

III. Il diffondersi della crisi nei mercati emergenti

Aspetti salienti

La maggior parte delle economie di mercato emergenti è stata colpita da un crollo dei prezzi delle materie prime nel corso del 1998 e ha dovuto far fronte a condizioni di forte instabilità nei mercati finanziari internazionali. Soprattutto dopo metà anno, a seguito dell'accresciuta percezione della rischiosità degli investimenti nei mercati emergenti, le banche creditrici e altri investitori hanno ridimensionato drasticamente le proprie esposizioni finanziarie. Mentre fino alla metà del 1998 la crisi finanziaria era stata per lo più contenuta entro i confini dell'Asia, nei mesi successivi essa si è rapidamente propagata alla Russia e ad alcuni paesi dell'America latina.

L'aggiustamento alla crisi in Asia si è associato a forti contrazioni del prodotto. Tuttavia, con il trascorrere dei mesi, è stato ripristinato un certo grado di stabilità finanziaria e nelle economie maggiormente colpite il calo del prodotto è andato rallentando. Rimane ancora da vedere quanto sarà solida tale ripresa. L'eccesso di capacità produttiva accumulato negli anni sta frenando gli investimenti; inoltre, la crescita della domanda esterna è rimasta debole, in parte a causa delle condizioni depresse registrate in molti mercati d'esportazione della regione, primo fra tutti il Giappone. Un certo clima d'incertezza non risparmia neanche le prospettive di crescita dell'economia cinese.

Alla base della crisi russa dell'agosto del 1998 vi sono importanti debolezze economiche e finanziarie; mancano molti degli elementi fondamentali di un'economia di mercato; la finanza pubblica ha urgente bisogno di riforme; le istituzioni finanziarie non hanno ancora assunto una funzione centrale nel processo di intermediazione. In altri paesi dell'Europa orientale la transizione è in una fase più avanzata e il contagio della crisi russa è stato limitato.

La vittima più notevole della fuga verso la qualità e la liquidità nell'ultima parte del 1998 è stato il Brasile. Com'era accaduto frequentemente in passato, un regime di cambi rigidamente controllati, combinato con crescenti squilibri macroeconomici interni ed esterni, si è rivelato insostenibile. Anche molti altri paesi latino-americani hanno incontrato un clima di maggiore ostilità nei mercati internazionali dei beni e delle attività finanziarie e sono stati costretti ad adottare politiche più restrittive.

Principali fattori all'origine degli andamenti nelle economie emergenti

La turbolenza finanziaria scoppiata con la fluttuazione del baht thailandese verso la metà del 1997 si è poi diffusa a un gran numero di economie emergenti. La crisi ha vissuto una serie di fasi (tabella III.1) collegate da molteplici, spesso

Le fasi principali della crisi nei mercati emergenti	
1997 luglio agosto ottobre novembre dicembre	<p>Fluttuazione del baht thailandese (2 luglio).</p> <p>Fluttuazione della rupia indonesiana (14 agosto). Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$20,1 miliardi a favore della Thailandia (20 agosto).</p> <p>Brusca caduta dei mercati azionari in America latina, Asia e Russia. Forti pressioni sui cambi in Brasile, Corea, Hong Kong e Taiwan.</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$40 miliardi a favore dell'Indonesia (5 novembre).</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$57 miliardi a favore della Corea (4 dicembre). Fluttuazione del won coreano (6 dicembre). Caduta del 30% del prezzo del petrolio su base annua.</p>
1998 gennaio febbraio maggio giugno luglio agosto settembre set./ott./nov./dic. ottobre dicembre	<p>Il rublo viene ancorato al dollaro con una fascia di fluttuazione di $\pm 15\%$ (1° gennaio). “Pausa” del servizio del debito societario indonesiano (27 gennaio). Accordo di ristrutturazione tra la Corea e i suoi creditori esterni per un ammontare di \$24 miliardi (29 gennaio).</p> <p>L'Indonesia propone un regime di “currency board”.</p> <p>Cambio del Presidente in Indonesia in seguito alle sommosse popolari (21 maggio). Alla fine del mese il tasso di rifinanziamento in Russia raggiunge il 150%.</p> <p>Il governo indonesiano e un comitato dei creditori convengono di ristrutturare \$70 miliardi di debito estero privato (4 giugno). Viene firmato un nuovo accordo tra il FMI e l'Indonesia (24 giugno). Il rand sudafricano viene sottoposto a forti pressioni e subisce un drastico deprezzamento. I tassi d'interesse brasiliani ritornano ai livelli di inizio ottobre 1997 (26 giugno).</p> <p>Programma di sostegno a favore della Russia per il 1998–99, guidato dal FMI, di \$22,6 miliardi (\$4,8 miliardi sono resi disponibili il 20 luglio).</p> <p>Lo yen raggiunge il livello minimo degli ultimi otto anni (11 agosto). Le autorità di Hong Kong intervengono sul mercato azionario (14 agosto). La Russia modifica il suo regime di cambio, sospende il pagamento sulle obbligazioni di Stato a breve termine e impone una moratoria sui pagamenti a fronte del debito commerciale verso i non residenti (17 agosto).</p> <p>La Russia cessa il sostegno al rublo (1° settembre). La Malaysia aggancia il suo cambio al dollaro e impone rigorosi controlli sui capitali (1–2 settembre). In America latina i mercati azionari subiscono forti flessioni, mentre i cambi sono oggetto di notevoli pressioni: la Colombia innalza del 9% la sua fascia di cambio (2 settembre); i tassi d'interesse brasiliani raddoppiano salendo a quasi il 50% (10 settembre); in Messico i tassi d'interesse a breve raggiungono una punta del 48% (11 settembre); il Cile amplia la fascia di cambio e innalza i tassi d'interesse (16 settembre). La Cina inasprisce le norme valutarie (27 settembre).</p> <p>Serie di riduzioni dei tassi d'interesse nei principali blocchi valutari.</p> <p>Dopo le elezioni presidenziali il Brasile annuncia un programma triennale di riforma fiscale (20 ottobre).</p> <p>Approvazione di un programma di sostegno, guidato dal FMI, di \$41,5 miliardi a favore del Brasile, compreso un prestito di \$13,3 miliardi concesso dalla BRI e garantito dalle banche centrali di 19 paesi industriali (2 dicembre).</p>
1999 gennaio marzo	<p>Fluttuazione del real brasiliano (15 gennaio). Il problema della dollarizzazione viene sollevato dalla banca centrale argentina (21 gennaio). Un'agenzia di rating internazionale promuove il debito sovrano coreano alla qualità bancaria (25 gennaio).</p> <p>Nuovo programma del FMI a favore del Brasile (8 marzo). Prima riduzione dei tassi d'interesse brasiliani dopo l'inizio della fluttuazione (25 marzo).</p>

Tabella III.1

complessi, canali di trasmissione e di contagio. Alla base delle difficoltà incontrate nella maggior parte dei paesi vi sono state la vulnerabilità del settore delle imprese e del settore finanziario, la debolezza della finanza pubblica, l'ampliamento dei disavanzi correnti e l'incoerenza delle politiche economiche. Con la crescente integrazione delle economie emergenti nel sistema finanziario globale, le brusche inversioni dei flussi di capitali hanno quasi sempre costituito l'elemento che ha innescato, o aggravato, i problemi interni. Sono seguite, nei paesi colpiti, crisi recessive profonde e forti riduzioni dei tassi di cambio che hanno prodotto effetti significativi sui prezzi del commercio internazionale e sui flussi delle merci. Questo ha, a sua volta, creato ulteriori canali attraverso i quali la crisi è stata trasmessa a tutta l'area dei paesi emergenti, e ben oltre.

Flussi di capitali

I capitali privati
si esauriscono nel
1997-98

Nella seconda metà del 1997 si è bruscamente concluso un lungo periodo in cui le economie emergenti avevano avuto facile accesso ai finanziamenti internazionali. I capitali privati, che nel 1996 erano affluiti alle economie emergenti nella misura di \$140 miliardi, si sono ridotti a \$40 miliardi nel 1997 allorché le prime ondate della crisi hanno colpito il mondo in via di sviluppo, per poi esaurirsi del tutto lo scorso anno (tabella III.2). Il deficit di finanziamento provocato dal minor apporto del settore privato è stato in parte colmato da afflussi crescenti di fondi ufficiali. Negli ultimi due anni gli investimenti diretti esteri hanno mantenuto livelli sostenuti, superiori a \$120 miliardi, e ciò sta a indicare che non è stata

Flussi di capitali e riserve nelle economie di mercato emergenti				
	1990-95	1996	1997	1998
in miliardi di dollari USA, in ragione annua				
Afflussi netti di capitali privati				
Asia ¹	33	81	-45	-69
America latina ²	35	70	77	57
Europa orientale ³	5	10	11	21
Russia	-9	-25	-7	-12
Afflussi netti di capitali ufficiali				
Asia ¹	14	4	37	29
America latina ²	6	-12	-5	12
Europa orientale ³	1	-1	-1	-2
Russia	8	9	5	7
Afflussi netti delle riserve				
Asia ¹	41	58	15	66
America latina ²	15	25	13	-10
Europa orientale ³	6	1	2	9
Russia	2	-3	2	-5
Nota: i flussi di capitali sono calcolati come differenza tra il saldo delle partite correnti e le variazioni delle riserve; i flussi privati sono calcolati come posta residuale desunta dalla stima dei flussi ufficiali.				
¹ Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia. ² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ³ Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.				
Fonti: FMI; Institute of International Finance (IIF).				Tabella III.2

intaccata la fiducia nelle prospettive a più lungo termine della maggior parte delle economie emergenti.

Tuttavia, i dati sui flussi finanziari privati su base aggregata annua non danno conto delle forti diversità, sia nel corso dell'anno sia nei vari paesi, nel finanziamento bancario e obbligazionario internazionale (si veda anche il Capitolo VII). La tabella III.3 illustra la netta inversione dei flussi di credito bancario e di attività mobiliari registrata in Asia nella seconda metà del 1997. Alla fine dell'anno i crediti bancari a favore delle economie asiatiche più direttamente colpite dalla turbolenza finanziaria (Corea, Indonesia, Malaysia, Thailandia e, in misura minore, le Filippine) si erano ridotti a un ritmo quasi doppio rispetto alla crescita registrata nel 1996 e nella prima parte del 1997: da quasi +5½% del PIL nel 1996 a -10% negli ultimi mesi del 1997. Nel primo semestre del 1998 le banche creditrici hanno continuato a ridurre rapidamente le proprie esposizioni nei confronti della regione. Tuttavia, con il trascorrere dei mesi, le partite correnti sono ritornate in attivo e sono emerse indicazioni che la crisi poteva essere arginata. Di conseguenza, il clima finanziario cui si sono trovate di fronte le economie asiatiche colpite dalla crisi è diventato meno cupo. Le emissioni nette di titoli internazionali hanno registrato un andamento simile a quello del credito

Si invertono i flussi dei crediti bancari verso l'Asia

Finanziamento bancario e obbligazionario internazionale nelle economie di mercato emergenti								
	Media 1990-95 ¹	1996	1997			1998		
			1° sem.	3° trim.	4° trim.	1° sem.	3° trim.	4° trim.
in miliardi di dollari USA, in ragione annua								
Credito bancario internazionale ²								
Asia ³	37	80	74	- 8	-109	-103	-94	-32
<i>di cui:</i> Cina	7	13	13	21	- 1	- 6	-25	4
Paesi in crisi ⁴	28	58	49	-39	- 96	- 96	-59	-43
America latina	1	29	27	43	40	30	-32	-24
<i>di cui:</i> Argentina	0	5	4	10	12	3	5	-11
Brasile	0	17	13	18	- 1	17	-32	-18
Messico	0	0	3	- 5	8	2	- 4	6
Europa orientale ^{5,6}	0	2	4	8	6	7	4	2
Russia ⁶	-2	7	8	17	6	12	-43	- 6
Emissioni nette di strumenti debitori internazionali								
Asia ³	15	43	40	44	13	10	-15	- 3
<i>di cui:</i> Cina	2	2	7	2	1	0	- 4	2
Paesi in crisi ⁴	11	38	28	36	10	7	-16	- 5
America latina	13	41	48	76	- 3	50	- 1	- 8
<i>di cui:</i> Argentina	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasile	4	12	15	19	- 6	16	- 8	-12
Messico	2	13	13	11	- 2	3	0	2
Russia	0	0	9	5	6	11	25	- 1

¹4° trimestre 1993-95 per le emissioni nette di titoli. ²Variazioni depurate dagli effetti di cambio delle posizioni creditorie delle banche dichiaranti alla BRI. ³Ad esclusione di Hong Kong e Singapore. ⁴Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ⁵Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria. ⁶Dati disponibili solo a partire dal 1994.

Fonte: BRI.

Tabella III.3

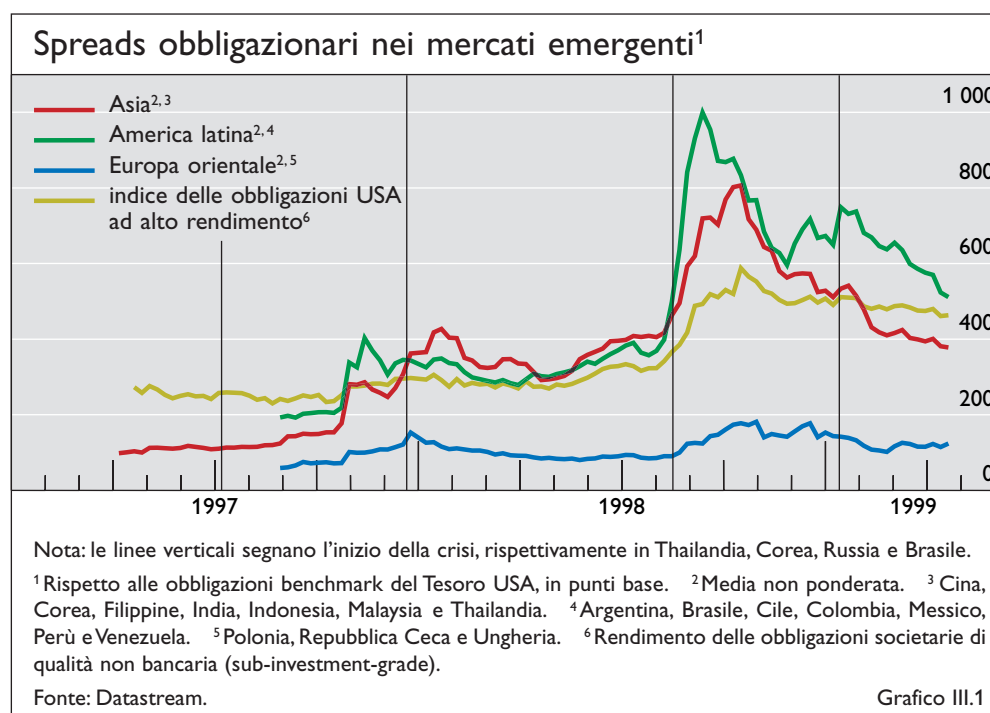
bancario, sebbene con un qualche ritardo dovuto probabilmente ai tempi più lunghi richiesti per le procedure di emissione di titoli rispetto all'erogazione dei crediti bancari. Negli ultimi mesi del 1997 e nei primi mesi del 1998 le nuove emissioni si sono ridotte in misura significativa e le emissioni nette hanno registrato un valore negativo nel secondo semestre del 1998 poiché gli investitori hanno abbandonato in massa i titoli di emittenti con minore rating creditizio. Comunque, grazie al ritrovato ottimismo, agli inizi del 1999 alcuni paesi – in particolare le Filippine – hanno potuto nuovamente accedere ai mercati internazionali dei capitali.

La struttura dei flussi verso l'America latina ...

I dati esposti nella tabella III.3 presentano anche per l'America latina un quadro differenziato e per molti versi sorprendente. I flussi di credito bancario verso quest'area hanno registrato livelli sostenuti anche quando la crisi si è rapidamente diffusa in tutta l'Asia nella seconda metà del 1997. Sebbene i crediti bancari nei confronti del Brasile si fossero ridotti negli ultimi mesi del 1997, questa interruzione aveva avuto durata limitata. Infatti, nel primo semestre 1998 i flussi di credito bancario ricevuti dal paese sono stati particolarmente vigorosi, pari a oltre il 2% del PIL. Solo verso la metà dell'anno, dopo la crisi russa, tali flussi hanno cambiato direzione e nel secondo semestre dell'anno i crediti bancari in essere sono precipitati. Analogamente, le emissioni nette di strumenti debitori internazionali in America latina si sono ridotte solo negli ultimi sei mesi dell'anno.

... e la Russia

Malgrado le vulnerabilità ampiamente riconosciute, per gran parte del periodo precedente la crisi finanziaria dell'agosto 1998 anche la Russia ha continuato ad attrarre finanziamenti esteri. Gli impieghi bancari sono rimasti sostenuti nella prima parte dell'anno, così com'era accaduto per tutto il 1997, mentre le emissioni obbligazionarie hanno registrato un notevole aumento. Tuttavia, quando è scoppiata la crisi in agosto, i flussi di capitali si sono arrestati e nel



terzo trimestre i crediti bancari si sono contratti su base annua di quasi \$43 miliardi. A fine anno l'emissione netta di titoli si era praticamente arrestata.

Un ulteriore segno del clima d'incertezza del mercato è stato dato dalla marcata volatilità dei corsi dei titoli internazionali. La prima fase di questo processo è iniziata verso la metà del 1997. A mano a mano che si chiarivano la portata della crisi nel Sud-Est asiatico e la forza di diffusione del contagio che stava travolgendo la Corea e investendo Hong Kong e Taiwan – che sono tutte economie più avanzate – gli spreads dei titoli internazionali negoziati nei mercati secondari hanno segnato un'impennata (grafico III.1) ed è fortemente cresciuta la volatilità (tabella III.4). Sebbene gli spreads non siano rimasti ai livelli raggiunti negli ultimi mesi del 1997 e nei primi mesi del 1998, successivamente essi non sono comunque ritornati ai livelli precrisi. Inoltre, la volatilità ha continuato a essere elevata in un contesto di recessioni inaspettatamente profonde in gran parte dell'Asia, di disordini politici e sociali in Indonesia e di crescenti indicazioni del fatto che la crisi colpiva anche paesi tanto diversi e lontani come il Cile e il Sudafrica.

A metà del 1998 è emersa una nuova fase di avversione più generalizzata al rischio (trattata in maggior dettaglio nel Capitolo V). Una crisi di fiducia è scoppiata all'annuncio della moratoria russa sul servizio del debito interno e sul rimborso a creditori esteri di passività di imprese e banche. Gli spreads sul mercato secondario dei titoli internazionali russi sono balzati a livelli che implicavano, de facto, l'impossibilità di accedere al mercato. All'inizio di ottobre per la maggior parte delle economie emergenti asiatiche e latino-americane gli spreads erano aumentati a oltre 800 punti base. Sono parimenti saliti gli spreads sugli strumenti di società statunitensi a più basso rating che, fino ad allora, avevano risentito poco della crisi dei mercati emergenti. Tuttavia, l'umore del mercato è migliorato dopo che si è in gran parte compiuto il processo di liquidazione delle esposizioni nei mercati internazionali, che è stato annunciato per il Brasile un programma di aggiustamenti con il sostegno internazionale e che le pressioni sui mercati obbligazionari internazionali sono state parzialmente attenuate da una serie di riduzioni dei tassi d'interesse negli Stati Uniti. Agli inizi del 1999 gli spreads netti sui titoli asiatici erano ridiscesi ai livelli anteriori alla crisi russa. Anche gli spreads applicati ai titoli latino-americani si sono sensibilmente ridotti rimanendo tuttavia al disopra dei livelli precrisi.

Sebbene la svalutazione del real brasiliano, nel gennaio 1999, abbia rappresentato un evento fondamentale nell'evoluzione della crisi dei mercati emergenti,

Gli spreads delle obbligazioni dei paesi emergenti aumentano e diventano più volatili ...

... soprattutto dopo la metà del 1998

Media giornaliera e volatilità degli spreads obbligazionari dei mercati emergenti*						
	Gennaio 1997–Giugno 1997		Luglio 1997–Giugno 1998		Luglio 1998–Marzo 1999	
	Media	Deviazione standard	Media	Deviazione standard	Media	Deviazione standard
	in punti base					
Asia	104	0,07	268	1,02	542	1,26
America latina	–	–	289	0,67	664	1,64
Europa orientale	–	–	90	0,20	131	0,30

* Rispetto alle obbligazioni benchmark del Tesoro USA.

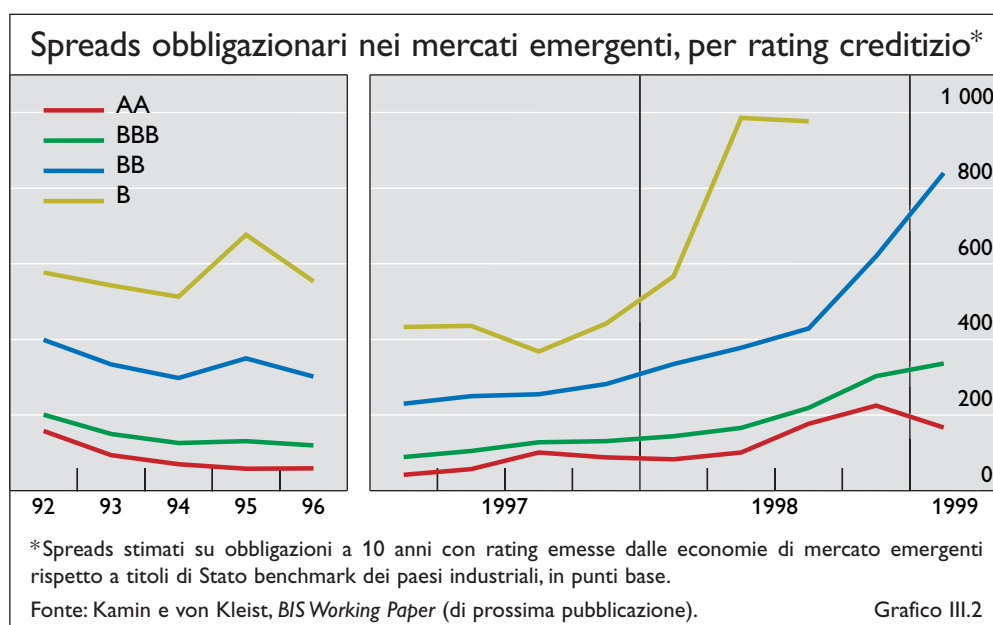
Tabella III.4

Impatto limitato della fluttuazione del real brasiliano

essa non ha innescato un nuovo aumento degli spreads obbligazionari. Contrariamente agli eventi di agosto, l'abbandono del regime di cambio amministrato da parte del Brasile è intervenuto in un momento in cui le esposizioni, specie quelle di operatori fortemente indebitati, erano già state adeguate alla maggiore avversione al rischio nei mercati internazionali. Inoltre, la svalutazione era maggiormente prevedibile in quanto seguiva un lungo periodo di emorragia di riserve valutarie e di crescenti squilibri fiscali. Quel che ha anche contribuito a limitare l'impatto della crisi brasiliana sulla fiducia degli investitori è stata la convinzione che il FMI avrebbe verosimilmente continuato a sostenere il Brasile anche dopo la svalutazione, nonché il riconoscimento del fatto che il paese non presenta i profondi problemi politici, sociali e creditizi della Russia. L'Argentina e il Messico sono stati contagiati limitatamente dalla crisi e, nel primo trimestre del 1999, hanno potuto emettere un importante volume di titoli sui mercati finanziari internazionali.

Valutazione dei rischi nei mercati primari

Al di là del quadro generale di ampie oscillazioni dell'umore degli investitori, di cui danno conto i margini medi di rendimento registrati nei mercati secondari, negli ultimi anni si è potuta osservare una notevole differenziazione della valutazione dei debitori da parte del mercato. Il grafico III.2, che riporta gli spreads stimati sulle nuove emissioni obbligazionarie per varie categorie di mutuatari dei mercati emergenti, evidenzia particolari configurazioni. Innanzitutto, dopo la risoluzione della crisi del peso messicano si era avuto un generale riallineamento degli spreads pagati dai mutuatari con diversi profili di rischio dovuto principalmente a una riduzione del premio richiesto a quelli più rischiosi. La crisi asiatica ha posto termine a questa convergenza degli spreads relativi e i prenditori con basso merito creditizio sono stati costretti a pagare tassi molto più elevati. Al contrario, i mutuatari con rating più elevato hanno subito un ampliamento nullo o molto modesto degli spreads nel periodo precedente la crisi russa. Quest'ultima ha innescato un'ampia riconsiderazione del rischio a seguito della quale persino i mutuatari di prim'ordine hanno dovuto pagare un premio significativamente più elevato rispetto al tasso di riferimento, giacché ai fattori



di rischio di credito si sono aggiunti problemi di liquidità. All'inizio del 1999 si poteva tuttavia osservare una parziale correzione di questo aumento.

Una caratteristica saliente dei flussi di capitali privati negli ultimi anni è stata la velocità alla quale essi sono aumentati nei paesi che presentavano importanti elementi di vulnerabilità strutturale o macroeconomica – fin quasi alla vigilia della crisi finanziaria – nonché la loro successiva e brusca inversione. In molti casi la scelta del regime di cambio ha avuto un peso considerevole. I programmi di stabilizzazione basati sui cambi possono distorcere il comportamento sia degli investitori sia dei debitori. Gli elevati tassi d'interesse interni, spesso necessari per sostenere un tasso di cambio ancorato, incentivano i residenti a contrarre debiti in valuta non coperti e i non residenti ad acquistare attività in moneta locale. Regimi di cambio quasi fissi, in quanto cardine delle politiche macroeconomiche, e tassi d'interesse elevati sui mercati interni in presenza di crescenti squilibri delle finanze pubbliche, caratterizzavano sia il Brasile che la Russia nella prima metà del 1998. Un andamento simile è stato osservato fino al 1997 in diverse economie asiatiche dove gli squilibri esterni hanno svolto il ruolo che i disavanzi pubblici avevano avuto in Brasile e in Russia.

Un altro fattore di rilievo può essere l'approntamento di ampi programmi ufficiali di assistenza finanziaria a partire dalla crisi messicana del 1994–95. I finanziamenti ufficiali, che hanno consentito ai paesi di onorare i propri obblighi di servizio del debito, hanno attenuato la percezione del rischio paese e un falso senso di sicurezza si è insinuato nell'atteggiamento delle banche e degli investitori internazionali. In particolare, le obbligazioni internazionali sono state percepite come uno strumento a basso rischio d'insolvenza. Talvolta, garanzie esplicite o implicite sui prestiti, rilasciate non soltanto dai governi dei paesi debitori ma anche da quelli dei paesi creditori, hanno indotto le banche a sottovalutare ulteriormente il rischio paese e il rischio creditizio.

L'impatto profondo prodotto dalla crisi russa sui mercati finanziari internazionali fa pensare a una brusca rivalutazione dei rischi da parte degli operatori. In particolare, la percezione del rischio paese si è modificata nel momento stesso in cui ci si è resi conto che l'insolvenza rimaneva una delle opzioni possibili per i paesi debitori e che i meccanismi di assistenza ufficiale non si sarebbero sempre attivati automaticamente. È possibile che l'improvvisa inversione dei flussi di capitali, nella seconda metà del 1998, contenga un ulteriore elemento di complessità. Gli appelli lanciati al settore privato affinché condividesse gli oneri – appelli che erano diventati sempre più insistenti dopo le ampie misure ufficiali di salvataggio a favore del Messico e dei paesi asiatici – possono aver indotto i creditori a ridurre le esposizioni paese non appena è stata evocata la necessità di un eventuale ricorso all'assistenza ufficiale. La forte riduzione dei crediti bancari al Brasile nel terzo trimestre del 1998 è stata in effetti interpretata da alcuni come una mossa preventiva delle banche che temevano di essere costrette a rinnovare i crediti esistenti, o a erogarne di nuovi, nell'ambito del previsto programma di aggiustamento del FMI.

Andamenti dell'interscambio mercantile

Durante il 1997 e il 1998 i prezzi delle materie prime hanno subito forti pressioni al ribasso (Capitolo II). I prezzi del petrolio in dollari sono scesi del 30% nel

Influenza sui flussi di capitali esercitata dai regimi di cambio ancorato ...

... e dai programmi di sostegno ufficiali

Riconsiderazione del rischio causata dalla crisi russa

Il commercio internazionale è stato fortemente influenzato dal crollo dei prezzi delle materie prime ...

corso del 1998, inducendo i produttori a tentare nuovamente di ridurre la produzione nel marzo 1999. I prezzi delle materie prime non energetiche esportate dai paesi in via di sviluppo hanno segnato un calo di quasi il 15% nel 1998, il più ampio degli ultimi vent'anni. Sebbene l'erosione dei prezzi delle materie prime abbia anche comportato un certo beneficio in termini di riduzione dei prezzi delle importazioni, lo scorso anno la maggior parte dei paesi in via di sviluppo ha subito un forte deterioramento delle proprie ragioni di scambio, con variazioni che vanno dal 5½% in America latina a oltre il 9% in Medio Oriente, fino a superare il 10% in Africa.

Per molti paesi l'indebolimento dei prezzi delle materie prime ha aggravato una situazione economica e finanziaria già difficile. La tabella III.5 mostra in che misura Arabia Saudita, Indonesia, Messico, Nigeria, Russia e Venezuela dipendano dal petrolio per generare gettito fiscale e proventi da esportazioni. La tabella illustra inoltre la dipendenza del Cile dal rame, i cui prezzi si sono ridotti nella seconda metà del 1997 di oltre il 30% in termini di dollari. Spesso i proventi da esportazioni di materie prime hanno un peso predominante nella bilancia commerciale, e gran parte delle entrate statali è legata alla produzione e vendita di una particolare materia prima. In molti casi, le perdite associate all'andamento dei prezzi delle materie prime si sono sommate a squilibri già forti nei conti con l'estero e nelle finanze pubbliche che – dato il clima di incertezza degli investitori – è stato talvolta difficile finanziare e che hanno creato pressioni sul cambio. In Arabia Saudita, ad esempio, lo scorso anno il disavanzo corrente e il deficit di bilancio sono entrambi saliti al 9% del PIL. In parte a seguito di questi squilibri crescenti e delle prospettive negative per i prezzi del petrolio, verso la metà del 1998, e nuovamente all'inizio del 1999, il riyal è stato oggetto di forti pressioni.

Impatto dei prezzi delle materie prime su determinati paesi							
	Esportazioni di materie prime in percentuale delle esportazioni totali	Proventi da materie prime in percentuale delle entrate statali	Variazione delle esportazioni di materie prime in percentuale del PIL	Variazione delle entrate fiscali da materie prime in percentuale del PIL	Per memoria:		
					variazione delle riserve ¹	variazione del tasso di cambio ²	
	1997		1998				
Petrolio							
Arabia Saudita	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0	
Indonesia	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4	
Messico	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3	
Nigeria	98	63	-8,0 ³	- 0,9	-13,9	- 1,3	
Russia ⁴	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9	
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8	
Rame							
Cile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9	

¹Variazione percentuale delle riserve valutarie. ²Variazione percentuale del rapporto dollaro USA/moneta locale. ³PIL convertito in dollari USA utilizzando la media tra il tasso ufficiale e il tasso del mercato autonomo. ⁴Solo petrolio greggio.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.5

Destinazione delle esportazioni delle economie di mercato emergenti nel 1998					
	Unione europea	Giappone	Altri paesi dell'Asia	Stati Uniti	America latina
quota percentuale delle esportazioni totali					
Asia	16	10	38	22	3
di cui: Cina e Hong Kong	15	10	40 ¹	23	3
Paesi in crisi ²	15	11	37 ¹	20	3
America latina	14	3	4	46	22
di cui: Argentina	17	3	9	7	50
Brasile	24	4	7	18	29
Cile	24	14	19	15	22
Messico	4	1	1	82	7
Europa orientale ³	64	1	2	4	1
Russia	33	3	8	7	3

¹Incluye gli scambi tra gli stessi paesi. ²Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ³Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.6

Un altro elemento che ha esercitato un'influenza decisiva sugli andamenti del commercio internazionale l'anno scorso è stata la debolissima domanda di importazioni in Giappone. Nonostante le economie asiatiche emergenti siano riuscite a creare una struttura regionale delle esportazioni piuttosto equilibrata, per molte di esse l'importanza del Giappone come mercato di sbocco e motore degli scambi all'interno della regione ha probabilmente costituito un grave ostacolo a una pronta ripresa degli scambi e alla crescita del prodotto in generale (tabella III.6). Al contrario, i paesi latino-americani e dell'Europa orientale hanno potuto contare su mercati delle esportazioni più ricettivi.

... da una debole domanda di importazioni del Giappone ...

Infine, le crisi finanziarie in Asia nella seconda metà del 1997 hanno trasformato le determinanti che sottendono la struttura dell'interscambio. Lo scorso anno molte economie asiatiche sono state caratterizzate da una recessione senza precedenti e da notevoli guadagni di competitività, a differenza di quanto

... e da importanti variazioni dei prezzi e degli andamenti ciclici

Determinanti del commercio estero			
	Fluttuazione ciclica ¹	Oscillazione dei prezzi ²	Crescita delle esportazioni nette ³
Asia			
Cina	- 1,7	3,7	0,8
Paesi in crisi ⁴	-15,5	-36,2	28,0
America latina			
Argentina	- 0,6	10,8	0,8
Brasile	- 2,9	- 0,5	8,9
Messico	- 0,3	16,0	7,6

¹Variazione dei tassi di crescita reali del PIL tra il 1996 e il 1998. ²Variazione dei tassi di cambio reali effettivi tra il 1996 e il 1998. ³Differenziale di crescita tra esportazioni e importazioni nel 1998, in volume. ⁴Media ponderata di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia utilizzando pesi basati sul PIL e sulle PPA del 1990. Tabella III.7

avvenuto negli altri paesi emergenti dove le condizioni congiunturali si sono modificate marginalmente e i tassi di cambio effettivi reali sono aumentati (tabella III.7). Gli effetti di reddito, prezzo e sostituzione dovuti a tali cambiamenti hanno provocato forti variazioni nelle bilance commerciali dei paesi asiatici e tali effetti paiono destinati a continuare dati i mutamenti delle posizioni concorrenziali e cicliche generati dalle crisi più recenti in Russia e Brasile.

Aggiustamento alla crisi in Asia

Andamenti recenti

Recessioni
profonde ...

Le recessioni innescate dalle diffuse turbolenze finanziarie in Asia sono state gravi (tabella III.8). Lo scorso anno il prodotto è sceso dell'8½% in cinque delle economie colpite, una riduzione senza precedenti da oltre 40 anni. Le economie che hanno meno risentito delle turbolenze finanziarie, quali Singapore e Taiwan, hanno vissuto un periodo di crescita insolitamente bassa, mentre il successo delle autorità di Hong Kong nella difesa dell'ancoraggio al dollaro è stato pagato con una forte contrazione del prodotto.

... e contrazione
della domanda

La profondità della crisi nel 1998 si è palesata in molti altri modi. Nella maggior parte dei paesi la domanda interna è crollata. La spesa per investimenti fissi ha subito un drastico ridimensionamento allorché le imprese, di fronte a un eccesso di capacità, hanno cercato di riequilibrare i propri bilanci divenuti insostenibili sotto il peso di un eccessivo indebitamento. In Corea, ad esempio, gli investimenti fissi si sono ridotti di oltre un quarto. Anche la spesa per consumi si è fortemente indebolita con il peggiorare delle prospettive di reddito, in un contesto economico dominato da perdita di posti di lavoro, tagli dei costi e deflazione dei prezzi delle attività.

La disoccupazione
aumenta ...

La disoccupazione, che fino al momento della crisi non era stata che un naturale complemento di economie dinamiche e in rapida evoluzione, è salita a livelli particolarmente dolorosi data la carenza di sistemi di previdenza sociale. In Corea il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'8½% agli inizi del 1999, rispetto al 3% appena nel 1997, mentre a Hong Kong è raddoppiato, portandosi al 6%.

... e la bilancia
commerciale va
in surplus

Il capovolgimento dei flussi commerciali ha evidenziato in maniera particolarmente chiara il drastico riaggiustamento in atto nell'economia interna. La tabella III.9 illustra la contrazione della domanda di importazioni nella maggior parte delle economie asiatiche, che supera il 30% in Corea, Indonesia e Thailandia. Anche le esportazioni si sono ridotte in termini di valore, ma assai meno che le importazioni; ciò è da attribuire per lo più a un forte indebolimento dei prezzi delle esportazioni di materie prime e di manufatti in eccesso di offerta. A questo rallentamento hanno altresì contribuito disfunzioni del processo produttivo, una scarsità di finanziamenti al commercio estero e, come sottolineato in precedenza, la struttura geografica dell'interscambio dell'Asia. Per contro, i guadagni di competitività hanno in una certa misura stimolato i volumi delle esportazioni. Per effetto di queste dinamiche sono stati registrati importanti avanzi commerciali laddove erano presenti ampi disavanzi. Questa inversione equivale a un quarto o più degli scambi commerciali nei paesi colpiti dalla crisi.

Crescita, inflazione e partite correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Partite correnti		
	1991-96	1997	1998	1991-96	1997	1998	Media 1991-96	1997	1998
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia ¹	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
Cina	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hong Kong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 ²	-3,5 ²	0,3 ²
India	5,5	5,1	5,8	9,7 ³	5,2 ³	7,1 ³	- 1,2	-1,7	- 2,4
Corea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapore	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwan	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Filippine	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Indonesia	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malaysia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Thailandia	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
America latina ¹	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentina	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasile	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Cile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Colombia	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
Messico	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Europa orientale ¹	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Polonia	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
Repubblica Ceca	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Ungheria	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Russia	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 ⁴	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Arabia Saudita	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Israele	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
Africa	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 ⁵	-4,7 ⁵	-15,3 ⁵
Sudafrica	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Nota: i dati relativi al 1998 sono parzialmente stimati.

¹Media dei paesi indicati ponderata in base al PIL e alle PPA del 1990. ²Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori. ³Prezzi all'ingrosso. ⁴1993-96. ⁵In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

Tabella III.8

In generale la crisi dell'economia reale è stata accompagnata da una deflazione delle precedenti bolle dei prezzi delle attività. Ai primi di settembre 1998, nella maggior parte delle economie i corsi azionari espressi in dollari erano scesi a meno della metà dei livelli massimi raggiunti nel 1997, giacché gli investitori abbandonavano i mercati azionari locali e la redditività delle società subiva un tracollo (grafico III.3). Anche i prezzi degli immobili hanno segnato forti cali (tabella III.10). Lo scorso anno, data l'offerta di beni immobili ampia e ancora crescente a fronte di una domanda calante, le quotazioni degli immobili e i valori locativi hanno registrato una caduta quasi ininterrotta. Osservazioni preliminari indicano che tale situazione di debolezza è proseguita nei primi scorcì del 1999.

Deflazione dei
prezzi delle attività

Contrazione del
credito bancario

In questo contesto di profonda recessione economica, il credito bancario al settore privato è andato esaurendosi nel corso del 1998; a fine anno i finanziamenti stavano rapidamente calando nelle Filippine, in Indonesia e Thailandia, con riduzioni soltanto poco meno pronunciate in Corea e a Hong Kong. In Malaysia, la crescita del credito è rimasta positiva per tutto il 1998, sebbene di gran lunga inferiore all'obiettivo fissato dal governo; agli inizi del 1999, si è tuttavia cominciata a osservare una contrazione anche in questo paese.

Tra i fattori più
positivi, i recenti
andamenti della
produzione
industriale ...

Malgrado il quadro generalmente depresso, si sono avuti alcuni sviluppi positivi, specie nel secondo semestre 1998. Anzitutto sono emerse indicazioni che la contrazione economica stava per volgere al termine nell'ultima parte del 1998 quando, ad eccezione dell'Indonesia, la precedente forte tendenza calante della produzione industriale è parsa toccare il punto di svolta (grafico III.4). In Corea, dove erano stati tempestivamente attuati decisivi aggiustamenti di politica economica, la produzione industriale è di fatto aumentata a ritmo sostenuto nell'ultimo trimestre dell'anno. Inoltre, a partire dalla fine del 1998, le previsioni di crescita per il 1999 sono state rivedute verso l'alto. L'impressione di un contenimento della crisi è stata rafforzata da una sia pure modesta ripresa del commercio estero in diversi

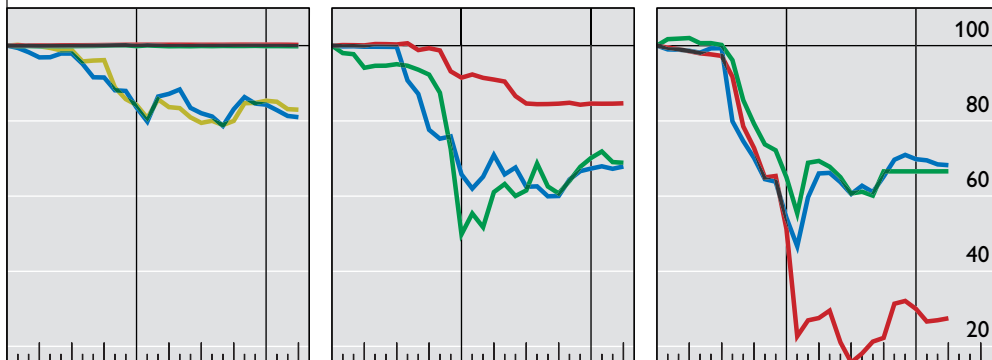
Evoluzione dell'interscambio mercantile in Asia e America latina							
	Crescita delle esportazioni ¹			Crescita delle importazioni ¹			Variazione del saldo nel 1998 in % del commercio ²
	Media 1990-96	1997	1998	Media 1990-96	1997	1998	
	in percentuale						
Asia							
Cina	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	- 1,3	1,6
Hong Kong	13,9	4,1	- 7,5	15,7	5,1	-11,5	5,6
India	11,3	3,6	- 4,1	9,8	9,7	2,9	- 6,8
Corea	11,3	5,0	- 2,2	14,1	- 3,8	-35,5	42,7
Singapore	16,1	0,0	-12,0	15,1	0,8	-21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	- 9,3	10,2	11,8	- 8,4	- 1,6
Filippine	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	-16,4	33,7
Indonesia	12,3	7,3	- 8,8	15,0	- 2,9	-34,4	25,4
Malaysia	17,8	0,7	- 6,8	20,1	0,8	-25,8	22,7
Thailandia	16,0	3,3	- 5,8	16,3	-13,1	-31,6	34,0
America latina							
Argentina	14,6	10,8	- 1,7	33,2	28,1	3,1	- 4,8
Brasile	5,1	10,9	- 3,5	17,7	16,6	- 7,4	5,0
Cile	10,4	10,8	-12,0	14,3	10,4	- 4,5	- 7,5
Colombia	9,6	8,8	- 7,0	17,0	12,4	- 0,5	- 5,6
Messico	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	- 6,9
Perù	8,4	15,5	-15,8	21,5	8,3	- 4,6	- 7,7
Venezuela	9,5	0,4	-25,3	6,1	45,6	17,2	-48,6

¹Variazione percentuale annua dei valori delle esportazioni e delle importazioni espressi in dollari USA.
²Media delle esportazioni e delle importazioni di merci.
 Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali.

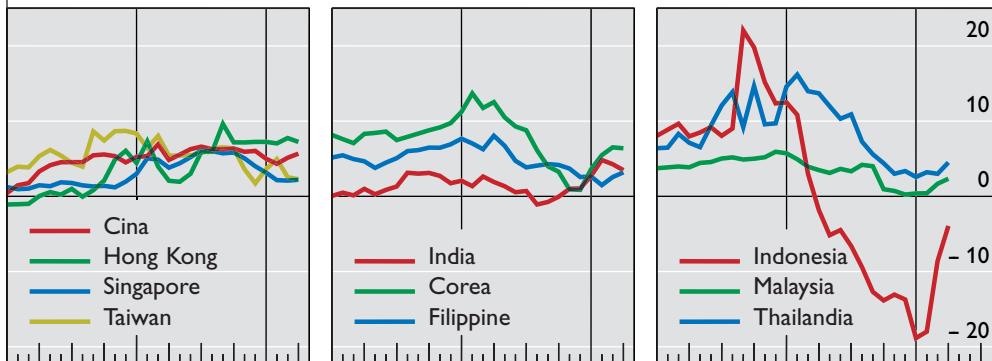
Tabella III.9

Andamenti dei mercati finanziari in Asia

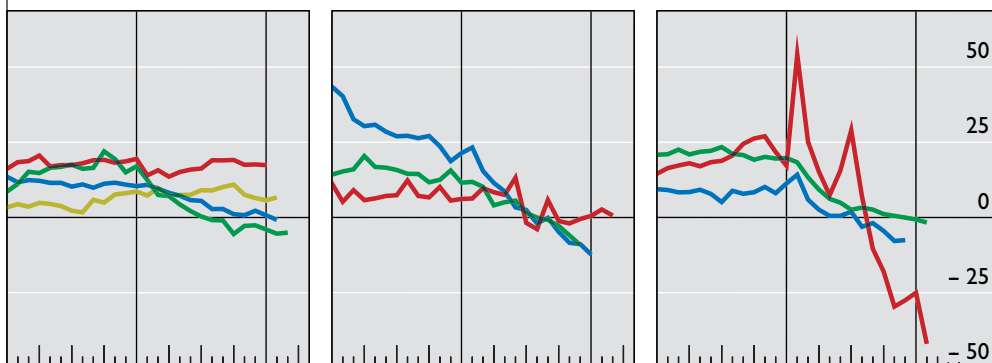
Tassi di cambio¹



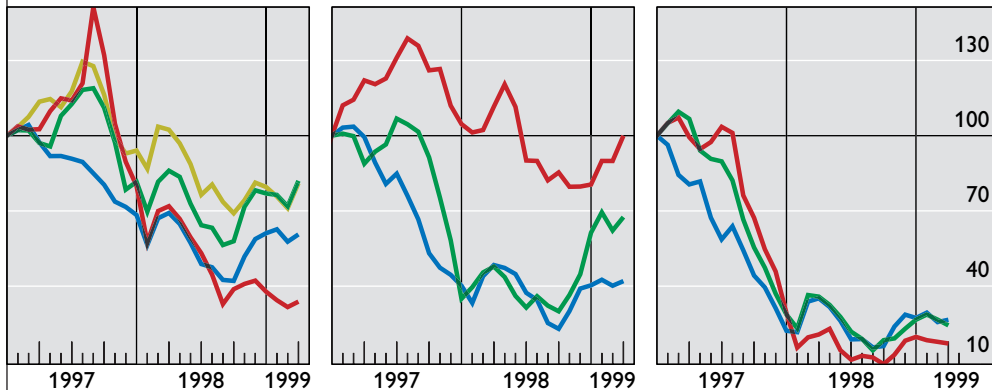
Tassi d'interesse reali²



Crescita reale del credito³



Corsi azionari⁴



¹Dollari USA per unità di moneta locale, dicembre 1996=100. ²Tassi d'interesse a tre mesi deflazionati con il tasso d'inflazione annuo, in percentuale. ³Variazioni annue del credito interno al settore privato, deflazionate con il tasso d'inflazione annuo, in percentuale. ⁴In termini di dollari USA, dicembre 1996=100.

Grafico III.3

Indicatori dei valori immobiliari in determinate città asiatiche						
	Percentuali di uffici vacanti		Variazione* a fine 1998 dei valori locativi degli uffici rispetto a		Variazione* a fine 1998 dei valori locativi dei negozi al dettaglio rispetto a	
	dicembre 1997	dicembre 1998	1997	3° trim. 1998	1997	3° trim. 1998
	dati di fine periodo, in percentuale					
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Giacarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0
Hong Kong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapore	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9

*In moneta locale.
Fonte: Jones Lang LaSalle.

Tabella III.10

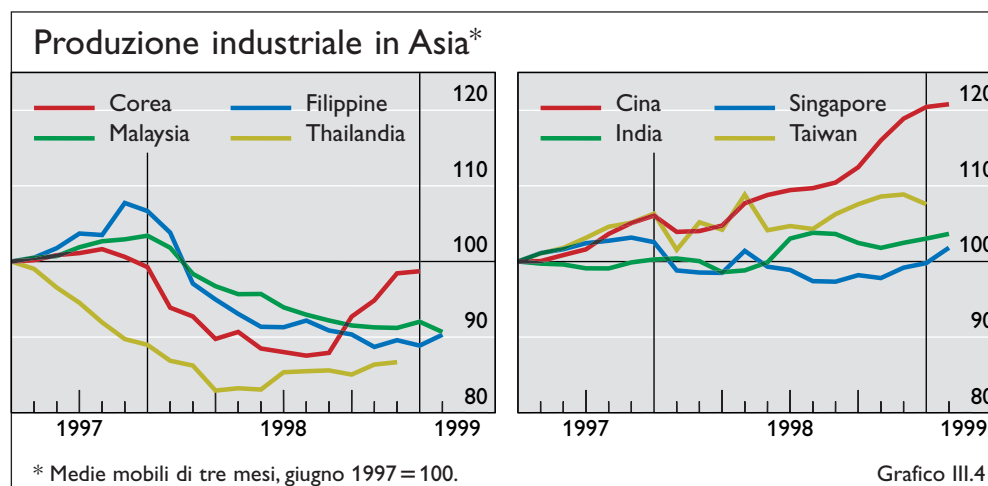
paesi negli ultimi mesi del 1998, quando anche i corsi dei titoli azionari hanno segnato un forte recupero.

... la limitata risposta inflazionistica al deprezzamento ...

Un altro elemento positivo è stata la risposta sorprendentemente moderata dell'inflazione al deprezzamento dei tassi di cambio nella maggior parte dei paesi asiatici. In Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia il deprezzamento è stato dell'ordine del 60% tra metà 1997 e metà 1998, mentre l'incremento dei prezzi al consumo non ha superato il 10% in ognuno di questi paesi. Persino in Indonesia l'accelerazione dell'inflazione è stata sensibilmente più modesta del tasso di deprezzamento della moneta. Come già evidenziato nella Relazione annuale dello scorso anno, la limitata traslazione della svalutazione sui prezzi è stata per lo più dovuta alle condizioni di domanda depressa, alla flessibilità dei costi di lavoro e all'effetto moderatore delle ampie scorte di beni e immobili invenduti.

... e la stabilizzazione dei cambi

Un'ulteriore importante ragione che spiega la contenuta risposta inflazionistica è forse la crescente percezione che i forti deprezzamenti delle monete nella seconda metà del 1997 e nei primi mesi del 1998 non sarebbero durati a lungo. In effetti i tassi di cambio delle principali valute asiatiche rispetto al dollaro si sono stabilizzati, riuscendo in parte a recuperare verso la fine dell'anno. Poiché i tassi di cambio non sono comunque tornati ai livelli precrisi e l'inflazione è



rimasta entro limiti contenuti, paesi quali Filippine, Malaysia e Thailandia sono riusciti a conservare circa il 50% dei guadagni di competitività realizzati dopo la crisi scoppiata a metà 1997. Il notevole rafforzamento del won coreano nel 1998 ha comportato un forte apprezzamento reale della moneta, anche se non si sono recuperati i livelli registrati subito prima dello scoppio della crisi. Il consolidamento della posizione competitiva della maggior parte dei paesi asiatici lascia ben sperare in una ripresa delle esportazioni, sempre che venga generata una domanda sufficientemente forte nei principali mercati di sbocco.

Orientamento delle politiche nel corso della crisi

A mano a mano che, lo scorso anno, i mercati valutari hanno recuperato stabilità, è apparso opportuno un allentamento delle politiche monetarie e fiscali non solo per stimolare la domanda interna, ma anche per facilitare le ristrutturazioni delle banche e delle società.

Sul piano della politica monetaria in quasi tutti i paesi ciò si è tradotto in una riduzione significativa dei tassi d'interesse a breve termine, spesso al di sotto dei livelli precrisi. Ne è emerso un dibattito circa il margine disponibile per un ulteriore allentamento monetario. In molte economie, agli inizi del 1999 i tassi d'interesse reali a breve erano ancora fortemente positivi, anche se l'attività economica rimaneva debole e le ristrutturazioni bancarie avrebbero tratto beneficio da un orientamento più accomodante (si veda più oltre). In molti casi un'importante considerazione era il timore che un allentamento troppo rapido della stretta monetaria potesse minare la ritrovata stabilità sui mercati valutari. Inoltre, poiché in molte delle economie asiatiche ad alto tasso di risparmio i proventi da interessi rappresentano una componente importante dei redditi personali, una drastica riduzione dei tassi poteva indebolire il clima di fiducia delle famiglie. Infine, data la profondità della crisi e gli sconvolgimenti da essa causati alla struttura dell'economia e al processo di intermediazione finanziaria, era difficile valutare il presumibile impatto sull'economia reale prodotto dalle forti riduzioni dei tassi d'interesse già osservate agli inizi del 1999.

Allentamento
della politica
monetaria ...

L'adozione di politiche fiscali meno restrittive ha rappresentato un altro aspetto caratteristico del 1998; infatti, per diverse economie asiatiche i bilanci pubblici hanno registrato disavanzi significativi (tabella III.11). Inoltre, nei paesi che attuano programmi di aggiustamento del FMI sono stati ridimensionati anche gli obiettivi di finanza pubblica: mentre inizialmente per Corea, Indonesia e Taiwan l'obiettivo fissato per il 1998 era il conseguimento del pareggio nei conti pubblici, verso metà anno sono stati consentiti disavanzi del 3–8% del PIL. Evidentemente, la comparsa dei disavanzi pubblici ha rispecchiato in gran parte la profonda recessione in atto mentre l'allentamento discrezionale della politica fiscale è stato in generale relativamente limitato. Anzi, alcuni governi hanno persino avuto difficoltà nell'accrescere la spesa ai livelli previsti nei programmi riveduti. Data la tradizione di rigorosa disciplina fiscale e di basso indebitamento del settore pubblico, nella maggior parte di queste economie disavanzi relativamente ampi sono probabilmente opportuni per un periodo limitato. Nondimeno, la necessità di sostenere il costo fiscale di un'ampia ristrutturazione del settore finanziario e di quello delle imprese può implicare che i disavanzi debbano essere ridotti nel medio termine e che il sostegno diretto all'economia in funzione anticiclica debba rimanere modesto.

... e della politica
fiscale

Saldi delle amministrazioni pubbliche nelle economie di mercato emergenti ¹				
	Avanzo (+)/Disavanzo (-)			Esborsi per interessi
	Media 1994-96	1997	1998 ²	1998 ²
	in percentuale del PIL			
Asia				
Cina	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Corea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Hong Kong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesia	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Malaysia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapore ³	13,2	9,6	16,4	2,4
Thailandia	2,3	-0,7	-2,4	0,7
America latina				
Argentina	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasile	-2,4 ⁴	-4,3 ⁴	-7,5 ⁴	8,0
Cile	2,2	1,9	0,4	0,7
Colombia	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
Messico	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Perù	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

¹Le definizioni di settore pubblico variano di paese in paese. I dati si riferiscono a: per Cina, bilancio dello Stato; per Corea e Hong Kong, amministrazioni centrali consolidate; per Brasile, Malaysia e Messico, settore pubblico; per Argentina, settore pubblico non finanziario; per Cile, Colombia, Perù, Singapore, Thailandia e Venezuela, amministrazioni centrali. ²Stime parziali. ³Gli elevati esborsi per interessi a Singapore sono dovuti all'emissione di debito pubblico, finalizzata principalmente allo sviluppo del mercato obbligazionario locale e alla creazione di titoli di riferimento. ⁴Concetto operativo, che esclude la componente inflazionistica degli esborsi per interessi sul debito interno.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali. Tabella III.11

Intervento sul
mercato azionario
a Hong Kong

Sebbene abbiano condiviso l'orientamento generale delle politiche fiscali e monetarie osservato praticamente in tutta la regione, lo scorso anno Hong Kong e Malaysia hanno fatto ricorso anche a misure meno convenzionali. In diverse occasioni, nel 1997 e 1998 a Hong Kong si sono manifestate simultaneamente sui mercati valutari e azionari forti pressioni, nelle quali è stato possibile riconoscere sempre più chiaramente l'effetto di manipolazioni del mercato piuttosto che il riflesso dell'indebolimento delle grandezze fondamentali dell'economia. Secondo le autorità, verso la metà del 1998 è stato tentato un gioco speculativo a doppio mercato, dove gli investitori hanno assunto ingenti posizioni corte sia sul mercato azionario che sul dollaro di Hong Kong. Dato il regime valutario di "currency board", le conseguenti pressioni sul cambio avrebbero sospinto verso l'alto i tassi d'interesse interni consentendo opportunità speculative allorché i corsi azionari fossero caduti di conseguenza. Nel mese di agosto, per sconfiggere questa strategia, nel mercato azionario e in quello dei futures sono stati effettuati consistenti acquisti ufficiali (per circa \$15 miliardi, vale a dire il 6% della capitalizzazione di borsa a quella data). L'intervento ha determinato un allentamento dei tassi d'interesse e ha arrestato il calo dei corsi azionari. Per dissipare i timori a riguardo del mantenimento del tradizionale approccio di libero

mercato, le autorità si sono quindi impegnate a gestire i titoli azionari alle condizioni di mercato e a dismetterli gradualmente. Inoltre, in settembre sono state adottate misure per ridurre sia la volatilità dei tassi d'interesse che la possibilità di manipolazione dei mercati finanziari locali.

Al fine di facilitare l'applicazione di politiche macroeconomiche meno restrittive, nel settembre 1998 la Malaysia ha ancorato il ringgit al dollaro statunitense e ha introdotto controlli rigorosi (modificati successivamente agli inizi del 1999) per ridurre i deflussi di capitali e limitare le operazioni offshore in valuta nazionale. Tali misure hanno comportato per Singapore la perdita di un quarto degli scambi di borsa e di una quota consistente di operazioni valutarie. Inoltre, sono state allentate alcune norme prudenziali sulla classificazione dei prestiti. Altrettanto non convenzionale è stata l'istruzione impartita alle banche di aumentare i propri impieghi creditizi dell'8% nel corso del 1998.

Il ricorso ai controlli sui capitali da parte della Malaysia ha ulteriormente alimentato il dibattito circa la possibilità che una liberalizzazione completa dei movimenti di capitale sia prematura per la maggior parte delle economie emergenti. In particolare, negli ultimi anni sono state propugnatte misure atte a rallentare l'afflusso di capitali a breve finché i mercati, le istituzioni e il quadro normativo non siano sufficientemente rafforzati. I provvedimenti volti a contenere i flussi di capitali possono essere utili, soprattutto se attuati mediante strumenti basati sul mercato, come obblighi di riserva che penalizzano maggiormente i fondi a breve. Se strutturati accuratamente, essi possono contribuire a evitare una crescita eccessiva del credito interno – e la bolla speculativa dei prezzi delle attività che spesso l'accompagna – pur consentendo di mantenere un atteggiamento liberale nei confronti di afflussi di capitali a lungo termine, quali gli investimenti diretti esteri.

Assai meno favore ha incontrato l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali, soprattutto nei casi in cui vige un regime più liberale. Un argomento frequentemente addotto a favore di tali controlli è che questi possono dare alle autorità il necessario margine di manovra per formulare e attuare programmi di aggiustamento intesi a ripristinare la fiducia degli investitori. Il controargomento è che tali controlli si prestano anche ad abusi nel senso sia di mantenere per un periodo eccessivamente lungo un orientamento inappropriato di politica economica, sia di differire la ristrutturazione di un settore finanziario debole. Inoltre, l'efficacia dei controlli sui capitali in uscita si riduce a mano a mano che vengono trovate e sfruttate lacune normative. Per colmare tali lacune viene spesso posto in moto un processo di controlli sempre più ampi e complessi che può arrivare a danneggiare seriamente attività economicamente utili. Un altro aspetto controproducente è che l'introduzione di controlli sui deflussi di capitali può inviare un segnale negativo, scoraggiando l'ingresso di fondi in un momento critico. Se questa perdita di fiducia colpisce le economie dei paesi vicini che hanno problemi simili (ma che si sono astenute dall'applicare misure restrittive), i controlli sui movimenti dei capitali in un paese potrebbero risultare particolarmente nocivi per altri. Infine, la perdita potenziale di fiducia e di credibilità delle politiche che potrebbe scaturire dai controlli sui deflussi di capitali aumenta presumibilmente il costo del finanziamento internazionale per un periodo che si protrae ben al di là della durata della crisi.

Controlli sui capitali in Malaysia

Pericoli associati ai controlli sui deflussi di capitali

Cina e India

Soprattutto a causa del loro elevato grado di isolamento dai mercati finanziari globali, i due paesi più popolosi dell'Asia sono stati meno colpiti dalla crisi delle altre economie del continente. Ciò nonostante la crisi ha messo a nudo alcuni elementi di vulnerabilità e le condizioni economiche e finanziarie sono peggiorate.

La crescita in Cina prossima all'obiettivo malgrado alcuni segni di debolezza

Secondo le statistiche ufficiali, lo scorso anno la crescita della produzione in Cina è stata appena al disotto dell'obiettivo dell'8%. Tuttavia, vari indicatori hanno evidenziato un trend calante dell'attività economica non ancora rivelato dai dati sul prodotto aggregato: la disoccupazione è aumentata; le scorte crescenti di beni invenduti hanno esercitato una pressione al ribasso sui prezzi; la produzione energetica si è ridotta di quasi il 4%, in parte a causa della debole domanda delle imprese; la crescita delle importazioni ed esportazioni è fortemente rallentata; infine, la redditività del settore delle imprese statali è peggiorata. Per far fronte a tale situazione, nella seconda metà dell'anno è stata incrementata la spesa pubblica. Le autorità hanno accelerato gli investimenti in infrastrutture, indotto le imprese di Stato ad aumentare la formazione di capitale e sollecitato le banche a espandere i finanziamenti alle infrastrutture e all'edilizia residenziale. Anche la politica monetaria è divenuta più espansiva, riducendo i tassi d'interesse e adottando provvedimenti volti a stimolare l'attività creditizia delle banche.

Rapporto stabile yuan/dollaro

Le autorità hanno continuato ad attuare la politica di stabilizzazione dello yuan rispetto al dollaro statunitense. Tale decisione è stata motivata da varie ragioni: la bilancia commerciale e quella corrente registravano avanzi cospicui mentre le riserve valutarie erano solide e protette da numerose restrizioni sui flussi di capitali; inoltre, il rischio di innescare nuove speculazioni contro il dollaro di Hong Kong era considerato elevato, e vi erano timori diffusi che una svalutazione potesse mettere in moto un nuovo ciclo di deprezzamenti competitivi sia all'interno che all'esterno della regione. Allo stesso tempo, tuttavia, paiono essere aumentati sia i deflussi di capitali che le importazioni non rilevate dal momento che, rispetto ai due anni precedenti, nel 1998 è risultato assai maggiore il divario tra l'aumento delle riserve internazionali (\$5 miliardi) e l'avanzo della bilancia corrente (\$20 miliardi) e degli investimenti diretti dall'estero (circa \$40 miliardi).

Preoccupazioni per il settore finanziario

La crisi finanziaria nella regione ha anche messo in evidenza le fragilità del sistema finanziario cinese. Negli ultimi anni era divenuta sempre più manifesta la presenza di crediti in sofferenza nei portafogli delle principali banche statali, nonché di mercati mobiliari inadeguatamente regolamentati e vigilati, inducendo i prestatori esteri a una maggiore cautela nel corso del 1998. Infatti, verso la fine dell'anno è stata chiusa una società di investimenti con ingenti passività sull'estero. Contrariamente alle attese, le autorità centrali non hanno voluto assumersi alcun obbligo di onorare il debito esterno delle società non registrate ufficialmente e, sebbene tale decisione abbia fatto salire il costo del finanziamento estero, essa ha anche mostrato come le autorità siano consapevoli delle implicazioni di "moral hazard" associate a una politica di garanzia indiscriminata del debito estero. Sono stati inoltre formulati programmi per la ristrutturazione delle banche statali e per un rafforzamento della normativa prudenziale e dei controlli di vigilanza. Tuttavia, il fatto di dover ulteriormente dipendere dalle banche statali per stimolare l'attività pone inevitabilmente le autorità di fronte a dilemmi di politica economica.

L'anno scorso è proseguita la forte crescita dell'economia indiana. L'inflazione ha subito un'accelerazione e il disavanzo corrente è rimasto elevato in presenza di un debole andamento delle esportazioni. Il deficit delle amministrazioni centrali ha superato il 6% del PIL. Aggiungendosi ai disavanzi finanziari in alcuni altri comparti del settore pubblico, la forte sottrazione di risparmio interno determinata da questo squilibrio fiscale ha continuato a frenare l'attività nel settore privato. Per risanare le finanze pubbliche, nel marzo del 1999 è stata annunciata una strategia di consolidamento a medio termine cui la banca centrale ha risposto con un allentamento della politica monetaria. La crisi finanziaria regionale ha inoltre spinto la banca centrale a inasprire la normativa prudenziale bancaria; la riforma finanziaria è però rimasta incompleta, così come parziali sono stati i progressi realizzati in diversi altri importanti ambiti della riforma strutturale.

India

Ristrutturazione delle banche e delle imprese

Lo scorso anno, con l'acuirsi delle difficoltà economiche e finanziarie, i sistemi bancari in diversi paesi asiatici sono stati sottoposti a forti tensioni. Alla fine del 1998 i crediti in sofferenza risultavano saliti a oltre il 10% – in Indonesia e Thailandia fino al 45% – degli impieghi totali e quasi tutte le banche dei paesi colpiti dalla crisi accusavano ingenti perdite.

Il costo macroeconomico di una crisi bancaria e della sua risoluzione è, sovente, molto elevato. I costi per le finanze pubbliche delle precedenti crisi degli anni novanta sono oscillati tra il 4% (Norvegia e Svezia) e il 17% (Venezuela) del PIL, anche se le percentuali dei crediti in sofferenza nella maggior parte dei casi erano ben al di sotto dei livelli registrati oggi in Asia. Per valutare il costo macroeconomico di una crisi bancaria è importante considerare due aspetti. Il primo è la misura in cui è possibile conservare la fiducia del pubblico nelle proprie istituzioni bancarie: se viene meno questa fiducia, i risparmiatori possono essere indotti a ritirare i propri depositi, riducendo il livello di intermediazione finanziaria e l'efficienza con la quale le risorse sono allocate. Qualora le attività venissero trasferite all'estero, potrebbe scoppiare una crisi valutaria o si potrebbe aggravare una crisi già esistente. Una perdita temporanea di fiducia nel sistema bancario nazionale si è verificata in Argentina nel 1995, rendendo necessarie drastiche misure di aggiustamento che hanno concorso a determinare una forte contrazione economica. Analogamente, verso la fine del 1997 in Indonesia una corsa agli sportelli ha reso più difficoltoso il contenimento della crisi.

Il costo di una crisi bancaria dipende ...

... dalla fiducia della clientela bancaria ...

Il secondo importante aspetto è valutare la misura in cui il credito può contrarsi durante la crisi. Dato il ruolo cruciale svolto dal credito nell'attività economica, specie in Asia dov'è assai elevato in rapporto al PIL, una sua forte contrazione può avere un notevole impatto macroeconomico. Persino in un sistema bancario solido la domanda di credito bancario si ridurrebbe come reazione naturale alla mancanza di opportunità di investimento che segue un precedente boom. Tuttavia, questa contrazione del credito sarà molto più grave se le banche, com'è accaduto in Asia, sono gravate da ampi portafogli di crediti in sofferenza erogati per finanziare forti investimenti in attività reali. Se alcuni istituti chiudono, anche mutuatari solvibili perderanno la "loro" banca e

... e dal grado di contrazione del credito

avranno in generale difficoltà ad accedere al credito di altre aziende. Se, invece, essi vengono tenuti in vita, è probabile che applichino criteri creditizi più rigorosi e che razionino il credito. Questa stretta creditizia ridurrà ulteriormente la domanda aggregata causando problemi ancora maggiori ai mutuatari e alle banche. In Messico, all'indomani delle crisi bancarie il credito in termini reali erogato dalle banche si era ridotto della metà in due anni, mentre in Finlandia e Svezia era sceso di oltre il 20%. Come già detto, lo scorso anno il credito bancario ha cominciato a contrarsi in termini reali in tutte le economie colpite dalla crisi.

Il ruolo potenziale di un allentamento monetario

Una rapida contrazione del credito nel contesto di una crisi bancaria solleva la questione di cosa possa fare la politica monetaria per contrastarla. Un allentamento della politica monetaria abbasserebbe i tassi d'interesse a breve e probabilmente accentuerebbe l'inclinazione della curva dei rendimenti. Questo farebbe migliorare la situazione, sia stimolando la domanda sia incrementando il margine d'interesse netto delle banche. Tale politica è stata adottata con successo negli Stati Uniti all'inizio degli anni novanta. Può tuttavia essere problematico nelle piccole economie aperte dell'Asia allentare la politica monetaria ancor più di quanto non sia stato fatto fino a ora, dato il pericolo che una politica monetaria eccessivamente permissiva ricrei condizioni di disordine nei mercati valutari. Inoltre, tassi d'interesse molto bassi che a loro volta riducono i costi delle sofferenze possono smorzare le spinte a ristrutturare il settore finanziario in maniera efficace.

Ristrutturazione e ricapitalizzazione delle banche in Asia

Negli ultimi due anni diverse iniziative di ristrutturazione e di ricapitalizzazione sono state avviate in Asia per far fronte alle gravi crisi del settore bancario. Alcune caratteristiche comuni hanno contraddistinto le fasi iniziali di questi programmi di ristrutturazione. In primo luogo, per impedire la corsa agli sportelli le autorità sono state di solito costrette a rilasciare garanzie a copertura dei depositi bancari e a mettere a punto schemi espliciti di assicurazione. A ciò si sono aggiunte modifiche del quadro normativo. Sono state inasprite le norme prudenziali, sebbene in alcuni casi (in Malaysia e, in misura minore, in Thailandia) siano state concesse agevolazioni temporanee per aiutare le banche a gestire la fase acuta dei problemi finanziari.

Inoltre, in molti paesi colpiti dalla crisi sono state costituite società di gestione per rilevare parte del portafoglio dei prestiti in mora delle istituzioni finanziarie. Spesso la motivazione era quella di ridurre l'avversione a nuovi prestiti mostrata in misura crescente dalle banche a mano a mano che si acuiscono i loro problemi nella gestione delle sofferenze. Le strategie andavano dal tentativo di dismettere rapidamente le attività problematiche a quello di evitare una "svendita in blocco". La prima è stata seguita in Thailandia, mentre la seconda è stata adottata in Malaysia.

Infine, i timori che la chiusura forzata di una banca potesse innescare una successione sistemica di insolvenze bancarie e aggravare il problema del razionamento del credito spiegano perché fino agli inizi del 1999 era stato consentito il fallimento di un numero relativamente esiguo di istituti. Le politiche si sono invece concentrate sulle ricapitalizzazioni e fusioni bancarie. Nell'ultimo anno e mezzo sono stati avviati progetti di ricapitalizzazione, spesso condizionati alla partecipazione degli azionisti o a miglioramenti dell'efficienza operativa e

cambiamenti nel management. Quando necessario, alcune banche in difficoltà sono state temporaneamente acquisite dallo Stato. Sono state inoltre incoraggiate acquisizioni di banche deboli da parte di banche più grandi e solide (come in Corea e Thailandia), sebbene la portata sistemica delle crisi bancarie abbia spesso reso molto difficile il reperimento di acquirenti adatti. È inoltre divenuto più favorevole l'atteggiamento delle autorità nei confronti di acquisizioni da parte di banche estere. In diversi paesi, quali Indonesia e Thailandia, gli impedimenti alla proprietà estera delle banche sono stati ridotti o eliminati del tutto.

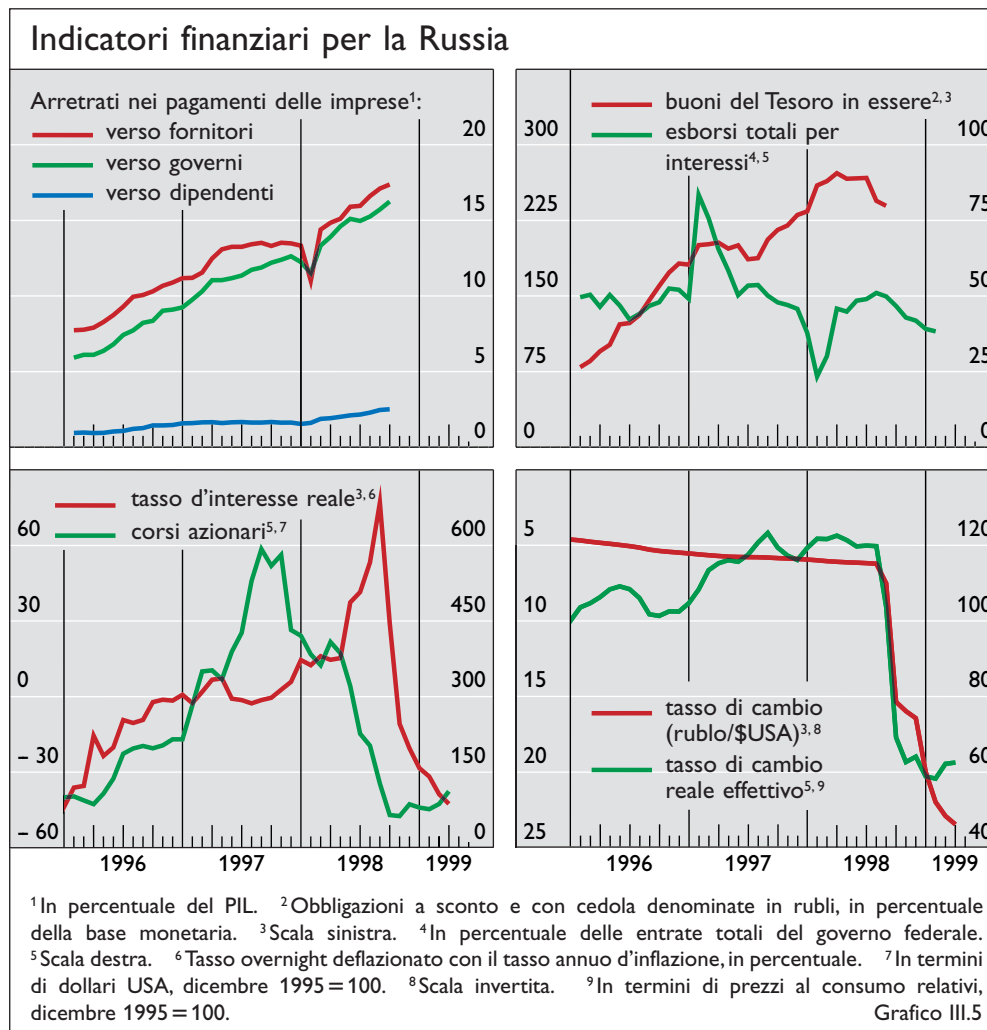
Nella maggior parte dei paesi i progetti tesi alla risoluzione dei problemi delle banche sono stati integrati con iniziative volte ad aiutare le imprese vitali a ristrutturare le proprie attività e a far fronte ai propri obblighi di servizio del debito resi molto più onerosi dati i ridotti flussi di cassa. Agli inizi del 1999 molti di questi programmi non erano andati molto al di là della fase concettuale. Ciò è dipeso in parte dal fatto che nella maggioranza dei paesi le carenze della legislazione societaria, in particolare per quanto concerne le procedure concorsuali, hanno impedito una più rapida ed efficace ristrutturazione del debito e delle imprese, nonché dal fatto che i creditori indeboliti non erano disposti a fare concessioni. I progressi sono stati in generale maggiori in Corea dove un accordo, raggiunto verso la fine del 1998, tra il governo e i cinque principali conglomerati (i "chaebol") prevedeva l'impegno alla razionalizzazione, a una maggiore specializzazione operativa e a un abbattimento del debito. Tali impegni, tuttavia, non hanno ancora trovato attuazione.

Iniziative di ristrutturazioni societarie

La crisi finanziaria russa e il suo impatto sull'Europa orientale

Nell'ultima parte del 1997 e nella prima metà del 1998 le difficoltà nel controllare le finanze pubbliche e le sempre maggiori emissioni di debito pubblico a breve termine, la caduta dei prezzi delle materie prime e l'apprezzamento del cambio reale hanno suscitato crescenti dubbi sulla capacità della Russia di onorare il servizio del debito. Di conseguenza, il tasso di cambio ha subito ripetuti attacchi cui si è risposto con aumenti successivi dei tassi d'interesse sino al 150% alla fine di maggio, anche se l'inflazione è rimasta al disotto del 10%. Per sostenere la stabilità del rublo, che era da qualche anno il fulcro della politica monetaria, nel luglio è stato offerto alla Russia un programma biennale di finanziamento internazionale di quasi \$23 miliardi, dei quali \$4,8 miliardi resi immediatamente disponibili dal FMI. Tuttavia, data la forte opposizione parlamentare nei confronti di importanti misure per incrementare il gettito fiscale, il programma di aggiustamento si è rivelato di difficile attuazione. Con tassi d'interesse reali estremamente elevati, i costi del servizio del debito pubblico hanno assorbito circa la metà delle entrate di bilancio (grafico III.5). Le riserve valutarie hanno continuato a impoverirsi e il tentativo di allungare la scadenza a brevissimo termine del debito pubblico negoziabile è praticamente fallito, cosicché risultavano da finanziare entro la fine dell'anno quasi \$20 miliardi di debito a breve in rubli. Inoltre, i corsi azionari hanno raggiunto nuovi minimi, i tassi d'interesse interni sono rimasti elevati e gli spreads delle euroobbligazioni russe hanno raggiunto 2000 punti base.

Fasi della crisi russa



Risposte di politica economica

Di fronte ai problemi crescenti di finanziamento, sia interni che esterni, a metà agosto 1998 le autorità russe hanno annunciato una svolta radicale. I principali interventi comprendevano l'ampliamento e il successivo abbandono della fascia di oscillazione del cambio, la sospensione della contrattazione in buoni del Tesoro associata a una ristrutturazione obbligatoria del debito pubblico e, infine, una moratoria di 90 giorni sul rimborso del debito delle società e delle banche ai creditori esteri. La percezione che le regole del gioco tra debitori e creditori fossero state fundamentalmente alterate ha innescato una reazione inaspettatamente brusca nei mercati internazionali (di cui si discute nel Capitolo V).

Il governo ha tentato di resistere alle conseguenze della crisi di agosto ripristinando misure amministrative che erano state abolite in passato. Forti restrizioni sono state imposte alle operazioni sul mercato valutario, il disavanzo pubblico è stato in misura crescente finanziato mediante indebitamento diretto presso la banca centrale e agli esportatori è stato imposto di cedere il 75% dei propri proventi in valuta. Grazie a crediti diretti erogati dalla banca centrale è stato mantenuto a galla un settore creditizio fortemente vulnerabile, ma la prospettata agenzia per la ricapitalizzazione delle banche non è diventata operativa. Senza accesso al credito bancario le imprese sono state costrette a fare ancora maggiore affidamento sulle proprie risorse finanziarie, sui pagamenti arretrati e sul baratto. Anche i depositi bancari sono stati in larga misura bloccati.

La crisi e la risposta soltanto parziale delle politiche hanno spinto la crescita e l'inflazione in direzioni opposte. Nell'ultimo trimestre del 1998 il prodotto rilevato si è ridotto del 9%, portandosi a un livello pari a circa la metà di quello del 1989, mentre l'inflazione è balzata al 100% agli inizi del 1999. La domanda di importazioni ha sostenuto il peso dell'aggiustamento scendendo nell'ultimo trimestre del 1998 di oltre il 50% in termini di dollari. Poiché le materie prime continuano a essere predominanti negli scambi commerciali della Russia, i volumi delle esportazioni hanno reagito poco alla svalutazione del rublo, mentre i prezzi delle esportazioni hanno rispecchiato l'andamento calante delle materie prime.

Le ricadute
sull'economia ...

A fine 1998, la Russia era in mora di pagamento sul suo debito in valuta estera di oltre \$100 miliardi ereditato dall'Unione Sovietica (il debito propriamente russo viene stimato intorno a ulteriori \$60 miliardi), mentre il premio sulle eurobligazioni russe rimaneva elevato, di fatto tagliando fuori il paese dai mercati internazionali dei capitali. Alla fine dello scorso marzo la Russia e il FMI hanno rilanciato i negoziati per un programma che possa aiutare il paese a onorare il servizio del debito stimato in \$17½ miliardi per il 1999. Con riserve valutarie ufficiali ridotte a \$6½ miliardi alla fine di marzo, si sono fatti più insistenti gli appelli a cancellare, e non soltanto ristrutturare, una parte del debito ereditato dall'Unione Sovietica.

... e sui finanzia-
menti esteri

Alla base della crisi russa vi sono state varie importanti debolezze di fondo che non erano state sufficientemente affrontate nel processo di transizione avviato nel 1992. In primo luogo, la Russia non è stata in grado di realizzare alcuni dei pilastri fondamentali di un'economia di mercato. È ancora allo stato rudimentale il quadro istituzionale che garantisce l'efficacia legale dei contratti privati e un'effettiva concorrenza. Nell'economia reale la riforma strutturale è stata incompleta. Contrariamente a quanto accaduto in altre economie in transizione, quali la Polonia, sono sorte poche società dinamiche, di medie dimensioni, capaci di imprimere uno slancio alla crescita, mentre la creazione di grandi gruppi finanziari e industriali ha teso a cementare vecchie strutture. Né i progressi realizzati nel campo delle privatizzazioni sono stati accompagnati dalla creazione di solidi sistemi di governo societario. La fuga dei capitali, in parte alimentata dalla dismissione di attività aziendali, è stata ingente dall'inizio della fase di transizione. La mobilità del lavoro è rimasta bassa e le disparità di reddito hanno fomentato lo scontento sociale.

Tra i principali
fattori di debo-
lezza, l'incompleta
riforma
strutturale ...

Un secondo importante elemento di debolezza ha riguardato il settore delle finanze pubbliche. Tra il 1992 e il 1998 i disavanzi del governo federale sono stati in media pari al 7½% del PIL. Rimane ancora da creare un sistema di esazione delle imposte equo ed efficiente mentre la relazione tra entrate e uscite a livello federale e quelle a livello statale è rimasta poco chiara. Inoltre, accumulando arretrati sui pagamenti, il governo stesso ha contribuito a diffondere la cultura delle morosità in tutti i settori dell'economia (grafico III.5). I problemi della finanza pubblica hanno spesso rappresentato un importante ostacolo alla formulazione e al rispetto dei programmi del FMI.

... carenze della
finanza pubblica ...

Infine, il ruolo dell'intermediazione finanziaria nell'economia reale non è stato sufficientemente promosso. Le banche hanno basato i propri proventi sullo sfruttamento degli arbitraggi finanziari creati dalla svalutazione continua del rublo (prima del 1998), o dagli ingenti acquisti di titoli di Stato ad alto rendimento

... e una limitata
intermediazione
finanziaria

(a partire dal 1993, anno in cui è stato creato il mercato del debito pubblico). Spesso tali acquisti sono stati finanziati mediante indebitamento in valuta, lasciando le banche con cospicue posizioni valutarie aperte. Per contro, i crediti in essere a favore del settore privato si sono mantenuti su livelli molto bassi, intorno al 15% del PIL, cosicché non si è sviluppata una cultura del credito. Inoltre, la maggior parte delle banche russe non è riuscita a promuovere una vera e propria capacità di raccolta di depositi. Infatti, molti istituti sono stati creati da grandi imprese proprio al fine di poter ottenere un accesso relativamente facile al credito a basso costo erogato dalla banca centrale. Non sorprende, quindi, che sul mercato interno l'uso del rublo sia cresciuto poco, mentre la dollarizzazione ha continuato a rappresentare un importante aspetto dell'economia.

L'impatto finanziario sull'Europa orientale è solo temporaneo ...

La crisi russa ha avuto un impatto significativo, anche se di breve durata, sui mercati finanziari dell'Europa orientale. Allorché grossi investitori esteri, specialmente i fondi comuni, hanno liquidato ingenti quote dei propri portafogli di titoli azionari dell'Europa orientale, i mercati azionari regionali hanno subito una flessione mentre la maggior parte delle valute veniva sottoposta a pressioni. Tra la fine di luglio e la fine di settembre l'Ungheria – paese che dispone del mercato finanziario più sviluppato e liquido – ha registrato una riduzione dei corsi azionari del 45% che ha cancellato tutti i guadagni realizzati nei due anni precedenti. Le flessioni sui mercati azionari sono state meno accentuate in altri paesi: la partecipazione estera nel mercato polacco e in quello slovacco era sempre stata relativamente modesta, e verso la fine del 1996 gli investitori non residenti avevano già ridotto la propria esposizione nei confronti dei titoli azionari cechi. Grazie alla ripresa dei corsi dopo l'ottobre 1998, i mercati azionari in Europa orientale hanno registrato perdite esigue sull'intero anno. Limitato è stato anche l'impatto sui costi e sul volume dei flussi di capitali privati. Rispetto ad altre economie emergenti, gli spreads delle obbligazioni di paesi dell'Est europeo sono aumentati relativamente poco: meno di 100 punti base nel caso della Polonia, della Repubblica Ceca e dell'Ungheria (grafico III.1). Ciò nonostante, i tassi più elevati e la ridotta disponibilità di credito hanno effettivamente messo alcuni governi sotto pressione e costretto varie importanti imprese del settore privato a rinunciare temporaneamente a finanziarsi direttamente sull'estero. Tuttavia, non vi è stata alcuna inversione dei flussi dei crediti bancari internazionali (tabella III.3), e sono proseguite, seppure moderatamente, le emissioni obbligazionarie internazionali.

Le turbolenze finanziarie che hanno seguito la crisi russa hanno indebolito il fiorino ungherese e lo zloty polacco che avevano in precedenza subito una spinta al rialzo. Prima della crisi, l'afflusso dei capitali a breve aveva spinto lo zloty vicino al limite superiore della sua fascia di oscillazione e una dinamica analoga aveva interessato il fiorino. Una volta arrestato l'ulteriore apprezzamento reale, si sono attenuate le preoccupazioni di una perdita di competitività esterna. In ottobre lo zloty era ritornato al centro della sua fascia di oscillazione e la banca centrale ha abbandonato l'idea di introdurre controlli valutarî più rigorosi. Diversi paesi nella regione hanno reagito alle turbolenze finanziarie innalzando i tassi d'interesse a breve, ma la trasmissione sui rendimenti a più lungo termine è stata limitata. Ripristinato il clima di stabilità, la banca centrale polacca e quella

ceca hanno quindi attuato le riduzioni del tasso d'interesse che avevano precedentemente programmato.

Il limitato contagio dalla crisi russa costituisce una riconferma della misura in cui i paesi dell'Europa orientale hanno riorientato i loro legami commerciali e finanziari verso l'Europa occidentale e hanno compiuto progressi nella transizione verso una moderna economia di mercato. La struttura degli scambi dell'Europa orientale ha subito un'importante trasformazione: per quasi due terzi le esportazioni sono ora rivolte verso i paesi dell'Unione europea, mentre solo il 5% è destinato alla Russia. Anche l'esposizione finanziaria delle banche dell'Est europeo verso la Russia è limitata. Infatti, nel momento in cui si è abbattuta la crisi sulla regione, a metà dello scorso anno, le banche non hanno subito pressioni né hanno visto ridursi i corsi dei loro titoli azionari rispetto a quelli delle altre imprese. Negli anni recenti, il riuscito processo di transizione ha portato a elevati tassi di crescita sia in Polonia che in Ungheria. Al contrario, nel 1998 la necessità di un'ulteriore ristrutturazione del settore delle imprese e del settore finanziario ha teso a frenare l'attività economica nella Repubblica Ceca. Sebbene l'inflazione sia rimasta più elevata che nei paesi della UE, essa si è costantemente ridotta nei paesi dell'Europa orientale. Inoltre, in Polonia e Ungheria sono stati compiuti sforzi per consolidare i sistemi bancari in parte accettando una maggiore concorrenza estera. Grazie ai progressi realizzati nel processo di transizione, sono stati avviati colloqui con diversi paesi dell'Europa orientale in vista di una loro eventuale ammissione alla UE.

... grazie ai cambiamenti fondamentali realizzati

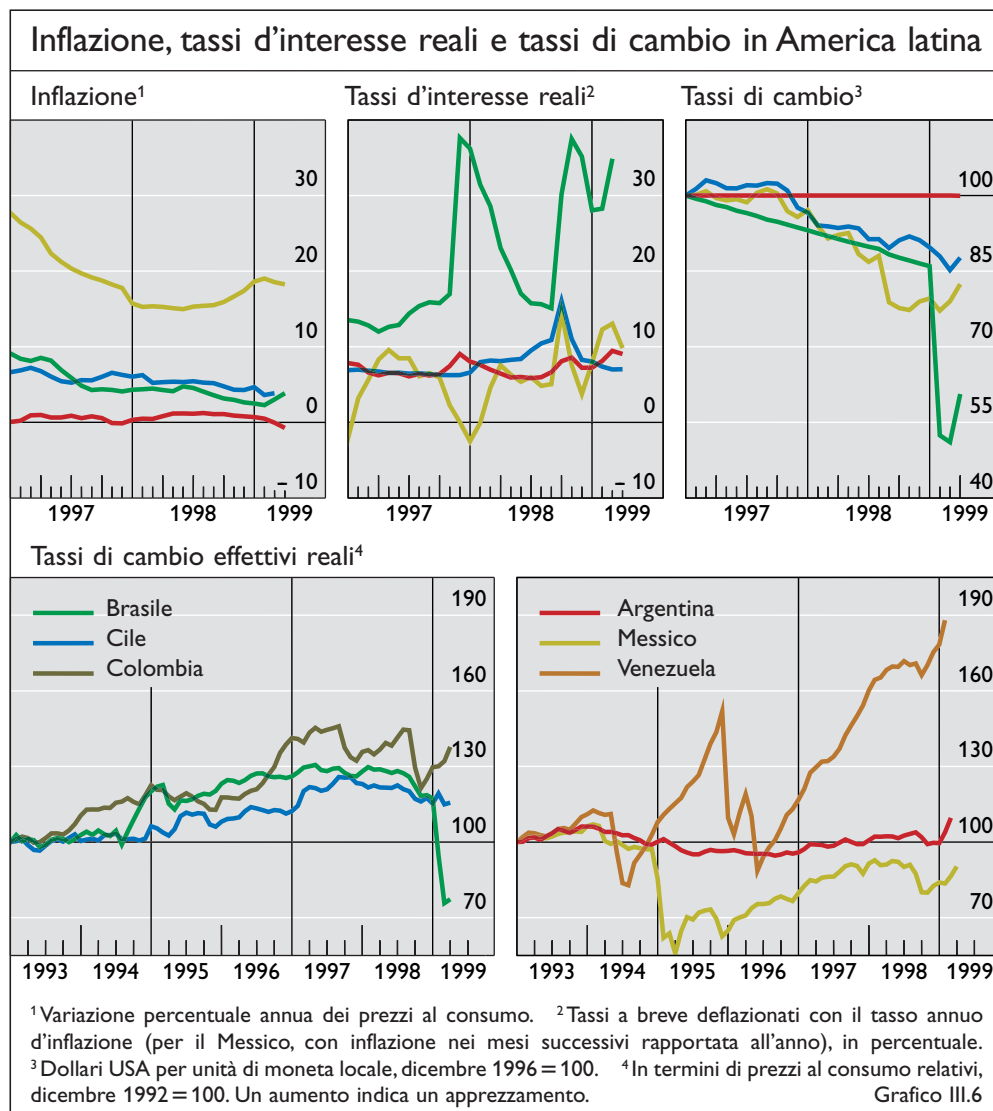
Permangono, tuttavia, alcune vulnerabilità. Gli ampi disavanzi pubblici e delle partite correnti costituiscono ancora oggi un'importante fonte di preoccupazione per molte economie in transizione. Malgrado i progressi registrati in molti paesi, le istituzioni bancarie rimangono fragili, come testimonia il loro basso rating internazionale. I mercati finanziari sono ancora immaturi e la vigilanza richiede di essere ulteriormente rafforzata. Infine, rimane poco sviluppato il sistema di sicurezza sociale.

Vulnerabilità residue

Andamenti in America latina

Sebbene l'America latina abbia continuato ad attrarre flussi considerevoli di capitali all'indomani della crisi asiatica, una serie di difficoltà di fondo lasciavano intuire una sua potenziale predisposizione alle turbolenze finanziarie. In primo luogo, negli anni recenti la loro posizione sull'estero era debole. Lo scorso anno i disavanzi commerciali e quelli di parte corrente sono ancora fortemente aumentati in quasi tutti i paesi. Un motivo importante che spiega l'ampio divario tra la crescita delle esportazioni e delle importazioni per quasi tutti gli anni novanta è stato il costante apprezzamento del tasso di cambio reale in molti paesi (grafico III.6). Più recentemente la regione ha dovuto anche affrontare un indebolimento dei prezzi delle materie prime, mentre la contrazione economica in Asia ha prodotto ulteriori effetti negativi sulle esportazioni di alcuni paesi. Un secondo elemento di vulnerabilità è stato il basso tasso di risparmio della regione che l'ha costretta a ricorrere in misura massiccia ai finanziamenti esteri. Infine, difficoltà a contenere i disavanzi pubblici sono state incontrate in diversi paesi; l'anno scorso in molti casi i conti pubblici sono ulteriormente peggiorati in parte

Le difficoltà di fondo della crisi in America latina ...



a causa dell'andamento cedente dei prezzi delle materie prime, degli elevati tassi d'interesse e di un rallentamento della crescita.

La crisi di fiducia scoppiata nei mercati internazionali a metà del 1998 ha aggravato tali difficoltà. Subito dopo, allorché i finanziamenti esterni si sono ridotti a un rivolo, i prezzi delle obbligazioni dei paesi latino-americani scambiate sui mercati internazionali e quelli dei titoli azionari interni sono scesi drasticamente mentre forti pressioni si scaricavano su alcune valute. I paesi colpiti più direttamente sono stati quelli con ampi disavanzi pubblici (quali Brasile e Colombia) o in una situazione di incertezza politica (Venezuela). In risposta alle turbolenze sono stati attuati drastici aggiustamenti delle politiche, che hanno assunto soprattutto la forma di una stretta monetaria. Le prospettive di crescita sono rapidamente peggiorate e nell'ultimo trimestre dell'anno i tassi di incremento annuo del PIL sono divenuti negativi, rispetto a quasi il 3% registrato nel primo semestre.

Alcune delle economie minori della regione sono state colpite da catastrofi naturali (El Niño e l'uragano Mitch). In Ecuador, gli shock negativi sono stati aggravati dall'assenza di misure volte a correggere gli squilibri nei conti pubblici e a risolvere i problemi del settore bancario. L'insufficiente risposta di politica

... messe a nudo dalle turbolenze finanziarie

economica ha poi impedito al paese di accedere al sostegno finanziario della comunità internazionale.

La crisi brasiliana

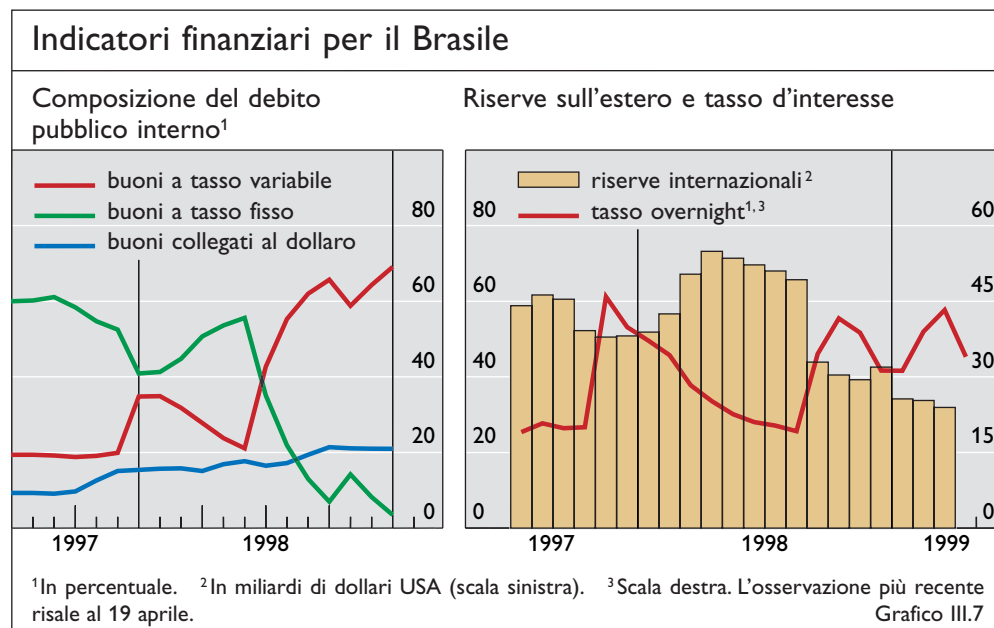
La crisi asiatica ha messo in evidenza una serie di importanti squilibri macroeconomici nell'economia brasiliana. Sebbene sia riuscito a conseguire un tasso d'inflazione a una sola cifra, il Piano Real – lanciato verso la metà del 1994 – si basava su tassi d'interesse reali sostanzialmente elevati per arginare la forte crescita della domanda interna. Questi, a loro volta, hanno contribuito ad aumentare il disavanzo pubblico (depurato dagli effetti dell'inflazione sui pagamenti per interessi) che è passato da una media del 2,4% del PIL nel 1994–96 a quasi l'8% nel 1998 (tabella III.11). Il peggioramento fiscale, tuttavia, è stato anche dovuto a una riduzione dell'avanzo primario che è sceso dal 2% del PIL nel 1994–96 a una posizione di quasi pareggio nel 1998. Inoltre, le fasi iniziali del Piano Real si sono accompagnate a un apprezzamento significativo della moneta brasiliana che ha contribuito ad ampliare il disavanzo delle partite correnti.

Tali squilibri hanno portato a una prima ondata di forti pressioni sul cambio subito dopo gli avvenimenti occorsi in Asia alla fine del 1997. Le autorità hanno risposto con un deciso inasprimento della politica monetaria e con l'annuncio di misure fiscali per ridurre il disavanzo in misura equivalente al 2% del PIL nel corso del 1998. Gli elevati tassi d'interesse e un allentamento delle restrizioni sui movimenti di capitali hanno condotto a un nuovo forte afflusso di capitali all'inizio del 1998, che ha contribuito a ricostituire le riserve internazionali (grafico III.7). Inoltre, la banca centrale ha annunciato l'intenzione di passare gradualmente a un regime di tasso di cambio più flessibile nei prossimi anni. Per contro, gli aggiustamenti fiscali promessi si sono rivelati di difficile realizzazione poiché misure importanti potevano essere attuate solo dopo l'approvazione da parte del Congresso.

L'effetto prodotto sul Brasile dall'insolvenza della Russia è stato profondo. Nonostante alla base del contagio vi fossero una debolezza fiscale e una

Squilibri macroeconomici in Brasile

La risposta iniziale delle politiche nell'ultima parte del 1997



vulnerabilità a fattori esterni, le forti vendite delle obbligazioni internazionali brasiliane (in particolare le obbligazioni Brady, altamente liquide), probabilmente provocate dall'esigenza di far fronte alle richieste dei margini su altre operazioni, hanno contribuito in maniera significativa alla trasmissione della turbolenza finanziaria. A mano a mano che i detentori di titoli pubblici interni a rendimento relativamente basso vendevano tali attività per acquistare le obbligazioni internazionali brasiliane più remunerative, i capitali hanno cominciato a lasciare il paese a ritmo accelerato.

Il contenimento della crisi alla fine del 1998

Le misure messe in atto per contenere tali pressioni sono state molteplici. In primo luogo, al fine di evitare che le emissioni nazionali di titoli di Stato venissero liquidate su vasta scala, ai detentori di tali titoli sono stati offerti ulteriori incentivi sotto forma di garanzie di tasso d'interesse e di cambio. La marcata ricomposizione del debito pubblico, avviata subito prima della crisi russa, è stata intensificata mediante la sostituzione di titoli tradizionali a tasso fisso con buoni del Tesoro ancorati al dollaro e a tasso variabile (grafico III.7). In secondo luogo, le autorità sono intervenute massicciamente sul mercato valutario. La portata di tali interventi potrebbe essere sottovalutata dalla variazione netta nello stock di riserve valutarie, dal momento che la privatizzazione del sistema delle telecomunicazioni si è accompagnata a ingenti afflussi di capitali a metà anno e che il sostegno al cambio è stato realizzato anche mediante operazioni fuori bilancio nei mercati dei futures e dei contratti a termine. Infine, le autorità monetarie hanno innalzato drasticamente i tassi d'interesse.

Aggiustamento fiscale e assistenza finanziaria ufficiale

Dopo le elezioni presidenziali di ottobre è stato annunciato un programma di sostegno guidato dal FMI, che prevedeva importanti esborsi iniziali ed era subordinato all'attuazione di un ampio aggiustamento fiscale. Il sostegno finanziario concordato è stato di circa \$41½ miliardi; di questi \$18 miliardi rappresentano il contributo del FMI, mentre la Banca Mondiale e la Banca interamericana di sviluppo si sono impegnate a erogare \$4,5 miliardi ciascuna. È stata inoltre offerta alla banca centrale una linea di credito di \$13,3 miliardi, coordinata dalla BRI e garantita dalle banche centrali di 19 paesi industriali; nel contempo, le autorità giapponesi hanno reso disponibile una linea di credito per \$1¼ miliardi. L'accordo con il FMI e il primo esborso effettuato agli inizi di dicembre hanno migliorato la situazione solo marginalmente. Gli spreads delle obbligazioni internazionali emesse dal Brasile sono rimasti elevati ed è proseguito il deflusso di capitali. Sul versante interno il rifiuto del Congresso di approvare un pacchetto di importanti misure fiscali e, successivamente, la mancanza d'impegno da parte di alcuni importanti Stati federati ad attuare il processo di aggiustamento della finanza pubblica hanno inoltre messo in dubbio l'efficacia dell'inasprimento fiscale.

La fluttuazione del real brasiliano ...

Agli inizi del 1999, forse innescata da una parziale moratoria del debito attuata dal governo di uno Stato federato, la pressione ha cominciato a salire e le autorità hanno abbandonato il regime dei cambi da tempo vigente. Il governo centrale ha tentato di attuare una svalutazione limitata e controllata, facendo leva su due fattori positivi: primo, il paese aveva svalutato in presenza di ampie riserve ufficiali e di un programma di assistenza internazionale già predisposto; secondo, le imprese e le banche non erano così esposte com'era avvenuto in Asia, avendo coperto le proprie posizioni a fronte di

variazioni improvvise dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio. Un importante elemento di debolezza era tuttavia la vulnerabilità dei disavanzi pubblici alla svalutazione e a un innalzamento dei tassi d'interesse, dato l'ingente ammontare di buoni del Tesoro a tasso variabile ancorati al dollaro e data la posizione corta assunta dalla banca centrale nel mercato dei futures e dei contratti a termine sui cambi. Infine, nei due mesi successivi all'adozione del regime fluttuante il real si è deprezzato del 40%.

Dopo la svalutazione della moneta, due questioni hanno suscitato particolari preoccupazioni. La prima era la dinamica potenzialmente esplosiva del rapporto debito interno/PIL qualora non si fosse riusciti nuovamente a ridurre i tassi d'interesse e il fabbisogno connesso al servizio del debito. Per dissipare i timori di una dinamica fuori controllo del debito e impedire così un circolo vizioso di ulteriori pressioni al ribasso sulla moneta e al rialzo sui tassi d'interesse, nel marzo del 1999 è stata annunciata una drastica manovra fiscale correttiva. Oltre alle misure già concordate con il FMI in novembre, sono stati proposti ulteriori tagli alla spesa pubblica e un aumento dell'imposizione fiscale al fine di portare l'avanzo primario a superare nel 1999 il 3% del PIL.

La seconda riguardava la risposta dell'inflazione al deprezzamento nominale della moneta. Essendo noto che in America latina l'inflazione è molto sensibile alle variazioni del tasso di cambio, si prevedeva che in Brasile i prezzi aumentassero rapidamente e in misura considerevole. Tuttavia, vari fattori connessi hanno limitato l'immediata ripresa dell'inflazione. Innanzitutto, l'aggravarsi della recessione ha contenuto le pressioni dei prezzi. Inoltre, dall'inizio degli anni novanta l'economia ha subito un processo crescente di deregolamentazione, riducendo in maniera significativa il ricorso a meccanismi di indicizzazione. Infine, nonostante le ovvie conseguenze negative sulle finanze pubbliche, le autorità hanno optato per un ulteriore inasprimento della politica monetaria al fine di ripristinare la fiducia del mercato. Si è consentito ai tassi d'interesse overnight di aumentare da poco meno del 30% alla fine del 1998 al 45% dei primi di marzo, allo scopo di rallentare o annullare l'indebolimento del tasso di cambio e limitare in tal modo il suo impatto sull'inflazione e sulle attese inflazionistiche. Il tasso di cambio si è quindi rafforzato consentendo alla banca centrale di ridurre gradatamente i tassi d'interesse a partire dalla fine di marzo. Sempre in marzo, l'inflazione mensile è parsa assestarsi all'1,3%. Con il lento miglioramento del clima è stato possibile accedere nuovamente ai mercati internazionali; in aprile è stata portata a termine con successo l'emissione di debito sovrano per \$2 miliardi, benché a uno spread ancora relativamente alto.

Il contagio ad altre economie latino-americane

Nel corso del 1998 l'Argentina ha compiuto ulteriori progressi nel sanare le finanze pubbliche e rafforzare il settore bancario. Il fermo impegno delle autorità nei confronti del regime di "currency board" ha mantenuto a meno dell'1% l'inflazione dei prezzi al consumo. La crescita annua del PIL, tuttavia, si è ridotta drasticamente da oltre il 7% nei primi mesi del 1998 a $-1/2\%$ a fine anno, e il disavanzo corrente ha raggiunto il $4\frac{1}{2}\%$ del PIL. Sebbene l'Argentina sia un'economia relativamente chiusa, il rallentamento economico della regione – specie in Brasile che assorbe un terzo delle esportazioni argentine – ha depresso l'attività in diversi

... rende problematici il servizio del debito ...

... e il contenimento dell'inflazione

Impatto sull'Argentina attraverso il commercio ...

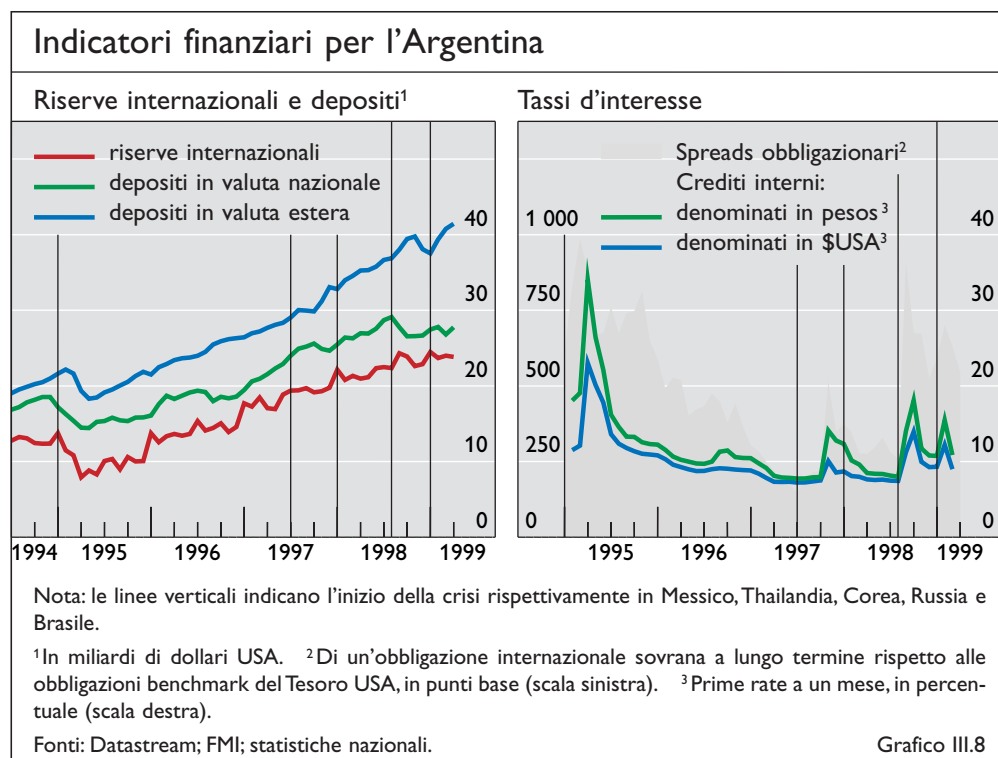
settori, compreso quello automobilistico. Gli aggiustamenti del cambio all'interno del Mercosur hanno ulteriormente aumentato le pressioni concorrenziali sull'industria argentina. Ciò rende ancora più importante promuovere una maggiore flessibilità nel mercato del lavoro e dei beni in alternativa agli aggiustamenti di cambio.

... e le variabili finanziarie

Negli ultimi anni, secondo alcuni indicatori l'Argentina è diventata alquanto più resiliente alle turbolenze finanziarie che si originano nelle altre economie emergenti (grafico III.8). Contrariamente a quanto avvenuto a seguito della crisi del peso messicano, le riserve internazionali hanno risentito poco della tempesta finanziaria occorsa in Asia, Russia e Brasile. I depositi bancari, che nei tre mesi successivi alla crisi messicana si erano ridotti del 13%, sono notevolmente cresciuti fino al mese di agosto dello scorso anno. Malgrado ciò, la crisi russa ha prodotto effetti significativi in Argentina. Infatti, i depositi denominati in pesos si sono ridotti del 9% mentre quelli denominati in dollari hanno subito un'ulteriore espansione, il che indica una più acuta percezione del rischio valutario. Inoltre, per un breve periodo di tempo i margini sui titoli di Stato internazionali sono aumentati a livelli simili a quelli osservati dopo la crisi messicana. Aumenti drastici hanno anche segnato i tassi d'interesse a breve, sia in pesos che in dollari. La fluttuazione del real brasiliano ha ancora una volta esercitato una pressione temporanea sia sugli spreads che sui tassi d'interesse, mantenendoli al di sopra dei livelli raggiunti prima della crisi russa. Nonostante spreads così elevati, l'Argentina è riuscita a ritornare sui mercati finanziari internazionali all'inizio del 1999, ossia molto più rapidamente di quanto non fosse riuscita a fare dopo le precedenti crisi.

Dollarizzazione

Il clima d'incertezza ha indotto le autorità ad annunciare che avrebbero considerato la possibilità di dollarizzare l'economia al fine di rafforzare la fiducia nei confronti dell'impegno alla stabilità della moneta. Una siffatta strategia solleva



una serie di interrogativi. Qualora venga percepita come un processo irreversibile, la dollarizzazione avrebbe l'effetto immediato di eliminare il premio associato al rischio valutario (misurato dal differenziale di interesse tra i contratti in pesos e quelli in dollari all'interno dell'Argentina). Non è chiaro tuttavia cosa accadrebbe al premio di rischio paese (misurato convenzionalmente dal differenziale tra i tassi d'interesse sulle emissioni di debito del Tesoro statunitense e quelli dei titoli di debito del governo argentino, denominati in dollari). In Argentina i tassi d'interesse sui contratti in dollari, sia a breve che a lungo termine, sono rimasti elevati (grafico III.8); ciò sta a indicare che i prenditori argentini, compreso il governo, pagano un premio sensibile per il rischio di credito. Un fattore importante alla base di tali premi potrebbe essere l'elevato livello di indebitamento esterno del paese. Altri interrogativi sollevati dalla dollarizzazione dell'economia sono la disponibilità di finanziamenti di ultima istanza e la ripartizione del signoraggio connesso con l'emissione di moneta.

Le turbolenze finanziarie hanno esercitato pressioni anche sul Messico. Sebbene negli ultimi anni l'economia messicana sia divenuta assai più diversificata, la caduta dei prezzi del petrolio – cui ha contribuito la crisi asiatica – ha comunque prodotto un effetto significativo soprattutto sulle entrate statali. Il governo ha risposto con una politica fiscale risoluta che prevedeva nel corso del 1998 tre tornate di tagli di spesa. Inoltre, dopo lo scoppio della crisi in Russia vi è stata una contrazione improvvisa degli afflussi di capitali che ha portato a un forte deprezzamento del tasso di cambio. Questo ha innescato una risposta inflazionistica quasi immediata che, unitamente all'incremento di alcuni prezzi controllati, ha invertito il precedente andamento decrescente dell'inflazione e ha spinto la banca centrale a inasprire le condizioni monetarie (grafico III.6). Agli inizi del 1999 l'inflazione e le attese inflazionistiche erano nuovamente calanti. Dato l'inasprimento della politica monetaria e fiscale la crescita è notevolmente rallentata.

Le prospettive per l'economia messicana dipenderanno non solo dalla performance dell'economia statunitense, ma anche dalla rapidità con la quale si compiranno progressi nel rafforzare la solidità di un sistema bancario, ancora debole. Il volume dei crediti bancari in termini reali rimane ben al disotto dei livelli anteriori alla crisi del 1994. Verso la fine del 1998 sono state annunciate ulteriori misure di supporto a favore di debitori bancari, verosimilmente per ridurre il rischio che gli elevati tassi d'interesse necessari per contenere la pressione sul tasso di cambio potessero invertire la tendenza decrescente dei crediti in sofferenza. Inoltre, dopo una controversia durata un anno, alla fine del 1998 il Congresso ha raggiunto un accordo che prevede la creazione di un'agenzia di assicurazione dei depositi che sarà anche responsabile di gestire i crediti in sofferenza stralciati dai bilanci delle banche negli ultimi anni. L'attuazione di tale accordo è ora essenziale per realizzare l'espansione dei crediti e dei patrimoni delle banche, di cui si avverte una grande esigenza.

Il Cile è stato gravemente colpito dalla crisi nei mercati emergenti: i prezzi del rame hanno subito una drastica riduzione, le esportazioni verso l'Asia sono cadute e la crescita dei mercati dei paesi vicini si è notevolmente indebolita a mano a mano che le turbolenze si propagavano in America latina. La banca centrale ha reagito prontamente al deterioramento del clima economico

Risposte delle
politiche in
Messico ...

... e ristrutturazioni
bancarie

Cile

innalzando i tassi d'intervento all'inizio del 1998 al fine di frenare la rapida crescita della domanda interna, e di nuovo in settembre per contenere il diffondersi della crisi. Inoltre, allorché il peso è stato oggetto di una pressione al ribasso, le autorità sono intervenute nel mercato valutario molto prima che la moneta si avvicinasse al limite inferiore della fascia obiettivo. L'inversione di flusso dei capitali inoltre le ha indotte a ridurre – dal 30 al 10% in giugno e quindi allo 0% in settembre – la quota dei capitali in entrata che deve essere depositata in un conto di riserva infruttifero. Verso la fine del 1998 e agli inizi del 1999, allorché l'inflazione è rientrata nella fascia obiettivo, la banca centrale ha gradualmente allentato la propria politica al fine di contrastare il pronunciato rallentamento dell'economia, pur evitando un ulteriore indebolimento del tasso di cambio.

Colombia

In Colombia il clima d'incertezza politica durante il periodo che ha preceduto le elezioni presidenziali a metà 1998, cui si sono aggiunti cospicui disavanzi fiscali e di parte corrente, ha esercitato forti pressioni sul tasso di cambio, richiedendo un deciso inasprimento della politica monetaria. In agosto, dopo un breve periodo di calma seguito alle elezioni, si sono riaffacciate le pressioni sul tasso di cambio innescate questa volta da fattori esterni. Ciò ha indotto le autorità a correggere il regime del cambio – abbassando di fatto del 9% la fascia di oscillazione – e ad aumentare i tassi d'interesse per favorire il mantenimento del nuovo livello. Quando, alla fine del 1998, sono state avviate misure fiscali più risolte e le organizzazioni internazionali hanno approvato una serie di facilitazioni creditizie, i tassi d'interesse hanno iniziato a ridursi. La politica monetaria restrittiva attuata per gran parte dello scorso anno ha comportato un forte rallentamento dell'economia e un livello record di disoccupazione, sebbene abbia anche contribuito a far scendere l'inflazione agli inizi del 1999. Anche il sistema bancario ha avvertito gli effetti di queste tendenze negative: i crediti in sofferenza hanno infatti subito un notevole incremento, mentre i profitti si sono ridotti drasticamente soprattutto tra le banche statali. Il governo ha reagito annunciando misure di sostegno al settore bancario e di ricapitalizzazione dell'agenzia di assicurazione dei depositi.