

### III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

#### Aspetti salienti

Nel 2001 in quasi tutte le economie emergenti la crescita è diminuita per effetto della flessione produttiva nei paesi industriali, del connesso calo del commercio mondiale, delle instabili condizioni di finanziamento e dei più bassi prezzi delle materie prime (tabella III.1). Nonostante il diffuso allentamento delle politiche monetarie e fiscali, la sottrazione di domanda dall'estero è stata solo in parte compensata dalla crescita della spesa interna. La flessione è stata marcata nell'America latina, anche a causa delle incertezze associate alla crisi argentina. L'Est asiatico ha risentito del forte calo della domanda mondiale di apparecchiature elettroniche, il Medio Oriente del ribasso dei prezzi del petrolio. La crescita è per contro accelerata in Africa. L'inflazione ha rallentato il passo nella maggior parte delle economie emergenti, ma è aumentata nei paesi le cui monete si sono deprezzate più rapidamente lo scorso anno. In generale sono diminuiti gli squilibri nei pagamenti correnti.

Nel 2001 i flussi di capitali privati verso le economie emergenti sono cresciuti leggermente, pur rimanendo nell'insieme su livelli bassi. L'aumento è dovuto principalmente agli investimenti diretti esteri (IDE), che hanno continuato a dirigersi verso i paesi maggiori. I flussi bancari sono in complesso ulteriormente calati, anche se in vari paesi essi hanno nuovamente segnato un saldo positivo verso la fine dell'anno. Gli investimenti azionari hanno sofferto della diffusa incertezza presente sui mercati finanziari, dei deflussi seguiti alle crisi in Argentina e in Turchia e dello shock mondiale dell'11 settembre. I flussi obbligazionari sono rimasti stabili, sebbene gli investitori abbiano differenziato in misura crescente le economie più solide da quelle in situazione critica.

Nell'ultima parte del 2001 e agli inizi del 2002 gli indicatori dell'attività economica si sono rafforzati in molti paesi emergenti. In particolare, il moltiplicarsi dei segni di una svolta positiva negli Stati Uniti ha indotto a rivedere sensibilmente verso l'alto le previsioni di crescita per i paesi asiatici esportatori di prodotti "high-tech". Anche i prezzi delle materie prime hanno recuperato terreno. In vari paesi dell'America latina, d'altra parte, l'incertezza politica ha destabilizzato i mercati finanziari.

#### Interdipendenze mondiali e andamenti interni

Il simultaneo rallentamento della crescita nei paesi industriali e nelle economie emergenti durante il 2001, seguito a due anni di concomitante espansione (grafico III.1), ha evidenziato l'importanza dei legami economici e finanziari a livello internazionale. In effetti, la correlazione fra l'andamento del prodotto nei due gruppi di paesi si è in generale accentuata con l'andare del tempo. In

La correlazione dei tassi di crescita si è rafforzata negli ultimi anni

Crescita e saldi delle bilance correnti								
	PIL reale <sup>1</sup>				Saldo della bilancia corrente <sup>2</sup>			
	Media 1994-99	2000	2001	2002	Media 1994-99	2000	2001	2002
Asia <sup>3</sup>	6,9	6,7	5,0	5,7	1,3	3,4	2,4	2,0
Cina	9,4	8,0	7,3	7,3	2,1	1,9	1,5	1,1
Hong Kong SAR	2,7	10,5	0,1	1,8	-0,2	4,8	5,3	5,9
India	6,6	4,0	5,4	5,7	-1,1	-0,9	-0,5	-0,4
Corea	5,6	9,3	3,0	5,6	0,8	2,5	2,0	1,4
Singapore	5,3	10,0	-2,0	4,0	19,7	23,6	20,9	18,9
Taiwan, Cina	5,9	5,7	-1,9	3,0	2,6	2,9	6,7	5,5
Filippine	3,8	4,0	3,2	3,6	-0,8	12,2	6,3	5,3
Indonesia	2,1	4,8	3,3	3,4	-1,1	5,2	3,6	2,7
Malaysia	5,6	8,5	0,4	4,2	-0,3	10,6	8,2	7,2
Thailandia	2,5	4,4	1,8	3,4	-1,4	7,5	5,4	4,8
America latina <sup>3</sup>	2,9	4,5	0,6	0,5	-3,1	-2,3	-2,9	-1,7
Argentina	2,9	-0,5	-4,5	-12,2	-3,7	-3,6	-1,6	9,6
Brasile	2,8	4,5	1,4	2,1	-3,2	-4,1	-4,6	-4,0
Cile	5,6	5,4	2,8	2,9	-3,5	-1,5	-2,0	-1,6
Colombia	2,1	2,8	1,6	2,0	-4,3	0,4	-2,0	-2,8
Messico	3,1	6,9	-0,3	1,7	-3,0	-3,1	-2,9	-3,0
Perù	5,1	3,1	0,2	3,3	-5,8	-3,0	-2,2	-1,6
Venezuela	0,3	3,2	2,8	-2,6	3,5	11,0	2,5	2,8
Europa centrale <sup>4</sup>	2,8	3,8	3,5	3,2	-3,4	-4,9	-4,4	-4,3
Polonia	5,6	4,0	1,1	1,3	-2,2	-6,3	-4,0	-3,9
Repubblica ceca	1,6	2,9	3,5	3,2	-4,0	-4,5	-4,7	-4,2
Ungheria	3,2	5,2	3,8	3,5	-4,9	-3,2	-0,9	-2,8
Russia	-3,3	8,3	5,0	3,7	2,9	18,5	11,0	7,2
Turchia	2,3	7,5	-7,4	2,2	-0,4	-4,8	2,3	-0,3
Israele	4,5	6,4	-0,6	1,7	-3,9	-1,3	-2,7	-1,7
Arabia Saudita	1,1	4,5	2,2	1,2	-3,4	8,3	4,7	-1,3
Africa	3,3	2,9	3,7	3,4	-2,9	0,2	-0,6	-2,8
Zona franco CFA	4,1	2,3	4,7	5,3	-5,4	-4,1	-5,7	-5,7
Sudafrica	2,6	3,4	2,2	2,2	-1,1	-0,4	-0,1	-0,7
<i>Per memoria:</i>								
<i>paesi del G7</i>	2,8	3,6	1,0	1,7	-0,2	-1,6	-1,5	-1,0

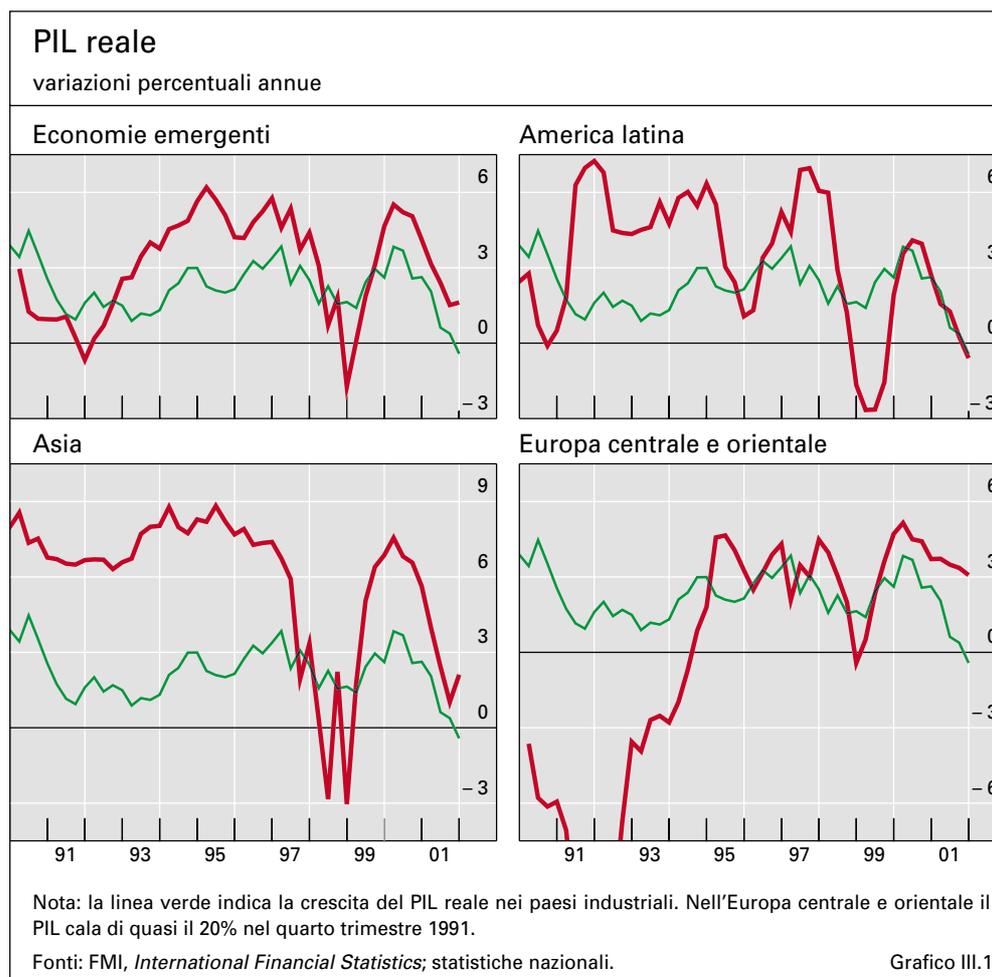
Nota: le cifre per il 2002 sono basate sulle previsioni Consensus del maggio 2002 e sul *World Economic Outlook*.

<sup>1</sup> Variazioni percentuali annue. <sup>2</sup> In percentuale del PIL. <sup>3</sup> Media dei paesi indicati, basata sul PIL e sulle PPA del 1995. <sup>4</sup> Media di Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; OCSE; © Consensus Economics; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.1

parte si è trattato di un nesso fortuito, poiché la flessione produttiva nel mondo industriale durante i primi anni novanta non era stata sincrona (Capitolo II), il che ne aveva diluito l'impatto sulle economie emergenti. Tuttavia, a partire dalla metà del decennio le fluttuazioni del prodotto nelle tre maggiori aree emergenti mostrano effettivamente una più stretta sincronia con quelle dei paesi industriali. Ciò vale in particolare per l'Europa centrale e orientale, dove i comovimenti sono divenuti più marcati e gli sfasamenti più brevi, di riflesso



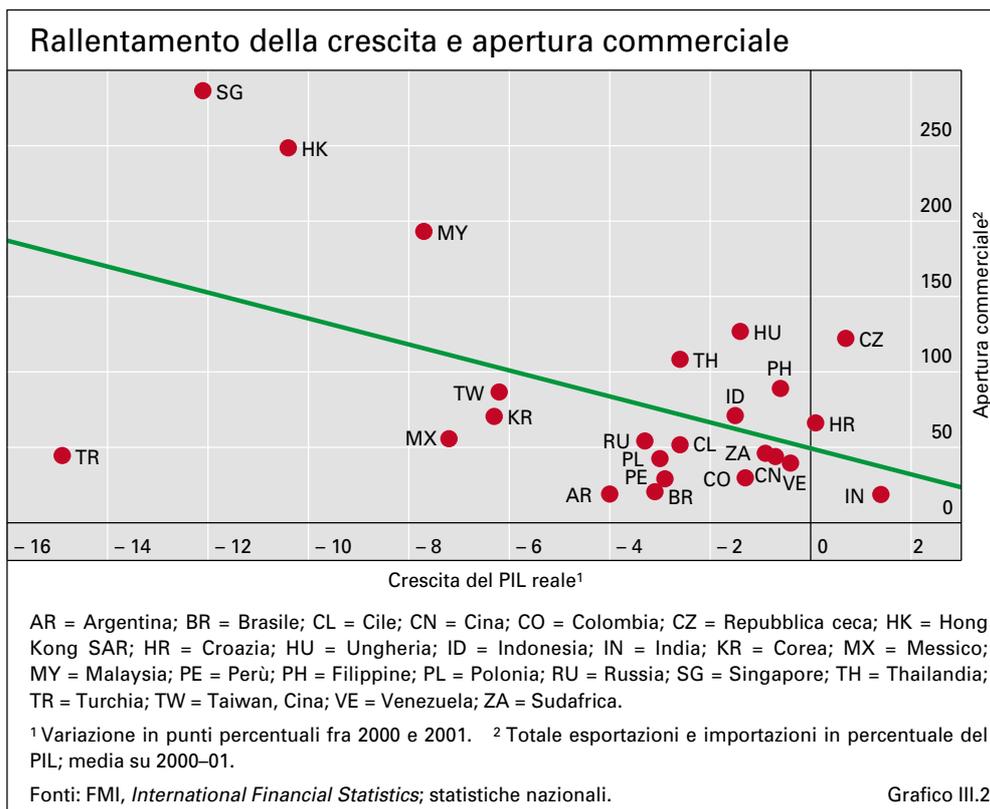
alla profonda trasformazione e all'integrazione con l'Europa occidentale dopo l'avvio del processo di transizione nel 1990.

Le regressioni semplici calcolate per i 20 maggiori paesi emergenti mostrano che l'aumento di 1 punto percentuale della crescita del PIL reale aggregato di Stati Uniti, Unione europea e Giappone si accompagna a un incremento di  $\frac{1}{3}$  di punto nelle economie emergenti considerate. Inoltre, il calo di 1 punto del Libor sembra indurre un aumento della crescita di circa  $\frac{1}{4}$  di punto. I tassi di espansione della produzione industriale sono ancora più correlati (con un'elasticità di quasi 0,75), specie fra le economie asiatiche da un lato e gli Stati Uniti e il Giappone dall'altro, nonché fra l'Europa centro-orientale e l'Unione europea.

#### *Crescita e nessi commerciali*

Il rallentamento è derivato dal grado di apertura commerciale ...

Il rallentamento nei paesi industriali ha causato lo scorso anno una flessione del commercio mondiale, che era invece aumentato di oltre il 12% nel 2000. Di conseguenza, il prodotto reale delle economie emergenti più aperte ha subito una drastica decelerazione, di ben 8-12 punti percentuali nel caso di Singapore, Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong) e Malaysia (grafico III.2). Il Messico è un altro paese caratterizzato da forti legami commerciali con le economie industriali. Dopo aver conseguito una crescita spettacolare del 7% nel 2000, lo scorso anno il prodotto reale si è contratto dello 0,3%, a causa



soprattutto della minore domanda di importazioni degli Stati Uniti. Anche Corea e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan) hanno visto ridursi nettamente la crescita del prodotto interno in seguito alla diminuzione della domanda

Principali mercati e prodotti di esportazione <sup>1</sup>					
	Asia <sup>2</sup>	America latina <sup>3</sup>	Europa centrale e orientale <sup>4</sup>	Africa e Medio Oriente <sup>5</sup>	Totale paesi emergenti
<b>Mercati<sup>6</sup></b>					
Stati Uniti	21	39	4	16	20
Giappone	13	4	1	4	6
Area dell'euro	16	16	60	44	34
Intraregionali	31	17	16	3	17
Altri	19	24	19	33	24
<b>Prodotti<sup>7</sup></b>					
Alimentari	8	24	8	14	14
Agricoli	2	4	3	3	3
Energia	5	21	8	38	18
Metalli	2	15	5	5	7
Manufatti	82	36	74	39	58
“high-tech”	40	18	17	6	20

<sup>1</sup> In percentuale delle esportazioni totali; per i gruppi di paesi, media semplice. <sup>2</sup> Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>3</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>4</sup> Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Russia, Slovacchia, Turchia e Ungheria. <sup>5</sup> Algeria, Arabia Saudita, Egitto, Israele, Kenya, Marocco, Nigeria, Sudafrica e Tunisia. <sup>6</sup> 2000. <sup>7</sup> 1999.

Fonti: Banca mondiale; FMI, *Direction of Trade*. Tabella III.2

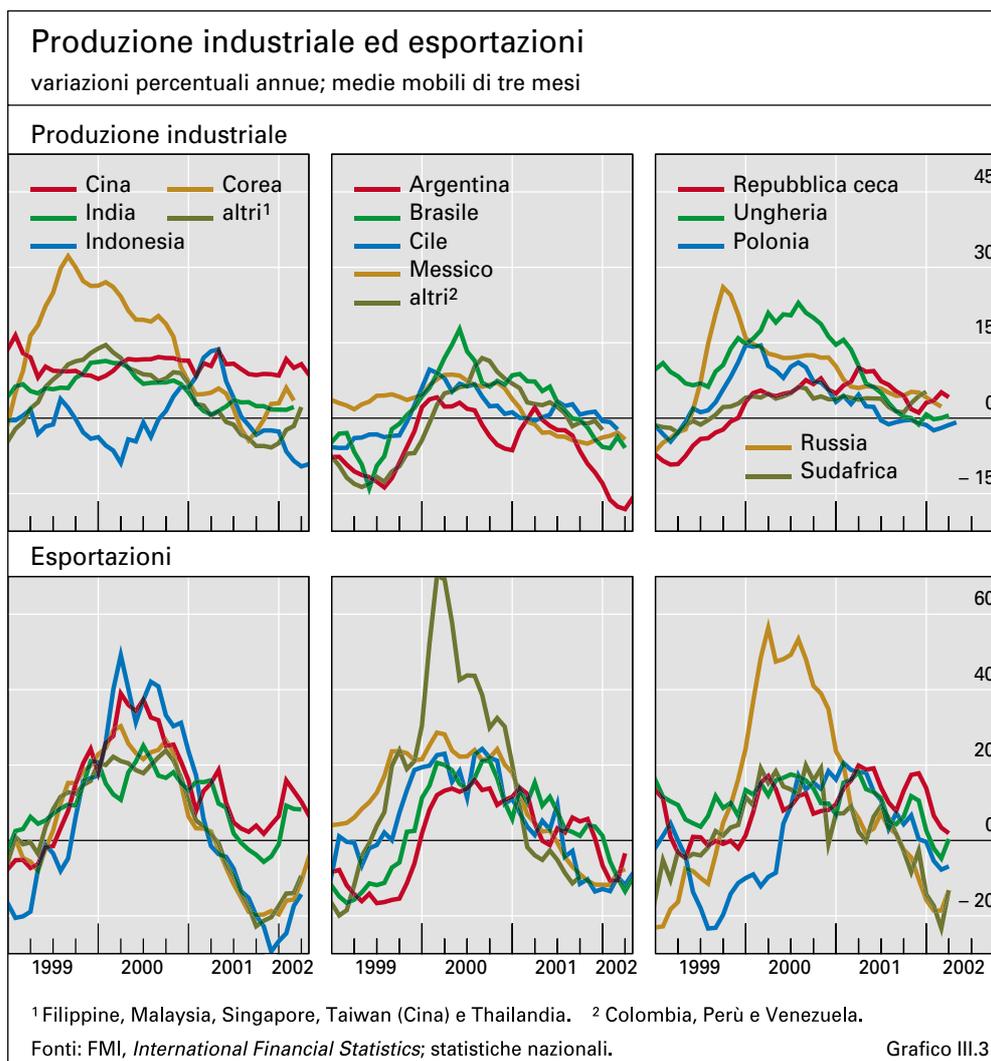
proveniente dagli Stati Uniti. Per contro, nelle economie più chiuse come India e Cina la crescita è rimasta relativamente sostenuta, trainata principalmente da fattori interni. Questi hanno avuto un ruolo primario anche in Brasile, Indonesia e Polonia (si veda oltre).

... e dalla dipendenza dal mercato USA

Lo scorso anno la performance delle economie emergenti è stata anche notevolmente influenzata dalla direzione e dalla composizione dell'interscambio. In Asia e in vari paesi latino-americani con forti legami commerciali bilaterali con gli Stati Uniti (tabella III.2) si è avuto un calo eccezionalmente brusco della crescita e della domanda estera. Gli scambi dell'Europa centrale e orientale si svolgono invece in prevalenza con l'area dell'euro, dove la flessione delle importazioni è stata meno marcata. Pertanto, la produzione industriale e le esportazioni di questo gruppo di paesi sono rimaste relativamente sostenute (grafico III.3).

Anche la composizione merceologica influisce

Il rallentamento della crescita in Asia è stato in gran parte indotto dalla caduta della domanda mondiale di prodotti ad alta tecnologia, che rappresentano il 40% delle esportazioni di manufatti della regione. Poiché si stima che l'elasticità in rapporto al reddito delle esportazioni asiatiche sia più che doppia rispetto a quella delle esportazioni di prodotti primari dell'America latina e dell'Africa, la minore domanda proveniente dai paesi industriali ha avuto un



più forte impatto sulle vendite all'estero dell'Asia. Ad esempio, il valore in dollari delle esportazioni aggregate di Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia è diminuito dell'11% nel 2001, dopo essere salito del 19% nell'anno precedente. Le esportazioni dell'Europa centrale e orientale (segnatamente macchine e attrezzature) hanno risentito assai meno della ridotta domanda di prodotti ad alta tecnologia.

Anche il comparto del turismo ha subito un grave contraccolpo nel 2001, specialmente dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre. La regione dei Caraibi, le economie africane con un settore turistico importante, fra cui Marocco, Tunisia, Egitto e Kenya, così come molte destinazioni asiatiche sono state duramente colpite.

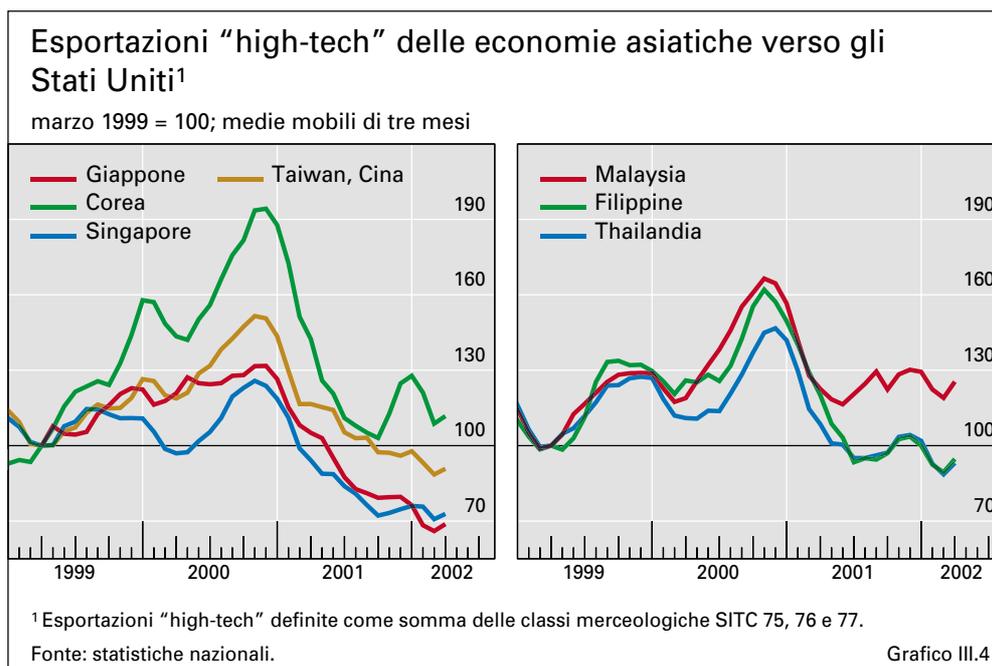
Il rallentamento economico mondiale ha inoltre depresso i corsi delle materie prime. Nel 2001 il prezzo medio in dollari delle esportazioni di prodotti primari non petroliferi delle economie emergenti è sceso di circa il 9%. Il calo della domanda ha riguardato soprattutto i metalli, riducendo i proventi da esportazioni in Cile, Russia, Sudafrica e Zambia, mentre è ulteriormente cresciuta la produzione agricola, malgrado i prezzi più bassi. Il calo di prezzo è stato specialmente gravoso per i paesi esportatori dell'Africa, dove i prodotti primari non petroliferi, in particolare caffè e cotone, sono spesso la componente maggiore degli introiti da esportazioni. Al tempo stesso, il minore costo del petrolio importato ha favorito alcuni paesi africani, mentre in altri la produzione agricola ha beneficiato di condizioni atmosferiche propizie. Inoltre, poiché gli scambi commerciali dell'Africa avvengono principalmente con l'Europa, dove la domanda è stata più sostenuta, lo scorso anno la crescita del PIL nel continente africano è salita al 3¾%, guadagnando quasi 1 punto percentuale rispetto al 2000.

Il calo delle quotazioni del greggio (quasi il 15%) e la leggera contrazione della domanda mondiale hanno fatto diminuire gli introiti dei paesi emergenti produttori di petrolio. Conseguentemente, l'eccedenza corrente di tale gruppo

Il turismo è duramente colpito

Diminuiscono i prezzi delle materie prime ...

... ma accelera la crescita in Africa



si è ridotta da \$100 miliardi nel 2000 a \$56 miliardi nello scorso anno. In Arabia Saudita, il maggiore esportatore di petrolio, la crescita del PIL è scesa dal 4½% al 2%.

Emergono segni di moderata ripresa ...

Alcune di queste forze recessive hanno mostrato un'inversione di tendenza nell'ultimo scorcio del 2001. Le esportazioni di prodotti "high-tech" e, in minor misura, di componenti elettronici sono aumentate verso la fine dell'anno in Corea, Filippine, Malaysia e Thailandia (grafico III.4). Tuttavia, sulla base dei dati più recenti e del calo dei prezzi di semiconduttori e di microchips, nel primo semestre 2002 il recupero delle esportazioni asiatiche appare più moderato rispetto a precedenti riprese cicliche.

... ma le prospettive per l'America latina sono più incerte

Per l'America latina le prospettive sono meno chiare, soprattutto a causa degli squilibri esterni e delle incertezze politiche presenti in vari paesi dell'area. L'aumento dei corsi delle materie prime non petrolifere dovrebbe favorire la crescita dei paesi esportatori latino-americani, oltre che di quelli africani. Al momento della stesura del capitolo, sussisteva invece una notevole incertezza circa l'evoluzione dell'offerta e dei prezzi del petrolio alla luce delle mutevoli circostanze politiche ed economiche.

### *Fattori interni*

Come si è detto, il rallentamento del commercio mondiale è stato il fattore che ha maggiormente condizionato l'andamento delle economie più aperte. A livello aggregato, sulla crescita del prodotto e sulle variazioni nei saldi con l'estero hanno tuttavia influito anche il tipo e la portata degli aggiustamenti interni agli shock esogeni, oltre che taluni fattori di natura specifica.

Politiche espansive e compressione delle importazioni in Asia

Vari paesi asiatici interessati dalla caduta della domanda estera – come Corea, Malaysia, Thailandia, nonché le economie più chiuse di Cina e India – hanno adottato politiche interne espansive, stimolando i consumi privati, l'edilizia residenziale o gli investimenti pubblici. L'impulso fiscale e il più basso risparmio delle famiglie hanno condotto a un calo del risparmio totale in questi paesi. Altri, come Singapore, Taiwan e in minor misura Hong Kong, hanno reagito alla più debole domanda di esportazioni soprattutto decurtando la spesa in investimenti fissi ad alta intensità di importazione e le scorte. Questo tipo di aggiustamento ha notevolmente attenuato l'impatto delle minori esportazioni sulla bilancia corrente. Ciò nonostante, in Asia lo scorso anno si sono ridotti sia il saldo positivo risparmio/investimento (osservato a partire dalla caduta della spesa in conto capitale dopo la crisi asiatica del 1997-98) sia il connesso avanzo del conto corrente.

Diversi tipi di aggiustamento nelle altre regioni

Al di fuori dell'Asia, la reazione agli shock esterni è stata differente. Alcuni dei paesi petroliferi (Messico e Arabia Saudita) hanno compresso la spesa pubblica in risposta ai minori proventi delle esportazioni. Altri, come ad esempio Russia e Venezuela, hanno scelto di ridurre il risparmio aggregato impiegando parte delle proprie eccedenze petrolifere per stimolare la domanda interna. Anche in America latina i tipi di risposta e gli aggiustamenti sono stati differenziati. Gli investimenti sono fortemente calati in Argentina, Messico e Perù, mentre hanno mostrato una relativa stabilità o un leggero aumento in Brasile, Cile e Colombia. Essendo diminuito il risparmio, in questi tre paesi si è ampliato il disavanzo esterno corrente.

In alcune grandi economie l'andamento del prodotto ha inoltre risentito di fattori interni specifici. In Indonesia il PIL reale è aumentato di poco più del 3%, un tasso ben inferiore a quelli precisi. Oltre che dai più bassi prezzi delle materie prime e del petrolio, l'espansione è stata frenata da incertezze politiche e tensioni sociali in diverse province. La crescita prevista per il 2002, appena superiore al 3%, potrebbe non essere sufficiente a impedire un aumento della disoccupazione. Inoltre, il processo di ristrutturazione delle banche e delle imprese continua a essere ostacolato da complessi problemi legali e giudiziari.

Tensioni politiche e sociali in Indonesia

L'economia della Russia nel 2001 è cresciuta a un ritmo più lento di quello dell'anno precedente, ma comunque superiore alle previsioni. Le principali cause del rallentamento paiono essere state la più debole domanda estera e gli effetti del precedente apprezzamento reale del rublo. La domanda interna è rimasta sostenuta, poiché i consumi e gli investimenti privati hanno reagito positivamente all'ulteriore slancio impresso all'azione di riforma. Le finanze pubbliche hanno nuovamente fatto registrare risultati favorevoli e anche l'eccedenza della bilancia corrente è rimasta elevata (11% del PIL).

Vigorosa azione di riforma in Russia

In Brasile lo scorso anno una crisi energetica, che ha condotto al razionamento dell'elettricità, le peggiorate ragioni di scambio e l'inasprimento delle politiche antinflazionistiche hanno insieme concorso a far scendere la crescita del PIL all'1½%. Il disavanzo delle partite correnti si è leggermente dilatato (4½% del PIL), ma la bilancia commerciale ha mostrato per la prima volta dal 1994 un saldo positivo, mentre gli afflussi di IDE hanno raggiunto i \$19 miliardi. Il Brasile rimane comunque esposto all'instabilità del contesto internazionale, dato il suo ampio (ancorché calante) fabbisogno di finanziamento esterno.

Il Brasile risente di una crisi energetica e del contagio dall'Argentina

Anche in Polonia i fattori interni hanno agito nel senso di rallentare la crescita, cosicché nel 2001 il PIL reale è aumentato di appena l'1%. La principale fonte di debolezza sono stati gli investimenti, diminuiti di circa il 10% di riflesso agli elevati tassi d'interesse reali e alla perdurante forza dello zloty. I consumi privati hanno risentito della crescente disoccupazione, mentre il perdurante consolidamento fiscale ha compresso i consumi pubblici. Nel primo trimestre del 2002 la crescita è rimasta su valori modesti.

Debole domanda interna in Polonia

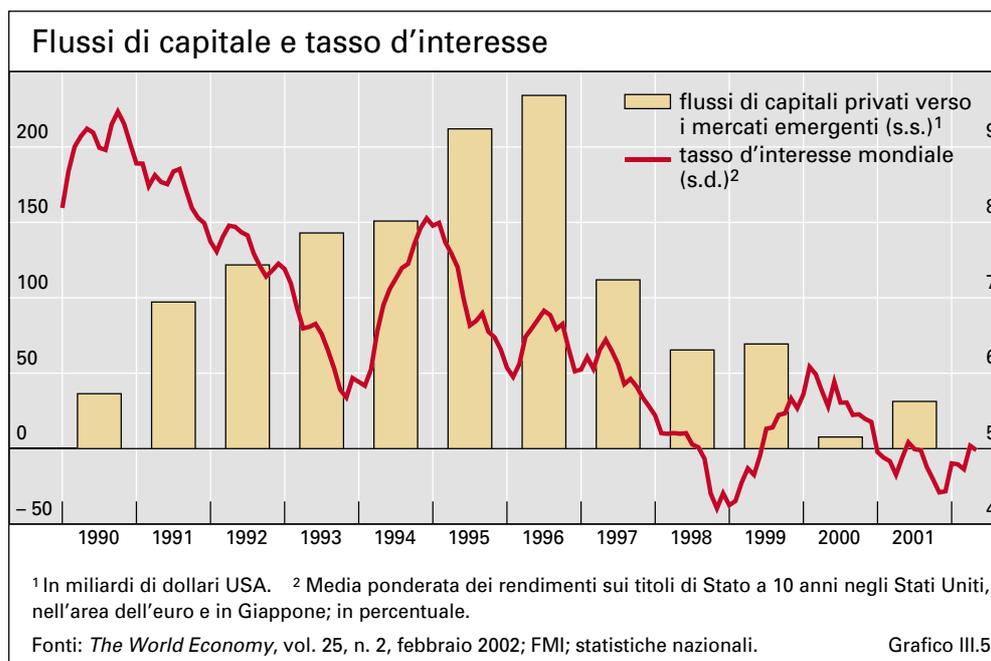
#### *Nessi finanziari e flussi di capitale*

Le variazioni dei tassi d'interesse internazionali hanno avuto tradizionalmente un forte impatto sui movimenti di capitali, e nei periodi di tassi calanti è di regola affluito ai paesi emergenti un maggiore volume di fondi privati (grafico III.5). Lo scorso anno, tuttavia, il declino dei tassi d'interesse nei paesi industriali è intervenuto nel contesto di una flessione economica mondiale e di un'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori. In tali circostanze, e date le crisi potenzialmente dirompenti in Argentina e Turchia, ci si poteva attendere una forte contrazione dei flussi di capitale verso le aree emergenti. Di fatto, i ridotti tassi d'interesse hanno determinato un loro leggero incremento, e persino alcune delle componenti tradizionalmente più volatili di tali flussi sono rimaste relativamente stabili (grafico III.6).

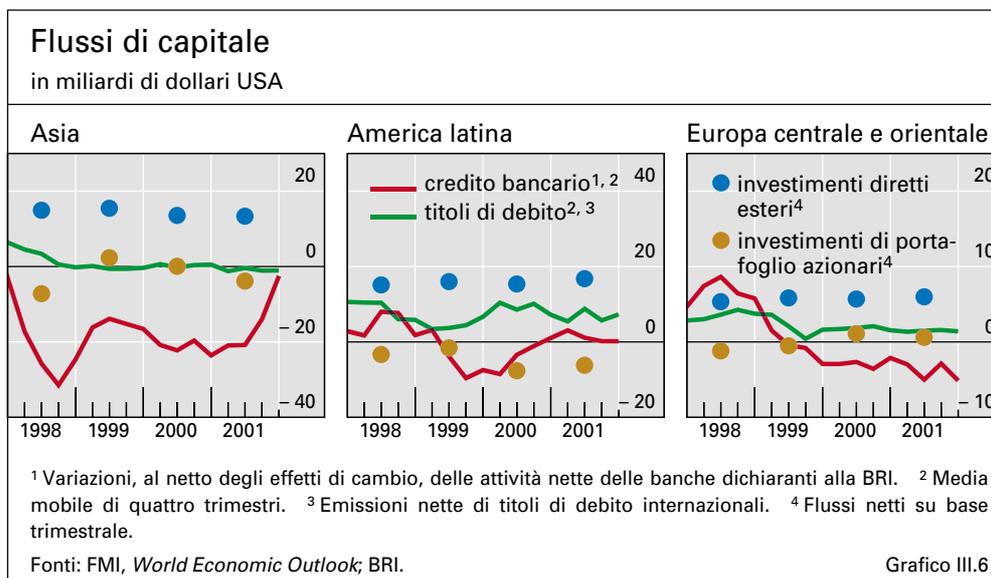
Tenuta relativamente buona dei flussi di capitale

Gran parte del predetto aumento è attribuibile agli investimenti diretti esteri. Storicamente gli IDE sono stati finalizzati ad assicurare l'offerta di beni

Aumentano i flussi di IDE finalizzati ai paesi maggiori



finali e intermedi ai paesi industriali, e hanno quindi mostrato la tendenza a ridursi e ad aumentare rispettivamente nelle fasi recessive ed espansive dell'area industriale. Tuttavia, a partire dalla metà degli anni novanta l'espansione degli IDE ha soprattutto rispecchiato l'interesse degli investitori ad acquisire l'accesso a grandi mercati di sbocco di manufatti, e si è associata a privatizzazioni e fusioni societarie. Di conseguenza, gli investimenti hanno avuto come meta un più ristretto novero di paesi. Così è stato anche lo scorso anno, quando i proventi realizzati dalla vendita di una primaria banca messicana e di un'impresa mineraria leader in Sudafrica hanno da soli ecceduto l'aumento aggregato degli IDE ai mercati emergenti. Anche gli investimenti in Cina sono fortemente cresciuti in seguito all'ingresso del paese nell'OMC.



Nel 2001 le attività esterne delle banche dichiaranti alla BRI verso i paesi emergenti sono diminuite. Tuttavia, in diverse economie dell'Asia i flussi bancari esteri netti sono ridivenuti positivi per la prima volta dalla metà del 1997 (Capitolo VI). Le banche estere e le loro filiali locali hanno inoltre continuato a prestare e investire considerevoli somme in Europa centrale e in Russia. Per contro, le banche internazionali hanno fortemente ridotto le proprie attività nei confronti dell'Argentina.

Flussi bancari netti di nuovo positivi in alcuni paesi

Lo scorso anno gli investimenti di portafoglio azionari sono calati in Asia e, in minor misura, in America latina, mentre sono rimasti stabili nell'Europa centrale e orientale. La più bassa domanda e offerta di azioni in Asia durante gran parte del 2001 è ricollegabile alle incerte prospettive economiche e al crollo dei corsi tecnologici, che ha ridotto la ricchezza degli investitori in titoli ad alto rischio. Inoltre, essendo aumentata negli ultimi anni la correlazione fra la dinamica dell'indice Nasdaq e quella dei prezzi azionari nella maggior parte dei paesi emergenti (tabella III.3), è diminuita l'attrattiva di tali titoli ai fini della diversificazione dei portafogli. Dal marzo 2002, tuttavia, l'andamento delle quotazioni azionarie in vari mercati emergenti si è discostato da quello del Nasdaq.

Flussi di portafoglio azionari condizionati dalle prospettive economiche

L'emissione di azioni nei mercati emergenti è aumentata nel primo trimestre 2002, e gli indici di borsa sono saliti più rapidamente di quelli statunitensi (grafico III.7). Gli investimenti di portafoglio azionari nei primi mesi di quest'anno si sono diretti principalmente verso Asia, Brasile, Messico e Sudafrica, mentre gli altri paesi latino-americani e la Polonia hanno subito deflussi netti. Questi andamenti paiono rispecchiare una maggiore fiducia nel miglioramento del quadro economico mondiale, specie in Asia. A parte pochi casi, l'aumento dei corsi è stato alquanto generalizzato, piuttosto che concentrato nel comparto tecnologico, e per la prima volta da vari anni ha coinvolto anche il settore bancario. I mercati azionari nell'Europa centrale e orientale hanno parimenti realizzato forti guadagni. Nondimeno, in molte economie emergenti le quotazioni restano ben al disotto dei massimi toccati nel 2000, e non tutti i mercati hanno beneficiato della recente ascesa dei corsi.

Le emissioni nette di titoli di debito da parte delle economie emergenti sono rimaste abbastanza stabili nel 2001 (Capitolo VI). Una delle ragioni è che il calo dei tassi d'interesse nei paesi industriali e una leggera riduzione degli spreads hanno fatto abbassare in misura sensibile i rendimenti sulle emissioni

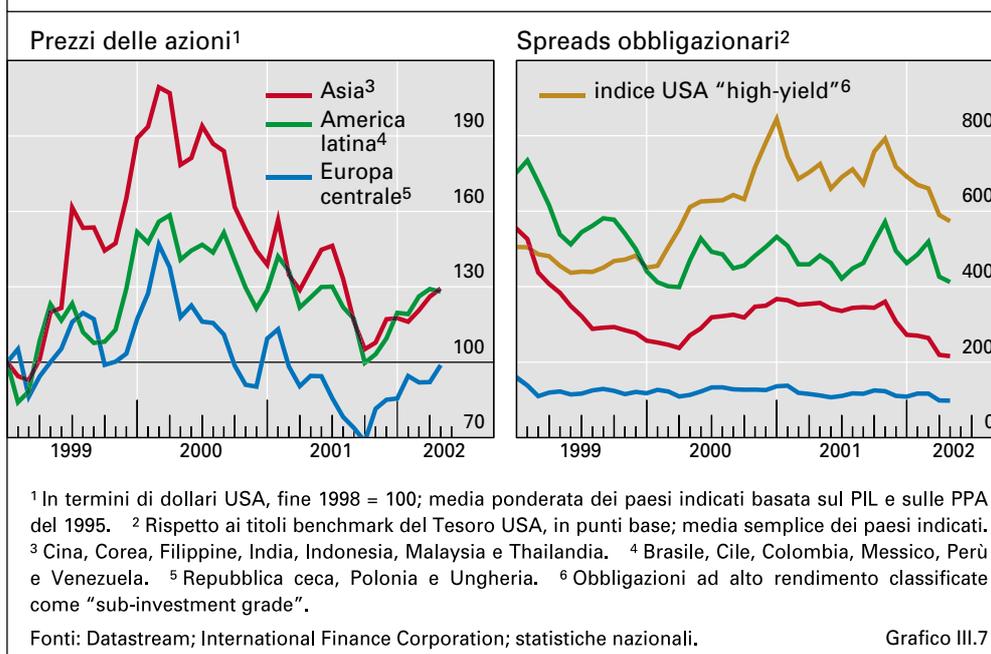
Emissioni obbligazionarie stabili grazie ai più bassi rendimenti

Correlazioni fra variazioni dell'indice Nasdaq e dei corsi azionari <sup>1</sup>						
	Corea	Hong Kong SAR	Malaysia	Singapore	Taiwan, Cina	Thailandia
1995-1996	0,28	0,32	0,07	0,11	0,07	0,20
1999-2002 1° trim.	0,47	0,61	0,29	0,44	0,34	0,31
	Argentina	Brasile	Cile	Messico	Polonia	Sudafrica
1995-1996	0,16	0,14	0,09	0,27	0,16	0,09
1999-2002 1° trim.	0,25	0,50	0,30	0,61	0,44	0,52

<sup>1</sup> Nelle valute nazionali; calcolate utilizzando osservazioni settimanali.  
Fonte: Bloomberg.

Tabella III.3

## Prezzi delle azioni e spreads obbligazionari



di qualità bancaria. Ciò ha favorito l'attività sia dei mutuatari consolidati (Cina, Malaysia, Messico, Polonia e Ungheria) sia degli emittenti minori (Colombia, Croazia, Lettonia e Uruguay). Gli spreads sul mercato secondario si sono assottigliati nel corso del 2001, salvo che per l'Argentina.

All'indomani dell'11 settembre i differenziali avevano subito un'impennata (di oltre 200 punti base nella media), per poi ridiscendere a livelli non più osservati dagli inizi del 2000 (grafico III.7). Gli spreads sui titoli latino-americani sono stati particolarmente volatili, a causa degli iniziali effetti di riverbero della crisi argentina, ma a partire dall'ottobre dello scorso anno sono emersi chiari segni di una maggiore selettività degli operatori. Nel primo trimestre 2002 le nuove emissioni obbligazionarie internazionali dei principali paesi emergenti hanno fatto segnare un aumento.

Sebbene lo scorso anno il flusso totale di capitali verso le economie emergenti abbia dato prova di una certa resilienza, molti paesi con elevati indici debito/PIL, pesanti oneri per il servizio del debito o un'ampia quota di passività a breve in relazione alle riserve valutarie (tabella III.4) sono stati e rimangono fortemente esposti ai mutamenti del clima di mercato. Ad esempio, i deflussi netti di capitale hanno contribuito alle crisi in Argentina e Turchia. Per contro, nel 2001 il Messico ha continuato ad attrarre un ingente volume di nuovi fondi grazie alla sua crescente integrazione economica con gli Stati Uniti. Analogamente, i paesi dell'Europa centrale e orientale candidati alla UE sono sempre più visti dagli investitori come "mercati convergenti". Per effetto dell'adozione di un quadro di politica economica definito in misura crescente dall'Unione europea, questi paesi vengono giudicati meno rischiosi quale destinazione per gli investimenti.

Dall'incipiente ripresa economica nei paesi industriali non si attende nel 2002 un rapido recupero dei flussi di capitale verso i mercati emergenti. Le banche si manterranno verosimilmente prudenti, dato il crescente volume di

I paesi fortemente indebitati restano più vulnerabili

Improbabile una ripresa dei flussi di capitale nel 2002

Indicatori del debito nel 2000						
	Debito del settore pubblico			Servizio del debito totale <sup>1</sup>	Servizio del debito pubblico <sup>2</sup>	Debito esterno a breve in % delle riserve sull'estero
	Totale	Esterno	Interno			
	in % del PIL			in % delle esportazioni <sup>3</sup>		
Filippine	81	48	33	14	9	46
India	60	9	51	13	11	9
Indonesia	99	59	40	25	10	80
Argentina	52	34	18	71	43	116
Brasile	39	4	35	91	35	95
Russia	67	52	15	10	4	64
Turchia	62	21	41	36	17	130
Ungheria	55	8	47	24	11	38

<sup>1</sup> Pagamenti in conto interessi e capitale sul debito pubblico e privato esterno a lungo termine (a un anno o più). <sup>2</sup> Pagamenti in conto interessi e capitale sul debito pubblico esterno a lungo termine. <sup>3</sup> Esportazioni di beni e servizi.

Fonti: Banca mondiale; Institute of International Finance (IIF); statistiche nazionali; statistiche BRI.  
Tabella III.4

sofferenze nei loro bilanci. Gli altri potenziali investitori potrebbero essere intimoriti dalla crisi che travaglia l'Argentina e dai suoi possibili effetti di contagio su altri paesi latino-americani. È probabile che i flussi di IDE rimangano robusti, continuando però a concentrarsi nei paesi con mercati relativamente ampi. I nuovi impegni di investimento in Cina sono già fortemente aumentati nel primo trimestre 2002, e la ripresa delle esportazioni e del PIL in Asia, se si dimostra duratura, dovrebbe far crescere i flussi di capitale verso vari altri paesi dell'Est asiatico. Nell'Europa centrale e orientale le privatizzazioni di imprese che gestiscono servizi di pubblica utilità, infrastrutture e telecomunicazioni potrebbero parimenti attirare ingenti capitali. Per converso, vi è da attendersi un calo della quota degli IDE destinati all'America latina, dato il ruolo meno importante che dovrebbero svolgere le privatizzazioni nel 2002.

## Le risposte delle autorità al rallentamento

### *Ruolo delle politiche monetaria e del cambio*

Lo scorso anno un numero insolitamente elevato di economie emergenti ha posto in atto politiche monetarie e fiscali più espansive per controbilanciare l'impatto del rallentamento mondiale. In diversi paesi i tassi di riferimento sono stati ricondotti ai livelli più bassi dalla crisi asiatica (tabella III.5). Talune economie con regimi di cambio flessibile hanno inoltre lasciato deprezzare la valuta, rendendo in tal modo disponibile un ulteriore canale ufficiale per frenare gli effetti negativi. Per contro, altri paesi hanno dovuto aumentare i tassi d'interesse per premunirsi contro l'accresciuta vulnerabilità esterna.

L'allentamento delle politiche monetarie è stato facilitato da due fattori. Primo, gli ampi tagli dei tassi d'interesse nei paesi industriali hanno permesso

Allentamento delle politiche monetarie e fiscali ...

... favorito dai tagli dei tassi nei paesi industriali e dalla bassa inflazione

alle economie emergenti di abbassare i tassi interni senza innescare deflussi di capitale o pressioni sulla valuta. Secondo, il generale declino dell'inflazione interna (tabella III.6) ha consentito alle banche centrali di ridurre il costo del denaro in misura più incisiva di quanto sarebbe stato altrimenti praticabile. Nondimeno, taluni paesi hanno dovuto far fronte a crescenti pressioni sui prezzi, che hanno limitato la loro flessibilità nel contrastare il rallentamento globale. Tra gli altri fattori restrittivi figurano i timori di contagio dalla crisi argentina, l'accresciuta incertezza politica in alcune economie latino-americane, nonché le vulnerabilità derivanti da un passato di elevata inflazione e di incaute politiche fiscali in numerosi paesi.

#### *Marcata tendenza all'allentamento monetario in Asia*

Calo dei tassi d'interesse in quasi tutti i paesi asiatici con regimi di cambio flessibile ...

In Asia le risposte delle autorità monetarie alla sfavorevole fase congiunturale sono state più rapide che in altre regioni, grazie alle solide posizioni esterne e alla flessibilità del cambio. In effetti, ad eccezione dell'Indonesia tutti i paesi con regimi di cambio flessibile hanno abbassato i tassi d'interesse lo scorso anno e, nel caso delle Filippine e di Taiwan, anche in misura particolarmente marcata (tabella III.5). India e Corea hanno parimenti ridotto i tassi ufficiali nel 2001 e integrato queste misure con allentamenti di tipo quantitativo, nel primo paese diminuendo gli obblighi di riserva a carico delle banche e nel secondo innalzando il massimale sugli impieghi dopo gli eventi dell'11 settembre. L'Indonesia ha dovuto invece inasprire la politica monetaria per arginare la recrudescenza dell'inflazione e le crescenti pressioni sul cambio. I forti tagli dei tassi d'interesse asiatici hanno contribuito a sostenere la domanda durante la fase contrattiva e dovrebbero migliorare le prospettive di ripresa. Nondimeno, qualora questa dovesse acquistare vigore, potrebbe rendersi necessaria una restrizione monetaria. La Corea, ad esempio, ha innalzato i tassi d'interesse nel secondo trimestre 2002 in risposta al recupero della domanda sia interna che estera.

... e andamento disomogeneo dei cambi effettivi

Sebbene i tassi di cambio si siano per lo più indeboliti rispetto a un dollaro in ascesa, i potenziali guadagni competitivi sono stati contenuti, se non

Tassi ufficiali						
	Cina	Corea	Filippine	Hong Kong SAR	India	Indonesia
Variazione da dic. 2000 <sup>1</sup>	-27	-125	-650	-475	-150	208
Livello ad aprile 2002 <sup>2</sup>	1,98	4,00	7,00	3,25	6,50	16,61
	Malaysia	Singapore <sup>3</sup>	Taiwan, Cina	Thailandia	Polonia	Repubblica ceca
Variazione da dic. 2000 <sup>1</sup>	-50	-200	-250	50	-950	-150
Livello ad aprile 2002 <sup>2</sup>	5,00	0,81	2,13	2,00	9,50	3,75
	Russia <sup>3</sup>	Ungheria	Sudafrica	Brasile	Cile	Messico <sup>3</sup>
Variazione da dic. 2000 <sup>1</sup>	-186	-250	-50	227	-282	-1 200
Livello ad aprile 2002 <sup>2</sup>	15,85	8,50	11,50	18,11	4,75	6,01

<sup>1</sup> In punti base. <sup>2</sup> In percentuale, fine periodo. <sup>3</sup> Tasso d'interesse a tre mesi.  
Fonte: Bloomberg.

Tabella III.5

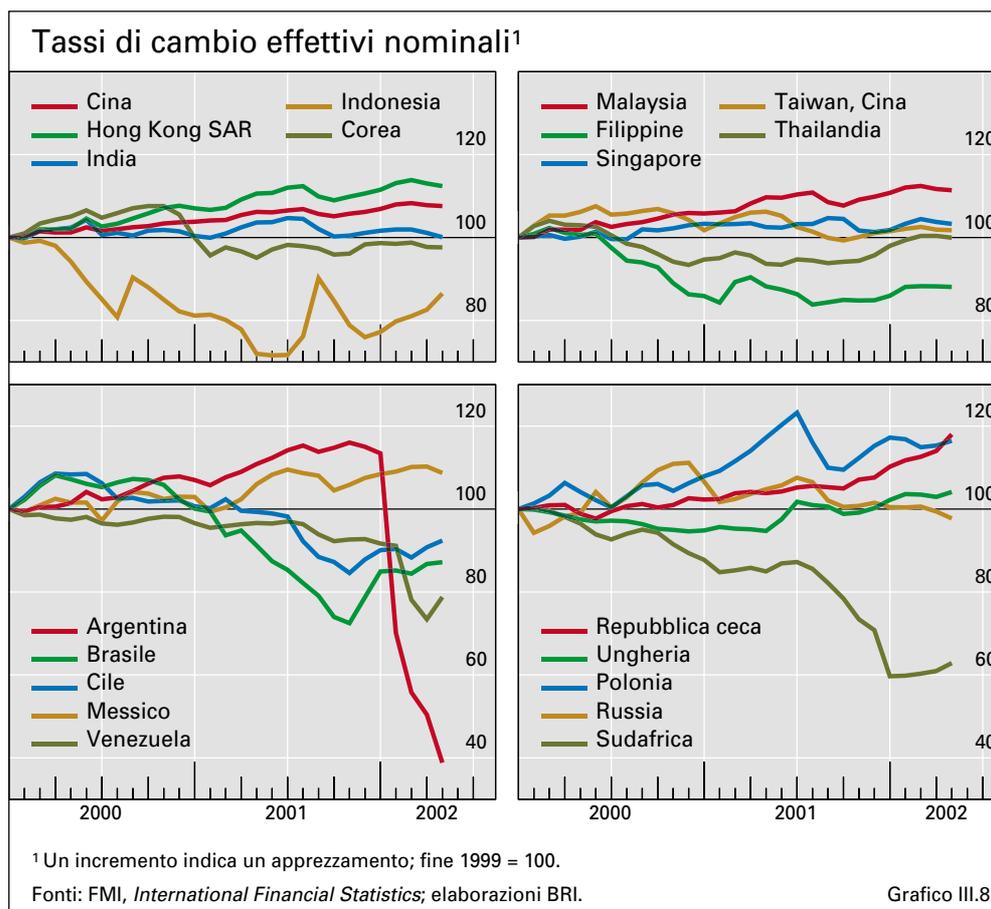
Prezzi al consumo						
	1990-97	1998	1999	2000	2001	1° trim. 2002
	variazioni percentuali annue					
Asia <sup>1</sup>	9,1	7,6	2,3	1,9	3,1	1,7
Cina	10,7	-0,9	-1,4	0,3	0,7	-0,5
Corea	6,1	7,5	0,8	2,3	4,3	2,4
Filippine	9,9	9,7	6,7	4,3	6,1	3,6
Hong Kong SAR	8,5	2,9	-4,0	-3,7	-1,5	-2,8
India <sup>2</sup>	9,1	6,9	3,5	5,3	5,2	1,2
Indonesia	8,3	58,4	20,5	3,7	11,5	14,5
Malaysia	3,6	5,3	2,7	1,5	1,4	1,5
Singapore	2,5	-0,3	0,5	1,5	1,1	-0,9
Thailandia	5,2	8,1	0,3	1,5	1,7	0,5
America latina <sup>1</sup>	157,5	9,7	9,1	6,6	6,6	7,3
Argentina	77,4	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	4,2
Brasile	500,4	3,8	4,9	6,0	8,0	9,5
Cile	13,5	5,1	3,4	3,8	3,6	2,4
Messico	21,0	15,9	16,6	7,9	6,2	4,3
Europa centrale <sup>1</sup>	20,7 <sup>3</sup>	11,8	6,5	8,7	5,9	4,0
Polonia	24,7 <sup>3</sup>	11,7	7,3	10,1	5,5	3,5
Repubblica ceca	9,1 <sup>3</sup>	10,7	2,1	3,9	4,7	3,8
Ungheria	22,2 <sup>3</sup>	14,1	10,0	9,8	9,2	6,3
Russia	112,9 <sup>3</sup>	27,7	85,7	20,8	21,5	17,8
Sudafrica	10,8	6,9	5,2	5,3	5,7	4,3

<sup>1</sup> Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. <sup>2</sup> Prezzi all'ingrosso.  
<sup>3</sup> Media del periodo 1993-97.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella III.6

addirittura neutralizzati, da altri fattori. Ad esempio, il rapido deprezzamento dello yen e del won coreano nei confronti del dollaro (circa il 20% fra la metà del 2000 e gli inizi del 2002) ha esercitato pressioni al rialzo sui tassi di cambio effettivi nella maggior parte degli altri paesi asiatici (grafico III.8). Il successivo rafforzamento di entrambe le monete sulla valuta USA ha contribuito ad allentare in parte tali pressioni. Inoltre, nelle economie a inflazione relativamente elevata (Filippine e Indonesia) i deprezzamenti del cambio nominale non si sono tradotti appieno in guadagni di competitività internazionale. Infine, in taluni paesi (ad esempio l'India) la preferenza per il mantenimento di un rapporto di cambio relativamente stabile con il dollaro ha comportato solo lievi oscillazioni del tasso effettivo.

Nonostante questi fattori di segno contrario, in alcuni paesi i guadagni competitivi derivanti dal deprezzamento della valuta sono stati cospicui. Il tasso di cambio effettivo reale del won coreano è diminuito del 5% fra l'agosto 2000 e il marzo 2002, anche se il calo si è concentrato per lo più nel periodo di massima debolezza della domanda estera. Nei dodici mesi terminanti nell'agosto 2001 la moneta di Taiwan aveva perso il 7% in termini reali. Anche a Singapore il tasso di cambio ha consentito di assorbire gli shock esterni; impiegando il cambio effettivo nominale come obiettivo operativo, nel luglio 2001 le autorità hanno modificato in senso neutrale una politica monetaria

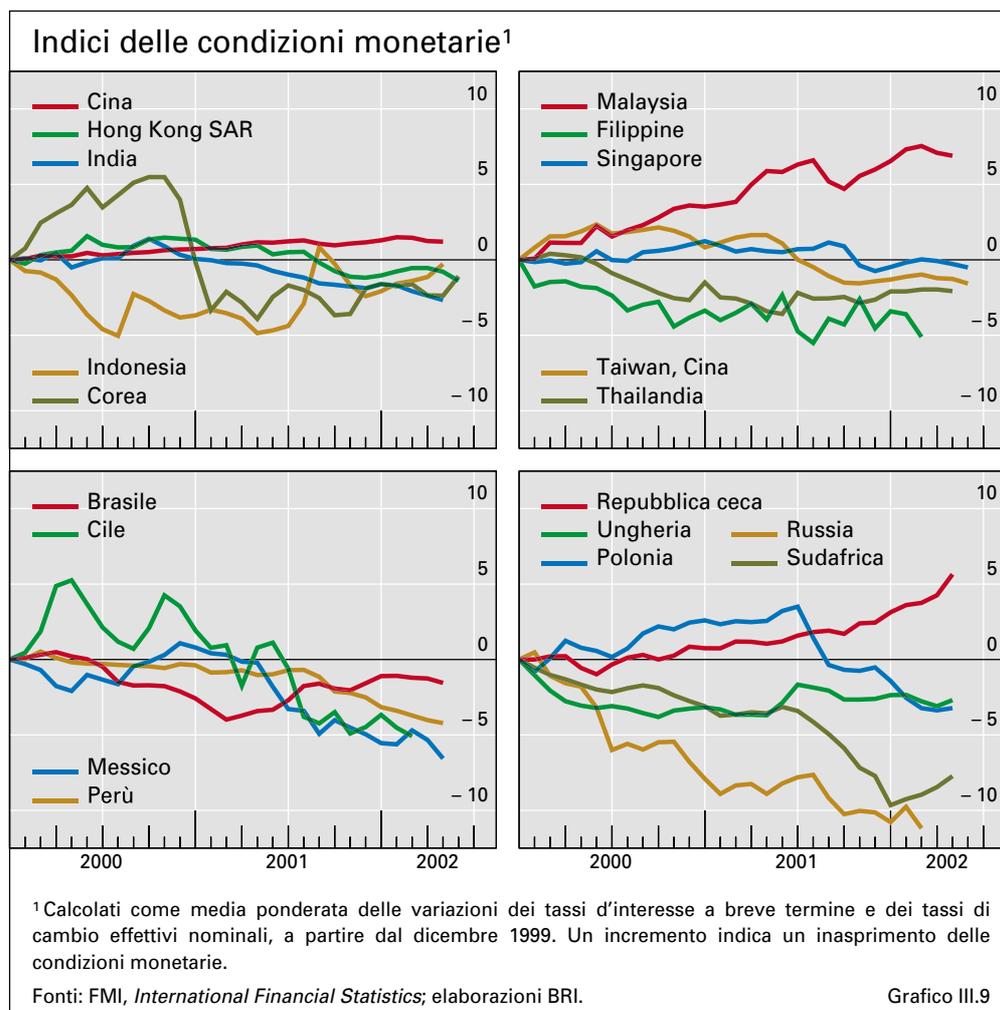


orientata al rafforzamento della valuta e, successivamente, hanno ampliato la banda di oscillazione della moneta per assecondarne il deprezzamento dopo l'11 settembre.

Risposte di politica economica differenziate nei paesi con regimi di cambio fisso

Nei paesi con tassi di cambio ancorati al dollaro gli indirizzi delle politiche monetarie sono differiti, sebbene i tagli dei tassi USA avessero in generale fornito spazio di manovra per un allentamento monetario. In Cina il tasso di riferimento era già basso, e non è stato ridotto fino agli inizi del 2002. In Malaysia il tasso ufficiale è rimasto invariato al fine di attrarre capitali esteri; quando poi è stato abbassato in settembre, esso non ha determinato una variazione significativa dei principali tassi a breve termine. In entrambi i paesi i controlli sui movimenti di capitale sono riusciti a isolare i tassi d'interesse interni dall'andamento di quelli mondiali. Per contro, Hong Kong si è adeguata sistematicamente alle riduzioni dei tassi USA. Sebbene il legame con la moneta statunitense abbia continuato a fungere da ancoraggio credibile in tutti e tre i casi, la forza del dollaro nei confronti della maggior parte delle altre valute ha originato un apprezzamento del loro cambio effettivo reale, specie dall'autunno 2001. Ciò potrebbe spiegare perché questi paesi si sono avvalsi della politica fiscale per stimolare la domanda interna.

Il grafico III.9 riporta gli indici delle condizioni monetarie basati sull'effetto congiunto delle variazioni dei tassi d'interesse a breve e dei cambi effettivi nominali. Come mostra il diagramma, le condizioni monetarie nel 2001 sono state nella maggioranza dei casi allentate. Tuttavia, esse hanno subito



un inasprimento in Brasile, Indonesia, Malaysia e Repubblica ceca, e sono rimaste più o meno invariate in Cina, Thailandia e Ungheria.

#### *Minor margine di manovra in America latina*

In America latina un fabbisogno di finanziamento esterno elevato, le intensificate pressioni inflazionistiche in alcuni paesi, il calo della fiducia degli investitori e la crescente incertezza politica hanno limitato il margine di manovra per distendere le condizioni monetarie. Di fatto, molti paesi hanno dovuto adottare un indirizzo monetario più restrittivo per sostenere la propria valuta.

Con un'inflazione al disopra del tasso obiettivo e una valuta esposta ai contraccolpi della crisi argentina, il Brasile ha reso più stringente la politica monetaria per buona parte del 2001. L'entità del successivo rilassamento, specie dal mese di novembre, è stata limitata dalle residue pressioni inflazionistiche. Ciò nonostante, il sostanziale deprezzamento della moneta (circa il 23% in termini effettivi reali tra la fine del 2000 e l'ottobre 2001) ha sorretto la crescita delle esportazioni. Il Venezuela ha inasprito la politica monetaria nel tentativo di difendere la valuta, prima di consentirne la libera fluttuazione agli inizi del 2002. Tuttavia, l'inflazione è rimasta elevata, cosicché la susseguente forte svalutazione del cambio nominale non si è tradotta in un miglioramento della competitività.

Politiche monetarie più restrittive in Brasile e Venezuela ...

... mentre Cile e Messico riducono i tassi ufficiali

Il Cile e il Messico sono stati in grado di impiegare la politica monetaria in funzione di stimolo della domanda. Grazie a una bassa inflazione, nonché alla solidità dei conti con l'estero e della finanza pubblica, la banca centrale cilena ha potuto ridurre i tassi d'interesse, ad eccezione di un breve periodo nel secondo semestre 2001, quando il peso è stato sottoposto a pressioni. In Messico la ricomposizione dei portafogli degli investitori esteri a favore delle attività interne, unitamente al forte apprezzamento del tasso di cambio e al calo dell'inflazione, ha consentito una riduzione dei tassi d'interesse. Tuttavia, con l'accelerare della crescita dei salari agli inizi del 2002, il paese ha adottato in seguito un orientamento monetario più prudente. Al momento della stesura del capitolo, nonostante il deprezzamento dell'aprile 2002, il tasso di cambio effettivo reale del peso superava del 20% il livello precedente la crisi del 1994. Ciò potrebbe limitare la capacità del settore dei beni oggetto d'interscambio di trarre profitto dall'attuale ripresa dell'economia mondiale. In effetti, l'apprezzamento del peso ha già provocato la chiusura di alcune imprese di esportazione, il trasferimento all'estero di diverse società e la sostituzione di manufatti interni con meno costosi prodotti d'importazione per alcune tipologie di beni intermedi.

#### *Limitato allentamento negli altri paesi emergenti*

Tassi di cambio in apprezzamento nell'Europa centrale e orientale

Nell'Europa centrale e orientale la decelerazione della domanda estera ha coinciso con ampi afflussi di capitale e un costante apprezzamento del cambio. Ciò ha indotto le banche centrali ad abbassare i tassi d'interesse e ad intervenire occasionalmente sui mercati valutari. Tuttavia, pressioni di natura fiscale e rischi d'inflazione hanno posto un limite ai tagli dei tassi in Polonia e Ungheria. Nella Repubblica ceca il rafforzamento del cambio, unitamente ai forti guadagni di produttività cui si è associata una progressione salariale solo modesta, ha consentito alla banca centrale di ridurre i tassi d'interesse a livelli molto bassi.

Difficoltà di politica economica in Sudafrica

In Sudafrica la conduzione della politica monetaria è divenuta più problematica nel quarto trimestre 2001, allorché un deprezzamento eccezionalmente marcato del tasso di cambio ha fatto innalzare le aspettative inflazionistiche. Poiché l'incremento dei prezzi ha sistematicamente superato il tasso obiettivo stabilito per la fine del 2002, la banca centrale ha dovuto di recente annullare buona parte dell'allentamento attuato nel 2001. Nonostante il successivo recupero del rand, la drastica svalutazione dello scorso anno ha migliorato la competitività esterna del paese e le esportazioni hanno contribuito significativamente alla crescita complessiva.

#### *Efficacia della politica monetaria nello stimolare la crescita*

L'allentamento monetario ha prodotto effetti positivi

In quale misura la politica monetaria è stata in grado di stimolare la domanda nelle economie emergenti? Un possibile modo per valutare questo effetto consiste nell'osservare l'impatto delle riduzioni dei saggi ufficiali sui tassi d'interesse a lungo termine. Una maggiore reattività delle banche centrali agli shock economici può anche ripercuotersi sulla fiducia di consumatori e imprese, ma tale influsso è più difficile da stimare.

Nelle economie emergenti i tassi obbligazionari a lungo termine sono scesi lo scorso anno, soprattutto nel secondo semestre, in concomitanza con il sostanziale rilassamento delle politiche monetarie (tabella III.7). Di fatto, essi hanno toccato il loro livello più basso dalla crisi asiatica. Analogamente all'area industriale (Capitolo II), i minori tassi d'interesse hanno sostenuto il rilancio dell'edilizia residenziale in diverse economie emergenti. Essi potrebbero altresì aver favorito le ristrutturazioni societarie. Tuttavia, non è chiaro se il forte calo dei tassi a lungo termine sia dovuto interamente alle più distese condizioni monetarie. In India, ad esempio, la diminuzione dei tassi obbligazionari a lunga va attribuita in ampia misura a una "fuga verso la qualità" di banche e istituzioni finanziarie, che hanno incrementato massicciamente gli investimenti in titoli di Stato spingendone le quotazioni a livelli più elevati.

Diffuso calo dei tassi a lungo termine ...

Nella maggior parte dei paesi, tuttavia, il minor costo del denaro non si è tradotto in una più rapida espansione del credito. In termini reali quest'ultima è anzi risultata negativa in diverse economie asiatiche, anche se è proprio in quest'area che l'allentamento monetario è stato più pronunciato (grafico III.10). I lenti progressi delle ristrutturazioni bancarie e il forte accumulo di prestiti in sofferenza possono aver limitato l'offerta di nuovi crediti. Tuttavia, la debole crescita dei finanziamenti bancari sembra in buona parte dovuta anche alla mancanza di mutuatari affidabili e alla scelta consapevole delle imprese di ridurre il proprio indebitamento.

... ma l'espansione del credito alle imprese resta depressa

In presenza di un'esigua domanda di credito da parte delle imprese, l'orientamento più espansivo della politica monetaria ha incoraggiato le banche a diversificare gli impieghi in favore dei crediti al consumo. In Cina i prestiti ipotecari e al consumo sono cresciuti del 70% nel 2001, seppure rispetto a un basso livello di partenza. Le banche coreane hanno posto in essere strategie particolarmente aggressive nella promozione del credito alle

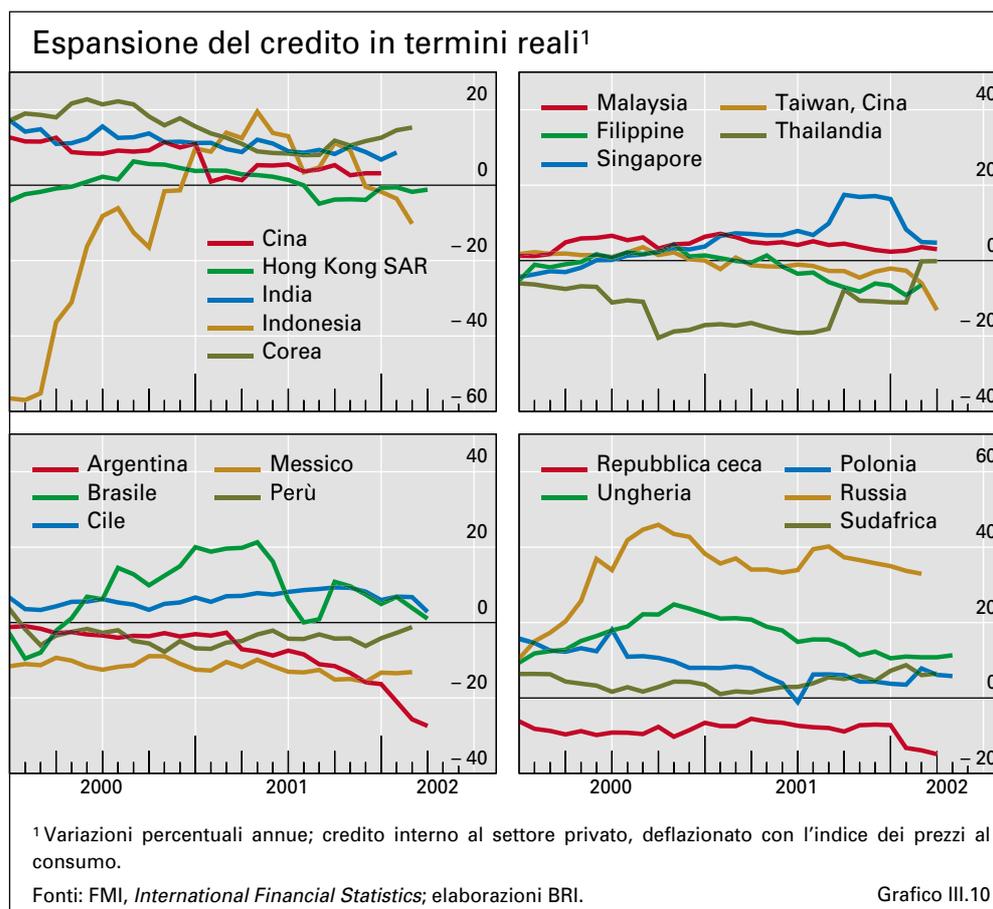
Le banche aumentano il credito al consumo ...

Tassi d'interesse a lungo termine <sup>1</sup>					
	Fine 1998	Fine 1999	Fine 2000	Giugno 2001	Fine 2001
Corea	8,30	9,85	8,12	7,24	6,79
Filippine	18,36	15,61	18,20	15,39	15,75
Hong Kong SAR	6,36	7,74	6,46	6,37	6,22
India	12,22	11,24	10,94	9,45	7,92
Malaysia	6,81	6,36	5,49	4,20	3,76
Singapore	4,48	4,56	4,09	3,64	3,97
Taiwan, Cina	5,12	6,03	5,13	3,84	3,81
Thailandia	7,26	6,40	5,09	6,34	3,40
Cile	7,19	7,19	6,21	5,87	5,63
Messico	7,50	6,68	6,70	6,05	6,00
Polonia	...	10,41	13,19	13,18	9,56
Repubblica ceca	13,94	10,19	8,09	7,16	7,06
Ungheria	12,88	9,82	8,80	8,20	7,71
Sudafrica	15,85	13,67	12,72	10,88	11,53

<sup>1</sup> Tasso a dieci anni o tasso a lungo termine assimilabile; in percentuale.

Fonti: Bloomberg; statistiche nazionali.

Tabella III.7



famiglie mediante un alleggerimento delle condizioni sulle ipoteche, e ciò ha causato una crescita rapidissima dell'indebitamento di questo settore, salito a livelli storicamente elevati. In India la concorrenza nel credito al consumo pare aver spinto le banche a concedere prestiti ipotecari a tassi inferiori al prime rate. A Hong Kong l'aumento del credito immobiliare ha in parte controbilanciato il calo dei finanziamenti al settore societario.

Le autorità di molti paesi asiatici hanno fornito speciali incentivi alle banche per incoraggiarle a espandere il credito. L'Autorità monetaria di Hong Kong ha temporaneamente abolito il vincolo posto allo scarto di garanzia per il rifinanziamento dei prestiti ipotecari sulle abitazioni. In Corea la banca centrale ha offerto linee creditizie di sostegno alle banche con momentanei problemi di liquidità a seguito di ristrutturazioni. La banca centrale filippina ha abbassato i tassi d'interesse sui depositi overnight per incoraggiare le banche a ridurre la liquidità in eccesso e ad aumentare il credito alle imprese, mentre quella thailandese ha allentato i requisiti prudenziali in materia di valutazione e classificazione dei crediti.

Per ciò che concerne l'America latina, la recente contrazione del credito può essere imputata a fattori di natura sia ciclica sia strutturale. In Argentina la capacità delle banche di concedere prestiti è stata fortemente condizionata lo scorso anno dalla crisi finanziaria, mentre in Perù un effetto analogo è stato prodotto dal drastico calo dei depositi. La brusca frenata dell'espansione del credito in Brasile è stata da molti attribuita all'accresciuta incertezza nei mercati finanziari a seguito della crisi argentina e alla connessa riluttanza sia

... e vengono incoraggiate a espandere i prestiti

Forte contrazione del credito in America latina

dei mutuatari sia dei prestatori a esporsi a maggiori rischi di insolvenza. In Messico la flessione degli impieghi bancari è stata il riflesso della disintermediazione finanziaria e ha accresciuto il ricorso delle imprese a fonti estere di finanziamento. Ad eccezione di questo paese, la riduzione dei flussi di capitali internazionali bancari e azionari verso l'America latina ha esacerbato il rallentamento dell'espansione del credito interno.

### *Ruolo della politica fiscale*

Di fronte alla decelerazione economica, nel 2001 molte economie emergenti hanno posto in atto misure di stimolo fiscale. In altre, per contro, l'impatto sulle entrate causato dalla più lenta crescita e dai maggiori oneri per il servizio del debito ha costretto i governi a contenere la spesa.

Lo scorso anno le politiche di bilancio nella maggior parte dei paesi asiatici sono state accomodanti o espansive. La leva dello stimolo fiscale ha fornito un importante sostegno alla domanda interna per Hong Kong, Singapore e Thailandia. In altri paesi le riforme del sistema tributario o l'accumulo di eccedenze presso i fondi previdenziali hanno celato provvedimenti di spesa con finalità espansive o indirizzi di politica economica molto condiscendenti. In Cina un miglioramento dal lato delle entrate ha limitato l'impatto sul bilancio degli aumenti sia della spesa per investimenti infrastrutturali sia delle retribuzioni nel pubblico impiego. Con un rapporto disavanzo/PIL al disopra del 5%, l'orientamento della politica fiscale in Malaysia è rimasto assai accomodante; inoltre, l'impatto delle decisioni di spesa è stato in parte occultato dagli effetti della riforma tributaria e in parte si farà sentire solo sui risultati di consuntivo per il 2002. La Corea ha registrato un aumento del surplus di bilancio, peraltro riconducibile soprattutto ai crescenti avanzi del conto previdenziale; al netto di questi ultimi, lo stimolo fiscale alla domanda interna è stato considerevole.

Il margine per la manovra fiscale è stato assai più limitato in India, dove il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito a oltre il 5½% del PIL, superando largamente l'obiettivo. Unitamente al permanere di un ampio deficit anche a livello di amministrazioni locali, ciò ha fatto riaffiorare i timori circa il rischio di insostenibilità delle finanze pubbliche e le connesse implicazioni sfavorevoli per i tassi d'interesse reali. Squilibri strutturali di bilancio relativamente ingenti hanno limitato le opportunità di un'espansione fiscale anche in Indonesia e nelle Filippine.

Stimoli fiscali di natura temporanea possono produrre un impatto significativo sulla domanda, specie se associati a un orientamento monetario meno restrittivo. Tuttavia, una manovra di bilancio che implichi mutamenti nell'indirizzo fiscale a medio termine può ridurre l'efficacia dell'azione di governo, innalzando sia i tassi d'interesse interni sia il premio richiesto per il rischio paese. In alcune realtà asiatiche tali timori hanno ostacolato l'attivazione di politiche fiscali in funzione anticiclica. Il rapporto tra il debito pubblico e il PIL è salito a livelli elevati in diversi paesi (tabella III.8). Considerati i costi effettivi e potenziali delle ristrutturazioni bancarie, il debito di talune economie asiatiche sarebbe in realtà molto più alto di quanto segnalato. Grazie al calo dei tassi d'interesse nominali (e, di conseguenza, del servizio del debito), il

Restano ampi i disavanzi di bilancio in Asia ...

... ma in India il margine di manovra per una politica fiscale espansiva è stato limitato

Efficacia delle misure di stimolo fiscale

Saldi di bilancio e debito pubblico								
	Saldo complessivo			Saldo primario			Debito pubblico	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1996	2001
	in percentuale del PIL							
Asia <sup>1</sup>	-1,0	-1,3	-2,9	-1,5	-0,5	-0,3	28,6	51,8
Cina	-2,1	-2,8	-2,7	...	...	...	7,3	16,3
Hong Kong SAR	0,8	-0,6	-5,0	.	.	.	.	.
India	-5,4	-5,7	-5,7	-0,7	-0,9	-1,1	49,4	58,1
Corea	-2,7	1,1	1,5	-1,5	2,6	2,7	8,8	20,8
Singapore	10,3	11,4	-0,3	.	.	.	.	.
Taiwan, Cina	1,0	-0,6	-0,7	-0,5	-2,5	-2,6	22,7	31,7
Filippine	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	0,2	0,8	61,3	79,1
Indonesia	-1,6	-3,2	-3,7	2,2	2,5	1,7	27,3	106,9 <sup>2</sup>
Malaysia	-3,2	-5,8	-5,5	-0,5	-3,1	-2,6	35,3	43,8
Thailandia	-3,3	-2,2	-2,4	-9,4	-1,8	-1,1	16,3	57,5
America latina <sup>1</sup>	-3,4	-2,5	-3,0	0,0	0,6	0,1	29,3	35,3
Argentina	-2,9	-2,7	-3,3	0,0	1,1	0,5	35,2	52,6
Brasile	-6,9	-3,2	-3,7	2,3	1,9	1,9	33,3	53,3
Cile	-1,5	0,1	-0,3	-1,1	0,6	0,2	16,7	15,6
Colombia	-6,0	-6,1	-6,0	-2,5	-2,2	-1,9	14,4	43,4
Messico	-1,1	-1,1	-0,7	2,5	2,6	2,6	26,6	20,4
Perù	-3,1	-2,7	-2,8	-1,0	-0,5	-0,6	45,2	35,9 <sup>2</sup>
Venezuela	-2,6	-1,7	-4,0	0,1	0,8	-1,1	33,8	25,7
Europa centrale <sup>1</sup>	-2,6	-2,9	-3,9	-1,2	0,5	-0,9	43,2	36,1
Polonia	-2,0	-2,2	-4,5	1,0	0,4	-1,6	47,8	39,0 <sup>2</sup>
Repubblica ceca	-2,9	-3,5	-4,5	-1,8	-2,3	-3,3	10,3	16,1 <sup>2</sup>
Ungheria	-3,0	-2,8	-2,8	-3,0	3,3	2,1	71,5	53,2
Russia	-1,2	2,5	3,0	1,9	4,7	5,3	48,1	64,0 <sup>2</sup>
Sudafrica	-2,3	-1,5	-1,9	2,9	3,5	2,8	45,2	42,8

Nota: nel raffrontare i dati dei vari paesi va tenuto conto del fatto che le definizioni nazionali del settore pubblico non sono omogenee; per Hong Kong SAR e Indonesia, esercizio finanziario; per India, unicamente governo federale.

<sup>1</sup> Media semplice. <sup>2</sup> 2000.

Fonti: FMI; IIF; statistiche nazionali; stime BRI.

Tabella III.8

deterioramento effettivo dei conti pubblici è stato finora contenuto. Va però notato che, nell'eventualità di un inasprimento della politica monetaria, gli oneri del servizio del debito aumenterebbero nuovamente.

In America latina diverse economie che si avvalgono del finanziamento esterno hanno dovuto tagliare la spesa pubblica per far fronte al minor gettito e agli accresciuti oneri per il servizio del debito. In alcuni paesi una struttura fiscale fortemente imperniata sulla tassazione delle materie prime ha accentuato il calo delle entrate e, quindi, l'esigenza di ridurre le spese. In altri, la sensibilità degli investitori nei riguardi della disciplina fiscale ha impedito ai governi di consentire il funzionamento degli stabilizzatori automatici. Ad esempio, il Messico ha reagito alla forte diminuzione dei proventi petroliferi e ai minori incassi statali riducendo la spesa pubblica, così da mantenere un rapporto disavanzo/PIL non superiore all'1%. Analogamente, il Brasile ha assunto iniziative per conseguire un avanzo primario del settore pubblico

Politica fiscale più  
restrittiva in  
America latina ...

allargato superiore all'obiettivo (3,7% del PIL, contro il 3,3% a fine 2001) e contenere il deficit complessivo entro il 4% del PIL. Soltanto il Cile è stato in grado di allentare la politica fiscale lo scorso anno, in virtù della bassa incidenza del debito pubblico e del mantenimento di un avanzo strutturale entro la fascia obiettivo.

... tranne in Cile

La Polonia ha attuato una politica fiscale espansiva. Nel 2001 il disavanzo delle amministrazioni centrali è salito al 4½% del PIL, di riflesso al calo delle entrate e a un ritmo di crescita delle spese superiore al previsto. Al fine di contenere lo squilibrio, il bilancio per il 2002 è stato improntato alla neutralità ciclica. In Ungheria l'invarianza del deficit di bilancio si è accompagnata a un marcato incremento delle spese straordinarie. Anche nella Repubblica ceca le misure di stimolo fiscale hanno svolto un ruolo importante nel trainare la domanda. L'avanzo di bilancio della Russia è aumentato al 3% del prodotto, grazie a una combinazione di vincoli di spesa e riforme tributarie, che prevedono tra l'altro un abbassamento delle aliquote per le imprese e l'introduzione di una nuova imposta unificata sulle risorse naturali.

Forte allentamento fiscale nell'Europa emergente

## Le crisi in Turchia e in Argentina

Negli anni recenti sia la Turchia che l'Argentina hanno mutuato ingenti fondi sui mercati internazionali: il loro debito esterno complessivo ammontava a fine 2001 a \$264 miliardi, contro i \$193 miliardi nel 1996. Di conseguenza, le crisi in questi due paesi avrebbero potuto facilmente avere un impatto di più vasta portata sul finanziamento ai mercati emergenti. Esse sono state invece percepite a livello internazionale come eventi di natura essenzialmente interna, e gli effetti di contagio sui mercati più in generale sono stati sinora modesti (Capitolo V). Nondimeno, la crisi in Argentina potrebbe ancora condizionare i futuri investimenti delle banche internazionali nei mercati emergenti, stanti le perdite subite dalle loro affiliate operanti nel paese.

Le crisi turca e argentina sono essenzialmente di natura endogena

### *Turchia*

Durante gli anni novanta l'economia turca ha fatto registrare una crescita relativamente sostenuta, ancorché irregolare, accompagnata da ampi disavanzi pubblici, un'inflazione elevata e periodici gravi squilibri di parte corrente. Il paese è riuscito in genere a superare rapidamente queste crisi in virtù del suo grado di apertura, di un settore privato dinamico e dell'alto saggio di risparmio delle famiglie. Nel corso del tempo, tuttavia, la quota di capitali affluiti al settore statale per il tramite del sistema bancario è andata aumentando e, con essa, l'incidenza del debito pubblico nei portafogli delle banche interne.

Nonostante la crescita elevata, negli anni novanta si accumulano i problemi

Nel 2000, in presenza di un netto aumento dei disavanzi di bilancio e del conto corrente, nonché di un debito estero a breve balzato al 130% delle riserve ufficiali, i tassi d'interesse sono divenuti assai volatili. Anche il valore di mercato dei titoli di Stato nei portafogli delle banche ha cominciato a fluttuare ampiamente. Dato che la base patrimoniale del sistema bancario era troppo debole per assorbire tali variazioni, le aspettative che il governo potesse essere obbligato a soccorrere le istituzioni in difficoltà hanno acuito le pressioni sul cambio, che stava oscillando entro una banda ristretta

La crisi del settore bancario innesca una crisi valutaria

nell'ambito di un regime di crawling peg. Nel febbraio 2001 i contrasti politici sorti intorno alle iniziative per la lotta alla corruzione nel settore bancario hanno causato un crollo nella fiducia degli investitori, e le autorità sono state costrette a lasciar fluttuare la lira. Il cambio ha perso di colpo il 45% nei confronti del dollaro, e il deprezzamento si è riversato sui prezzi al consumo con estrema rapidità.

Il programma di stabilizzazione non ripristina la fiducia

L'annuncio di un vasto pacchetto di misure nell'aprile 2001 non è servito a ripristinare la fiducia del mercato, benché vi fossero indicazioni che le grandezze monetarie e di bilancio procedevano secondo le linee prestabilite. Il persistere di elevati tassi d'interesse interni (fino al 40% in termini reali) era non solo il sintomo della mancanza di fiducia, ma anche il più grosso ostacolo alla sostenibilità delle finanze pubbliche. A ciò si è aggiunto il deterioramento del contesto economico mondiale. Nondimeno, sono cominciate ad affiorare anche talune tendenze positive, come la ripresa delle esportazioni e il ritorno in attivo della bilancia corrente; inoltre, grandi banche a partecipazione statale sono state ricapitalizzate e collocate sul mercato, mentre 13 istituti bancari di medie dimensioni sono stati venduti o liquidati.

Dopo l'11 settembre emergono problemi di sostenibilità del debito ...

Dopo gli eventi dell'11 settembre la lira ha subito nuove pressioni e i tassi d'interesse hanno ripreso ad aumentare. Considerato che l'80% circa dello stock di debito pubblico interno è indicizzato ai tassi a breve o al tasso di cambio, e poiché nel 2002 era previsto un incremento nei rimborsi di titoli di Stato, vi erano fondati timori circa la sostenibilità del debito. Le difficoltà di accesso ai mercati internazionali dei capitali sono state aggravate dalle magre prospettive inerenti alle privatizzazioni e agli investimenti diretti esteri. Le autorità hanno comunque mantenuto un orientamento fiscale molto restrittivo, procedendo risolutamente nelle riforme del settore pubblico. Queste iniziative hanno ampliato le opportunità di un sostegno finanziario aggiuntivo da parte del FMI e migliorato il clima di fiducia. A metà aprile 2002 la lira aveva riguadagnato il 30% rispetto ai minimi di metà ottobre, e il tasso d'interesse sul titolo nazionale di riferimento era sceso di oltre 20 punti percentuali. Certo, le pressioni inflazionistiche rimanevano elevate, ma si andavano quantomeno allentando. I minori tassi d'interesse interni e l'apprezzamento della valuta hanno cominciato a loro volta a influire positivamente sulla dinamica del debito. Nel primo trimestre 2002 la Turchia è stata così in grado di fare ritorno ai mercati internazionali dei titoli di debito, riuscendo a collocare prestiti sovrani per circa \$1½ miliardi a spreads decrescenti, compresi fra 550 e 700 punti base.

... ma il rigoroso programma di risanamento contribuisce a migliorare il clima di mercato

Tuttavia la ripresa non sembra ancora imminente

Nonostante queste tendenze positive, nel primo trimestre di quest'anno la produzione industriale e la domanda interna hanno continuato a ristagnare sullo sfondo delle persistenti difficoltà finanziarie del settore societario. Le perplessità sui tempi del programma di ricapitalizzazione delle banche private – fondamentale per il rilancio del credito bancario al settore privato – e il rapido apprezzamento del cambio reale mettono ulteriormente in pericolo la ripresa.

In sintesi, la crisi turca ha indubbiamente avuto origine interna. Le risposte di parte ufficiale e il modo stesso in cui la crisi si è evoluta finora confermano taluni degli insegnamenti tratti dalla recente crisi asiatica, e in particolare l'importanza di assumere decisioni rapide in materia di ristrutturazioni

bancarie, di sollecitare con forza la correzione degli squilibri nell'economia reale (comprese, nel caso della Turchia, le grandi aziende a partecipazione statale) e di impegnarsi nell'adempimento delle obbligazioni finanziarie connesse con il debito pubblico. Al tempo stesso, l'esperienza della Turchia dimostra quanto difficile sia ristabilire la fiducia e riprendere il sentiero della crescita in un contesto di fragilità del settore bancario, di radicati disavanzi di bilancio e di sfavorevole congiuntura mondiale.

### *Argentina*

L'Argentina aveva iniziato il 2001 con un'economia già da tempo in fase di recessione. I deboli prezzi delle materie prime sul finire degli anni novanta e l'apprezzamento del cambio reale, dovuto alla svalutazione del peso brasiliano nel 1999 e alla costante ascesa del dollaro USA, hanno compresso la redditività dei settori esposti alla concorrenza internazionale e frenato gli investimenti. In un regime di parità fisse, il tasso di cambio reale avrebbe potuto aggiustarsi solo in presenza di un calo dei costi unitari della manodopera, ma ciò è stato ostacolato dalle rigidità presenti sul mercato del lavoro.

Nell'aprile 2001 le autorità hanno cercato di stimolare la crescita limitando al tempo stesso il disavanzo pubblico. Si prevedeva che nuovi investimenti delle imprese avrebbero fatto seguito alle iniziative assunte per accrescere la liquidità del sistema bancario, a una riduzione dei dazi sulle importazioni di beni strumentali e a un innalzamento di quelli sui beni di consumo. Sul versante fiscale, al fine di incrementare il gettito era stata introdotta un'imposta sulle transazioni finanziarie. Tuttavia, queste misure non sono riuscite ad arrestare il deterioramento dell'economia. La mancanza di chiarezza circa l'attuazione delle scelte di politica economica e i conflitti fra le varie istanze decisionali hanno deteriorato la fiducia del mercato, spingendo gli spreads obbligazionari oltre i 1 000 punti base. Gli investitori hanno dubitato in particolare della portata dell'aggiustamento fiscale, dato che sulle amministrazioni locali non incombeva l'obbligo di ridurre la spesa. Inoltre, l'allentamento della disciplina della riserva obbligatoria (che ha consentito alle banche commerciali di depositare all'estero una quota minore di riserve e di impiegare titoli di Stato per l'assolvimento degli obblighi), benché destinato ad aumentare la liquidità, ha di fatto minato la credibilità del regime di currency board e ridotto la capacità delle banche di attrarre nuovi fondi dall'estero.

Poste esse stesse di fronte a una difficile situazione di liquidità, nel giugno 2001 le autorità hanno scambiato \$30 miliardi circa di debito estero in scadenza con titoli a più lungo termine. L'operazione è stata molto costosa (alcune delle nuove obbligazioni offrivano rendimenti prossimi al 16%) e ha pertanto appesantito notevolmente il futuro onere debitorio. Di conseguenza, verso la fine di luglio l'esecutivo ha annunciato un programma di "disavanzo zero", che imponeva a tutti i livelli dell'amministrazione di contenere la spesa per il resto dell'anno entro i limiti del gettito effettivamente introitato. Tuttavia, poiché l'attività economica e le entrate fiscali seguitavano a contrarsi, in luglio e agosto le famiglie hanno cominciato a ritirare i depositi bancari. Le riserve valutarie sono calate bruscamente, e sui mercati sono comparse aspettative di scenari più turbolenti per la soluzione della crisi.

Shock esterni e rigidità dei salari pregiudicano la competitività ...

... e falliscono le iniziative intraprese nei primi mesi del 2001 per ristabilire la crescita

Allorché i problemi di liquidità evocano lo spettro della crisi ...

... e le nuove misure non riescono a porre rimedio ...

Il ridimensionamento dei flussi di capitali privati alle economie emergenti susseguito agli eventi dell'11 settembre ha spinto il governo a correre ulteriormente ai ripari, ristrutturando \$41 miliardi circa di titoli pubblici detenuti da banche locali, fondi pensione e amministrazioni periferiche. Peraltro, con la difficile rinegoziazione del debito estero ancora da avviare, la sfavorevole congiuntura interna e la rapida contrazione del gettito, negli ultimi giorni di novembre lo spread obbligazionario ha superato i 3 000 punti base. Un'accelerazione della "corsa agli sportelli" ha indotto le autorità a introdurre restrizioni sui prelievi e sull'espatrio di fondi. A fine dicembre l'esecutivo ha altresì sospeso i pagamenti sul debito estero e, agli inizi di gennaio 2002, ha abbandonato il regime di currency board, annunciando l'istituzione in un primo tempo di un doppio mercato dei cambi e, successivamente, di un sistema di libera fluttuazione. Tuttavia, nulla è stato fatto per stabilire un ancoraggio interno che limitasse la dinamica dell'inflazione e del cambio. I rigidi controlli sui trasferimenti di fondi hanno in realtà abolito la convertibilità della moneta nazionale. Per giunta, tutti i depositi e le passività in dollari nei bilanci bancari sono stati convertiti in pesos, ma a tassi di cambio diversi da quelli di mercato.

... la crisi scoppia con violenza inaudita

Queste manovre correttive hanno imposto un gravoso onere sulle banche argentine e sulla loro clientela, gettando il sistema bancario e l'intera economia in una crisi ancor più profonda. Il differenziale sulle obbligazioni argentine si è situato intorno ai 4 000 punti base dalla fine di dicembre. Dopo l'annuncio della libera fluttuazione della moneta, il peso ha perso oltre il 70% rispetto al dollaro. Secondo recenti proiezioni, l'inflazione potrebbe superare il 50% nel 2002, dopo tre anni di deflazione. Il PIL reale è calato del 4½% nel 2001, e le stime attuali prevedono un'ulteriore flessione del 10-15% per l'anno in corso. Nel 2001 il rigoroso contenimento delle importazioni ha ridotto il disavanzo di parte corrente, ma il deficit pubblico è aumentato nonostante i tagli alla spesa. Il bilancio di previsione per il 2002 conferma la riduzione degli stipendi e delle pensioni nel settore pubblico annunciata lo scorso anno, limita gli incrementi di spesa unicamente all'assistenza ai meno abbienti e fissa il rapporto fra disavanzo e PIL all'1% circa.

Le ragioni di fondo della crisi

In considerazione del buon andamento dell'economia e della resistenza agli shock nel periodo 1991-97, nonché di un solido sistema bancario a prevalente partecipazione estera, la gravità della situazione argentina ha colto di sorpresa non pochi osservatori. Vale senz'altro la pena esplorare le ragioni di un siffatto risultato. Alcune delle principali debolezze dell'economia argentina sono ben note da tempo.

Un'economia chiusa e fortemente indebitata ...

In primo luogo, l'economia argentina è a un tempo molto chiusa e fortemente indebitata. In termini di incidenza sul PIL, le esportazioni di merci ammontavano nel 2001 ad appena il 10% e il debito estero totale al 55%; un ulteriore 26% era rappresentato inoltre da titoli di Stato, per lo più in dollari USA, nei portafogli di residenti. Nel 2001 la combinazione di bassi proventi da esportazioni e di un elevato debito estero ha fatto lievitare gli oneri sul servizio di quest'ultimo all'83% delle entrate di parte corrente. Il debito estero totale era pari al 400% circa delle esportazioni di beni e servizi, un livello eccezionalmente alto che evidenziava il rischio di una grave crisi nel

finanziamento esterno del paese. Per giunta, il rapporto fra passività esterne a breve e riserve in valuta risultava estremamente elevato, situandosi al 115% circa a fine 2000. Anche se in Argentina tali indicatori di debito non sono mai stati particolarmente favorevoli, essi sono tutti aumentati sensibilmente dalla metà degli anni novanta. Ad esempio, l'indebitamento estero totale è cresciuto del 15% in rapporto al PIL tra il 1996 e il 2001, il servizio totale del debito in relazione alle esportazioni di beni e servizi è quasi raddoppiato e l'indebitamento delle amministrazioni centrali è salito dal 35% del prodotto nel 1996 al 53% nel 2001.

In secondo luogo, alle cospicue passività sull'interno in dollari USA nei bilanci dei settori pubblico e privato faceva riscontro solo un esiguo ammontare di attività che generano flussi di cassa in tale valuta. Questo sbilancio valutario era occultato da clausole di convertibilità che facevano sembrare equivalenti la moneta argentina e quella statunitense. Tuttavia, l'economia argentina era in realtà estremamente vulnerabile a qualunque sospensione dei finanziamenti esterni e, in particolare, alla svalutazione del tasso di cambio.

Al venir meno del finanziamento esterno (quello privato nel terzo trimestre 2001 e quello ufficiale nel quarto), le aspettative di un'ingente svalutazione hanno subito fatto apparire in un'altra dimensione il servizio del debito e lo squilibrio dei conti pubblici, suscitando timori circa una possibile insolvenza. Tali timori hanno altresì determinato un peggioramento della presunta qualità dei bilanci societari e, di conseguenza, l'emergere di nuovi impegni eventuali a carico del bilancio statale. Anche la qualità degli attivi bancari si è deteriorata; l'aggravarsi della recessione ha influito negativamente sul rating dei crediti al settore privato, senza contare l'esposizione delle banche in titoli di Stato. Sebbene la banca centrale abbia cercato di limitare la "corsa agli sportelli" (fornendo liquidità alle banche da cui defluivano i depositi e innalzando l'obbligo di riserva per quelle, in gran parte di proprietà estera, a cui essi affluivano), la sua azione è stata chiaramente vincolata dal regime di currency board.

Dopo lo scoppio della crisi, l'annuncio da parte delle autorità di taluni provvedimenti, e la loro modifica a distanza di pochi giorni, hanno accresciuto l'incertezza. Uno di tali provvedimenti riguardava la conversione in pesos dei crediti denominati in dollari a un tasso di cambio di 1 peso per dollaro e dei depositi a un cambio di 1,4 pesos per dollaro, rispetto a un tasso corrente di mercato di circa 2 a 1, salito a oltre 3 pesos per dollaro nel maggio 2002. Questi cambi asimmetrici hanno creato problemi di fronte ai quali le banche e la loro clientela si sono trovate totalmente impreparate. Gli istituti bancari privati erano per lo più economicamente vitali durante il precedente regime di convertibilità; a seconda dell'affidabilità creditizia dei loro clienti, alcuni di essi sarebbero forse stati in grado di sopravvivere persino alla moratoria del debito e alla svalutazione del peso. Le misure annunciate avrebbero però generalmente comportato perdite superiori al capitale proprio di tali banche.

Un'ulteriore misura assai pregiudizievole è stato il congelamento dei depositi. Benché provvedimenti simili fossero stati attivati in via temporanea per arrestare la "corsa agli sportelli" durante precedenti crisi bancarie in

... nonché sbilanci delle posizioni in cambi ...

... hanno reso l'Argentina estremamente dipendente dal finanziamento esterno

La conversione dei contratti bancari ha aggravato la crisi ...

... mentre il blocco dei depositi ha pesato sull'attività economica ...

Argentina e in altri paesi, in questa occasione l'ampiezza e la durata del blocco – taluni depositi non potranno essere rimborsati prima del gennaio 2005 – sono state tali da paralizzare di fatto il sistema interno dei pagamenti. Data l'importanza, soprattutto nel settore terziario, dell'economia sommersa e delle transazioni in contanti, il blocco ha inciso pesantemente sull'attività produttiva. Mentre è difficile discernere l'impatto di tale provvedimento da altri aspetti della crisi bancaria, esso ha indubbiamente accelerato il generale declino della fiducia nel sistema bancario e nell'intera azione di governo. A più lungo termine ciò potrebbe provocare ulteriori deflussi di fondi verso banche all'estero, maggiori costi del credito e dei servizi bancari, nonché un ridotto margine di manovra per l'intermediazione finanziaria.

... e le nuove leggi hanno ulteriormente minato la fiducia

Un danno notevole è provenuto altresì dalle modifiche alla legge fallimentare, che hanno severamente ridimensionato i diritti dei creditori, e dalle incertezze circa l'applicazione della legge della cosiddetta "sovversione economica", che riconduce in sede giudiziaria la negligenza o il cattivo operato dei responsabili della gestione di banche e imprese nell'esercizio delle loro funzioni. Sebbene le controverse disposizioni di entrambe le leggi siano state emendate nel maggio 2002, le perplessità da esse originate avevano già pregiudicato la fiducia di investitori e operatori nell'applicazione dei diritti giuridici basilari.

#### *Impatto della crisi argentina sulle attività delle banche internazionali*

L'esperienza argentina potrebbe rendere le banche estere ...

Nel corso dell'ultimo decennio la partecipazione delle banche estere è via via divenuta un elemento centrale nello sviluppo dei sistemi bancari dei paesi emergenti. Esse hanno assunto il ruolo di protagonista in molte economie dell'area, compresa l'Argentina, dove ben oltre la metà delle attività e passività del sistema bancario faceva capo a istituti stranieri. Tale stato di cose, sostenuto peraltro da un efficace regime prudenziale, ha contribuito a rendere il sistema bancario argentino uno dei più solidi dell'America latina. Tuttavia, la moratoria del debito, la forte svalutazione del peso e le incertezze concernenti lo status e la natura dei contratti di deposito e di prestito, nonché i diritti dei creditori, hanno spinto velocemente il sistema bancario argentino sull'orlo del collasso. Ciò solleva una serie di questioni sull'attività futura delle banche a capitale estero nei mercati emergenti.

... più caute riguardo ai sistemi legali e giudiziari ...

Le chiare indicazioni di uno "sganciamento" degli altri mercati latino-americani dall'Argentina, oltre che l'assenza di sintomi di contagio a livello dei depositi bancari in altre economie emergenti, sembrano convalidare l'opinione secondo cui i mercati avrebbero sinora considerato l'Argentina come un caso a sé. Nondimeno, in futuro le banche internazionali potrebbero assumere un atteggiamento più prudente nell'espandere la propria attività in mercati emergenti i cui sistemi politici, legali e giudiziari sono ritenuti inaffidabili. Più in generale, esse potrebbero richiedere alle proprie sussidiarie locali di inasprire gli standard creditizi nei confronti di prenditori sovrani ed enti pubblici appartenenti a tali mercati.

... più propense a diversificare le loro attività ...

Un'altra conseguenza della crisi argentina nel più lungo periodo potrebbe essere che le banche i cui profitti derivano in ampia misura dall'operatività in un determinato mercato o gruppo di mercati emergenti diversifichino i

propri investimenti. Poiché le autorità del paese ospitante potrebbero essere riluttanti o finanziariamente impossibilitate a promuovere interventi di salvataggio a favore di un'importante filiazione estera, esse potrebbero esercitare forti pressioni sulla casa madre a investire nuovi fondi per ricapitalizzare la filiazione stessa. È probabile che le banche estere cerchino di evitare di avere una posizione predominante in un dato paese, poiché la mancata ricapitalizzazione delle proprie affiliate sarebbe interpretata in modo estremamente sconveniente per il paese in questione.

Oltre a ciò, vi è il rischio di una minore propensione delle banche estere a operare nel comparto del dollaro in alcuni mercati emergenti. Fin dalla metà degli anni novanta esse hanno istituito affiliate in molti paesi di quest'area anche nell'intento di limitare le loro esposizioni internazionali ed evitare posizioni in cambi non bilanciate risultanti dai prestiti in valuta estera erogati nel paese di origine. L'esperienza argentina insegna però che qualora la clientela locale disponga, al di fuori dei depositi valutari, di ben poche altre fonti di disponibilità in dollari (ad esempio, proventi da esportazione), le svalutazioni possono danneggiare le banche in maniera altrettanto grave. Le banche a capitale estero potrebbero pertanto adottare per i propri crediti in valuta politiche di prezzo più prudenti, ovvero limitare l'operatività alla moneta locale.

Un pericolo di carattere più generale per le economie emergenti è che gli afflussi di IDE risentano negativamente delle pesanti perdite subite dalle società estere che avevano investito massicciamente in Argentina. Inoltre, stante l'ingente danno economico subito dai piccoli investitori dell'Europa continentale, che detenevano titoli di Stato argentini per un ammontare stimato in \$20 miliardi, le economie emergenti potrebbero incontrare in futuro maggiori difficoltà nel collocare le loro emissioni presso tale categoria di investitori.

... e più riluttanti a concedere prestiti in valuta

Anche altri flussi di capitale potrebbero risentirne