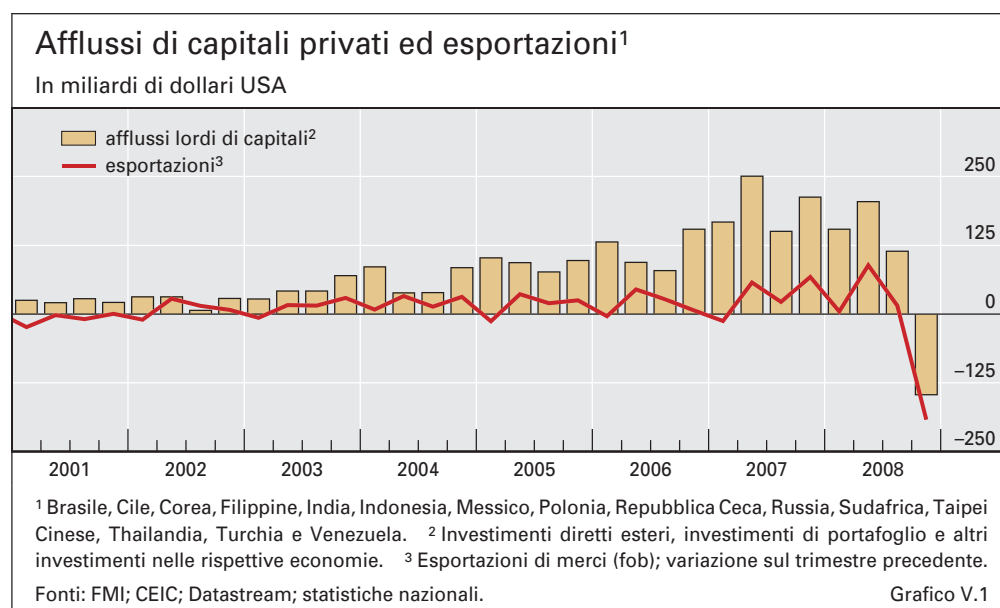


## V. Le ripercussioni sulle economie emergenti

La crisi finanziaria ed economica ha investito in pieno le economie di mercato emergenti (EME) nell'ultimo trimestre 2008. Al fallimento di Lehman Brothers in settembre è seguito un calo senza precedenti della domanda di esportazioni, che ha coinciso con una significativa inversione di flusso dei prestiti bancari e degli investimenti di portafoglio internazionali. In molti paesi i tassi di cambio si sono deprezzati, i corsi azionari hanno segnato ribassi e il costo del finanziamento esterno è aumentato bruscamente. L'andamento depresso della spesa per consumi e investimenti nelle economie avanzate ha causato una caduta della domanda di esportazioni delle EME, che ha amplificato l'inversione dei flussi di capitali. Si è così concluso un periodo prolungato di crescita trainata dalle esportazioni e sorretta dagli afflussi di capitali (grafico V.1).

Il presente capitolo analizza questi eventi definendo dapprima il contesto determinato dal periodo antecedente la crisi, in cui il rapporto esportazioni/PIL era aumentato e gli investimenti, finanziati in misura significativa dagli afflussi di capitali esteri, si erano riorientati verso il settore dei beni *tradable*. In alcune importanti EME, e in particolare in Cina, tale andamento si era accompagnato a un risparmio molto elevato, superiore agli investimenti, dando luogo ad ampi avanzi di conto corrente e all'accumulo di riserve. In altri paesi, soprattutto nell'Europa centrale e orientale (ECO), si sono invece registrati ingenti disavanzi correnti malgrado la rapida crescita delle esportazioni. Il capitolo considera poi alcune caratteristiche della recente contrazione economica nelle EME e le difficoltà incontrate nello stimolare la domanda interna. Successivamente,



avvalendosi delle statistiche BRI, passa a esaminare la brusca inversione degli afflussi di capitali ed evidenzia le nuove vulnerabilità conseguenti al fatto che nelle EME il finanziamento esterno del settore privato è rimasto elevato anche dopo il calo di quello del settore pubblico. Infine, il capitolo individua due elementi che hanno sostenuto l'attività economica delle EME dall'inizio della crisi, ossia la liquidità in valuta estera e la tenuta del credito interno.

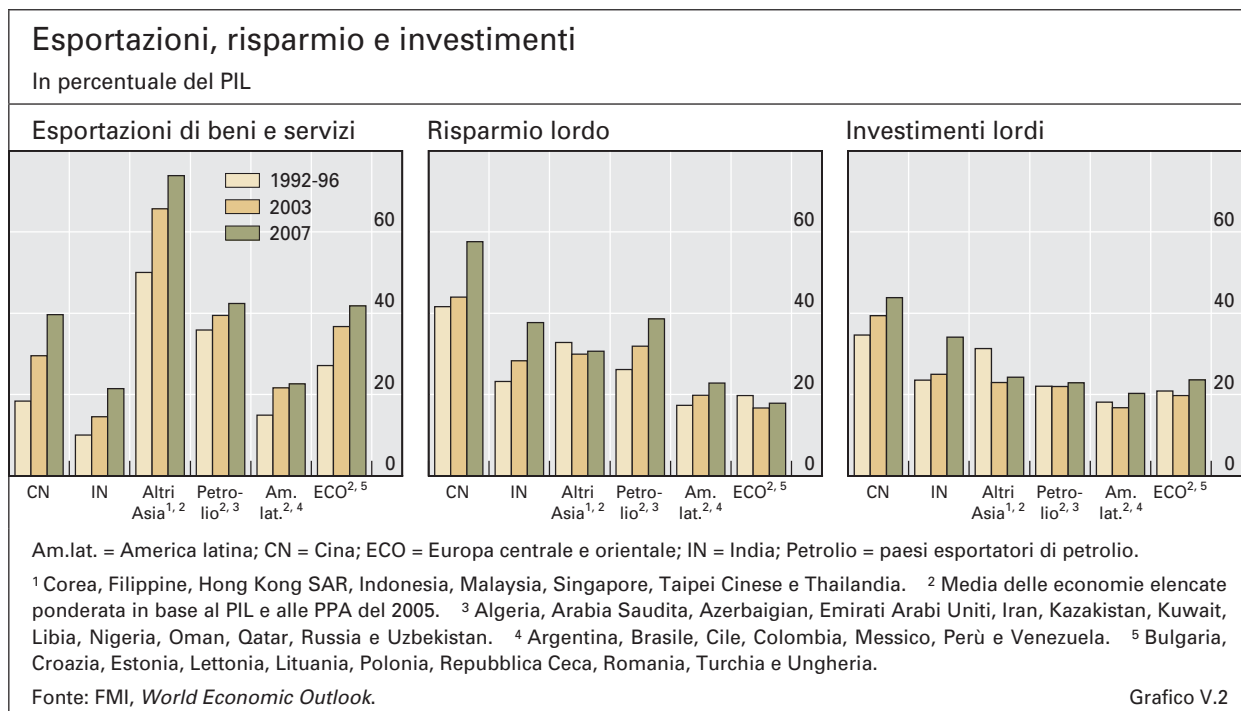
### Prima della crisi

Prima dell'inizio della crisi la crescita delle economie emergenti è stata molto vigorosa ma, per certi aspetti, la sua struttura recava già in sé le premesse del recente rallentamento. Tra il 2003 e la metà del 2008 gran parte delle economie emergenti ha registrato una robusta espansione trainata dalle esportazioni, che si accompagnava a un aumento del risparmio lordo e richiamava ingenti afflussi di capitali. Le riserve valutarie si sono accumulate su scala senza precedenti e l'integrazione economica e finanziaria con le economie avanzate è proceduta a ritmo sostenuto, divenendo al tempo stesso più complessa. In particolare, l'integrazione mondiale della catena produttiva ha reso molte EME più dipendenti dalle esportazioni rispetto a un decennio prima. Inoltre, il settore finanziario delle EME si è maggiormente integrato con quello delle economie avanzate, ed è cresciuto il suo grado di dipendenza da quest'ultimo come fonte di opportunità di investimento o, in alcuni casi, di finanziamento esterno.

Crescita robusta ma squilibrata

Nell'insieme dei mercati emergenti la crescita reale del PIL è salita da una media annua del 6,0% nel 1992-96, periodo precedente la crisi asiatica, al 7,4% nel 2003-07. Gran parte di questa accelerazione è dovuta ai guadagni di

Aumenta l'importanza delle esportazioni



efficienza produttiva, a loro volta frutto della maggiore concorrenza e delle acquisizioni tecnologiche connesse con le crescenti esportazioni. In particolare, nel 2007 il rapporto esportazioni/PIL di Cina e India superava di ben il 100% la media del 1992-96 (grafico V.2, diagramma di sinistra), mentre nelle altre EME dell'Asia è salito a circa il 75% (partendo da livelli già elevati) e nei paesi dell'ECO a oltre il 40%.

La crescente importanza delle esportazioni ha modificato in modo significativo la struttura degli investimenti fissi. Tra il 2003 e il 2007 la quota dei settori *tradable* (agricolo, estrattivo e manifatturiero) sul totale degli investimenti fissi lordi è mediamente aumentata di 3,2 punti percentuali (al 39%) in Brasile, Cina, Corea, India e Polonia. A titolo di confronto, nella prima metà degli anni novanta tale quota si approssimava al 28% in Cina (rispetto al 36% del 2003-07) e al 19% in Brasile (rispetto al 56% del 2003-06).

Mentre aumentava notevolmente la loro importanza nell'interscambio mondiale, le EME sono diventate anche una fonte primaria del risparmio su scala globale (Capitolo IV). In termini lordi, il loro contributo è salito dal 25% nel 1992-96, al 30% nel 2003 e al 40% nel 2007. A confronto, la quota delle EME sul PIL mondiale è aumentata meno rapidamente, dal 21% del 1992-96 al 31% del 2007.

La configurazione risparmio/investimento nel periodo 2003-07 presenta notevoli differenze da una regione emergente all'altra. In Cina nel 2007 l'incidenza sul PIL del risparmio lordo (58%) era di gran lunga superiore a quella degli investimenti lordi, che pure risultava tra le più elevate al mondo (44%; grafico V.2). Le imprese hanno trattenuto una parte crescente degli utili al netto delle imposte, mentre le famiglie hanno accresciuto il risparmio, in parte a titolo precauzionale di fronte al ridursi della protezione sociale. Anche in India il saggio di risparmio si è sensibilmente incrementato, ma la sua crescita è stata più che controbilanciata da quella del tasso di investimento. Nelle altre economie emergenti dell'Asia i saggi di risparmio e di investimento sono aumentati in misura solo modesta tra il 2003 e il 2007, rimanendo entrambi al disotto dei livelli precedenti la crisi asiatica (grafico V.2).

Per contro, nell'ECO (come pure in Sudafrica) gli investimenti lordi sono stati ampiamente superiori al risparmio lordo, determinando disavanzi correnti pari al 5-7% del PIL per l'insieme della regione. Tali disavanzi sono stati finanziati da afflussi di capitali privati relativamente ingenti. In questo senso, l'ECO si trovava in una situazione simile a quella dell'Asia emergente prima della crisi del 1997. Un'altra analogia consisteva nel diffuso ricorso a prestiti in valuta estera da parte di mutuatari che non disponevano di entrate in valuta. Tuttavia, vi erano altresì alcune importanti differenze fra le due aree. In particolare, i paesi dell'ECO avevano aperto i rispettivi sistemi bancari alla proprietà estera e, in quanto Stati membri dell'Unione europea (UE) o candidati all'adesione, avevano allineato i propri assetti istituzionali, giuridici e di *governance* a quelli dell'UE. Essi si sono quindi trovati ad affrontare la crisi con un quadro normativo, regolamentare e di vigilanza più solido di quello delle economie asiatiche emergenti nel 1997.

Infine, di pari passo con l'accresciuto ruolo delle EME nel commercio e nel risparmio mondiale, i settori finanziari di queste economie si sono

Cresce la quota delle EME sul risparmio lordo mondiale ...

... pur con grandi differenze tra regioni

Ingenti afflussi e deflussi di capitali

rapidamente integrati con quelli delle economie avanzate. Nel periodo precedente la crisi erano fortemente aumentati sia la quota di investimenti privati di portafoglio all'estero sulle attività totali delle EME, sia i crediti ottenuti da banche dei paesi avanzati. Gli afflussi lordi di capitali privati in rapporto al PIL aggregato delle EME sono pertanto saliti dal 4 al 10,7% tra il 2003 e il 2007 (tabella V.1), laddove fra il 1992 e il 1996 erano aumentati dal 4,7 al 5,7%. Allo stesso tempo le imprese di Brasile, Cina, Corea, India, Russia e diversi altri paesi emergenti hanno effettuato importanti investimenti diretti in molte economie avanzate e in via di sviluppo. Inoltre la Cina, i paesi esportatori di petrolio e alcune altre EME hanno collocato parte delle riserve ufficiali (anche attraverso veicoli di investimento come i fondi sovrani) in titoli obbligazionari e azionari delle economie avanzate. Tra il 2003 e il 2007 i deflussi lordi di capitali privati dalle EME sono saliti dal 2,3 al 7,3% del PIL (tabella V.1), rispetto a una crescita dall'1,5 al 2,5% fra il 1992 e il 1996.

Gli ingenti afflussi di capitali, assieme agli ampi avanzi correnti, hanno originato forti spinte al rialzo sulle divise di molte EME. Fino a circa il 2007 i timori di un apprezzamento avevano indotto le autorità a effettuare interventi sostanziali e protratti nei mercati dei cambi, determinando una crescita vigorosa delle riserve in valuta. Nelle principali EME questa crescita è passata da \$0,3 trilioni nel 2003 alla cifra senza precedenti di oltre \$1 trilione nel 2007, ma è poi notevolmente diminuita, scendendo nel 2008 a \$0,4 trilioni (riconducibili perlopiù alla Cina). Tuttavia, come si dirà più avanti, in diverse EME le riserve valutarie, dopo il massimo toccato nel 2008, si sono bruscamente ridotte. A gennaio 2009 esse ammontavano per l'insieme delle EME a oltre \$4,3 trilioni.

Fino alla prima metà del 2008 il massiccio accumulo di riserve si è accompagnato a un aumento della liquidità, compensato in misura variabile

Accumulo di riserve valutarie

Aumenta la liquidità interna

Flussi lordi di capitali privati da e verso i mercati emergenti <sup>1</sup>					
In percentuale del PIL totale					
	Media annua		2003	2007	2008
	1992-96	2003-07			
Afflussi totali	5,1	6,6	3,9	10,7	3,5
Investimenti diretti	1,6	2,7	1,9	3,4	3,3
Investimenti di portafoglio	2,9	1,8	1,1	2,6	-0,3
Altri investimenti	0,6	2,0	1,0	4,8	0,5
Deflussi totali	2,0	4,8	2,3	7,3	3,7
Investimenti diretti	0,3	0,9	0,3	1,5	1,2
Investimenti di portafoglio	1,2	2,0	1,0	2,6	0,8
Altri investimenti	0,6	1,8	1,1	3,2	1,7
<i>Per memoria:</i>					
<i>saldo corrente</i>	-1,7	3,9	2,3	4,6	4,4
<i>variazione nelle riserve<sup>2</sup></i>	-1,2	-5,5	-3,9	-7,8	-4,3

<sup>1</sup> Algeria, Arabia Saudita, Argentina, Azerbaigian, Brasile, Bulgaria, Cile, Cina, Colombia, Corea, Croazia, Emirati Arabi Uniti, Estonia, Filippine, India, Indonesia, Iran, Kazakistan, Kuwait, Lettonia, Libia, Lituania, Malaysia, Messico, Nigeria, Oman, Perù, Polonia, Qatar, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Sudafrica, Thailandia, Turchia, Ungheria e Venezuela. <sup>2</sup> Un valore negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella V.1

da operazioni di sterilizzazione o dalla vendita al pubblico di titoli di Stato. Nel complesso, le condizioni monetarie si sono sensibilmente allentate, come attestano i bassi tassi di interesse reali e la rapida espansione del credito bancario al settore privato. In Asia e America latina i tassi reali sono scesi tra il 2001 e il 2005 a livelli pari o inferiori allo zero, benché siano poi tornati a crescere. Nel 2006 e 2007 l'espansione media annua del credito bancario interno al settore privato è risultata superiore al 23% nell'insieme delle EME e particolarmente elevata in America latina (oltre il 30%), nell'ECO (24%) e in Russia (quasi il 50%). Pur essendo successivamente calata in misura significativa, a fine 2008 essa restava prossima o superiore al 20% in America latina, India, Indonesia, ECO e Russia. Un fattore alla base dell'aumento della liquidità è stato il basso livello dei tassi di interesse nelle economie avanzate. In particolare, nel 2007 e 2008 molte EME si sono mostrate riluttanti a innalzare i tassi ufficiali nonostante l'aumento dell'inflazione, nel timore che ciò potesse attirare maggiori capitali dall'estero e accentuare così le pressioni all'apprezzamento delle rispettive monete.

### Grave shock per l'economia reale

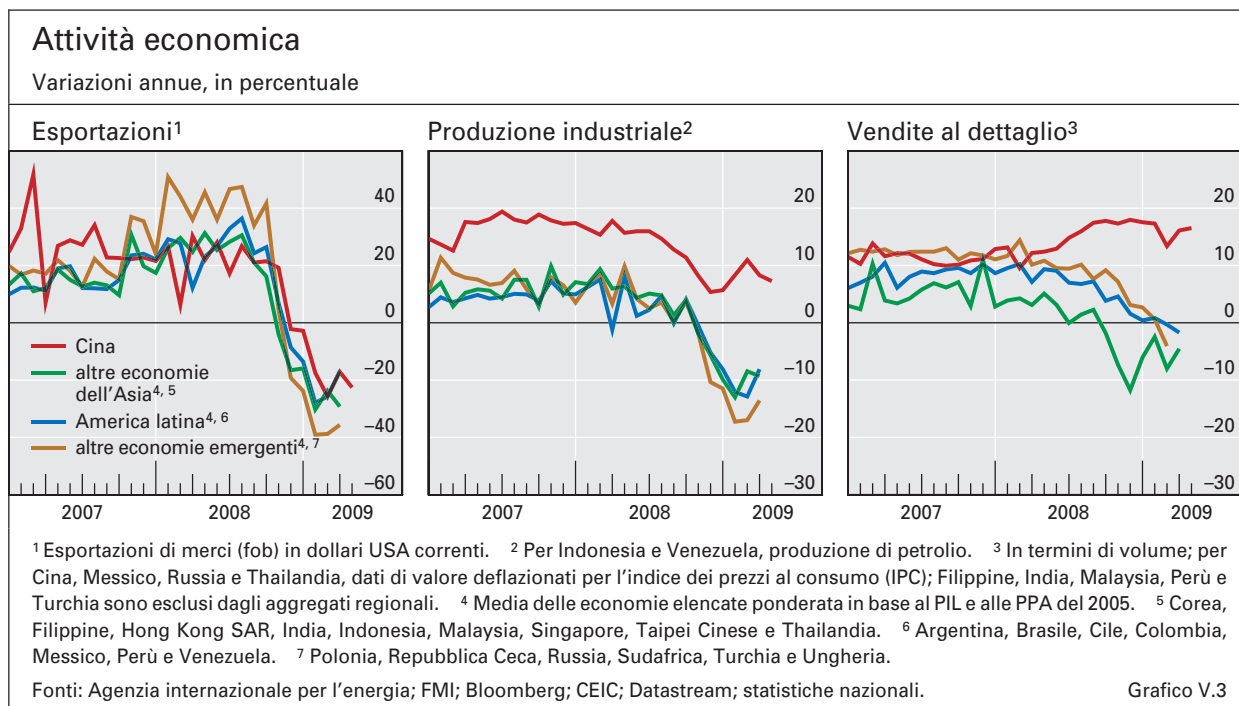
In parte schermate da posizioni finanziarie relativamente robuste, comprese ampie riserve valutarie (si veda oltre), le EME non hanno subito in genere gravi contraccolpi dalla crisi finanziaria mondiale tra agosto 2007 e metà 2008. In seguito, tuttavia, esse hanno risentito in misura crescente di due andamenti sfavorevoli dell'economia reale: la caduta della domanda di beni di consumo durevoli proveniente dai paesi industriali e il forte calo dei prezzi delle materie prime.

#### *Contrazione dell'attività economica*

Il crollo della crescita nei paesi avanzati ha provocato una brusca contrazione dell'attività economica nelle EME nel quarto trimestre 2008, con cali a due cifre delle esportazioni e della produzione industriale e un marcato rallentamento delle vendite al dettaglio (grafico V.3). La caduta sincrona delle esportazioni si è intensificata nel primo trimestre 2009, quando una serie di importanti EME ha registrato una flessione media di circa il 25% sull'anno precedente. In alcuni paesi esportatori di materie prime, in particolare Cile e Russia, le esportazioni sono diminuite di oltre il 40% nello stesso trimestre.

La contrazione della spesa per beni di consumo durevoli nei paesi avanzati nella seconda metà del 2008 (Capitolo IV) ha notevolmente ridotto le esportazioni di autoveicoli e tecnologia informatica delle EME. Il settore automobilistico, cui è riferibile una quota rilevante del PIL di diverse economie emergenti (3% in Turchia, 6% in Messico, 8% in Corea e Thailandia e oltre il 10% nell'Europa centrale), ha subito una rapida flessione delle vendite all'estero (pari ad esempio al 45% in Messico nel febbraio 2009 e al 54% in Turchia nel primo trimestre 2009). Il settore informatico, particolarmente importante per l'Est asiatico, era stato all'origine di gran parte del rallentamento osservato in questa regione durante la recessione statunitense del 2001. Nell'attuale fase contrattiva, il rapporto fra scorte e vendite di beni elettronici è aumentato

Cala la domanda di  
beni di consumo  
durevoli ...



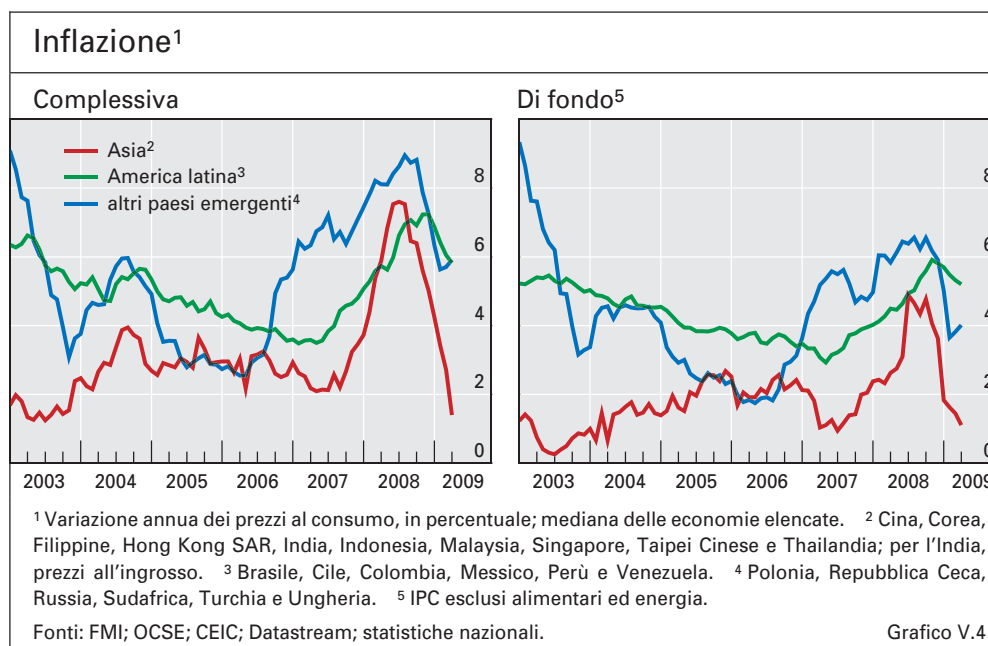
nettamente nell'Est asiatico, e sono diminuite sia le esportazioni sia la produzione. In Corea, ad esempio, le esportazioni del settore informatico sono calate per sei mesi consecutivi (con una flessione di circa il 27% sull'anno precedente nel marzo 2009) e il rapporto scorte/vendite è salito dal 104% del settembre 2008 a un picco del 129% in dicembre, per poi scendere al 93% in febbraio.

Per quanto concerne le materie prime, con l'indebolimento della crescita mondiale i prezzi sono diminuiti sensibilmente. Tra luglio 2008 e marzo 2009 le quotazioni del petrolio sono scese del 65% e quelle delle materie prime non petrolifere del 34%. Ciò ha avvantaggiato gli importatori, accrescendo il reddito disponibile e riducendo i costi. Gli esportatori di prodotti di base hanno invece subito un calo dei redditi, con effetti negativi sulla domanda e la crescita. Ad esempio, in America latina le materie prime rappresentano più del 40% delle esportazioni totali (oltre il 20% in Messico). Secondo stime recenti dell'FMI, la flessione del 30% dei prezzi delle materie prime tra luglio e dicembre 2008 potrebbe ridurre di oltre 2 punti percentuali la crescita in tale regione. I recenti rialzi (di circa il 19% rispetto al minimo di dicembre) potrebbero tuttavia contribuire a moderare eventuali nuovi cali della crescita.

Il crollo dei corsi delle materie prime e il maggiore sottoimpiego di capacità riconducibile al forte rallentamento economico hanno ridotto l'elevato tasso di inflazione delle EME, che secondo le previsioni dovrebbe scendere dal 6,0% del 2008 a meno del 5% nel 2009. L'inflazione sia complessiva sia di fondo è diminuita bruscamente in Asia (grafico V.4), e negli ultimi mesi la componente di base ha mostrato tendenze deflative in Cina e Thailandia. In Cina la perdita di mercati esteri di esportazione ha determinato eccedenze di capacità che hanno intensificato le pressioni al ribasso sui prezzi. Per contro, fino agli inizi del 2009 in America latina e in Russia l'inflazione si è mostrata più persistente.

... e scendono i prezzi delle materie prime

L'inflazione regredisce



In alcuni paesi (quali il Messico e la Russia) i timori per l'inflazione sono stati accentuati dal deprezzamento del cambio, ponendo un dilemma per la politica monetaria.

#### *Prospettive per la ripresa*

L'esperienza del XX secolo mostra che per una robusta ripresa economica su scala mondiale sarà necessaria un'espansione del commercio. La dinamica delle esportazioni ha infatti svolto un ruolo importante nelle fasi di recupero successive alle crisi dei mercati emergenti negli anni novanta e l'analisi economica indica che un aumento dell'interscambio stimola la crescita nel medio periodo<sup>1</sup>. Nelle circostanze attuali, tuttavia, la forte dipendenza delle EME dalla domanda estera potrebbe ritardare la ripresa. Una ragione risiede nella gravità senza precedenti del declino delle importazioni delle economie avanzate. Ad esempio, si prevede che nel 2009 le importazioni statunitensi si riducano a un tasso a due cifre (contro il 3% osservato nella recessione del 2001). Proiezioni analoghe sono state formulate per l'area dell'euro e il Giappone. Un'altra ragione è che l'indebitamento nelle economie avanzate, che aveva sorretto le importazioni dalle EME in passato, si è rivelato insostenibile. In futuro è possibile che un aumento delle importazioni dei paesi sviluppati debba andare di pari passo con un aumento delle esportazioni verso le EME. Più in generale, la riduzione della leva finanziaria e la correzione degli squilibri correnti su scala internazionale rendono necessario un incremento del risparmio o una riduzione della spesa per investimenti in alcune economie avanzate, e andamenti opposti in alcune EME. Aggiustamenti di questo tipo potrebbero richiedere tempo.

<sup>1</sup> Cfr. J. Frankel e D. Romer, "Does trade cause growth?", *American Economic Review*, vol. 89, n. 3, giugno 1999, pagg. 379-399.

La dipendenza dalle esportazioni potrebbe ritardare la ripresa

Le prospettive di ripresa per le EME dipendono in larga parte anche dalla misura in cui la resilienza della domanda interna è sufficiente a compensare il rallentamento di quella delle economie avanzate. Come già osservato nella Relazione annuale dello scorso anno (Capitolo III), al riguardo si pongono diversi problemi. Nonostante la robusta crescita e gli sforzi di alcune EME per promuovere i consumi o gli investimenti reali, la loro quota sul PIL non è generalmente aumentata in questo decennio. Nell'attuale fase contrattiva la capacità di fornire sostegno alla spesa per consumi e investimenti dipenderà in parte dal margine di manovra disponibile per adottare politiche monetarie e fiscali anticicliche (Capitolo VI), che in molte economie emergenti appare alquanto ridotto. Inoltre, le minori esportazioni tenderanno a comprimere la spesa per investimenti e consumi, in quanto riducono i profitti e i redditi prospettici. Finora le EME hanno registrato un sensibile calo degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese e, nella maggior parte dei casi, una diminuzione delle vendite al dettaglio.

Limitata capacità di espansione della domanda interna

Il successo che la Cina pare avere ottenuto nello stimolare la domanda interna mediante incentivi fiscali e la rapida espansione del credito interno potrebbe contribuire a sorreggere la domanda di esportazioni in altri paesi. Nel corso dell'attuale decennio la Cina si è affermata come *hub* manifatturiero mondiale, accrescendo notevolmente le importazioni dalle altre EME di beni intermedi e strumentali necessari alla produzione di beni finiti da esportare. Tuttavia, la domanda di tali importazioni si è ridotta allorché è calata la domanda di esportazioni cinesi da parte delle economie avanzate. Ciò ha colpito particolarmente le altre EME asiatiche, che dirigevano in media il 20% delle loro esportazioni verso la Cina. La possibilità che quest'ultima compensi il calo della domanda estera accrescendo le importazioni per consumi interni sembra limitata. Da un lato, si prevede che in risposta alle significative azioni di stimolo, la crescita cinese resti relativamente elevata nel 2009. Benché i proventi delle esportazioni abbiano subito un drastico ridimensionamento, la produzione industriale ha continuato a crescere, le vendite al dettaglio hanno evidenziato una dinamica robusta (grafico V.3) e l'espansione del credito ha accelerato. Dall'altro lato, alcuni studi mostrano che in Cina la propensione alle importazioni per soddisfare la domanda interna è bassa. In effetti, le importazioni cinesi non destinate alla produzione di beni di esportazione sono diminuite bruscamente nell'ultimo trimestre 2008 e non hanno ad oggi dato segnali di recupero.

Quale ruolo per la Cina?

Guardando al futuro, le prospettive per le EME sono assai incerte. Le previsioni prevalenti per la crescita del PIL nel 2009 sono negative per gran parte delle maggiori EME, a eccezione di Cina e India. Il ritorno a una crescita positiva nella maggioranza di queste economie è previsto soltanto per il 2010. Tuttavia, in alcuni casi sono già emersi i primi segnali di ripresa, fra cui un aumento sia delle esportazioni cinesi verso l'Unione europea e gli Stati Uniti nel marzo 2009 sia delle importazioni della Cina da Taipei Cinese e Corea nel febbraio e marzo dello stesso anno. Questo incremento dell'interscambio ha compensato i cali osservati nei sei mesi precedenti, ma è difficile stabilire se sia indicativo di un recupero duraturo. Le dinamiche della ripresa dipenderanno anche dalla rapidità con cui i flussi di capitali internazionali, che avevano svolto



un ruolo così importante nel sostenere la crescita, riacquisteranno vigore dopo la netta inversione subita nel 2008.

## Maggiori difficoltà di finanziamento esterno

Gran parte delle crisi che hanno colpito i mercati emergenti negli anni ottanta e novanta era associata a un'inversione degli afflussi lordi di capitali privati, dovuta alla perdita di fiducia nelle politiche economiche di tali paesi. Nella crisi attuale, le dinamiche dei flussi di capitali sono piuttosto diverse. Con la notevole eccezione di alcuni paesi dell'ECO, prima della crisi molte economie emergenti avevano adottato solide politiche economiche e presentavano quindi, almeno inizialmente, una migliore capacità di tenuta di fronte all'inversione dei flussi. Tuttavia, con il progredire della crisi tali flussi hanno assunto andamenti in alcuni casi analoghi a quelli registrati nelle crisi precedenti. Come indicato oltre, i paesi con i maggiori disavanzi sia correnti sia di bilancio e i settori con rilevanti esposizioni in valuta estera sono stati i più colpiti dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno e dal deflusso di fondi.

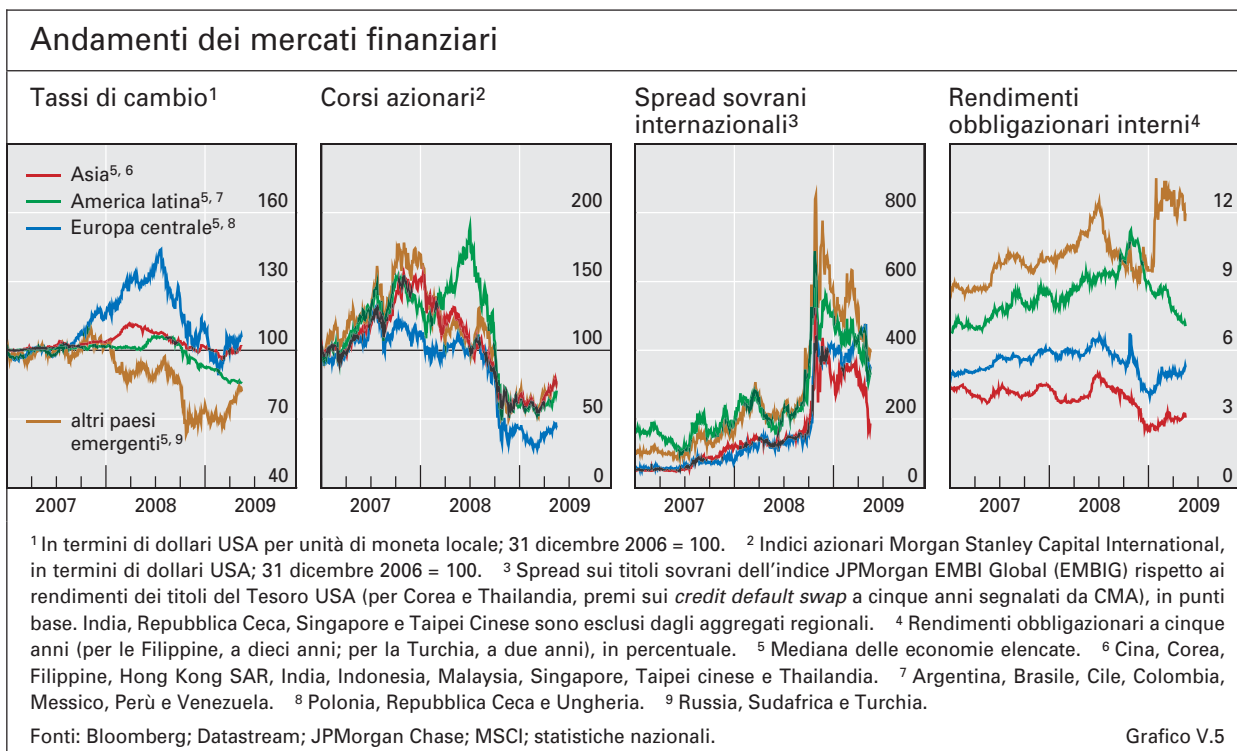
All'iniziale tenuta dei flussi di capitali ...

Nella prima metà del 2008 i flussi lordi di capitali verso le EME hanno mostrato una tenuta considerevole, raggiungendo in molti casi il 60-70% dei massimi storici osservati nel 2007. Essi hanno subito un'inversione di segno soprattutto nei mercati azionari, dove i prezzi hanno iniziato a scendere dopo aver toccato livelli record nell'ultimo trimestre 2007. Il fatto che gli investitori in altri mercati (banche e detentori di obbligazioni) abbiano mantenuto le rispettive posizioni nei confronti delle EME potrebbe essere riconducibile a vari fattori menzionati in precedenza, tra cui il forte aumento delle riserve ufficiali in valuta e la maggiore solidità dei sistemi bancari in molte di queste economie. In alcuni paesi ha inoltre avuto un ruolo di rilievo il più elevato grado di sviluppo dei mercati obbligazionari locali.

Nel terzo trimestre 2008 le banche internazionali hanno iniziato a ritirare fondi da alcune economie emergenti, uno sviluppo che ha interessato per primi i paesi con sistemi bancari solidi e relativamente liquidi. I crediti esteri ai settori bancari e non bancari di Cina, Malaysia, Polonia, Repubblica Ceca e Taipei Cinese, ad esempio, sono diminuiti di \$30 miliardi. Fonti ufficiali e di mercato avevano segnalato all'epoca la possibilità che alcune banche internazionali avessero ridimensionato i prestiti a tali EME per superare una grave stretta di liquidità nei rispettivi mercati nazionali.

... fanno seguito turbative

Le turbative nei flussi finanziari ai mercati emergenti si sono estese dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e la conseguente interruzione dei finanziamenti nei mercati interbancari mondiali (Capitolo II). I disinvestimenti azionari si sono intensificati, le divise dei mercati emergenti hanno registrato un netto indebolimento, gli spread sulle obbligazioni sovrane internazionali si sono ampliati notevolmente e i rendimenti delle obbligazioni interne hanno in molti casi segnato un rialzo (grafico V.5). Tra i primi a essere colpiti dal maggior costo e dalla minore disponibilità di finanziamento esterno sono stati i paesi con ampi disavanzi correnti (ad esempio le economie dell'ECO e il Sudafrica) e quelli i cui avanzi si erano ridotti per la caduta dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime (come Argentina, Russia e Venezuela).



Nelle EME con posizioni esterne più solide, l'impatto iniziale sui flussi di capitali è stato avvertito dal settore societario. In presenza di un forte deprezzamento del tasso di cambio rispetto alle principali valute internazionali, le imprese che avevano attinto in misura cospicua dai mercati internazionali del debito e del credito per finanziare gli investimenti (come quelle russe del settore energetico) hanno incontrato difficoltà nel rinnovare i prestiti in scadenza. Inoltre, le turbolenze del settembre 2008 avevano messo in luce vulnerabilità di cui le autorità e i mercati sembravano precedentemente inconsapevoli. In particolare, nel 2007-08 molte società brasiliane, coreane, messicane e polacche avevano stipulato contratti derivati con banche estere o nazionali per proteggere i proventi delle esportazioni dall'eventualità di un forte apprezzamento della moneta locale e, in alcuni casi, per speculare su un persistente rafforzamento dei tassi di cambio. Tali posizioni erano di norma contabilizzate fuori bilancio. Quando il cambio della moneta locale con il dollaro o l'euro si è indebolito, le società hanno accusato perdite ingenti (attualmente stimate a circa lo 0,8% del PIL in Corea e a oltre l'1% in Polonia).

Esposizioni del settore societario

Sui mercati internazionali del debito le nuove emissioni delle economie emergenti si sono arrestate e gli scambi di titoli in essere si sono fortemente ridotti in settembre e ottobre, anche nel caso di società con rating elevato e di emittenti sovrani con posizioni di bilancio relativamente solide (ad esempio Brasile, Malaysia e Sudafrica). Dopo aver raccolto fondi netti per \$28 miliardi durante i primi tre trimestri del 2008, nel quarto trimestre le EME hanno effettuato rimborsi netti per \$27 miliardi (tabella V.2), in quanto molti prenditori societari di tali economie hanno perso l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. I rimborsi netti sono stati particolarmente ingenti in Corea, America latina e nei paesi esportatori di petrolio (grafico V.6). Nello stesso trimestre i

Si esauriscono i flussi verso i mercati obbligazionari delle EME

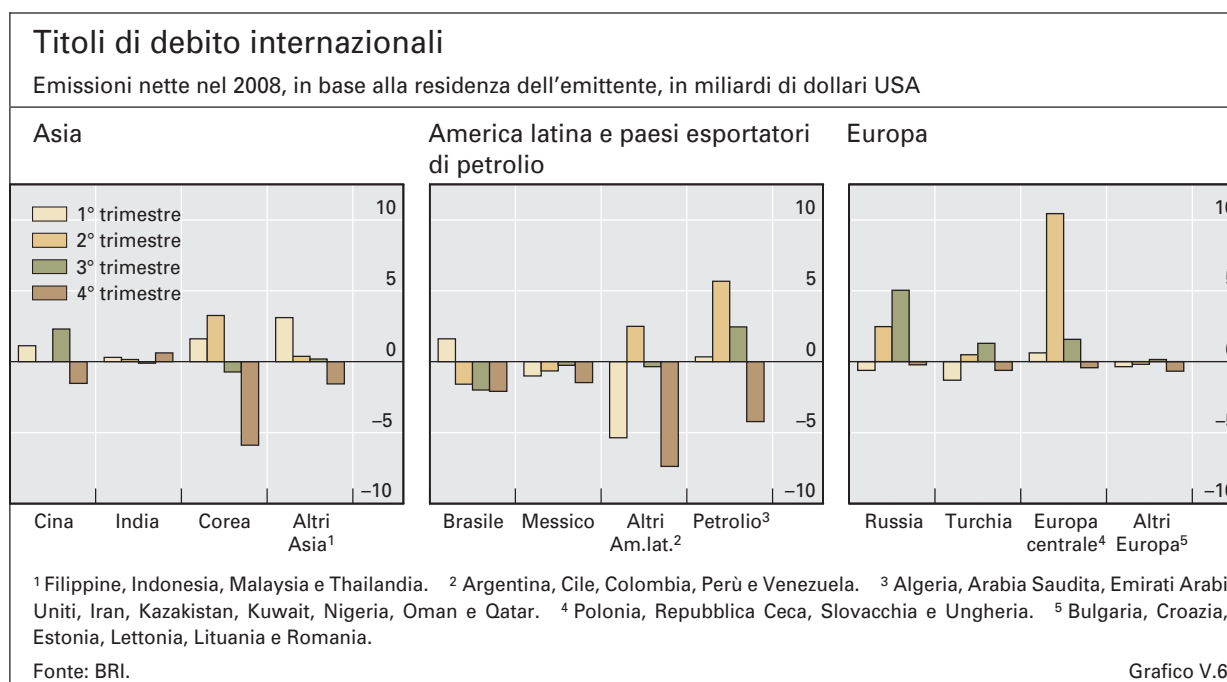
Flussi bancari ed emissioni obbligazionarie internazionali					
In miliardi di dollari USA					
	1° trim. 2008	2° trim. 2008	3° trim. 2008	4° trim. 2008	1° trim. 2009
Prestiti transfrontalieri <sup>1</sup>	168	105	47	-205	...
Emissioni nette di obbligazioni internazionali	-1	23	6	-27	4

<sup>1</sup> Prestiti esteri delle banche dichiaranti alla BRI alle economie emergenti; variazioni stimate a tassi di cambio costanti.  
Fonte: BRI. Tabella V.2

nuovi prestiti consorziali sono complessivamente scesi di \$65 miliardi rispetto al periodo precedente, un calo riconducibile soprattutto a Hong Kong SAR, Singapore e ai paesi del Medio Oriente. Sono inoltre diminuite le obbligazioni in moneta locale delle EME detenute da non residenti, per effetto non soltanto della maggiore domanda di liquidità degli investitori esteri, ma anche della loro accresciuta avversione al rischio in un contesto di più elevata volatilità nei mercati obbligazionari locali di numerose EME (tra cui Indonesia, Messico, Turchia e Ungheria).

Anche l'inversione dei flussi bancari internazionali si è accentuata nell'ultimo trimestre 2008. Secondo le più recenti statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale, in quel periodo le banche delle economie avanzate hanno ridotto i prestiti ai paesi in via di sviluppo di \$205 miliardi (pari all'1% del PIL complessivo delle EME), annullando oltre il 60% degli afflussi registrati nei tre trimestri precedenti (tabella V.2). Tale andamento ha colpito in particolare Brasile, Cina, Corea, Turchia e i paesi esportatori di petrolio, compresa

Accentuarsi del riflusso di prestiti internazionali



la Russia (grafico V.7). I prestiti alle banche sono scesi più di quelli al settore non bancario. Nel contempo, i residenti di molte EME (specie dei paesi dell'Europa centrale e dei paesi esportatori di petrolio, compresa la Russia) hanno ritirato parte dei depositi e degli altri attivi esteri detenuti presso le banche dichiaranti alla BRI. Ciò ha offerto ai mercati emergenti un importante ammortizzatore non disponibile in passato. In alcuni casi, tuttavia, il ritiro dei depositi può essere ricondotto agli interventi ufficiali sui mercati valutari, più che a una risposta autonoma delle banche dei paesi emergenti di fronte alla minore disponibilità di finanziamenti internazionali.

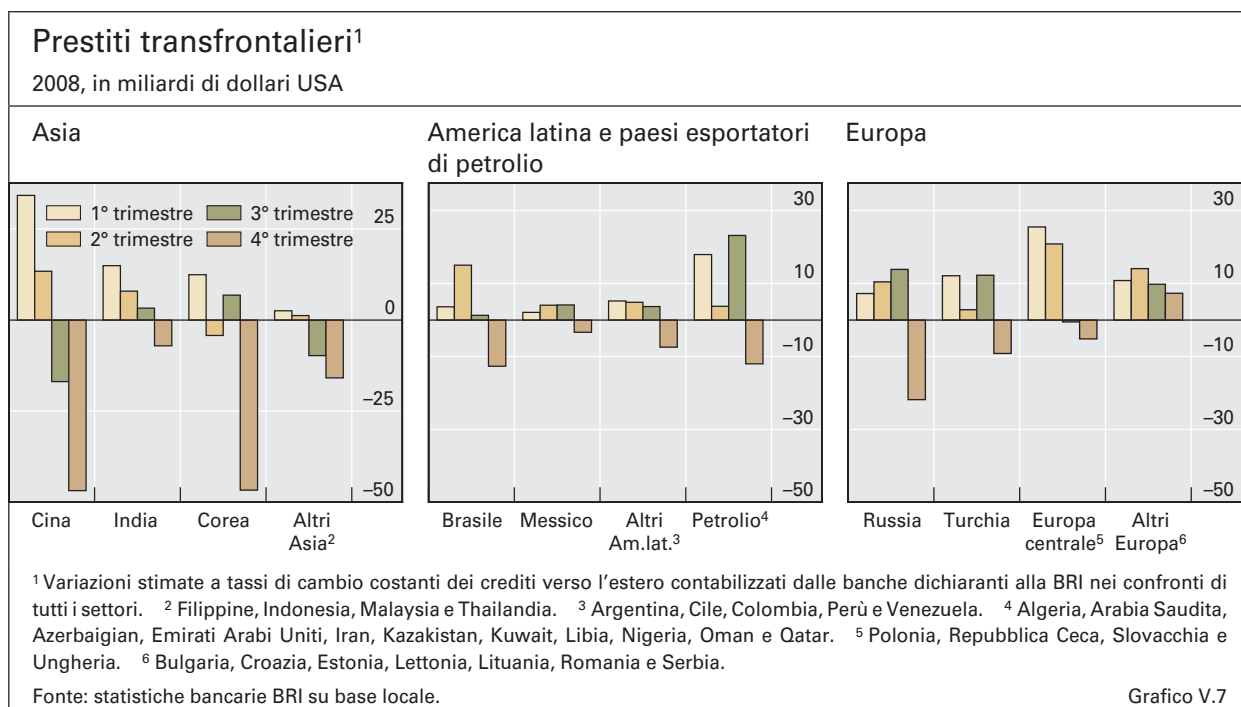
Risulta interessante esaminare se nelle EME la presenza delle banche estere abbia esercitato effetti visibili sui flussi bancari. A tal fine, un possibile approccio consiste nello stabilire se i prestiti internazionali e quelli in moneta locale erogati da affiliate di istituzioni estere siano stati più stabili nelle EME con una maggiore presenza bancaria estera.

Per un certo periodo i prestiti internazionali paiono effettivamente essere stati più stabili in alcune economie minori con una maggiore presenza di banche estere. Per quanto concerne in particolare l'ECO, la flessione dei prestiti internazionali alle banche nel quarto trimestre 2008 è stata inferiore nelle economie più piccole (Stati baltici e paesi dell'Europa sudorientale), con sistemi bancari quasi interamente controllati da capitale estero, rispetto a quelle più grandi (Polonia, Repubblica Ceca, Russia e Turchia), dove la proprietà estera di banche non è predominante (ad eccezione della Repubblica Ceca; grafico V.7, diagramma di destra).

La resilienza dei prestiti internazionali nei paesi più piccoli dell'ECO è sorprendente, poiché molti di essi presentano ampi disavanzi sull'estero. Tuttavia, nel febbraio 2009 è divenuto evidente che le condizioni economiche di questi paesi si stavano deteriorando più rapidamente del previsto. Molti

Il ruolo della presenza bancaria estera

Temporanea tenuta dei prestiti internazionali ...



mutuatari hanno incontrato difficoltà nel rimborsare o rinnovare i prestiti. Il calo di fiducia degli investitori ha improvvisamente messo a nudo vulnerabilità esistenti da tempo, quali la pratica assai diffusa presso le famiglie e le piccole e medie imprese di indebitarsi in valuta. Per meglio comprendere se le banche dell'Europa occidentale abbiano continuato a sostenere le loro affiliate in queste economie occorrerà attendere la pubblicazione, agli inizi di luglio, dei dati per il primo trimestre 2009.

... e andamenti contrastanti delle attività sull'interno

Quanto ai prestiti in moneta locale, non è chiaro se la presenza più diffusa di banche di proprietà estera sia stata fonte di maggiore stabilità. Al netto delle variazioni di cambio, le attività in moneta locale delle affiliate di banche estere hanno dato prova di buona tenuta in diverse EME. Ad esempio, nel quarto trimestre 2008 esse sono aumentate in Brasile, Cina, Polonia e Turchia, e sono rimaste stabili nelle economie minori dell'ECO con un'ampia presenza bancaria estera. Per contro, in alcuni altri paesi (come Corea e Sudafrica) queste attività hanno segnato un calo.

Il ruolo dei mercati obbligazionari locali

Un'altra questione interessante è se i paesi con mercati obbligazionari locali più sviluppati abbiano resistito meglio ai deflussi di capitali. Negli ultimi anni le EME avevano cercato di ridurre la loro vulnerabilità all'inversione dei flussi di capitali potenziando le emissioni sui mercati interni del debito. La crisi sembra aver indotto tuttavia gli investitori (soprattutto esteri) a ritirarsi da tali mercati e orientarsi verso attività più liquide in valuta estera. Questi sviluppi hanno influito sui mercati obbligazionari di diverse EME (tra cui Indonesia, Messico, Turchia e Ungheria), accentuando in molti casi le pressioni al ribasso sul cambio, date le gravi disfunzioni presenti all'epoca nei mercati internazionali degli swap valutari (grafico II.4, diagramma centrale). In Ungheria, ad esempio, le aste di titoli di Stato condotte a metà ottobre sono andate deserte. Sono inoltre diminuite le obbligazioni in moneta locale detenute da non residenti, di riflesso alla maggiore domanda di valuta estera da parte degli investitori stranieri. Poiché le banche internazionali non erano disposte a scambiare euro contro fiorini ungheresi, la moneta ungherese si è fortemente deprezzata, con effetti di contagio in tutta l'ECO (ad esempio, nel quarto trimestre la corona ceca ha perso il 9% sull'euro nonostante i fondamentali molto più solidi del paese).

Emergono problemi di finanziamento al commercio

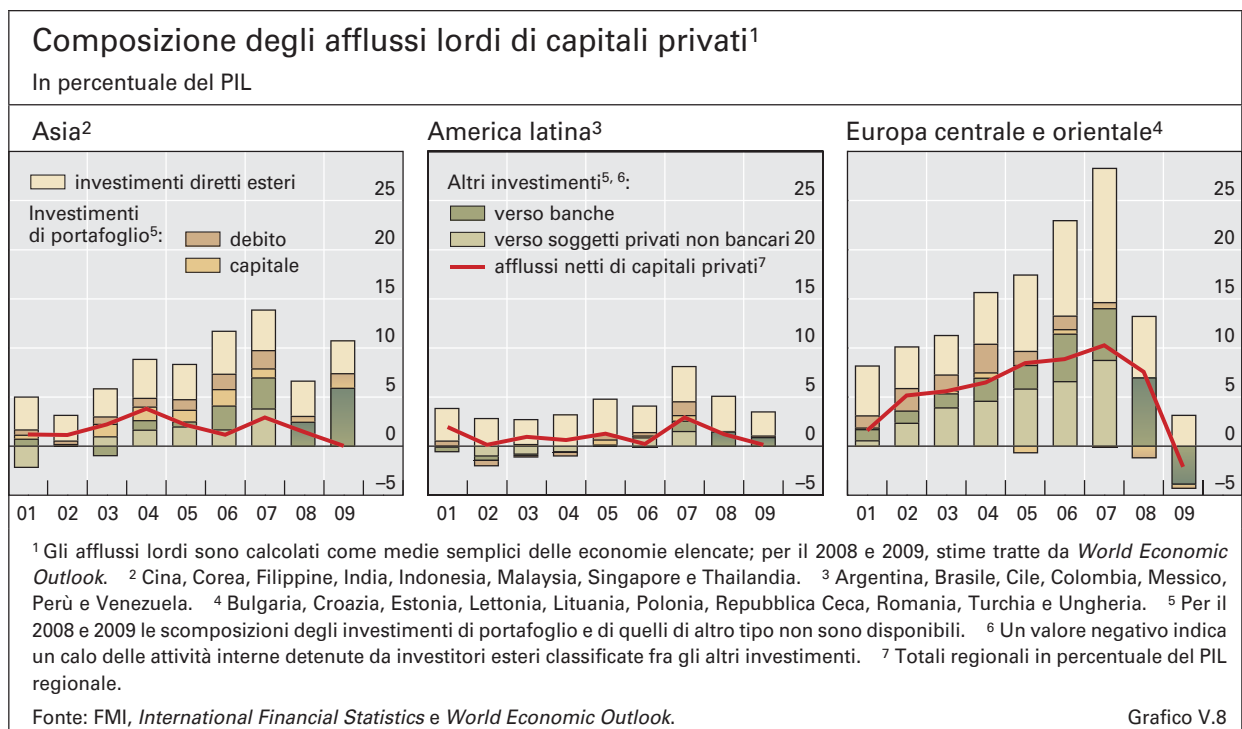
Verso la fine del 2008 e agli inizi del 2009 la forte contrazione della domanda estera ha intensificato gli effetti negativi della crisi finanziaria mondiale sui flussi di capitali nei mercati emergenti. Ciò è apparso con particolare evidenza nel caso del credito al commercio. In America latina, ad esempio, nel primo trimestre 2009 le principali banche internazionali avrebbero rinnovato il 50-60% appena delle linee creditizie dell'anno precedente. Anche se in gran parte dovuto alla flessione nel volume dell'interscambio e nei prezzi delle materie prime, questo calo trae altresì origine dal prosciugarsi del mercato secondario dei prestiti commerciali e dalla riduzione delle linee creditizie concesse dalle banche specializzate nel credito al commercio. Pur avendo colpito anche alcuni paesi esportatori dell'Asia, la penuria di prestiti mercantili potrebbe rivelarsi particolarmente pregiudizievole per quelli africani, che presentano sistemi finanziari sottosviluppati e governi incapaci di ampliare l'offerta di credito al commercio.

Desta inoltre preoccupazione l'andamento degli investimenti diretti esteri (IDE), che nelle crisi precedenti si erano dimostrati più stabili degli altri flussi di capitali. Gli afflussi lordi sotto forma di IDE hanno retto piuttosto bene nel 2008 a confronto con il 2006-07, soprattutto nelle economie emergenti dell'Asia e dell'America latina (grafico V.8) ma, secondo indicazioni recenti, agli inizi del 2009 risultavano diminuiti in diversi paesi. Ciò si spiega in parte con il fatto che negli ultimi tempi circa un terzo di tali afflussi ha riguardato fusioni e acquisizioni, di norma finanziate da prestiti bancari internazionali. Ne è conferma il calo significativo dei nuovi prestiti consorziali nel quarto trimestre 2008 e nel primo trimestre 2009. Sono inoltre aumentati nettamente i trasferimenti di utili in uscita da alcune EME, dal momento che numerose società multinazionali (al pari delle banche internazionali) necessitavano di liquidità nei loro mercati interni. Stando al Development Centre dell'OCSE, anche gli utili reinvestiti e i prestiti intrasocietari stanno diminuendo drasticamente, man mano che le affiliate di imprese estere fanno rifluire risorse finanziarie verso le rispettive case madri.

Le ricadute sugli IDE sono finora minori ...

Poiché l'attuale crisi si accompagna a una contrazione senza precedenti dell'attività economica mondiale, è estremamente difficile prevedere quando e in che misura riprenderanno i flussi di capitali verso i mercati emergenti. Le borse hanno segnato un forte recupero da marzo 2009. Nel primo trimestre di quest'anno sono tornate a salire anche le emissioni obbligazionarie internazionali (tabella V.2), sebbene solo quelle di titoli sovrani di prim'ordine e obbligazioni societarie con rating più elevato, e comunque con premi per il rischio molto superiori che agli inizi del 2008. Inoltre, dato che la crisi ha avuto origine nei sistemi finanziari delle economie avanzate è improbabile che il classico rimedio del passato – ossia politiche di riforma nei paesi emergenti – possa di per sé rilanciare i flussi di capitali verso le EME. Non è chiaro per

... ma le prospettive rimangono molto incerte



giunta in che modo si risolveranno gli attuali squilibri mondiali di parte corrente, che durante il periodo precedente la crisi avevano rappresentato un importante fattore alla base del forte aumento dei flussi di capitali da e verso i mercati emergenti.

## Fattori a sostegno dell'attività economica

Oltre al margine disponibile per l'attuazione delle politiche anticicliche esaminate nel Capitolo VI, due fattori influiranno sulla possibilità di sostenere l'attività nelle EME in presenza di un calo delle esportazioni e di un riflusso di capitali. Il primo attiene alla misura in cui si riuscirà a stabilizzare i mercati dei cambi e a mantenere il flusso di finanziamenti in valuta estera attraverso l'offerta di liquidità in valuta da parte delle autorità. Il secondo è dato dalla solidità e dalla capacità di prestito dei sistemi bancari nazionali, le quali dipendono a loro volta dalle condizioni finanziarie delle istituzioni e dalle recenti misure di sostegno al settore finanziario.

### *Offerta di liquidità in valuta estera*

Interventi delle banche centrali

Come indicato in precedenza, un aspetto importante della crisi attuale è che il debito estero di molti soggetti sovrani era stato ridotto o mantenuto stabile nel periodo precedente la crisi, mentre quello del settore privato era rimasto elevato oppure si era accresciuto. Di fronte all'inversione dei flussi di capitali, le banche centrali si sono adoperate per garantire al settore privato la disponibilità di valuta necessaria a onorare le obbligazioni di pagamento. Esse sono intervenute per stabilizzare i cambi e attenuarne la volatilità. Hanno inoltre utilizzato le riserve valutarie per regolarizzare il flusso di finanziamenti esterni al settore privato, cercando in particolare di ridurre i rischi di mancato rinnovo e di sopperire alla penuria di credito al commercio attraverso l'erogazione di fondi o garanzie.

I mercati dei cambi e di finanziamento delle EME paiono essersi stabilizzati rispetto al periodo di estreme tensioni finanziarie di ottobre e novembre 2008, ma restano relativamente nervosi e non si sono del tutto ripresi (grafico V.5).

Timori per l'adeguatezza delle riserve

Gli interventi sui mercati dei cambi hanno comportato in alcuni casi una forte erosione delle riserve valutarie. Ad esempio, nel primo trimestre 2009 tali riserve erano scese all'80% dei livelli del giugno 2008 in Corea e in India, a circa il 75% in Polonia e al 65% in Russia. Data la possibilità che gli shock esterni persistano, una tale riduzione solleva interrogativi circa l'adeguatezza delle riserve, che pure appaiono ancora abbondanti in base agli indicatori tradizionali. Nonostante i massicci interventi del quarto trimestre 2008, a fine anno le disponibilità in valuta di molte EME superavano ancora quelle del 2007 (tabella V.3). Inoltre, secondo una nota regola empirica (la cosiddetta regola Guidotti-Greenspan), le riserve valutarie dovrebbero coprire il 100% del debito estero in scadenza entro un anno. Nel 2008 in quasi tutte le EME i tassi di copertura eccedevano di gran lunga questa soglia (con valori superiori al 400% in Asia e in Russia e di circa il 300% in America latina). A fine 2008 risultava in genere superata anche la soglia prevista da un'altra regola

empirica, secondo la quale le riserve valutarie dovrebbero coprire 3-6 mesi di importazioni (ossia il 25-50% delle importazioni annue). Queste cifre indicano che le banche centrali di molte EME sarebbero in grado di soddisfare il fabbisogno di finanziamento in valuta del settore privato per ben più di un anno. Tuttavia, una grave recessione e una ripresa ritardata degli afflussi di capitali potrebbero produrre nuovi episodi di instabilità dei mercati tali da determinare un drenaggio di riserve molto più rapido. In tal caso, il venir meno dei finanziamenti alle EME potrebbe compromettere seriamente il ritmo della ripresa economica.

Va inoltre considerato che l'adeguatezza delle riserve valutarie dipende anche da altre caratteristiche dell'economia, non rilevate dagli indicatori tradizionali. Ad esempio, in Cile tali riserve sono relativamente modeste in rapporto al debito estero a breve termine e i proventi delle esportazioni sono calati bruscamente; nondimeno, le riserve valutarie sono rimaste notevolmente stabili e il peso cileno è tornato ad apprezzarsi prima delle altre valute latinoamericane. Ciò si deve anche al fatto che il settore pubblico (attraverso il proprio fondo sovrano) e le famiglie (attraverso i fondi pensione) detengono un ampio volume di attività estere. Nonostante la minore remuneratività degli investimenti internazionali, che può aver a tratti influito sul cambio, la robustezza dei settori finanziario e societario ha nell'insieme contribuito a

Adeguatezza delle riserve valutarie <sup>1</sup>													
Posizioni in essere a fine anno													
	In miliardi di dollari USA				In percentuale di:								
					PIL	debito estero a breve <sup>2</sup>				importazioni			
	96	07	08	09	08	96	07	08	09	96	07	08	09
Asia <sup>3</sup>	477	2 907	3 320	3 355	45	170	449	589	595	49	84	74	83
Cina	105	1 528	1 946	1 954	44	376	1 249	1 865	1 873	76	160	172	186
Corea	33	262	200	212	21	45	176	173	177	22	73	46	55
India	20	267	247	242	20	260	339	333	324	55	123	85	88
Altre economie <sup>4</sup>	319	850	927	948	52	145	389	502	511	48	69	62	72
America latina <sup>5</sup>	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Brasile	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Cile	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Messico	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
ECO <sup>6</sup>	53	227	233	211	17	504	114	107	92	36	51	43	...
Medio Oriente <sup>7</sup>	17	58	54	47	9	111	98	112	90	34	51	41	...
Russia	11	467	413	368	25	42	486	509	446	16	209	141	143
<i>Per memoria: esportatori netti di petrolio<sup>8</sup></i>	93	883	885	...	21	200	1 050	1 862	...	42	98	87	...

<sup>1</sup> Gli aggregati regionali sono rappresentati dalla somma delle economie elencate; per le percentuali, medie semplici. Per il 2009, ultimi dati disponibili. <sup>2</sup> Attività transfrontaliere consolidate con scadenza fino a un anno contabilizzate dall'insieme delle banche dichiaranti alla BRI nei confronti di paesi esterni all'area dichiarante, più titoli di debito internazionali in essere con vita residua fino a un anno. <sup>3</sup> Paesi elencati. <sup>4</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taipei Cinese e Thailandia. <sup>5</sup> Paesi elencati, più Argentina, Colombia, Perù e Venezuela. <sup>6</sup> Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. <sup>7</sup> Arabia Saudita, Kuwait e Qatar. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. <sup>8</sup> Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali. Tabella V.3



limitare il ricorso alle riserve. Per analogia, paesi con riserve valutarie molto maggiori ma sistemi finanziari meno robusti potrebbero rivelarsi più vulnerabili.

Alternative alle riserve valutarie

A questo riguardo, è importante considerare in che misura le EME potrebbero ricorrere a risorse esterne o ad accordi di messa in comune delle riserve, anziché alla costosa detenzione di disponibilità in valuta, al fine di migliorare la propria resilienza. La crisi ha condotto all'adozione di tre iniziative inedite che potrebbero ridurre in futuro la necessità di detenere ampie riserve valutarie. In primo luogo, nell'ottobre 2008 le banche centrali di quattro EME hanno stipulato con la Federal Reserve statunitense un accordo dell'ammontare di \$30 miliardi per lo scambio reciproco di valuta. In secondo luogo, i paesi dell'Asia orientale hanno istituito di recente una linea multilaterale di finanziamento per \$120 miliardi che attinge a un *pool* di riserve internazionali. Questa misura estende notevolmente la portata delle linee di swap bilaterali create nell'ambito della cosiddetta iniziativa Chiang Mai. In terzo luogo, il G20 si è recentemente espresso in favore di un forte aumento delle risorse a disposizione delle istituzioni finanziarie internazionali, assecondando l'azione intrapresa da queste istituzioni per accrescere la portata e l'efficacia dei rispettivi interventi di contrasto alla crisi. Assume rilevanza in tale contesto la decisione di alcune EME (Colombia, Messico e Polonia) di chiedere l'accesso alla Flexible Credit Line istituita di recente dall'FMI e destinata a paesi che presentano solidi fondamentali macroeconomici.

#### *Resilienza del sistema bancario e del credito*

Maggiore domanda di credito interno

La netta inversione dei flussi di prestiti bancari internazionali menzionata in precedenza (grafico V.7) ha colpito sia gli operatori non bancari che il settore bancario delle EME. Di fronte al minore accesso al finanziamento esterno, le imprese hanno cercato di ottenere fondi sul mercato interno. Un indicatore di quanto dovrebbe aumentare il credito interno se l'insieme dei finanziamenti esterni confluisse alle banche nazionali è dato dal rapporto tra il finanziamento non bancario esterno e il credito bancario interno. I dati per il terzo trimestre 2008, precedenti alla brusca caduta dei flussi bancari internazionali, mostrano che tale rapporto si collocava attorno al 45% in Messico e Turchia e al 30% nell'Europa centrale, nei paesi baltici e nell'Europa sudorientale.

La capacità di prestito delle banche potrebbe essere limitata

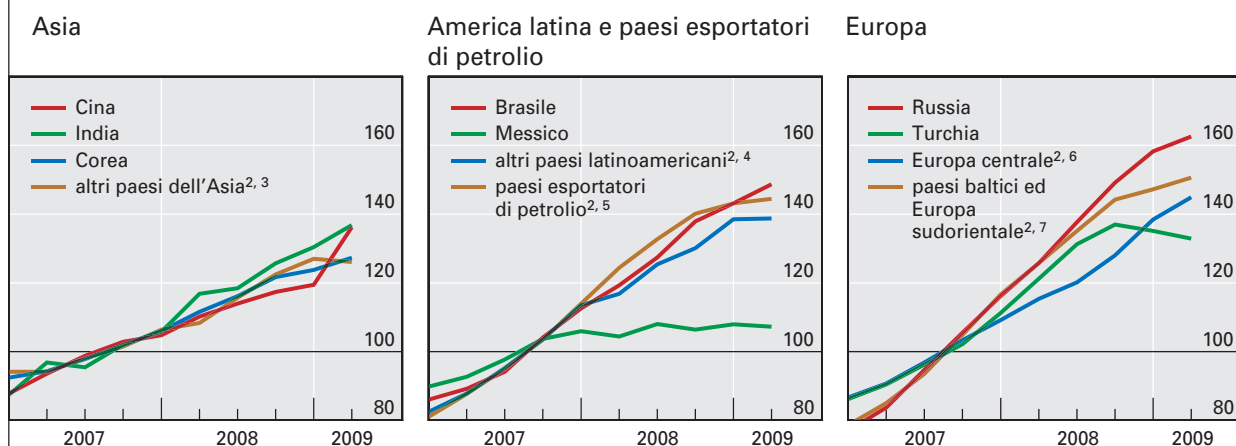
Il soddisfacimento di questa accresciuta domanda di credito potrebbe contribuire a sostenere l'attività economica. La capacità di prestito delle banche nazionali potrebbe tuttavia essere limitata, in particolare, dal minore accesso delle stesse al finanziamento esterno. Il grado di vulnerabilità varia notevolmente tra i paesi: il rapporto prestiti/depositi è superiore all'unità (indicativo cioè di un possibile ricorso al finanziamento esterno) non soltanto in Corea, Russia e Ungheria – paesi che hanno subito notevoli pressioni sul cambio – ma anche in Colombia e Sudafrica, dove tali pressioni sono state molto minori. Un altro indicatore del ricorso al finanziamento esterno, ossia la quota di passività estere sul totale delle passività del settore bancario, evidenzia valori compresi tra circa il 15 e il 30% in Corea, Polonia, Russia, Sudafrica e Ungheria.

Buona tenuta del credito bancario

Tuttavia, anche se nel quarto trimestre 2008 i prestiti bancari internazionali a operatori non bancari e bancari hanno subito una netta flessione, in

## Credito bancario interno al settore privato<sup>1</sup>

2007 = 100



<sup>1</sup> In termini nominali e in moneta locale. <sup>2</sup> Media delle economie elencate ponderata in base al PIL e alle PPA del 2005. <sup>3</sup> Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. <sup>4</sup> Argentina, Cile, Colombia, Perù e Venezuela. <sup>5</sup> Algeria, Arabia Saudita, Azerbaigian, Emirati Arabi Uniti, Iran, Kazakistan, Kuwait, Libia, Nigeria, Oman e Qatar. <sup>6</sup> Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria. <sup>7</sup> Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania e Romania.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Grafico V.9

molte EME l'espansione del credito, seppure in calo, è rimasta superiore al 10% (rispetto ai livelli di un anno prima) per buona parte del primo trimestre 2009. Di fatto, in alcune delle EME il credito bancario interno si è mantenuto stabile o ha addirittura mostrato una tendenza crescente (grafico V.9).

Un fattore che potrebbe avere favorito l'espansione del credito interno è la solidità dei sistemi bancari delle EME, che è notevolmente migliorata nel corso di questo decennio. La redditività (misurata dal rendimento mediano<sup>2</sup> dell'attivo di un gruppo di 23 importanti EME) è salita da meno dell'1% agli inizi del decennio all'1,5% nel 2007. In tale anno le banche di questo gruppo di economie avevano di norma coefficienti patrimoniali ben superiori alla soglia minima dell'8% stabilita dall'Accordo di Basilea, con valori mediani prossimi al 13%. In alcuni paesi (come Brasile, Indonesia e Turchia) i coefficienti si collocavano intorno al 19%. L'incidenza mediana dei prestiti in sofferenza è scesa da circa il 10% agli inizi del decennio a meno del 3% nel 2007. Tuttavia, queste misure sono in genere indicatori ritardati. Un indicatore alternativo, il Moody's Financial Strength Index (che valuta le banche in base alla loro capacità autonoma, ossia senza tener conto di eventuale assistenza esterna), evidenzia anch'esso un miglioramento significativo, sebbene a partire da livelli generalmente bassi. Se si escludono due centri finanziari con valutazioni relativamente elevate (Hong Kong SAR e Singapore), il valore mediano dei rating assegnati è salito da 26 (su un massimo di 100) nel dicembre 1998 a 34 nel gennaio 2008, per poi scendere a 33 nell'aprile 2009.

Il ruolo della solidità bancaria ...

<sup>2</sup> Il valore mediano costituisce una misura più adeguata della tendenza centrale quando si desidera capire se una quota rappresentativa (50%) del campione di paesi abbia registrato nel tempo andamenti migliori. Per contro, una media semplice attribuisce maggior peso a risultati insolitamente positivi o negativi anche laddove questi risultati riguardino soltanto un numero molto ristretto di economie, e non è quindi rappresentativa.

... e delle misure a sostegno delle banche nazionali

Un altro fattore che potrebbe avere sostenuto l'espansione del credito è la decisione delle autorità delle EME di offrire liquidità interna e fornire assistenza ai sistemi bancari nazionali. Come verrà illustrato in maggiore dettaglio nel Capitolo VI, tali misure comprendevano l'erogazione di liquidità della banca centrale attraverso operazioni monetarie e la riduzione dei tassi ufficiali e dei coefficienti di riserva. Hanno inoltre concorso ad abbassare il costo del finanziamento e a mantenere il flusso di crediti bancari nelle EME anche l'offerta di garanzie sui depositi, il sostegno accordato alle banche (in alcuni casi sotto forma di ricapitalizzazioni), nonché i provvedimenti volti a stabilizzare i mercati monetari e dei capitali e ad assicurare il finanziamento a prenditori considerati prioritari, quali le piccole e medie imprese.

La capacità di tenuta rischia di rivelarsi temporanea

Tuttavia, sussiste il rischio non indifferente che questa resilienza si riveli temporanea e che il credito interno si riduca bruscamente. Come insegna l'esperienza del passato, il pericolo è che la gravità del rallentamento economico in atto peggiori la situazione di bilancio delle banche, provocando un forte aumento delle sofferenze, che pure non è contemplato dall'attuale quadro previsionale.

## Conclusioni

Sono individuabili due fonti di preoccupazione connesse alla crisi economica mondiale. In primo luogo, esiste il rischio significativo che la ripresa economica delle EME venga ritardata. In particolare, vi è la possibilità che si crei una spirale negativa destabilizzante, per cui la gravità della recessione potrebbe scoraggiare il ripristino dei flussi di capitali verso le EME, pregiudicando ulteriormente le prospettive di crescita. È inoltre probabile che la ripresa richieda un rilancio del commercio accompagnato da minori squilibri mondiali, ma i necessari aggiustamenti nelle economie sia emergenti sia avanzate rischiano di durare a lungo. In tali circostanze, il credito interno, la cui tenuta ha sorretto l'attività economica, potrebbe ridursi nettamente data l'entità della contrazione economica.

In secondo luogo, di fronte alla brusca inversione dei flussi di capitali, le EME hanno fatto ricorso a interventi sui mercati dei cambi e ad altre misure intese a fornire liquidità in valuta. Ciò ha concorso a stabilizzare l'attività economica, assicurando il costante funzionamento dei mercati valutari e la regolarità dei flussi di finanziamenti alle EME. In prospettiva, sarà importante vedere se le riserve valutarie delle economie emergenti e le nuove iniziative che hanno notevolmente migliorato la disponibilità di risorse in valuta – iniziative fra cui rientrano linee di swap bilaterali con le banche centrali delle EME, accordi per la messa in *pool* delle riserve e il recente forte aumento dei finanziamenti ufficiali all'economia – favoriranno una tempestiva ripresa dei flussi di capitali verso le EME. Nel medio periodo, tali iniziative potrebbero altresì aiutare le EME a fare minore affidamento sull'accumulo di riserve, contribuendo così a moderare gli squilibri mondiali.