziarie straniere hanno acquisito la totalità o parte del capitale di 18 banche dell'Est asiatico.

L'attività degli enti di gestione è stata integrata da iniezioni di capitale pubblico. In Corea il fondo nazionale di assicurazione dei depositi ha emesso obbligazioni pubbliche per \$13 miliardi per ricapitalizzare le istituzioni bancarie, mentre in Malaysia lo Stato ha immesso nuove risorse di capitale in 11 banche che totalizzano circa il 20% dell'attivo di bilancio del sistema bancario nazionale. Il governo thailandese si è offerto di ricapitalizzare le banche che avessero adottato nuovi criteri di classificazione e di svalutazione dei crediti, ma solo alcune istituzioni hanno potuto soddisfare i severi requisiti imposti. Per contro, il governo indonesiano ha ammesso alla ricapitalizzazione 8 banche private, dopo opportuni audit di idoneità. I proprietari che intendevano continuare a dirigere questi istituti hanno dovuto apportare il 20% circa delle nuove risorse patrimoniali prescritte dopo aver azzerato il valore delle proprie precedenti partecipazioni, ottenendo nel contempo un diritto di prelazione per

... non evita
chiusure e fusioni

Iniezioni di capitale
costose ma
necessarie

il riscatto delle azioni di proprietà pubblica entro tre anni. In ragione della portata della crisi bancaria e della garanzia sui depositi apprestata dal governo, si stima che il costo sostenuto per la ricapitalizzazione del sistema bancario indonesiano sia equivalso al 50–60% del PIL, rispetto a valori del 40% circa in Thailandia, del 15% in Corea e del 12% in Malaysia.

Le strategie di dismissione dei crediti seguite dagli enti di gestione sono state diverse. In Corea tali enti hanno avviato le vendite alquanto rapidamente, mentre in Malaysia essi hanno dato priorità alla gestione e ristrutturazione delle attività, iniziando le cessioni soltanto nella seconda metà del 1999 (grafico III.6, riquadro centrale). In quanto concede più tempo per la ristrutturazione dei crediti e delle attività sottostanti, quest'ultimo approccio può permettere di realizzare prezzi più favorevoli, specie se l'economia si riprende. D'altra parte, il mantenimento in portafoglio delle sofferenze comporta notevoli costi per interessi sulle obbligazioni emesse in contropartita. In Thailandia, per converso, l'ente di gestione ha liquidato i crediti acquistati dalle società finanziarie fallite mediante una "svendita in blocco" al 25% circa del valore nominale.

Altrove i progressi nella riforma bancaria sono rimasti lenti. Nel 1999 la Cina ha istituito 4 enti di gestione, che dovrebbero utilizzare obbligazioni per acquistare, al valore nominale, gran parte delle sofferenze accumulate sui crediti concessi prima del 1997 che si ritiene conservino un certo valore residuo. Le attività giudicate prive di valore verrebbero invece stralciate dai bilanci. Sebbene le modalità di finanziamento degli enti di gestione e delle svalutazioni dei crediti siano ancora da definire, ci si attende che gli enti massimizzino i recuperi alienando le garanzie reali sottostanti e offrendo all'asta, anche a investitori esteri, i crediti in sofferenza in forma cartolarizzata. Verrebbe anche fatto ricorso a conversioni di debiti in partecipazioni azionarie, le quali possono assistere le imprese con flussi di cassa in grado di soddisfare solo in parte gli esborsi correnti per interessi, ma non quelle incapaci di coprire i costi variabili, con la conseguenza che la ristrutturazione bancaria richiederà la ristrutturazione anche delle imprese di proprietà statale. Allorché sarà compiuto il trasferimento delle sofferenze agli enti di gestione, è previsto che le banche si concentrino sull'attività creditizia commerciale e che il management assuma la responsabilità per le future perdite e accetti di realizzare obiettivi di ottimizzazione dei risultati economici.

Le differenti strategie comportano vantaggi e svantaggi

Ristrutturazione bancaria in Cina

Indicatori di performance bancaria nei paesi asiatici colpiti dalla crisi								
	Corea		Thailandia		Malaysia		Indonesia	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
a fine anno, in percentuale e punti percentuali								
Crediti in sofferenza ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Rendimento degli impieghi (ROA)	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Margine di intermediazione ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Rapporto patrimonio/impieghi ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ In percentuale sui crediti totali delle banche commerciali; definizioni nazionali. Non compresi i crediti trasferiti agli enti di gestione. ² Settembre. ³ Dicembre 1998. ⁴ Tasso attivo a breve meno tasso sui depositi a breve. ⁵ Ponderati per il rischio. ⁶ Giugno.

Fonti: Fitch-IBCA; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.5

Risultati positivi delle riforme in Corea, Malaysia e Thailandia ...

È ancora presto per valutare il pieno impatto di tali riforme sull'operatività corrente delle banche. Il trasferimento dei crediti in sofferenza agli enti di gestione ha permesso un miglioramento alquanto rapido dei bilanci bancari in Corea e Malaysia (grafico III.6, riquadro di destra, e tabella III.5). In Thailandia, dove le banche hanno dovuto affrontare da sole il problema delle sofferenze, fra il maggio 1999 e il gennaio di quest'anno l'incidenza di queste sul totale degli impieghi risultava scesa al 38%, rispetto al massimo del 48%, ma nei mesi più recenti il processo è rallentato, e si teme che la quota possa nuovamente aumentare. Si sono altresì ottenuti progressi nel ridurre i costi operativi, grazie alle chiusure di filiali. Il personale impiegato nelle banche commerciali coreane è diminuito di circa il 25%, e i dipendenti rimasti hanno dovuto accettare tagli retributivi. La redditività delle istituzioni creditizie coreane è migliorata nel primo semestre 1999 anche in virtù della ripresa economica e dei rialzi azionari. Tuttavia, poiché varie ristrutturazioni di debito delle grandi "chaebol" sono oggetto di riesame, è possibile che le banche debbano accettare perdite addizionali.

... mentre molto resta da fare altrove

In altri paesi le banche hanno continuato a operare in perdita. Pertanto, al fine di consolidare il risanamento dei bilanci, è indispensabile che le aziende bancarie migliorino talune pratiche gestionali, come l'analisi del rischio e le procedure di approvazione e monitoraggio dei fidi, e che incrementino la propria redditività riducendo i costi e concentrandosi sulle aree operative di maggior forza. Inoltre, le autorità dovranno continuare a far applicare, mediante una stretta vigilanza, le prescrizioni prudenziali di recente inasprite, nonché decidere se e come le banche effettivamente nazionalizzate dovranno ritornare in mano privata. La maggiore presenza di istituzioni finanziarie estere potrebbe contribuire in modo significativo a un più durevole cambiamento della cultura bancaria in Asia.

Andamenti differenziati e insoliti in America latina

Lo scorso anno gli andamenti macroeconomici in America latina sono stati caratterizzati da diversi aspetti inconsueti, non soltanto rispetto agli altri paesi emergenti ma anche nel confronto con le tendenze storiche. Anzitutto, con l'eccezione notevole del Messico, l'area in esame è stata in recessione per la maggior parte del 1999, cosicché nella media la crescita è fortemente calata rispetto al 1998. Inoltre, per l'effetto di fattori sia interni che esterni, il divario di crescita fra i paesi è più che raddoppiato. Infine, a differenza di quanto avvenuto in passato, il deprezzamento esterno della moneta o addirittura l'abbandono dell'ancoraggio di cambio non ha causato un aumento dell'inflazione.

Influsso di fattori esterni

Sebbene le economie latino-americane siano per lo più relativamente chiuse, il livello basso e il divario dei tassi di crescita dello scorso anno sono in ampia misura attribuibili all'evoluzione delle esportazioni e delle ragioni di scambio (tabella III.6). In particolare, l'Argentina ha risentito di un forte peggioramento delle ragioni di scambio, dovuto principalmente alla debolezza dei prezzi dei prodotti alimentari. Inoltre, le esportazioni in volume sono diminuite in seguito al deprezzamento del cambio nei paesi vicini, al generale rallentamento economico dell'area e, soprattutto, agli andamenti in Brasile, paese che

Andamento delle esportazioni dei maggiori paesi dell'America latina nel 1999							
	Crescita ¹			Destinazione ²			
	Prezzi ³	Volume	Valore ³	Stati Uniti	Unione europea	Asia	America latina
Argentina	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasile	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Messico	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

¹ Variazione percentuale rispetto al 1998. ² In percentuale sulle esportazioni totali. ³ In termini di dollari USA. ⁴ Fino al terzo trimestre.
 Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.6

assorbe la maggior parte delle esportazioni argentine. Per contro, la crescita dei proventi delle esportazioni in Messico è stata propiziata dalla robusta economia USA e dal rincaro del petrolio. Altri paesi, come Cile e Perù, hanno beneficiato della ripresa dei prezzi dei metalli, allorché l'ulteriore calo delle quotazioni degli alimentari e delle bevande ha concorso, assieme alla debole domanda nella regione, a deprimere la crescita in Bolivia, Colombia, Paraguay e Uruguay.

I fattori e le politiche di natura interna hanno parimenti avuto un ruolo importante nel determinare la diversità dei risultati economici. Un evento fondamentale è stata la svalutazione del real *brasiliiano* agli inizi del 1999 (grafico III.7). A essa ha fatto immediatamente seguito un peggioramento delle aspettative sia di crescita reale sia di inflazione. Tuttavia, l'abbandono del regime di cambio quasi fisso non ha provocato una crisi, soprattutto perché la domanda era già piuttosto depressa, e l'adozione di una politica monetaria stringente insieme a nuovi provvedimenti restrittivi di bilancio ha rassicurato gli investitori e smorzato l'impatto inflazionistico. Per giunta, la svalutazione non ha causato problemi gravi al sistema bancario, in quanto la maggior parte delle istituzioni presentava una struttura favorevole di attività e passività denominate in dollari e posizioni ben gestite in strumenti derivati. In particolare, grazie alle ampie disponibilità in titoli di Stato liquidi, a tasso variabile e indicizzati al dollaro, le banche hanno potuto far fronte ai prelievi di depositi e alla chiusura di linee creditizie di istituzioni estere senza incontrare seri problemi di liquidità.

Con l'attuazione delle misure di politica economica le pressioni finanziarie esterne hanno iniziato ad allentarsi. Nel marzo 1999 il FMI ha annunciato una seconda tranche di aiuti finanziari ed è stato concluso un accordo informale con alcune delle banche internazionali per il rinnovo delle linee di credito esistenti, cosicché nell'ultima parte del mese le autorità hanno potuto riabbassare i tassi d'interesse, saliti fino al 45%. Unitamente allo spostamento nei prezzi relativi determinato dalla svalutazione del real, le condizioni monetarie meno tese hanno permesso un'espansione della produzione nel settore dei beni oggetto di interscambio, anche se la reattività delle esportazioni è stata limitata dalla forte incidenza di materie prime a prezzi calanti e dalla recessione nei paesi vicini.

Il recupero di fiducia in Brasile dipendeva altresì dalla riduzione del disavanzo pubblico a un livello più sostenibile (tabella III.7). Benché il governo abbia infine conseguito un avanzo primario leggermente superiore al 3% del PIL,

La svalutazione in Brasile ...

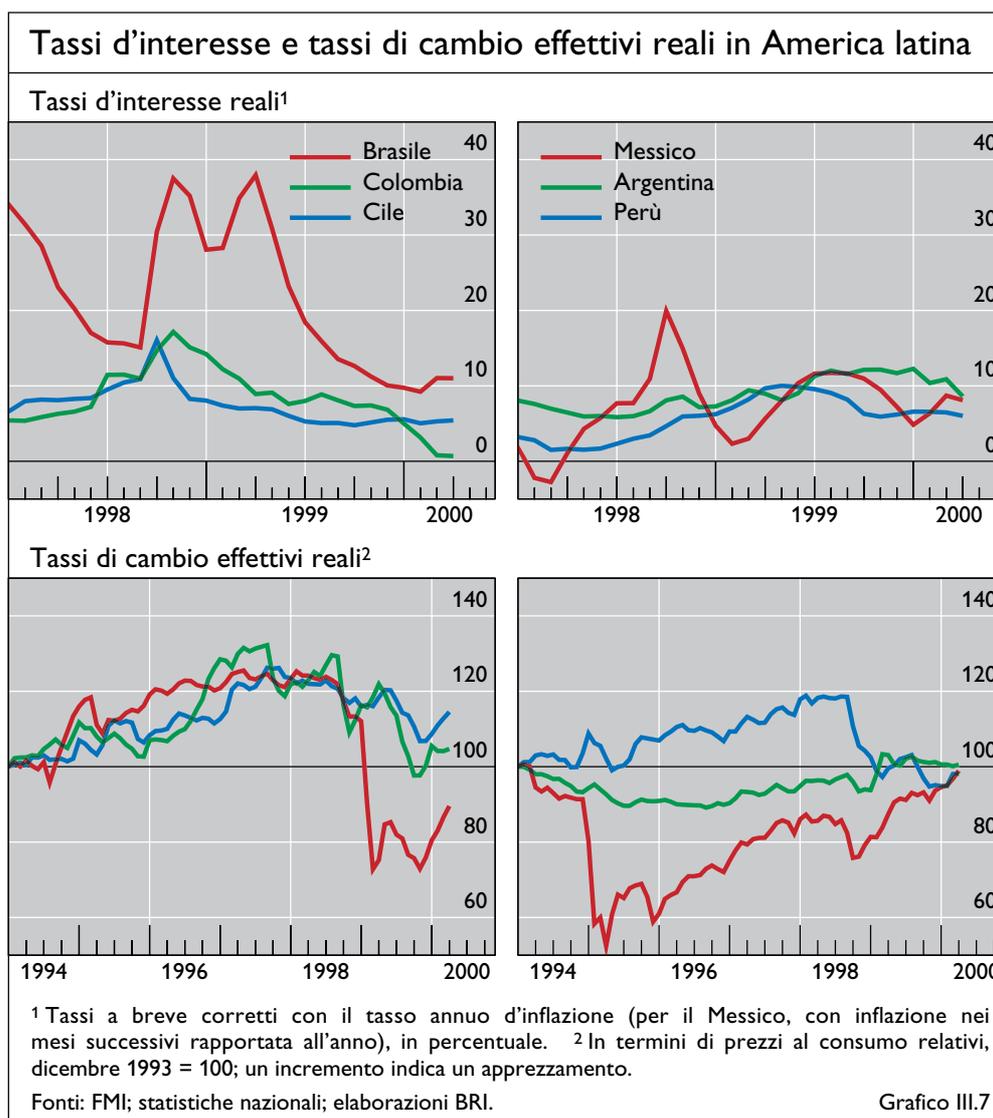
... non scatena una crisi ...

... nonostante le inquietudini per il disavanzo pubblico

alcuni dei provvedimenti sono stati di natura temporanea o contingente, non essendo stato possibile raggiungere un consenso su misure strutturali di vasta portata. Inoltre, in presenza di un disavanzo nominale ancora prossimo al 10% del PIL, i timori per la stabilità delle finanze pubbliche hanno generato rinnovate incertezze sul mercato dei cambi. Allo scopo di limitare l'indebolimento esterno della moneta, il governo è nuovamente ricorso all'emissione di obbligazioni indicizzate al dollaro e ha concordato con il FMI una riduzione del livello minimo delle riserve internazionali nette. Queste misure, sebbene possano aver accresciuto le vulnerabilità nel più lungo termine, hanno infine consentito un ulteriore abbassamento dei tassi d'interesse.

Forte dinamismo dell'economia in Messico ...

Diversamente da quanto avvenuto per la maggior parte degli altri paesi, l'effetto di contagio della crisi brasiliana sul Messico è stato piuttosto contenuto. La forte crescita delle esportazioni, favorita dal persistente vigore dell'economia USA, ha limitato la recessione nei primi mesi del 1999, mentre la domanda interna ha agito da principale forza trainante nella seconda parte dell'anno. Sotto la spinta della rapida crescita dell'occupazione e degli effetti di reddito derivanti dal rincaro del petrolio, i consumi privati sono fortemente cresciuti,



mentre gli investimenti hanno tratto impulso da un ulteriore allentamento della politica monetaria. È altresì degno di nota che nell'arco degli ultimi quattro anni la domanda interna è aumentata cumulativamente del 25% senza che vi sia stata alcuna espansione del credito bancario. In parte il fenomeno si spiega con una debole domanda di prestiti, in quanto la spesa in conto capitale delle imprese è stata in ampia misura finanziata con investimenti diretti dall'estero; tuttavia, esso è anche dovuto alla riluttanza delle banche a erogare crediti a settori rischiosi, nonché ai lenti progressi compiuti nel ristrutturare i bilanci bancari e nel modificare il quadro giuridico in cui operano gli enti creditizi.

La recessione in *Argentina* non è imputabile ai soli fattori esterni. A causa del regime di convertibilità e della crescente dipendenza del paese dal finanziamento estero, il mutare delle condizioni esterne ha avuto un impatto diretto sulle politiche interne. Infatti, i tassi d'interesse sono aumentati a seguito della svalutazione della moneta brasiliana. Successivamente, dato il calo delle entrate tributarie conseguente alla diminuzione dei redditi nominali e il contestuale aumento delle uscite per il servizio del debito, sono emerse crescenti incertezze circa la capacità di realizzare gli obiettivi di politica fiscale concordati con il FMI. A tali incertezze, con le conseguenti spinte al rialzo sui tassi d'interesse, si è aggiunto il timore che il governo potesse avere difficoltà a finanziare persino il modesto incremento del disavanzo pubblico (1,2% del PIL),

... ma profonda recessione in Argentina

Saldi di bilancio e debito pubblico									
	Saldo nominale			Esborsi per interessi			Debito pubblico		
	1996	1998	1999 ps	1996	1998	1999 ps	1996	1998	1999 ps
	in percentuale del PIL								
Asia									
Cina	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hong Kong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
India	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Corea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapore	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Filippine	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4
Indonesia	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Thailandia	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
America latina									
Argentina	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasile	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Cile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Colombia	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Messico	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Perù	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5
Nota: nel raffrontare i dati dei vari paesi va tenuto conto del fatto che le definizioni nazionali del settore pubblico non sono omogenee.									
¹ 1997.									
Fonte: statistiche nazionali.									
									Tabella III.7

in quanto stava già raccogliendo ingenti fondi sui mercati internazionali dei capitali per finanziare il deficit della bilancia corrente e l'ammortamento di debiti in essere (tabella III.4). Anche se l'annuncio di più stringenti misure di politica fiscale per la fine dell'anno ha determinato un certo allentamento delle tensioni, la necessità di sostenere il cambio ha comportato il mantenimento di elevati tassi d'interesse. In effetti, l'assenza di strumenti interni atti a smorzare l'impatto degli sviluppi esterni sfavorevoli si è manifestata nel calo del 2% dei prezzi al consumo durante il 1999.

A differenza dell'Argentina, il Cile è stato in grado di allentare le condizioni monetarie nei primi mesi dell'anno in risposta alla recessione indotta dall'esterno e, grazie alla solida situazione delle finanze pubbliche, ha potuto impiegare la politica fiscale in funzione anticiclica. Per contro, in Ecuador e in Venezuela, paesi che hanno entrambi beneficiato dell'aumento di prezzo del petrolio, l'incertezza a riguardo delle politiche e altri eventi interni hanno causato un netto calo del prodotto.

Andamenti dell'inflazione

Il contenimento
dell'inflazione ...

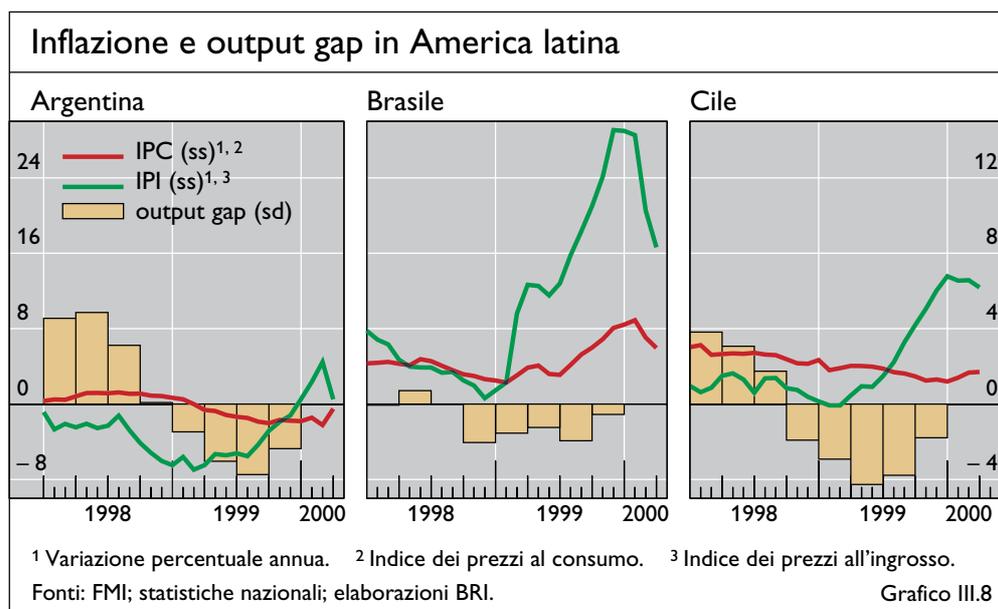
Nel 1999 un fenomeno notevole in America latina è stato il contenimento dell'inflazione a livelli bassi nella maggior parte dei paesi. Il tasso medio di incremento dei prezzi nella regione è sceso al 9%, con un valore mediano di appena il 4%. Inoltre, taluni paesi tradizionalmente inflazionistici, come Colombia, Uruguay e Venezuela, hanno registrato i più bassi tassi di crescita dei prezzi degli ultimi decenni. Questo risultato è tanto più rimarchevole se si considerano il calo del tasso di cambio nominale intervenuto in molti paesi e un passato caratterizzato da forti accelerazioni dell'inflazione indotte dai deprezzamenti del cambio.

... potrebbe essere
soltanto
temporaneo ...

Alcuni fattori disinflattivi in atto nel 1999 potrebbero rivelarsi soltanto transitori. In primo luogo, la disinflazione è stata importata dal resto del mondo attraverso i minori prezzi all'importazione in dollari e, nel caso del Messico, in virtù dell'apprezzamento del peso nei confronti della moneta USA. In secondo luogo, la maggior parte delle economie operava a bassi livelli di utilizzo della capacità e in un contesto recessivo, cosicché le imprese hanno avuto la tendenza a ridurre i margini di utile e i lavoratori a moderare le richieste salariali. In Brasile, ad esempio, i profitti di gran parte delle industrie manifatturiere si erano già assottigliati prima della svalutazione e a fine 1999 i salari reali risultavano scesi dell'8%. Inoltre, la debolezza della domanda ha agito nel senso di contenere la traslazione delle variazioni dei prezzi all'importazione e all'ingrosso sui prezzi al consumo. Anche in altri paesi paiono esservi state un'analogia compressione dei margini di profitto e una ridotta traslazione dei movimenti di cambio e dei prezzi all'importazione (grafico III.8).

... ma divenire
anche un dato
permanente

D'altro canto, varie ragioni inducono a ritenere che l'attuale bassa inflazione in America latina possa divenire una caratteristica permanente. La deregolamentazione ha reso le economie più competitive e la liberalizzazione del commercio ha aperto i mercati interni a un'accresciuta concorrenza estera, benché le importazioni rappresentino ancora una piccola frazione della spesa totale. Con il consolidarsi della bassa inflazione sono stati inoltre rimossi vari meccanismi di indicizzazione. Per giunta, poiché la maggior parte dei paesi



consente ora alla propria moneta di fluttuare, e dato che i cambi hanno effettivamente iniziato a muoversi in entrambe le direzioni, è possibile che le imprese siano diventate più caute nel modificare i prezzi in risposta alle variazioni del cambio. Infine, consapevoli dei rischi di una recrudescenza dell'inflazione, in molti paesi le autorità hanno mantenuto i tassi d'interesse a livelli relativamente alti e si sono astenute altresì dall'impiegare la politica fiscale per smorzare la recessione. Tali prudenti politiche hanno probabilmente contribuito ad abbassare le aspettative inflazionistiche e, annullando parte del deprezzamento nominale esterno della moneta, possono aver facilitato il controllo dell'inflazione effettiva.

Ampi squilibri esterni

Sebbene nella regione il prodotto sia diminuito o abbia ristagnato, i disavanzi esterni di parte corrente sono rimasti su livelli alti, specie in Argentina e in Brasile, dove hanno continuato a superare il 4% del PIL. I deficit esterni si sono ridotti sensibilmente in Cile e Colombia, mentre in Messico e negli altri paesi sono rimasti piuttosto ampi, soprattutto alla luce della loro posizione ciclica e delle condizioni mondiali relativamente favorevoli. A ciò ha concorso in misura importante il fatto che diverse economie hanno risentito pesantemente del recupero lento o dell'ulteriore calo dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Inoltre, è possibile che, malgrado il loro contributo immediato al finanziamento dei disavanzi correnti, gli IDE sotto forma di nuovi stabilimenti abbiano concorso ad ampliare i disavanzi stessi. Ad esempio, gli investimenti esteri nelle imprese di assemblaggio che effettuano larga parte del commercio fra Messico e Stati Uniti causano direttamente un aumento delle importazioni di beni strumentali. Si aggiunga che tali investimenti tendono ad accrescere il reddito interno, stimolando ulteriormente le importazioni. Anche gli investimenti nei settori "non-tradable" possono contribuire ad ampliare gli squilibri del conto corrente nella misura in cui le imprese realizzano profitti senza aver accresciuto la capacità di esportazione o il grado di sostituzione delle importazioni.

Gli ampi disavanzi correnti ...

... suscitano dubbi sulla sostenibilità degli afflussi di investimenti diretti esteri ...

Un'altra, e forse più importante, questione è se un flusso di IDE come quello registrato negli ultimi anni sia sostenibile. Gli investimenti esteri indotti dalle privatizzazioni sono stati cospicui in Argentina, dove hanno rappresentato la metà dei flussi totali nel 1999. Vi sono tuttavia evidenti limiti a tale processo e, in Brasile, lo scorso anno la quota degli IDE collegati a privatizzazioni è di fatto diminuita. Anche le fusioni e acquisizioni societarie hanno avuto un ruolo importante, e tali operazioni possono essere state stimulate dal fatto che le imprese locali apparivano meno care in seguito al deprezzamento del cambio. Ma gli IDE verso l'America latina sono stati favoriti anche dalle riforme strutturali che consentono ora agli stranieri di effettuare investimenti in un crescente numero di settori, con effetti che potrebbero farsi sentire per diversi anni. Inoltre, nei casi in cui l'ingresso iniziale degli investitori esteri è avvenuto attraverso privatizzazioni, fusioni o acquisizioni, queste sono state spesso seguite da un aumento del capitale azionario.

... e sull'esposizione ai tassi d'interesse internazionali

Nonostante la relativa facilità con cui gli squilibri esterni correnti sono stati finanziati, l'ulteriore incremento dei rapporti debito estero/PIL intervenuto lo scorso anno implica che la maggior parte dei paesi latino-americani rimane altamente esposta a cambiamenti nelle condizioni finanziarie internazionali, fra cui un rialzo dei tassi d'interesse nelle economie industriali.

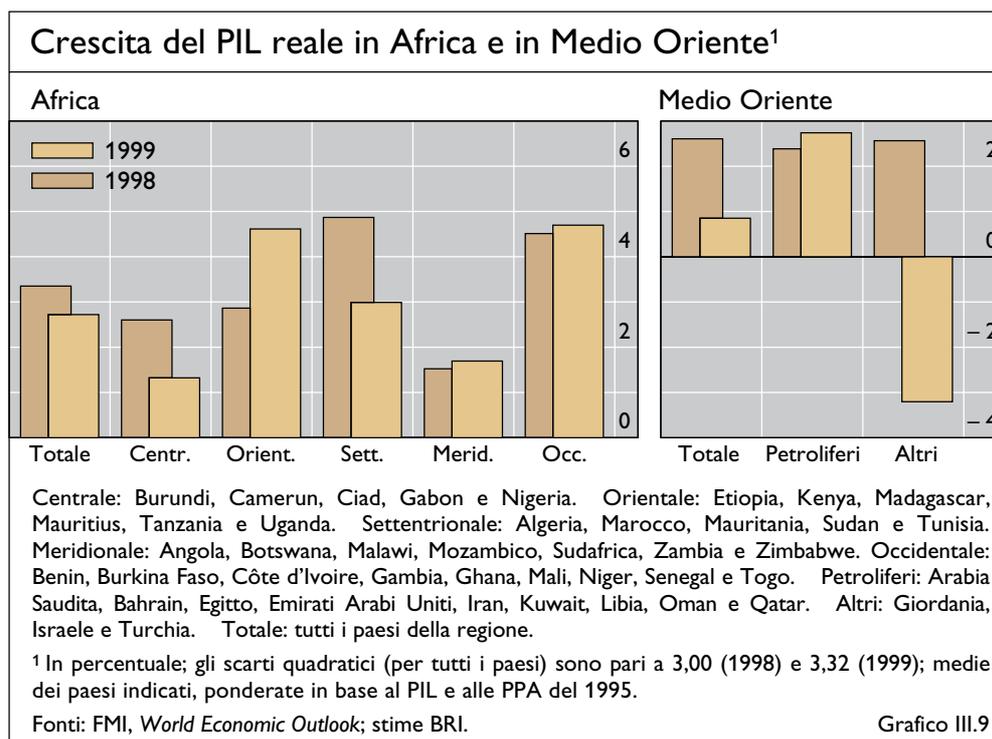
Africa

Debolezze strutturali alla base della più lenta crescita

Nonostante la ripresa della domanda mondiale e il connesso miglioramento delle condizioni finanziarie, lo scorso anno in Africa la crescita economica è rallentata, scendendo al 2¹/₂% circa, da oltre il 3% nel 1998. Ancora una volta le debolezze strutturali di fondo del continente (ossia il basso grado di integrazione nell'economia mondiale e l'eccessiva dipendenza dall'agricoltura e dalle esportazioni di prodotti primari) hanno fatto sì che la sua performance macroeconomica restasse relativamente insensibile al mutare delle condizioni della domanda globale ma, al tempo stesso, altamente vulnerabile alle variazioni delle ragioni di scambio. Si aggiunga che, a causa di carenze gestionali di governo, di una struttura finanziaria rudimentale e del basso saggio di risparmio, la resistenza agli shock endogeni è limitata, con il risultato che le disparità nei tassi di crescita fra i diversi paesi sono generalmente assai più marcate che negli altri gruppi di economie emergenti. Ad esempio, nel 1999 l'aumento dei prezzi delle materie prime industriali conseguente alla maggiore crescita mondiale ha favorito la dinamica del reddito reale in molti paesi africani. Tuttavia, la guerra civile e la perdita del controllo monetario in Angola e nella Repubblica democratica del Congo, la deflazione in Burkina Faso e Ciad e le avverse condizioni climatiche in altri paesi (come il Marocco) hanno pesantemente gravato sull'attività produttiva, facendo diminuire la crescita media del PIL in Africa.

Progressi nel ridurre l'inflazione

In presenza di un'espansione economica inferiore al previsto, numerosi paesi hanno compiuto ulteriori progressi nel ridurre l'inflazione. Prescindendo dai due paesi che hanno perso il controllo monetario, l'inflazione è scesa mediamente a circa il 7%, e a un valore mediano del 4% soltanto, il livello più basso degli anni novanta. Così come in passato, la minore inflazione si è avuta nei paesi CFA. Di fatto, metà dei paesi di questo gruppo ha registrato



prezzi calanti o tassi di incremento inferiori all'1%. Per contro, Malawi e Zimbabwe hanno visto salire l'inflazione interna rispettivamente al 45 e 60%, mentre in Zambia, Ghana e Sudan i prezzi sono aumentati a ritmi che arrivano a quasi il 30%.

Gli andamenti economici dello scorso anno presentano disparità anche a livello di subregioni (grafico III.9). Ad esempio, nell'Africa settentrionale la più bassa crescita è principalmente dovuta al marcato rallentamento in Marocco, mentre l'espansione relativamente sostenuta fatta registrare dalla regione occidentale va ascritta alla ripresa in Ghana, che ha più che compensato l'indebolimento del prodotto della Côte d'Ivoire. Tuttavia, la minore crescita osservata nella regione centrale desta sorpresa, poiché in essa si trovano tre dei paesi africani esportatori di petrolio (Camerun, Gabon e Nigeria). In altri casi, la notevole eterogeneità tra le regioni fa sì che nella media vengano "livellate" le differenze nazionali. Ad esempio, l'Africa orientale ha fatto segnare un netto miglioramento nella dinamica del prodotto, in quanto la ripresa della crescita in Etiopia ha più che compensato gli effetti della persistente debolezza dei prezzi agricoli sul PIL di Kenya, Tanzania e Uganda. Analogamente, la lenta crescita della regione meridionale è imputabile soprattutto al peggioramento della performance dello Zimbabwe e all'ulteriore modesto tasso di sviluppo del Sudafrica.

Durante gli anni novanta la crescita del PIL in Sudafrica è stata in media dell'1% soltanto, mentre il tasso di disoccupazione è salito a quasi il 40%. Sebbene la quota dei senza lavoro sia di fatto più bassa, poiché molti disoccupati lavorano nel settore non ufficiale o con contratti non registrati, appaiono necessari diversi anni di crescita sostenuta e stabile per ridurre la disoccupazione e realizzare una più equa distribuzione del reddito. Affinché crescano il prodotto e l'occupazione è essenziale un sensibile aumento del rapporto fra investimenti e PIL, attualmente al modesto livello del 15%, ma anche una certa

Forti disparità di crescita fra le regioni

Necessaria una crescita maggiore e a più elevata intensità di lavoro in Sudafrica

moderazione dei salari reali, tale da incentivare le imprese a installare impianti a più elevata intensità di lavoro. L'adozione di obiettivi di inflazione per la conduzione della politica monetaria potrebbe contribuire ad abbassare il tasso d'inflazione e le incertezze circa la sua dinamica, ma probabilmente non basterebbe ad accrescere l'attrattiva del Sudafrica quale paese destinatario di IDE. Nell'ultimo decennio si sono di fatto registrati deflussi netti di IDE, in quanto gli investimenti in nuovi impianti, in particolare, sono stati scoraggiati dalla lenta crescita della produttività e dai costi unitari del lavoro relativamente elevati.

Ostacoli agli afflussi di investimenti diretti esteri

La scarsa competitività potrebbe però non essere l'unica ragione per cui il forte aumento a livello mondiale degli IDE verso le economie emergenti ha per lo più ignorato il Sudafrica e il continente africano nel suo insieme. Fattori ancora più importanti sono in taluni paesi l'incertezza politica e la labilità del quadro giuridico. Anche una maggiore diversificazione del prodotto e delle esportazioni farebbe delle economie africane una meta più attraente per gli IDE. Va aggiunto che la mancanza di spessore finanziario e la limitatezza dei mercati continuano a inibire la necessaria mobilitazione sia dei capitali stranieri sia del risparmio interno. In effetti, il settore finanziario in Africa è rimasto di dimensioni modeste rispetto alle più avanzate economie asiatiche e latino-americane. Se si assume il rapporto fra quantità di moneta in senso ampio e PIL quale parametro dello spessore del sistema finanziario, soltanto Algeria, Kenya, Marocco, Mauritius, Sudafrica e Tunisia risultano avere sistemi relativamente sviluppati (tabella III.8). Anche la crescita dell'intermediazione finanziaria, misurata dal credito al settore privato in relazione al PIL, appare di entità ridotta.

Vari impedimenti strutturali allo sviluppo del settore finanziario

L'istituzione di un sistema finanziario ben funzionante potrebbe contribuire in modo determinante ad attrarre gli investimenti dall'estero, ma a tale riguardo l'Africa si trova confrontata con diversi problemi strutturali e politici. Primo, la struttura economica di gran parte dei paesi (forte incidenza dell'agricoltura e investimenti per lo più autofinanziati) tende di per sé a generare un basso livello di intermediazione finanziaria. Secondo, lo sviluppo di un settore finanziario più efficiente e competitivo è ostacolato dalla presenza di grandi banche di proprietà pubblica. Terzo, fino alla metà degli anni novanta i paesi africani hanno

Indicatori monetari per l'Africa ¹								
	Moneta in senso ampio		Credito al settore pubblico		Credito al settore privato			
	in percentuale del PIL						in percentuale del credito totale interno	
	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98	1992-94	1995-98
Centrale	20	15	18	6	9	9	33	58
Orientale	36	39	15	12	17	22	47	66
Settentrionale	65	59	28	19	21	29	34	44
Meridionale	40	43	2	2	48	53	84	85
Occidentale	23	22	9	9	15	12	64	61

Nota: legenda dei gruppi regionali in calce al grafico III.9.
¹ Media annua rispettivamente del periodo triennale e quadriennale.
 Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.8

generalmente favorito il settore “reale” dell’economia, attraverso l’erogazione di crediti agevolati a determinate attività. Nella seconda metà del decennio le politiche sono state progressivamente orientate verso la liberalizzazione finanziaria, ad esempio deregolamentando i tassi d’interesse, riconoscendo l’autonomia della banca centrale, autorizzando nuove aziende bancarie e, di conseguenza, ampliando il ruolo delle istituzioni creditizie nell’allocazione dei capitali. Tuttavia, gli effetti di tali riforme sono stati finora relativamente modesti.

Medio Oriente

L’instabilità dei prezzi del petrolio durante il passato decennio ha senz’altro depresso la crescita economica e gli investimenti nei paesi del Medio Oriente. Tuttavia, negli anni più recenti si è assistito a segni di ripresa, specie nei paesi in cui è avvenuto il passaggio a politiche più orientate al mercato. Ad esempio, in seguito all’adozione di un tasso di cambio unico agli inizi degli anni novanta e all’introduzione di riforme strutturali ad ampio raggio, l’Egitto ha conseguito una crescita media di circa il 5% negli ultimi cinque anni, mentre nello stesso arco di tempo il tasso d’inflazione è gradatamente sceso al 3%. Anche l’Arabia Saudita ha annunciato misure volte ad aprire l’economia agli investimenti esteri e a diversificare maggiormente la produzione riducendo l’incidenza di quella petrolifera. Tuttavia, il miglioramento dei risultati economici registrato lo scorso anno è principalmente attribuibile al rincaro del petrolio, che ha contribuito ad abbassare i disavanzi dei conti pubblici e della bilancia corrente rispettivamente al 6% circa e al 3% del PIL.

Le politiche di riforma migliorano la performance dell’Egitto

La Turchia ha subito l’impatto di tre forti shock nel 1999: la perdita di importanti mercati di esportazione, il ritiro di capitali esteri sulla scia della moratoria russa del 1998 e il terremoto dell’agosto scorso, che ha causato danni ingenti all’economia. Gli alti tassi d’interesse reali, diretti a ridurre l’inflazione, hanno acuito le tendenze recessive nella prima metà del 1999, e il prodotto reale ha subito un calo stimato al 5%. Anche in Israele l’attività economica è stata piuttosto debole nel primo semestre dello scorso anno. Tuttavia, l’annuncio di restrizioni fiscali e di un obiettivo di inflazione del 3–4% per i prossimi due anni, combinato con il rafforzarsi della domanda globale, pare aver prodotto un effetto favorevole sulle aspettative e sul clima di fiducia. Infatti, nel secondo semestre la crescita del PIL è salita al 5% su base annua, trainata dalle esportazioni e dai consumi. Inoltre, nonostante tale forte ripresa dell’attività economica, a fine 1999 l’inflazione risultava scesa all’1,3% soltanto.

Il prodotto subisce l’impatto di fattori avversi in Turchia ...

... mentre recupera in Israele

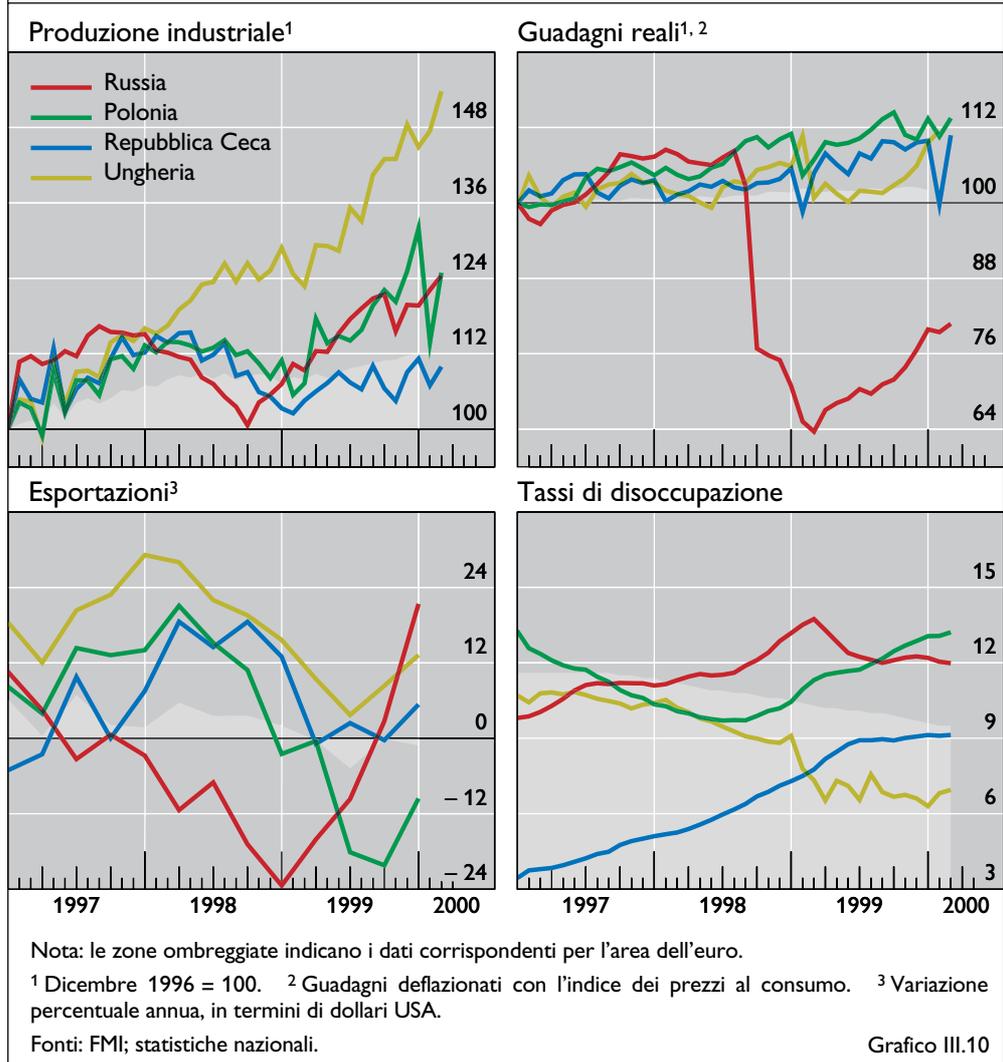
Europa centrale e orientale

Andamenti del prodotto e del commercio estero

Mentre la Russia si è ripresa più rapidamente del previsto dalla crisi finanziaria dell’estate 1998, la crisi stessa, unitamente alle ripercussioni della guerra in Kosovo, ha avuto un impatto negativo sui paesi vicini. Le economie ungherese e polacca hanno però recuperato prontamente, realizzando tassi di crescita del 4–4½%. In Ungheria la ripresa della produzione industriale è stata trainata dal settore dell’elettronica e da una forte crescita delle esportazioni (grafico III.10).

Rapida ripresa in Polonia e Ungheria ...

Indicatori economici per la Russia e l'Europa centrale



Anche in Polonia la produzione industriale ha costituito un importante fattore di dinamismo; inoltre, l'incremento dei redditi reali, assieme all'ulteriore espansione del credito alle famiglie, ha dato impulso ai consumi privati.

La recessione nella Repubblica Ceca, di fatto già iniziata con la crisi valutaria del 1997, è stata successivamente acuita dalla stretta fiscale. La disoccupazione è fortemente aumentata, causando il rallentamento o la diminuzione dei salari nominali e dei prezzi di mercato. Negli Stati baltici, data la dipendenza ancora forte dalle esportazioni verso la Russia, il prodotto ha fatto registrare cali fin del 4%. Nel 1999 l'economia rumena, travagliata da numerosi problemi interni, ha subito una contrazione del 4%, e quella della Croazia del 2%. Per contro, la Bulgaria sembra non aver risentito molto delle crisi dei paesi vicini e ha continuato a trarre beneficio dal regime di "currency board", facendo segnare una crescita del prodotto del 2½%, un calo dell'inflazione a ¼% soltanto e più bassi tassi d'interesse. Altrettanto sorprendenti sono state la robusta crescita economica e la relativa stabilità delle condizioni macroeconomiche nella maggior parte dei paesi della CSI, molti dei quali hanno beneficiato di una bassa inflazione esogena e dei più elevati prezzi del petrolio.

... mentre il PIL
cala in altre
economie ...

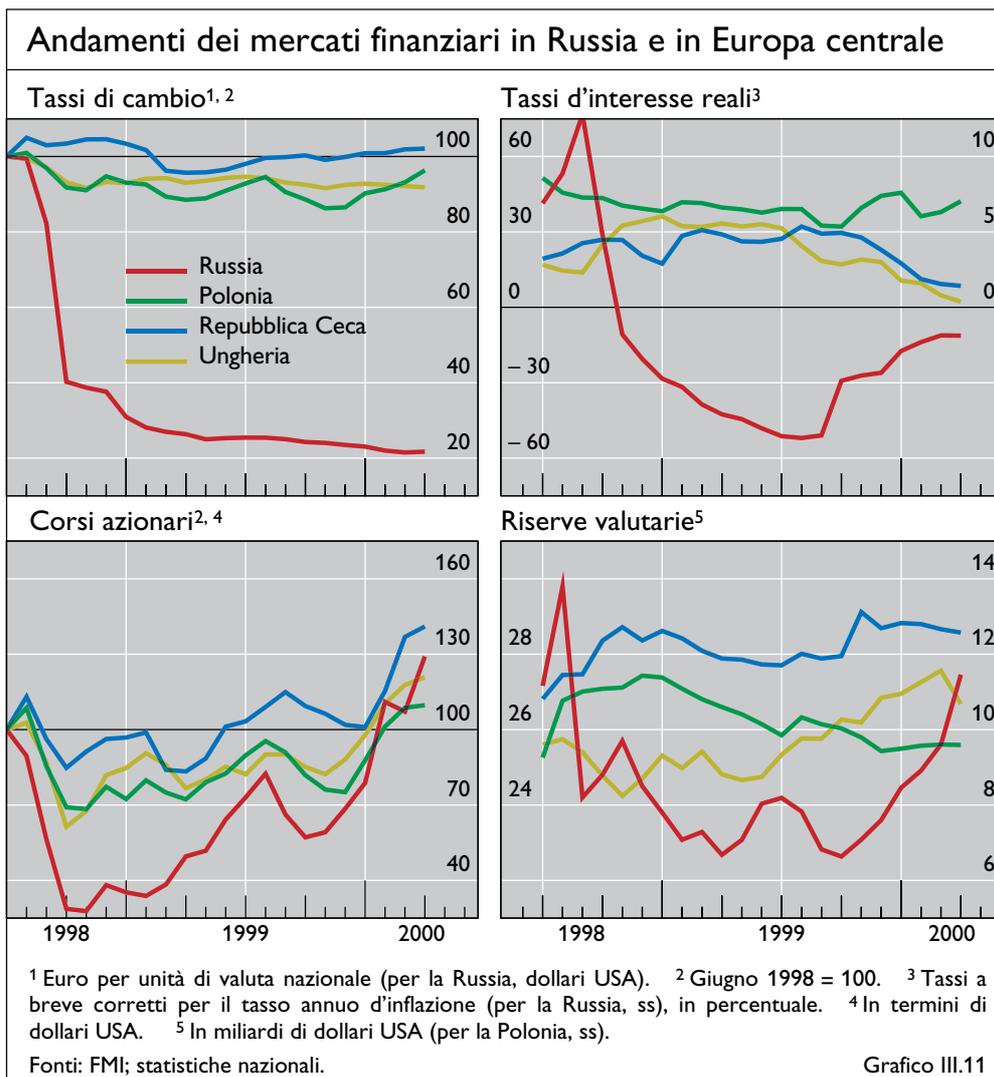
... ma non in
Bulgaria e nei paesi
della CSI

A causa delle differenze nella struttura merceologica e geografica delle esportazioni e nel tasso di crescita della domanda interna, lo scorso anno gli andamenti delle bilance commerciali e di parte corrente sono risultati alquanto difforni. Le esportazioni dell'Ungheria avevano già iniziato a migliorare a metà 1999, e il disavanzo corrente del paese si è ridotto. Anche la Repubblica Ceca ha realizzato un miglioramento del saldo corrente, dovuto però soprattutto alla debole domanda di importazioni. Per contro, il deficit corrente della Polonia è salito all'8% del PIL in seguito a una forte perdita di competitività sui mercati di sbocco esteri. Le pressioni al ribasso sul cambio nella regione sono state generalmente meno intense che nel 1997-98 persino negli Stati baltici, nella Repubblica Slovacca e in Croazia, i cui disavanzi di parte corrente sono rimasti pari o superiori al 6% del PIL (grafico III.11).

Andamenti difforni del commercio estero

La ripresa della crescita economica in Russia nel 1999 è dovuta principalmente a fattori esterni. Il forte aumento di prezzo del petrolio e gli effetti di sostituzione delle importazioni prodotti dall'ampia svalutazione dell'agosto 1998 si sono tradotti in un miglioramento di \$17 miliardi della bilancia commerciale e in un aumento del 3,2% del PIL. Inoltre, il recupero del settore manifatturiero ha contribuito ad arrestare la tendenza crescente della disoccupazione. Fra gli

Stabilizzazione in Russia



altri sviluppi positivi figurano una migliore esazione delle imposte, il contenimento delle pressioni inflazionistiche con il venir meno dei timori di iperinflazione e l'affermarsi di un cambio rublo/dollaro meno instabile. Tuttavia, il contenimento dell'inflazione è in parte avvenuto a prezzo di un drastico calo dei guadagni reali e dei redditi delle famiglie. A fine 1998 i guadagni in termini reali risultavano diminuiti di circa un terzo rispetto al livello precrisi, e solo una modesta frazione di tale perdita ha potuto essere recuperata lo scorso anno.

Inflazione e adozione di nuovi regimi di politica monetaria

Aumenta il differenziale di inflazione rispetto all'area dell'euro

Anche se durante la prima metà del 1999 l'inflazione nell'Europa centrale è ulteriormente diminuita per effetto della debole crescita economica, il divario rispetto all'area dell'euro ha ripreso ad ampliarsi. In diversi paesi la maggiore minaccia alla stabilità dei prezzi è provenuta da aumenti salariali superiori agli incrementi di produttività, mentre in altri le principali spinte inflazionistiche sono derivate dal forte deprezzamento del cambio o dalle misure di liberalizzazione. Anche in reazione a tali sviluppi, agli inizi del 1999 la Polonia ha introdotto un obiettivo esplicito di inflazione per la conduzione della politica monetaria, come già aveva fatto la Repubblica Ceca all'indomani della crisi valutaria del 1997.

Adozione di obiettivi di inflazione in Polonia ...

Inizialmente la *Polonia* ha fissato una fascia obiettivo dell'8–8,5% per l'incremento dei prezzi al consumo a fine 1999, con l'intento più a lungo termine di far scendere l'inflazione al disotto del 4% entro il 2003. La fascia è stata abbassata nel marzo 1999, sebbene il tasso effettivo (9,8%) sia poi risultato più alto di quanto programmato, in parte a causa del rincaro del petrolio, ma anche di riflesso all'inaspettato vigore della domanda di consumi. La banca centrale ha cercato di imbrigliare le spinte inflazionistiche innalzando di 3 punti percentuali i tassi ufficiali e continuando a monitorare il tasso di cambio. Nel marzo 1999 la già ampia banda di fluttuazione dello zloty è stata ancora allargata dal $\pm 12,5$ al $\pm 15\%$ e nell'aprile di quest'anno, in linea con il passaggio a un approccio incentrato sull'obiettivo di inflazione, le autorità hanno deciso di lasciar fluttuare lo zloty. A differenza di quanto avvenuto in Polonia, nella *Repubblica Ceca* l'inflazione netta è risultata sensibilmente inferiore al valore di obiettivo sia nel 1998 che nel 1999. L'ampio differenziale fra l'inflazione netta (che esclude gli effetti delle variazioni nell'imposizione indiretta e nei prezzi amministrati) e l'inflazione generale ha talora minato la credibilità dell'approccio, dato che le aspettative inflazionistiche sono parse basarsi maggiormente sulla seconda grandezza. Tuttavia, di fronte a un tasso d'inflazione netta inferiore all'obiettivo e alla debole crescita economica, lo scorso anno è stato deciso con ampio sostegno popolare di abbassare sensibilmente i tassi d'interesse.

... e nella Repubblica Ceca

Problemi nel perseguimento di obiettivi di inflazione nelle economie in transizione

A causa della loro recente apertura a un contesto più orientato al mercato e dello stesso processo di transizione, le economie dell'Europa centrale che hanno scelto un approccio basato su obiettivi di inflazione si sono trovate ad affrontare taluni problemi specifici, fra cui la necessità di modellizzare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e di stimare l'impatto di ampi movimenti del cambio sull'inflazione e sulle aspettative inflazionistiche. Inoltre, le serie temporali dei dati sul prodotto e sulla produttività sono relativamente brevi, il che rende difficoltosa la stima dell'output gap.

Per giunta, la maggior parte delle economie in transizione non ha ancora liberalizzato tutti i prezzi amministrati. Il governo ceco si è impegnato a completare la liberalizzazione dei prezzi entro la fine del 2002, e ciò potrebbe innalzare di 3 punti percentuali l'inflazione generale. Anche se la banca centrale persegue un obiettivo in termini di inflazione netta, essa potrebbe comunque essere indotta a inasprire la politica monetaria qualora le aspettative di inflazione e le richieste salariali dovessero aumentare conseguentemente. Infine, i modelli di consumo non si sono probabilmente ancora consolidati, il che comporta il rischio di potenziali errori di misurazione sia dell'inflazione generale, sia degli indici dei prezzi sottostanti.