

I. Introduzione: il lato più oscuro dei processi di mercato

Gli inquietanti presentimenti che pervadevano la scena economica e finanziaria nel periodo in esame si sono rivelati ingiustificati. Certo, non sono mancati fatti negativi. La crisi asiatica si è protratta, ricordando non solo a coloro che vi sono stati direttamente coinvolti, ma anche a quanti ne sono rimasti ai margini che i grandi meriti di un sistema basato sul mercato possono essere oscurati da debolezze istituzionali e di altra natura. Il propagarsi delle turbolenze alla Russia non ha sorpreso tanto quanto il successivo violento impatto prodotto sui mercati finanziari dalla svalutazione del rublo e dalla moratoria sul debito russo. I tentativi di fuggire il rischio di credito e di trasferimento hanno provocato una brusca caduta dei prezzi di molte attività finanziarie e il prosciugarsi della liquidità in numerosi mercati. Banche, hedge funds e altre istituzioni finanziarie nei principali centri di mercato hanno subito massicce perdite, e un'istituzione finanziaria rinomata in precedenza per il suo acume di mercato ha dovuto essere salvata dal fallimento.

Purtuttavia, le cose non sono andate così male come alcuni avevano temuto. La crisi dei mercati finanziari nell'agosto e settembre dello scorso anno è stata arginata grazie alla tempestiva risposta delle politiche. Per giunta, le infrastrutture sottostanti hanno continuato a funzionare bene anche in condizioni di eccezionale tensione. Il real brasiliano è stato svalutato, senza che ciò abbia provocato il crollo di altri regimi di cambio in America latina o in Asia. Al contrario, l'impressione generale nella primavera del 1999 era che i mercati finanziari in Asia si fossero stabilizzati e che la profonda recessione di molte economie asiatiche avesse ormai toccato il fondo. Persino nell'Europa orientale, che poteva essere considerata vulnerabile, le condizioni finanziarie sono rimaste generalmente calme e le prospettive di crescita si sono indebolite solo di poco.

Un fattore di rilievo all'origine delle buone notizie emerse durante lo scorso anno è rappresentato dal perdurante vigore dell'economia statunitense. I guadagni azionari realizzati, e forse anche quelli previsti, in un contesto di abbondanti opportunità di lavoro hanno alimentato la spesa per consumi, contribuendo in misura sostanziale al settimo anno consecutivo di espansione economica. Un'inflazione inaspettatamente moderata ha avuto un ruolo importante, consentendo ai tassi d'interesse di mantenersi a bassi livelli. L'inflazione è risultata generalmente assente anche in Europa, dove la domanda aggregata è stata parimenti rafforzata dalla spesa per consumi, uno sviluppo propizio in considerazione della debole crescita delle esportazioni, così come di una dinamica degli investimenti e di un clima di fiducia delle imprese ancora esitanti. L'introduzione di una moneta comune e l'abbassamento dei tassi d'interesse nella maggior parte dei paesi possono aver certamente contribuito a questo risultato. Tra i maggiori paesi industriali solo il Giappone non è riuscito a progredire.

Il periodo in esame è stato tuttavia caratterizzato anche dal protrarsi di alcune tendenze potenzialmente preoccupanti sia nel settore reale che in quello finanziario. Le divergenze nella crescita economica tra gruppi di paesi e all'interno di ciascuno di essi sono state rimarchevoli. E lo stesso vale per gli squilibri commerciali. I corsi delle materie prime in termini reali hanno toccato il minimo degli ultimi 40 anni e anche i prezzi di molti tradables sono diminuiti. In ambito finanziario, l'espansione del credito è stata di nuovo sorprendentemente vigorosa nella maggior parte dei paesi industriali, ma ancora molto debole nelle economie impedito da fragili sistemi bancari. I corsi azionari hanno continuato a segnare nuovi massimi in molti paesi industriali e anche i prezzi degli immobili hanno cominciato a salire. Il dollaro USA si è mantenuto generalmente stabile nonostante il crescente peso del debito esterno e la percezione che l'euro, introdotto il 1° gennaio 1999, potrebbe diventare uno strumento di riserva competitivo. Infine, sotto l'influsso di passati eccessi e della recente deregolamentazione, il processo di ristrutturazione finanziaria è proseguito su scala ancor più vasta.

Sviluppi che appaiono inconsueti, persino squilibrati, non vanno necessariamente giudicati insostenibili. Ad esempio, i guadagni potenziali offerti dalla nuova tecnologia, specie nella produzione di beni e servizi finanziari, potrebbero fornire una valida spiegazione a una serie di tendenze che per ora appaiono difficili da comprendere. Nondimeno, una situazione di partenza caratterizzata da significativi squilibri macroeconomici e da importanti ristrutturazioni finanziarie non rappresenta un contesto facile per l'azione di politica economica; dati i livelli molto bassi dei tassi d'interesse e la sostanziale stabilità dei prezzi in molti paesi, il margine per abbassare i tassi ufficiali in termini reali è ora limitato. Un simile contesto comporta anche la continua necessità di focalizzarsi su misure atte a rafforzare il sistema finanziario globale il quale, dopo gli eventi dell'autunno scorso, appare come la parte più vulnerabile delle nostre economie di mercato.

L'introduzione di questa sessantanovesima Relazione annuale della BRI è essenzialmente retrospettiva. Viceversa, le Conclusioni sono maggiormente orientate al futuro e si concentrano sulle implicazioni dell'analisi che precede sotto il profilo delle politiche. Infine, il capitolo sulle Attività della Banca descrive quanto la stessa BRI sta facendo per contribuire ad un tempo alla stabilità monetaria e finanziaria a livello globale. L'operato della Banca, che si basa in gran parte sul lavoro dei molti comitati che si riuniscono a Basilea, si è ampliato notevolmente negli ultimi tempi, di pari passo con l'individuazione di un crescente numero di problemi da affrontare.

Disinflazione globale e dinamica della crisi

Il processo di disinflazione mondiale, in atto da quasi due decenni, si è accelerato lo scorso anno, traducendosi in un'effettiva stabilità dei prezzi in molti paesi e in vere e proprie flessioni degli indici in altri. Nell'ambito dei paesi industriali (Capitolo II) il tasso d'inflazione non depurato è sceso in media a circa l'1½%, il livello più basso dagli anni cinquanta. Quanto alle economie emergenti (Capitolo III), la maggior parte dei paesi del Sud-Est asiatico ha registrato un grado di stabilità dei prezzi che appare insolito, data la necessità di assorbire l'impatto del

cospicio deprezzamento del cambio. Nella Repubblica popolare di Cina e a Hong Kong la stabilità del cambio è stata preservata e i prezzi interni sono calati. Anche in America latina, regione con un'inflazione tradizionalmente molto elevata, i prezzi sono diminuiti in alcuni paesi, e in Brasile gli effetti inflazionistici del deprezzamento del real agli inizi del 1999 sono stati finora sorprendentemente contenuti.

Sarebbe tuttavia irragionevole limitarsi a estrapolare queste tendenze medie per concludere che la deflazione globale è ora il principale problema di politica economica (Capitolo IV). Il grado di divergenza tra la performance economica dei paesi industriali avanzati e quella dei mercati emergenti è stato insolitamente elevato nel periodo in esame. E tra gli stessi paesi industriali maggiori le differenze sono significative. Persino all'interno di molti paesi industriali il divario tra i risultati dei sondaggi sulla fiducia dei consumatori (alta) e delle imprese (bassa) è ragguardevole. L'evoluzione dell'economia e dei prezzi a livello mondiale dipenderà molto dalla misura in cui in tutte queste differenti aree saranno i ritardatari ad allinearsi ai leaders o viceversa.

Rispetto ai paesi industriali nel loro insieme, gran parte dei mercati emergenti ha vissuto in generale un anno difficile. Per molti paesi asiatici, con le rilevanti eccezioni di Cina e India, il meglio che si può dire è che il peggio sembra ormai passato, anche se la debolezza dei sistemi bancari in tutta la regione continuerà a ostacolare l'espansione economica. In molti di questi paesi la repentina inversione degli afflussi di capitali ha imposto una dolorosa contrazione dell'attività economica al fine di ridurre le importazioni. Attualmente, il marcato miglioramento del saldo commerciale in Asia è dovuto quasi per intero a questo fattore. Mentre in un primo tempo l'America latina e altri mercati emergenti erano rimasti relativamente immuni dalla crisi russa, i successivi deflussi di capitali hanno spinto il Brasile e altri paesi in una situazione di ristagno o di vera e propria recessione. Il Medio Oriente e l'Africa, da parte loro, hanno risentito duramente dei bassi prezzi del petrolio e di altre materie prime.

Anche se i paesi industriali avanzati, in quanto gruppo, hanno ottenuto risultati relativamente buoni, ciò non vale nella generalità dei casi. A un estremo si colloca il Giappone, dove il prodotto ha subito una forte contrazione, non sono emersi segni inequivocabili di stabilizzazione e il calo dei prezzi è stato diffuso. Al polo opposto, gli Stati Uniti, e in minor misura gli altri paesi anglofoni, hanno registrato nel 1998 e nei primi mesi del 1999 una crescita generalmente superiore alle aspettative, e al tempo stesso i salari e i prezzi sono rimasti sorprendentemente stabili. L'Europa continentale si è collocata in una posizione intermedia, con una crescita che dapprima si è rafforzata per poi rallentare, pur con marcate differenze tra le singole economie nazionali. Il fatto che la debole dinamica economica si sia accompagnata in Germania a timori di crescenti costi salariali, persino in presenza di una disoccupazione ancora molto elevata, sottolinea appunto quanto divergente sia stata l'evoluzione economica.

Alla luce di una così debole congiuntura nel Sud-Est asiatico e in Giappone e dello scarso dinamismo di molte economie dell'Europa continentale, non sorprende che i prezzi delle materie prime abbiano toccato nuovi minimi. Né dovrebbe sorprendere che più in generale siano calati anche i prezzi dei beni oggetto di interscambio, essendosi determinato un consistente eccesso di

capacità a livello mondiale in molti settori. È questo il caso, in particolare, del Giappone e dell'Asia nel suo complesso, ma anche degli Stati Uniti. Mentre in quest'ultimo paese è proseguito il trend discendente della disoccupazione, il livello misurato di utilizzo della capacità nell'industria manifatturiera è sceso, contrariamente a quanto ci si poteva attendere. In questo contesto di accentuata competitività globale, anche i profitti hanno cominciato a cedere, in misura considerevole in alcuni paesi e settori. In altre regioni, e specie nell'Europa continentale, i profitti hanno tratto sostegno in varia misura da una crescita salariale moderata, dai ridotti prezzi degli input, da una maggiore produttività e dai più bassi tassi d'interesse.

Vale la pena di indagare sulle origini dell'aumento della capacità industriale mondiale perché esso potrebbe avere ulteriori ripercussioni sui prezzi attraverso una serie di canali. Una delle ragioni della vigorosa dinamica degli investimenti è il progresso tecnologico, che ha ridotto il costo dei nuovi investimenti nella tecnologia informatica. Una seconda ragione è la crescente accettazione del sistema di mercato in molte economie emergenti e in transizione, spesso congiunta a una strategia di sviluppo basata su investimenti diretti esteri, una crescita trainata dalle esportazioni e sussidi alla formazione interna di capitale. Ma un'altra ragione ancora è che in un qualsiasi momento, da ben oltre un decennio, il costo del capitale in almeno un importante centro finanziario si è situato a un livello artificialmente basso. Questo processo potrebbe essere iniziato in Giappone verso la fine degli anni ottanta, quando un mercato azionario in forte ascesa contribuì a una marcata accelerazione nella crescita interna del capitale. Agli inizi degli anni novanta i tassi d'interesse negli Stati Uniti erano eccezionalmente bassi, e ciò aveva comportato un deprezzamento del valore del dollaro e un forte aumento della capacità produttiva nei paesi asiatici con monete ancorate al dollaro. Inoltre, benché gran parte di questo aumento fosse in qualche modo collegato a società giapponesi, non si era palesata una corrispondente riduzione della capacità produttiva interna giapponese. E negli anni più recenti i tassi ufficiali giapponesi sono stati ridotti a livelli molto bassi, mentre altrove i mercati azionari hanno segnato nuovi massimi, accompagnati da un'ondata di nuove offerte di sottoscrizione al pubblico, fusioni e acquisizioni.

A questo processo si sono associati un più rapido ritmo di espansione del credito e una conseguente tendenza a più bassi standard creditizi e a una maggiore assunzione di rischi in generale. Questo fenomeno è stato particolarmente pronunciato in Giappone e in altre parti dell'Asia, dove le ripercussioni negative sulle banche stesse sono fin troppo evidenti. Ma siffatto comportamento ha caratterizzato l'attività di istituzioni finanziarie anche in altri paesi industriali, sotto la spinta di una crescente concorrenza e della deregolamentazione in atto. Ne sono un buon esempio gli ampi afflussi verso l'Asia agli inizi degli anni novanta, soprattutto sotto forma di crediti erogati da banche europee e giapponesi con spreads generalmente calanti. Ulteriori esempi sono la vera e propria esplosione nei collocamenti di obbligazioni di qualità non bancaria negli Stati Uniti e i livelli senza precedenti raggiunti sia dai crediti al consumo che dai fallimenti privati.

I periodi caratterizzati da un'attività creditizia permissiva o incauta presentano molti aspetti controproducenti. Anzitutto, il credito è impiegato in misura crescente per l'acquisto di attività finanziarie, sospingendone il prezzo a

livelli irrealistici, anche quando un aumento della capacità produttiva riduce il tasso di rendimento delle attività reali sottostanti. In secondo luogo, l'atteggiamento accomodante dei prestatori può mutare repentinamente. Messico e Asia hanno entrambi sperimentato massicci afflussi seguiti da deflussi di dimensioni ancor maggiori. Con l'Asia in condizioni critiche, i flussi di capitali verso l'America latina e la Russia si sono accelerati, per poi invertire completamente la rotta dopo la moratoria russa. A seguito di questo evento, praticamente tutti i mercati emergenti si sono visti negare, quasi da un giorno all'altro, l'accesso a gran parte del credito internazionale nelle sue varie forme e anche i mutuatari societari a più basso rating hanno subito conseguenze analoghe (Capitolo VII).

Gli sviluppi messi in moto dalla moratoria russa hanno rivelato anche un terzo potenziale svantaggio di una rapida espansione creditizia, ossia gli effetti sui mercati a forte leva finanziaria. L'inadempienza della Russia ha agito da catalizzatore, modificando le regole del gioco per tutti coloro che avevano contato su una qualche forma di salvataggio. In molti mercati secondari gli spreads sono saliti fortemente e la liquidità si è prosciugata, accentuando questi movimenti di tasso. Inoltre, sono sorti crescenti dubbi sulla solvibilità di imprese di cui era noto che avevano speculato pesantemente sul restringimento di tali spreads. Ne sono prontamente conseguite richieste di margine addizionale, che hanno costretto a liquidare tutto ciò che sembrava vendibile in quel momento, trasmettendo così le tensioni ai mercati delle obbligazioni di prim'ordine. Le stime sull'esposizione al rischio di mercato basate sulla volatilità storica hanno superato i livelli desiderati, con conseguenti tentativi generalizzati di ridurre tale esposizione, i quali a loro volta hanno accentuato la turbolenza di mercato (Capitolo V). Queste tendenze si sono ulteriormente intensificate quando molti investitori hanno constatato che le loro procedure di gestione del rischio avevano di fatto fallito e hanno cercato un'alternativa nella sicurezza e nella liquidità. Prima che venisse ripristinata infine la calma, in molti mercati i prezzi avevano registrato variazioni infragiornaliere di molte volte superiori alla norma. In ottobre il cambio yen/dollaro è salito in un solo giorno di quasi il 7%, in quanto i mutuatari con elevata esposizione debitoria in yen sono stati costretti a chiudere queste posizioni (Capitolo VI).

In tale situazione ci si poteva attendere che l'incapacità del Brasile, agli inizi del 1999, di mantenere l'ancoraggio del real al dollaro avrebbe innescato una nuova fase di turbolenze valutarie e di mercato. In realtà, al momento di andare in stampa gli effetti di propagazione paiono ben arginati, forse perché la svalutazione era stata ampiamente anticipata e molte posizioni erano già state liquidate. I capitali hanno ricominciato ad affluire verso molti mercati emergenti, pur con una maggiore differenziazione a seconda delle categorie di prestatori. Dopo la riduzione dei tassi d'interesse nell'autunno scorso, i corsi azionari sono risaliti a livelli quasi record in molti paesi industriali, rafforzando ulteriormente il clima di fiducia e la spesa, e hanno parimenti cominciato a recuperare nei mercati del Sud-Est asiatico. Anche la perdurante sostenutezza dell'economia USA e del valore effettivo del dollaro ha apportato vantaggi, in quanto entrambi questi fattori hanno contribuito ad accrescere le esportazioni in paesi in cui la domanda interna era rimasta relativamente debole. In Giappone è diminuito lo scetticismo degli investitori circa l'efficacia del programma governativo di ristrutturazione e

ricapitalizzazione del sistema bancario e i corsi azionari hanno segnato un rialzo significativo. Resta naturalmente da vedere se questo rinnovato ottimismo segnerà la fine della crisi o solo una pausa temporanea.

Gestione e prevenzione delle crisi

In tale contesto non sorprende che i tassi ufficiali si siano mossi al ribasso quasi ovunque. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i tassi sono stati ridotti a causa dei timori circa la stabilità finanziaria internazionale e di un atteso indebolimento della spesa. Nell'Europa continentale, con l'intensificarsi delle pressioni disinflazionistiche e la crescente fiducia dei mercati nell'introduzione dell'euro, la convergenza dei tassi a breve su bassi livelli è avvenuta senza attriti; la Banca centrale europea ha ridotto i tassi nell'aprile 1999. Con un'iniziativa senza precedenti, in Giappone i tassi overnight sono stati praticamente ridotti a zero e la Banca del Giappone ha accresciuto fortemente i propri acquisti di titoli del settore privato. Le autorità di varie economie emergenti hanno generalmente reagito in maniera analoga alle crisi, spesso nel quadro di programmi del FMI. Mentre in un primo tempo i tassi sono stati innalzati per ripristinare la fiducia dei mercati finanziari, essi sono stati nuovamente ridotti una volta conseguito questo obiettivo. In effetti, in molti paesi asiatici essi sono ormai scesi al di sotto dei livelli antecedenti la crisi e hanno iniziato a calare anche in America latina.

Altri strumenti operativi, più o meno convenzionali, sono stati impiegati nella gestione della crisi. Una comune risposta convenzionale è stata la restrizione fiscale, anche se in Brasile le misure prese per ridurre il crescente disavanzo di bilancio sono state insufficienti, e il regime di cambio non ha potuto essere mantenuto. Prima che ciò avvenisse il Brasile aveva reagito al calo di fiducia con crescenti emissioni di titoli a più breve termine e di strumenti interni indicizzati al dollaro (analoghi ai Tesobonos messicani), ma questa operazione si è rivelata onerosa allorché la svalutazione non ha potuto più essere evitata. Alla stessa stregua della manovra dei tassi d'interesse, in molti paesi asiatici la politica fiscale è stata dapprima inasprita e quindi allentata, nonostante le preoccupazioni per il crescente peggioramento della finanza pubblica connesso con le necessarie ristrutturazioni bancarie. In Cina la spesa in infrastrutture dello Stato è aumentata considerevolmente per sostenere la domanda interna.

Tra le iniziative meno convenzionali figurano la distribuzione da parte del governo giapponese di buoni per stimolare la spesa delle famiglie e garanzie creditizie a favore di imprese medio-piccole. Un'altra è l'acquisto diretto di titoli azionari da parte dell'Autorità monetaria di Hong Kong, secondo la quale questo intervento era necessario per respingere il tentativo degli speculatori di destabilizzare i mercati finanziari locali. Si può ancora citare l'imposizione di controlli sui deflussi di capitali da parte della Malaysia nel settembre dello scorso anno, mentre l'Argentina ha ammonito che avrebbe sostituito il peso con il dollaro piuttosto che accettare la svalutazione della moneta nazionale. Infine, il programma del FMI in favore del Brasile è inconsueto, in quanto è stato integrato da un sostegno finanziario bilaterale per \$14,5 miliardi concordato ancor prima della crisi. Questa seconda linea di difesa è stata allestita dalle banche centrali di 19 paesi e organizzata principalmente dalla BRI.

Considerati i costi e le difficoltà che comporta la gestione delle crisi, non sorprende che alla loro prevenzione sia stata dedicata molta attenzione lo scorso anno. Una sede di dibattito è stato il Gruppo Willard, consesso informale costituito da alti funzionari dei paesi industriali e dei mercati emergenti. I suoi tre gruppi di lavoro hanno formulato una serie di raccomandazioni concrete per rafforzare la trasparenza e responsabilità dei settori sia pubblico che privato, per studiare il modo di rendere più robusti i sistemi finanziari interni e per coinvolgere maggiormente il settore privato nella gestione e risoluzione delle crisi. Questo lavoro si è aggiunto a quello svolto da istanze consolidate, come i Sostituti del G10 e i vari comitati di esperti nazionali della BRI (si veda il capitolo sulle Attività della Banca).

Un aspetto incoraggiante è che il contributo al dibattito dello scorso anno è stato ricercato e fornito in misura crescente dai partecipanti dei mercati emergenti che potrebbero essere più direttamente interessati dall'esito di tali discussioni. È questo il solo modo di conferire autorità morale a un processo decisionale collettivo in assenza di un'efficace legislazione internazionale. Un secondo aspetto incoraggiante degli sviluppi recenti è che le raccomandazioni formulate sono generalmente pratiche e realistiche, essendo basate su riforme graduali piuttosto che su grandi soluzioni. Se si considera come le nazioni custodiscano gelosamente la propria sovranità, è poco probabile che le proposte a favore dell'istituzione di una banca centrale mondiale, di un prestatore internazionale di ultima istanza, di un'autorità di vigilanza globale o di un tribunale fallimentare internazionale possano essere messe in atto nell'immediato futuro. Un importante risvolto di questo approccio pragmatico è che il lavoro necessario ad applicare una vasta gamma di piccole ma sensate riforme sarà molto impegnativo, un aspetto questo ripreso nelle Conclusioni di questa Relazione annuale.

Se il cammino da percorrere verso un mondo finanziario più resistente alle crisi non potrà che essere lungo, esso se non altro è stato intrapreso. La trasparenza è un ambito in cui sono già stati compiuti progressi significativi. Benché le precedenti statistiche BRI disponibili fornissero un quadro ragionevolmente accurato e aggiornato dell'esposizione debitoria dei paesi asiatici, ulteriori miglioramenti erano possibili e sono stati apportati. Alla stessa stregua, l'accordo su una serie di criteri per la diffusione di dati sulle riserve valutarie nazionali, comprese le attività fuori bilancio, costituisce un lusinghiero progresso rispetto alle informazioni parziali disponibili in precedenza. Infine, va segnalato che sono in atto varie iniziative ufficiali per far luce sull'attività delle istituzioni finanziarie a elevato grado di leva e di quelle che ne finanziano le operazioni. Un gruppo di lavoro istituito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato nel gennaio di quest'anno due rapporti sul coinvolgimento delle banche. Gli eventi recenti in Asia e quelli collegati alla crisi russa hanno rivelato aspetti talora allarmanti che mostrano quanto complessa sia l'interazione tra mercati e istituzioni finanziarie e con quale rapidità una forma di rischio possa trasformarsi in un'altra dati gli elevati livelli di leverage.

Per quanto concerne il rafforzamento dei sistemi finanziari interni, l'iniziativa forse più importante degli ultimi anni è l'accordo su una serie di Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria. L'idea di concordare

standard internazionali per una prassi corretta è già stata ampiamente emulata, in particolare dagli organi di regolamentazione del mercato mobiliare e assicurativo. Lo scorso anno sono state intraprese iniziative analoghe che riguardano l'area dei pagamenti e regolamenti, la trasparenza nella conduzione della politica monetaria e finanziaria e il governo societario. L'aggiornamento dell'Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 proposto dal Comitato di Basilea fornirà un'altra utile guida alla comunità bancaria internazionale. La prevista revisione segnerà un ulteriore passo verso un maggiore affidamento sulla disciplina di mercato a integrazione della vigilanza tradizionale e il maggior impiego dei modelli interni di rischio per il calcolo dei requisiti patrimoniali di vigilanza.

Tenuto conto dell'entità dei flussi privati di capitali, il settore privato dovrà inevitabilmente essere reso partecipe in modo più completo e diretto della gestione e risoluzione delle crisi. Molte delle raccomandazioni formulate dai Sostituti del G10 all'indomani della crisi messicana del 1995 sono state reiterate in seguito, ma non attuate fino a oggi. Nondimeno, molti sviluppi recenti sono significativi. Gli sforzi per ottenere il rinnovo concertato, ma volontario, di linee di credito delle banche commerciali sono stati un elemento centrale della gestione delle crisi coreana e brasiliana. L'insistenza del Club di Parigi affinché le obbligazioni internazionali venissero incluse insieme ai prestiti bancari nella ristrutturazione del debito del Pakistan costituisce a sua volta un precedente importante. Infine, avendo sofferto lo scorso anno le perdite più pesanti dall'epoca della crisi debitoria degli anni ottanta, i creditori sono diventati molto più consapevoli della loro esposizione al rischio. Per quanto opportuni siano questi sviluppi al fine di ridurre in futuro gli eccessivi afflussi di capitali verso i mercati emergenti, essi possono aver accresciuto al tempo stesso la tendenza al ritiro cautelativo di capitale privato già investito in quei mercati. Quindi, è importante che si proceda giudiziosamente in quest'area, date le difficoltà che molti mutuatari dei paesi emergenti ancora incontrano nell'accedere ai mercati globali dei capitali.