

III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel 2000 la maggior parte delle economie emergenti ha conseguito rilevanti risultati macroeconomici, anche se con il procedere dell'anno esse hanno condiviso il rallentamento in atto nei paesi industriali. La crescita media del prodotto ha toccato il valore più alto degli ultimi quattro anni, con incrementi particolarmente forti in America latina e nell'Europa centrale e orientale (tabella III.1). L'accelerazione in termini di media si è accompagnata a una convergenza dei ritmi di sviluppo. Ciò è stato particolarmente evidente nell'Europa centrale e orientale dove, per la prima volta dal cambiamento di regime, tutti i paesi hanno fatto registrare tassi di crescita positivi.

Per contro, vi sono state notevoli differenze fra i paesi quanto al ritmo con cui sono procedute le riforme strutturali. Nell'America latina il settore bancario è stato ulteriormente rafforzato grazie a fusioni e privatizzazioni e alla crescente presenza di istituzioni estere. Al fine di migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche sono stati inoltre posti in essere nuovi quadri normativi, che tuttavia non hanno ancora potuto essere sperimentati nella pratica. Nell'Europa centrale e orientale solo pochi paesi sono riusciti a ridurre la disoccupazione strutturale, mentre la recente crisi in Turchia ha nuovamente mostrato come un settore bancario fragile possa pregiudicare la fiducia nelle politiche macroeconomiche. In Asia sono state affrontate alcune delle debolezze strutturali messe a nudo dalla crisi del 1997-98, ma resta da vedere se le misure adottate sapranno superare la prova del rallentamento globale ora in corso.

L'eccedenza corrente aggregata delle economie emergenti è cresciuta lo scorso anno, pur con ampie differenze fra le varie aree. In Africa il miglioramento è principalmente attribuibile ai più elevati prezzi del petrolio, oltre che a un certo aumento dei corsi di altre materie prime. Il rincaro del greggio ha parimenti favorito i paesi petroliferi dell'America latina, nascondendo un ampliamento di fondo del disavanzo corrente dell'area, dovuto alla forte espansione della domanda interna. La vigorosa crescita delle esportazioni verso l'Europa occidentale ha ridotto i deficit esterni nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale, malgrado i maggiori esborsi per l'importazione di petrolio. Per converso, quasi tutte le economie asiatiche hanno visto diminuire la propria eccedenza verso l'estero, di riflesso non soltanto a un consumo relativamente elevato di energia, ma anche alla più lenta crescita dei proventi delle esportazioni nell'ultima parte dell'anno.

Nonostante l'accelerazione economica e il rincaro del petrolio, l'inflazione è scesa nella media a poco più del 6%. Con un tasso inferiore al 2%, in Asia essa è risultata ancor più bassa che nei paesi industriali, mentre in America

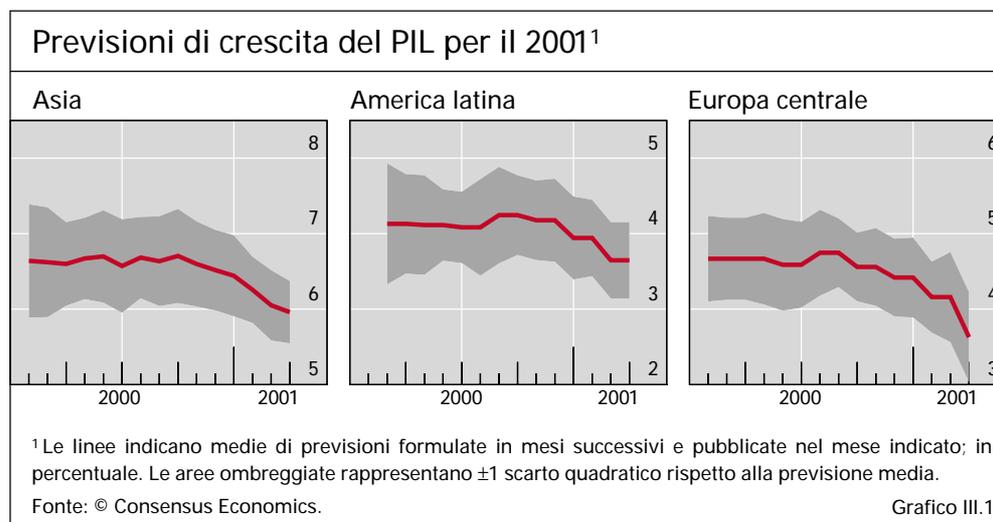
latina sono stati consolidati gli straordinari progressi compiuti durante la seconda metà degli anni novanta. Come si dirà nella sezione finale del capitolo, il contenimento dell'inflazione è stato uno dei successi più vistosi realizzati dai paesi emergenti negli ultimi anni. Vi hanno contribuito congiuntamente una gestione più rigorosa delle finanze pubbliche, l'adozione di politiche monetarie finalizzate all'obiettivo prioritario della stabilità dei prezzi e misure strutturali volte a rafforzare la concorrenza sia all'interno che verso l'estero. Inoltre, una

Crescita, inflazione e saldi delle bilance correnti									
	PIL reale			Prezzi al consumo			Saldo della bilancia corrente		
	1993-98	1999	2000	1993-98	1999	2000	Media 1993-98	1999	2000
	variazioni percentuali annue						in percentuale del PIL		
Asia ¹	7,5	6,1	7,0	9,6	2,2	1,9	0,5	4,1	2,9
Cina	10,5	7,1	8,0	11,9	-1,4	0,3	1,6	1,6	1,5
Hong Kong	3,2	3,1	10,5	6,7	-4,0	-3,6	-0,4 ²	5,2 ²	4,7 ²
India	6,4	6,6	6,0	7,6 ³	3,5 ³	5,3 ³	-1,1	-0,6	-1,0
Corea	4,7	10,9	8,8	5,4	0,8	2,3	-0,1	6,0	2,4
Singapore	8,0	5,4	10,0	1,7	0,5	1,5	17,1	25,3	23,6
Taiwan	6,0	5,6	6,0	2,7	0,2	1,3	2,7	2,9	3,0
Filippine	3,6	3,4	4,0	8,0	6,7	4,3	-3,5	10,3	12,4
Indonesia	3,2	-0,1	4,8	15,4	20,5	3,7	-1,8	4,1	7,2
Malaysia	6,3	5,8	8,5	3,7	2,7	1,5	-3,4	15,9	9,2
Thailandia	3,2	4,2	4,3	5,6	0,3	1,5	-3,6	10,2	7,6
America latina ¹	3,6	0,2	4,4	73,4	9,1	6,7	-3,1	-3,1	-2,1
Argentina	4,5	-3,0	-0,5	3,2	-1,2	-0,9	-3,6	-4,4	-3,3
Brasile	3,5	0,8	4,5	213,4	4,9	6,0	-2,6	-4,7	-4,2
Cile	6,9	-1,1	5,4	8,5	3,4	3,8	-4,5	-0,1	-1,4
Colombia	3,7	-4,3	2,8	21,1	11,2	9,5	-5,0	-0,0	0,2
Messico	2,7	3,7	6,9	19,9	16,6	7,9	-3,5	-2,9	-3,1
Perù	5,9	1,4	3,6	17,7	3,5	3,8	-6,2	-3,5	-3,0
Venezuela	1,1	-6,8	2,8	56,1	23,6	16,2	2,6	3,6	11,1
Europa centrale ¹	4,2	3,1	4,0	20,6	6,5	8,7	-2,6	-5,9	-5,4
Polonia	5,6	4,1	4,1	24,1	7,3	10,1	-1,2	-7,5	-6,2
Repubblica ceca	1,6	-0,8	3,1	11,2	2,1	3,9	-3,6	-3,0	-4,8
Ungheria	2,4	4,5	5,2	20,9	10,0	9,8	-5,6	-4,3	-3,3
Russia	-5,6	5,4	8,3	151,9	85,7	20,8	2,2	13,5	19,0
Turchia	4,7	-5,0	6,1	84,8	64,9	54,9	-0,9	-0,7	-4,8
Arabia Saudita	1,0	0,4	4,1	1,2	-1,6	-0,8	-5,8	0,3	10,1
Africa	3,0	2,5	3,0	19,7	5,7	4,2	-11,1 ⁴	-12,1 ⁴	0,8 ⁴
Sudafrica	2,5	1,9	3,2	8,3	5,2	5,3	-0,8	-0,5	-0,4
Zona del franco CFA	3,4	2,4	2,6	9,2	1,4	1,8	-6,0	-5,3	-4,5
<i>Per memoria:</i>									
<i>paesidel G7</i>	2,6	2,9	3,8	2,1	1,3	2,3	-0,0	-1,1	-1,6

¹ Media dei paesi indicati, ponderata in base al PIL e alle PPA del 1995. ² Bilancia dei beni e dei servizi non dei fattori. ³ Prezzi all'ingrosso. ⁴ In percentuale delle esportazioni di beni e servizi.

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

Tabella III.1



volta iniziato il processo disinflazionistico, sono state liberate forze che hanno contribuito sia a consolidare i progressi conseguiti sia a frenare ulteriormente la dinamica dei prezzi. Ciò nondimeno, molti paesi incontrano ancora serie difficoltà nel mantenere bassa l'inflazione.

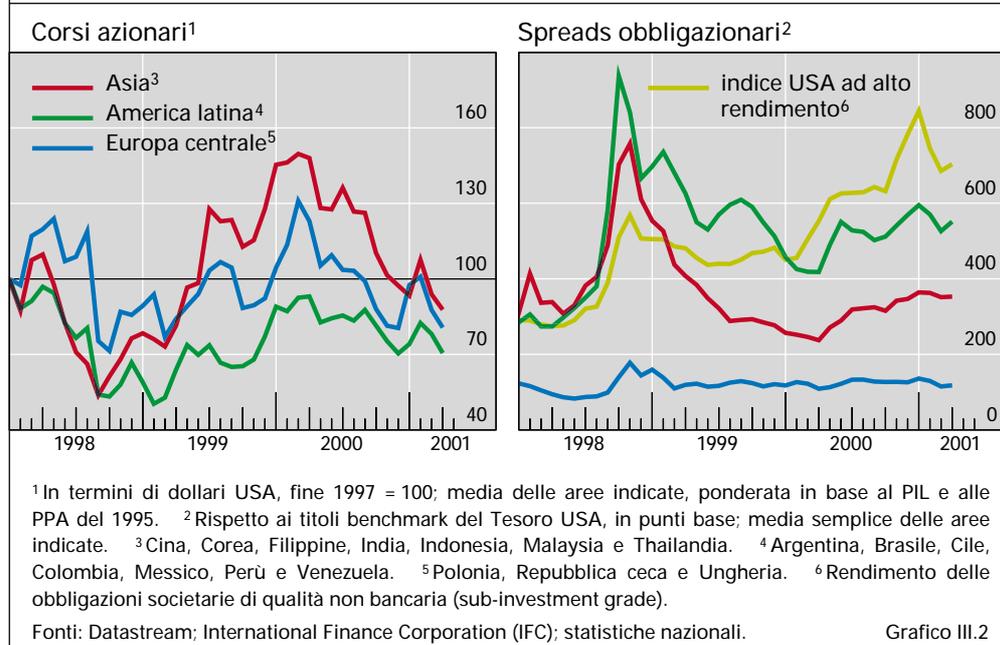
Con l'avanzare dell'anno, le economie emergenti hanno risentito in misura crescente del rallentamento produttivo nei paesi industriali. A posteriori, la brusca caduta dei corsi azionari agli inizi dell'anno può essere vista come un segnale premonitore di una svolta nel ciclo globale dell'elettronica. Verso la fine del 2000 la crescita economica è rallentata fortemente nei paesi più dipendenti dalle esportazioni di tali prodotti, e le previsioni a breve termine per la maggior parte delle economie emergenti sono state corrette al ribasso (grafico III.1). Il quadro appare particolarmente incerto in quei paesi, come Argentina, Indonesia e Turchia, dove è venuta meno la fiducia nelle politiche adottate. Le prospettive di crescita nel breve periodo dipendono anche dalla misura in cui i paesi sono esposti all'evoluzione del commercio mondiale e delle condizioni finanziarie internazionali. Gli effetti dell'inversione di tendenza nel ciclo dell'informatica si sono fatti sentire soprattutto nelle economie emergenti dell'Asia. Per contro, dati gli ampi disavanzi correnti e il connesso fabbisogno di finanziamento esterno, i paesi latino-americani sono maggiormente esposti agli andamenti del mercato internazionale dei capitali. Infine, nei paesi dell'Africa e dell'Europa centrale e orientale la minore dipendenza dagli afflussi di capitali e la destinazione geografica di larga parte delle loro esportazioni fanno sì che le prospettive siano principalmente legate alla crescita economica nell'Europa occidentale.

Andamenti dei mercati finanziari e flussi di capitali

I risultati macroeconomici generalmente favorevoli realizzati lo scorso anno dalle economie emergenti vanno considerati nel contesto di condizioni finanziarie periodicamente instabili e avverse. La correzione al ribasso dei corsi intervenuta sui principali mercati azionari nel marzo 2000 si è ripercossa prontamente sulle borse dei paesi emergenti (grafico III.2). Con la principale

Le condizioni finanziarie peggiorano in corso d'anno ...

Corsi azionari e spreads obbligazionari



eccezione della Cina, sono stati i mercati asiatici a subire l'impatto più duro, in quanto la caduta dell'indice Nasdaq è stata generalmente interpretata come sintomo di un calo della domanda nel comparto elettronico e quindi dei proventi delle esportazioni nei paesi specializzati in tali prodotti (tabella III.2). In alcuni casi la discesa delle quotazioni è stata acuita dai timori per il lento progresso delle riforme nei settori finanziario e delle imprese. Ciò è stato particolarmente evidente verso la fine dell'anno, allorché diversi paesi hanno subito deflussi netti di investimenti azionari di portafoglio.

Sulle condizioni di finanziamento delle economie emergenti ha influito anche l'evoluzione del mercato creditizio nei paesi industriali. Sia nella primavera che verso la fine dell'anno gli spreads sulle obbligazioni di emittenti sovrani si sono fortemente ampliati, specie per i paesi con un elevato debito esterno, problemi di bilancio pubblico o un settore bancario debole (si veda anche il Capitolo VI). In generale, essi sono comunque rimasti inferiori a quelli sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento, dato l'assai minore rischio di insolvenza loro attribuito dagli investitori. Il mutamento del clima di mercato

	Corea	Hong Kong	Malaysia	Singapore	Taiwan	Thailandia
1995-96	0,16	0,32	0,05	0,11	0,05	0,19
1999-2000	0,45	0,55	0,25	0,40	0,27	0,32
	Argentina	Brasile	Cile	Messico	Polonia	Sudafrica
1995-96	0,06	0,01	-0,08	0,07	0,18	0,02
1999-2000	0,23	0,44	0,23	0,38	0,34	0,36

¹ In valuta nazionale; calcolate per i bienni indicati utilizzando osservazioni settimanali.

Fonti: IFC; statistiche nazionali. Tabella III.2

... e gli afflussi netti di capitali restano inferiori ai livelli precrisi ...

... con flussi creditizi netti particolarmente deboli

La distribuzione per aree rimane stabile

ha parimenti influenzato i flussi netti di capitali (tabella III.3). A causa delle più difficili condizioni finanziarie presenti nell'ultimo trimestre dello scorso anno, le emissioni obbligazionarie hanno segnato il passo, e sono fortemente calati anche gli afflussi netti azionari. Inoltre, essendosi pure ridotti gli investimenti diretti esteri (IDE), nel 2000 gli afflussi netti privati di capitali sono scesi a una frazione soltanto del volume registrato appena prima della crisi asiatica.

Alcuni osservatori hanno interpretato questa contrazione del debito in essere delle economie emergenti come una deliberata reazione dei prestatori alle varie crisi degli anni novanta. È tuttavia possibile anche un'interpretazione più positiva. Negli ultimi due anni i tassi d'interesse interni sono calati, un maggior numero di paesi ha lasciato fluttuare la propria valuta e le riforme hanno progressivamente accresciuto l'offerta di fondi sul mercato interno. In tale situazione, i mutuatari dei paesi emergenti hanno mostrato una crescente preferenza per le fonti di finanziamento interne e in moneta nazionale, rispetto ai capitali raccolti sui mercati internazionali. A ciò si sono aggiunti i cambiamenti strutturali intervenuti nell'offerta di credito. Soprattutto, le banche hanno rafforzato la loro presenza nelle economie emergenti con l'acquisizione di istituzioni locali, riducendo corrispondentemente l'erogazione di prestiti transfrontalieri. Infine, in Asia l'accumulo di notevoli eccedenze correnti ha permesso di ricostituire le riserve valutarie, nonché di ridurre le passività esterne a breve.

La ripartizione per aree dei flussi netti di capitali privati è cambiata relativamente poco lo scorso anno. Essi sono rimasti quasi negativi per l'insieme dell'Asia, soprattutto in seguito ai maggiori rimborsi di debiti esterni. Anche gli afflussi di IDE sono diminuiti, poiché il calo degli investimenti nel Sud-Est asiatico ha sopravanzato l'aumento di quelli effettuati in Cina (in vista della sua adesione all'OMC) e in Corea (grazie alla liberalizzazione dei movimenti di capitali). I flussi privati netti sono rimasti stazionari in America latina, mentre

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
	1997	1998	1999	2000
	in miliardi di dollari USA			
Per tipologia				
Investimenti diretti esteri	145	151	150	144
Investimenti di portafoglio	43	1	22	25
Altri	-68	-99	-102	-136
Per regione				
Asia	13	-47	1	- 2
America latina	68	62	40	39
Africa	17	11	13	9
Europa centrale e orientale	3	19	13	3
Altre	19	8	4	- 16
Flussi totali	120	53	70	33
<i>Per memoria: variazione delle riserve¹</i>	-62	-35	- 86	-120

¹ Un segno negativo indica un incremento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.3

non hanno raggiunto il livello dell'anno prima nell'Europa centrale e orientale e in Africa. Nonostante il modesto calo registrato lo scorso anno, gli IDE hanno continuato a essere la fonte di finanziamento estero più stabile per le economie emergenti. Anche la loro distribuzione si è mantenuta stabile e fortemente concentrata. Cinque paesi (Argentina, Brasile, Cina – compresa Hong Kong – Messico e Corea) hanno ricevuto i due terzi degli IDE complessivamente affluiti alle economie emergenti. L'Africa, con 50 paesi, ha ottenuto meno del 5%.

Asia

Crescita economica ed evoluzione del settore esterno

Nel 2000 il prodotto ha segnato un forte aumento, generalmente superiore alle attese. Sebbene il rincaro del petrolio possa aver ridotto dello 0,5-1% il reddito reale nei paesi importatori, la crescita dell'area è salita nella media al 7%, con valori particolarmente elevati in Corea, a Hong Kong e a Singapore. Anche le Filippine e l'Indonesia sono riuscite a espandere sensibilmente il prodotto, malgrado le incertezze politiche e le agitazioni sociali. Le determinanti della crescita hanno differito a seconda dei paesi (tabella III.4). Nelle economie di grandi dimensioni e relativamente chiuse di Cina e India il fattore principale ha continuato a essere la domanda interna. In *Cina* il rafforzamento della crescita è stato sorretto da stimoli fiscali e da una politica monetaria accomodante. Oltre a incrementare gli investimenti pubblici, le autorità hanno introdotto varie misure (miglioramenti salariali nel settore pubblico e un'imposta sui redditi da interessi) per incoraggiare i consumi. Tuttavia, data la diffusa aspettativa che le imprese statali avrebbero ridotto sia il numero di dipendenti sia le prestazioni sociali erogate al rimanente personale, le famiglie hanno avuto la tendenza ad aumentare il risparmio precauzionale. Anche la crescita degli investimenti privati è stata moderata, nonostante l'aumento degli IDE.

La ripresa supera le aspettative ...

... anche in Cina

In *India* la crescita è leggermente rallentata lo scorso anno, per l'effetto congiunto delle avverse condizioni atmosferiche sulla produzione agricola e di una decelerazione nel settore terziario. Il forte aumento dei prezzi del petrolio

Più lenta crescita in India

Domanda interna ed esportazioni nette										
	Contributi alla crescita del PIL, in percentuale									
	Cina		Corea		Filippine		Hong Kong		India	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
1994-98	8,6	1,3	0,5	3,9	5,0	-1,4	3,5	-1,1	7,2	-0,4
1999	7,4	-0,3	11,9	-1,0	0,3	3,0	-5,0	8,1	6,1	0,3
2000	7,5	0,5	5,3	3,5	-1,7	5,6	9,3	1,2	5,1	0,6
	Indonesia		Malaysia		Singapore		Taiwan		Thailandia	
	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN	DI	EN
	1994-98	3,1	-0,5	1,9	3,9	4,5	3,0	6,3	-0,2	-2,0
1999	-2,7	3,0	1,7	4,1	4,3	1,6	1,9	3,5	2,9	1,3
2000	4,7	0,1	12,6	-4,0	8,9	0,9	4,3	1,7	3,8	0,5

DI = domanda interna; EN = esportazioni nette.
 Fonti: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; statistiche nazionali.

Tabella III.4

e un disastroso terremoto hanno anch'essi condizionato negativamente la crescita. L'esuberanza delle esportazioni (il più alto tasso di aumento dal 1997) ha parzialmente compensato la minore domanda interna e dato sostegno alla rupia, soggetta a pressioni in seguito alla più pesante fattura petrolifera. Le autorità hanno cercato di arginare il deprezzamento della moneta indiana innalzando i tassi d'interesse e smobilizzando i depositi speciali dei cittadini indiani non residenti. In aggiunta, il governo ha inasprito la politica fiscale e accelerato i tempi dei programmi di privatizzazione, fra cui la riduzione della partecipazione pubblica nelle banche a controllo statale.

In altri paesi la domanda interna si sostituisce alle esportazioni nette ...

Con il rallentare delle esportazioni, nelle economie asiatiche più aperte la domanda interna è divenuta progressivamente la principale determinante della crescita. Lo spostamento è stato particolarmente evidente nei paesi che si basano sulle esportazioni di apparecchiature elettroniche (Malaysia e Singapore), ma si è potuto osservare anche a Hong Kong, in Indonesia e in Thailandia. *Taiwan*, che era stata pressoché risparmiata dalla crisi del 1997-98, ha mostrato un cambiamento particolarmente netto sia nell'entità che nella composizione della crescita. Sulla scia del Nasdaq, i corsi azionari hanno subito una brusca caduta, acuita da controversie politiche. Dato l'ampio volume di crediti erogati dalle banche a fronte di garanzie in azioni, l'attenzione si è ben presto appuntata sul settore bancario, dove la quota delle sofferenze aveva raggiunto un massimo storico e i profitti si erano assottigliati a causa dell'eccesso di capacità. Allorché la domanda di prodotti elettronici si è alquanto ridotta nell'ultimo scorcio dell'anno, la crescita reale è rallentata bruscamente.

... non però in Corea e nelle Filippine

Nonostante l'importanza delle vendite all'estero di prodotti elettronici, sia in Corea che nelle Filippine è aumentato il contributo relativo delle esportazioni nette. Nel caso della *Corea*, ciò è tuttavia attribuibile a uno spostamento nella composizione della domanda interna verso beni a minore contenuto di importazioni piuttosto che a una più rapida crescita delle esportazioni. Nelle *Filippine* una contrazione degli investimenti delle imprese, imputabile alla carenza di fiducia sul piano interno, e la diminuzione degli investimenti esteri di portafoglio sono state le cause principali della flessione della domanda interna.

Politica monetaria accomodante

In generale, lo scorso anno il rafforzamento della domanda interna è stato sostenuto da politiche monetarie accomodanti. Inoltre, poiché molte monete sono ora soggette a un regime di fluttuazione amministrata, l'inasprimento dei tassi d'interesse nei paesi industriali ha avuto un impatto relativamente modesto su quelli asiatici. Cina, Malaysia, Singapore e Thailandia hanno mantenuto i tassi su livelli modesti data l'assenza di pressioni inflazionistiche. Sebbene la rapida crescita e l'accelerazione dell'inflazione abbiano indotto taluni aumenti dei tassi d'interesse in Corea, questi sono stati mantenuti entro limiti contenuti a causa dei timori per la fragilità del settore delle imprese. Gli incrementi sono stati maggiori nelle Filippine, in India e Indonesia in considerazione delle pressioni al ribasso sulle rispettive monete.

Performance e impieghi del settore bancario

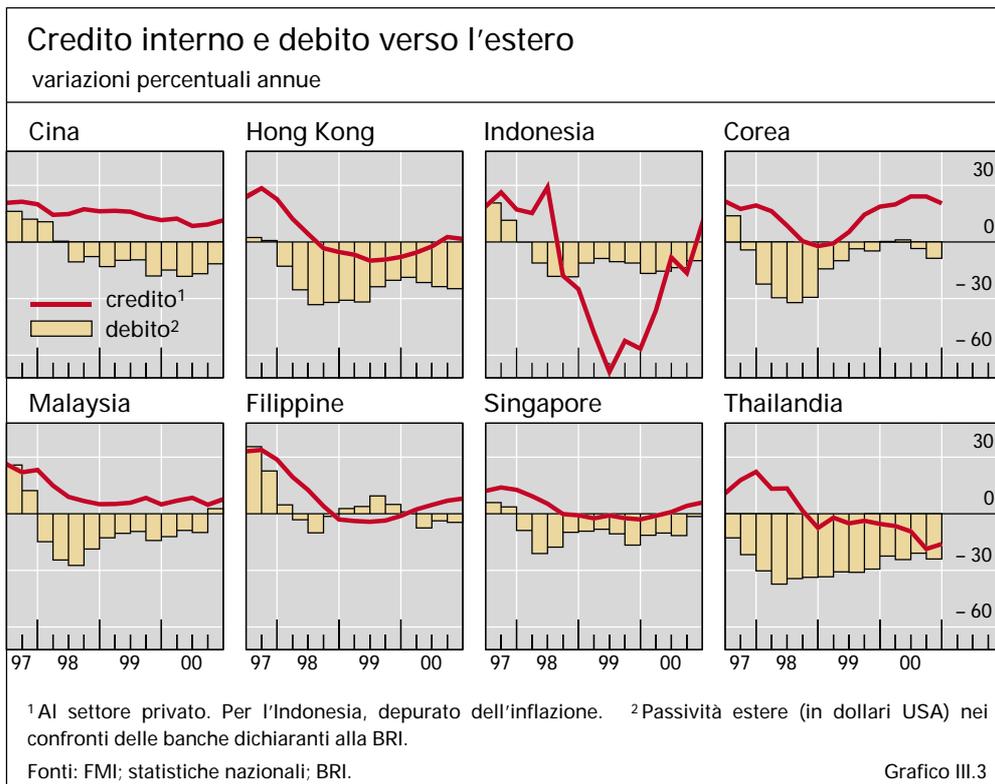
Nonostante le politiche monetarie accomodanti, lo scorso anno l'espansione del credito bancario si è mantenuta su valori bassi o negativi. Di fatto, durante

tutta la ripresa postcrisi gli impieghi bancari sono stati deboli ovunque fuorché in Corea (grafico III.3). In questo paese l'andamento si spiega in parte con il livello relativamente elevato degli investimenti e con il minore ricorso (a partire da metà 1999) ai mercati della commercial paper e delle obbligazioni societarie, in favore del finanziamento bancario. Tuttavia, l'espansione del credito è stata anche il risultato di interventi ufficiali, fra cui l'ampliamento delle garanzie governative per i prestiti contratti da imprese medio-piccole e la rapida ricapitalizzazione delle banche coreane. I recenti dati relativi a vari altri paesi fanno ritenere che il credito bancario alle imprese abbia nuovamente iniziato a crescere.

L'espansione del credito rimane modesta fuorché in Corea

È sempre difficile stabilire se un'espansione del credito debole o negativa sia dovuta a un fenomeno di "credit crunch" (ossia, una situazione in cui crediti normalmente giudicati proficui non sono erogati poiché le banche non dispongono di sufficienti risorse), a mediocri prospettive di impiego oppure a una mancanza di domanda. In Asia la ristrutturazione del settore bancario è proceduta in modo lento, ma costante. Numerosi istituti sono stati liquidati, fusi, temporaneamente nazionalizzati o ceduti ad acquirenti stranieri. I sistemi bancari appaiono ora più sani che anteriormente alla crisi, benché soltanto in Corea e Malaysia ciò si sia tradotto in un netto miglioramento dei rating. Sebbene la ripresa economica abbia permesso ad alcuni mutuatari di riprendere il servizio dei prestiti, un ruolo importante nel ridurre le sofferenze è stato svolto dalle cosiddette "asset management companies" finanziate con denaro pubblico. Tali enti si sono accollati larga parte delle sofferenze in Corea, Indonesia e Malaysia. Al fine di consentire alle banche di riprendere l'erogazione di credito, anche la Thailandia ha di recente adottato un approccio

Progredisce la riforma del settore bancario ...



analogo. In tutti i paesi asiatici le autorità hanno inoltre varato misure per rafforzare la vigilanza bancaria e introdotto nuove regole che vietano la concessione di crediti a soggetti interni e collegati.

... ma rimangono talune debolezze

D'altra parte, vari fattori hanno ostacolato una ristrutturazione di fondo delle banche. La caduta dei corsi azionari ha ridotto la capacità di raccogliere nuovo capitale. Il fatto che alcuni prestiti ristrutturati siano tornati in sofferenza, e rappresentino pertanto un potenziale fattore di drenaggio delle risorse, è anch'esso un segno che induce a cautela in un momento in cui le economie stanno rallentando. Infine, nonostante i progressi compiuti, permangono molte istituzioni deboli e, in alcuni casi, le banche non hanno attuato i cambiamenti operativi necessari per ricostituire la redditività nel più lungo periodo. Questo stato di cose potrebbe spiegare perché in alcuni paesi il settore bancario non sia stato in grado di espandere gli impieghi creditizi.

Più acuta consapevolezza dei rischi

Ma vi sono pure indicazioni secondo cui sarebbe la valutazione da parte delle banche dei rischi creditizi e dei redditi attesi, piuttosto che la loro capacità di concedere prestiti, a spiegare la debole crescita del credito. Una di queste indicazioni è che la ripresa dei finanziamenti alle imprese è stata esitante anche a Hong Kong e Singapore, dove le istituzioni sono relativamente robuste. Il fatto che le banche asiatiche stiano attivamente commercializzando i mutui ipotecari e che si siano ridotti gli spreads sui prestiti sindacati di qualità fornisce un'ulteriore conferma che, quantomeno per alcune banche, le risorse di capitale non costituiscono un vincolo quando i rendimenti sono commisurati ai rischi.

Minore domanda di credito

Diversi fattori fanno anche ritenere che la domanda di credito sia stata scarsa. In primo luogo, molte imprese hanno deliberatamente cercato di ridurre il grado di indebitamento, mentre altre non hanno semplicemente avuto la necessità di finanziarsi. Alla vigilia della crisi, in vari paesi si registrava un rapporto investimenti/PIL nell'ordine del 40%, con una spesa in beni di capitale delle imprese di gran lunga superiore agli utili. Dopo la crisi, si è fatto fronte alle crescenti vendite impiegando capacità esistente inutilizzata, cosicché gli investimenti sono rimasti bassi nonostante la ripresa del cash flow. Di conseguenza, il settore delle imprese ha registrato un saldo finanziario attivo e ha quindi avuto scarso bisogno di finanziamento esterno. In secondo luogo, la domanda di credito è stata limitata dalla composizione settoriale della crescita, poiché i comparti ad alta intensità di capitale di prestito sono rimasti in recessione. In particolare, la sovrabbondanza di locali per uffici e l'elevata quota degli stabili inoccupati nei maggiori centri hanno depresso il comparto delle costruzioni. Per converso, sono cresciuti fortemente i settori di esportazione, meno dipendenti dal credito.

Sfide di politica fiscale

Il crescente debito è diventato un problema ...

Prima della crisi del 1997 i bilanci pubblici nelle economie asiatiche erano stati in generale attivi o solo leggermente in passivo. Tuttavia, in conseguenza della crisi, i provvedimenti per stimolare la spesa interna, gli ingenti fondi erogati per la ricapitalizzazione dei sistemi bancari e gli effetti della recessione sul gettito fiscale hanno comportato nella maggior parte di esse cospicui disavanzi e un forte aumento del debito pubblico nel 2000 (tabella III.5). Dato anche

l'ingente volume degli impegni assunti e la quota già significativa degli interessi passivi sul totale delle uscite di bilancio, i disavanzi accumulati negli ultimi anni hanno fatto sì che le dinamiche del debito siano divenute un crescente fattore di vulnerabilità nell'area.

Negli ultimi tre anni la Cina ha fatto ampio ricorso allo stimolo fiscale per sostenere la crescita. Ne è conseguito un aumento costante del disavanzo di bilancio, salito da meno dell'1% del PIL nel 1996 a quasi il 3% l'anno scorso. Sebbene il debito pubblico sia rimasto moderato secondo parametri internazionali, l'onere finanziario di fatto si è aggravato a causa delle operazioni extra-bilancio e delle passività effettive e potenziali derivanti dalla risoluzione delle sofferenze bancarie. Anche gli impegni a fronte del sistema previdenziale sono verosimilmente elevati.

... in Cina ...

La vulnerabilità dell'India sul piano fiscale è evidenziata dal disavanzo di bilancio, rimasto prossimo al 5% del PIL. Poiché anche le amministrazioni degli Stati federali presentano ampi deficit, lo scorso anno il fabbisogno complessivo si è avvicinato al 10%, facendo salire il livello del debito delle amministrazioni pubbliche a oltre il 60% del PIL, percentuale che sale ulteriormente se si considerano le passività potenziali del settore finanziario e delle imprese a controllo statale. Sebbene il governo abbia progressivamente rinunciato alla monetizzazione dei disavanzi, l'ingente debito ha condotto a tassi reali relativamente elevati, facendo lievitare gli esborsi per il servizio e "spiazzando" gli

... e ancor più
in India ...

Saldi di bilancio e debito pubblico									
	Saldo nominale			Esborsi per interessi			Debito pubblico		
	1996	1999	2000	1996	1999	2000	1996	1999	2000
	in percentuale del PIL								
Asia									
Cina	-0,9	- 2,2	-2,9	0,7	0,8	0,8	7,3	12,7	14,6
Hong Kong	2,2	0,8	-0,9	-	-	-	-	-	-
India	-4,9	- 5,4	-5,1	4,3	4,6	4,6	49,4	52,2	53,0
Corea	0,1	- 4,6	1,0	0,5	2,3	2,4	11,9	22,3	23,1
Singapore	14,7	10,3	11,4	-	-	-	74,0	88,5	84,5
Taiwan	-1,8	1,0	-0,3	1,4	1,5	2,0	26,4	27,5	29,8
Filippine	0,3	- 3,5	-3,9	3,4	3,4	4,0	53,2	59,2	64,9
Indonesia	1,1	- 1,6	-3,2	2,0	3,8	5,7	27,3	105,7	106,9
Malaysia	0,7	- 3,2	-5,8	2,7	2,6	2,7	35,3	37,3	37,0
Thailandia	0,7	- 2,6	-2,2	0,2	1,2	1,2	16,3	42,4	54,4
America latina									
Argentina	-2,2	- 2,6	-2,4	1,7	2,9	3,4	35,7	43,0	46,0
Brasile	-5,9	-10,3	-4,5	5,8	13,6	8,1	33,3	49,4	49,5
Cile	2,3	- 1,5	0,2	0,6	0,4	0,5	28,1	29,4	31,1
Colombia	-3,7	- 5,8	-6,9	1,9	3,3	4,5	14,4	29,4	36,8
Messico	-0,2	- 1,6	-1,3	3,7	3,2	3,3	31,1	25,7	23,5
Perù	-1,3	- 3,2	-3,2	2,4	2,1	2,2	45,2	37,5	35,6
Venezuela	0,7	- 2,3	-1,8	5,0	2,6	2,5	33,8	29,8	...
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 e Indonesia esercizio finanziario; per l'India, unicamente governo federale.									
Fonti: FMI; Institute of International Finance; statistiche nazionali; stime BRI.									
									Tabella III.5

investimenti privati. Conscio dell'importanza cruciale della sostenibilità delle finanze pubbliche, il governo ha varato una legge di responsabilizzazione fiscale che mira ad abbassare il disavanzo federale al 2% del PIL nell'arco dei prossimi cinque anni e il debito pubblico a meno del 50% del PIL entro dieci anni.

... nelle Filippine e in Indonesia

Il disequilibrio dei conti pubblici è diventato un problema anche in altri paesi asiatici. Le Filippine hanno un retaggio di scarsa disciplina fiscale, e il rapporto fra debito pubblico e PIL, pari a quasi il 65% a fine 2000, è fra i più elevati dell'area. Già lo scorso anno il raddoppio del disavanzo previsto è stato un fattore determinante del calo di fiducia degli investitori e delle pressioni sul tasso di cambio. L'Indonesia si è avvicinata ancor più al limite di sostenibilità del debito, stante la rapidità con cui questo è aumentato e il fatto che esso è in larga parte denominato in valuta estera. In effetti, negli ultimi due anni il governo si è avvalso degli afflussi di capitali ufficiali e delle vendite di cespiti patrimoniali per finanziare il pagamento degli interessi e i rimborsi. Con una quota di circa il 55% del PIL, il debito pubblico della Thailandia appariva ancora gestibile. Tuttavia, considerati i recenti programmi di rivitalizzazione del settore finanziario, il rapporto potrebbe salire rapidamente, a meno che non siano adottate misure per migliorare il saldo primario.

Dipendenza delle economie asiatiche dalle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia

Minore domanda e prezzi in calo

Il settore delle tecnologie avanzate ha assunto una posizione sempre più preminente nelle esportazioni di molte economie asiatiche (tabella III.6). Le vendite di questi beni negli Stati Uniti sono quadruplicate nel corso dell'ultimo decennio. Secondo taluni indicatori, negli ultimi anni l'elettronica ha contribuito per due terzi alla ripresa della produzione industriale nell'area. Tuttavia, lo scorso anno molte economie dell'Asia hanno risentito sia della minore domanda mondiale di tali prodotti (grafico III.4) sia del più basso prezzo dei componenti (ad esempio, il prezzo di riferimento del semiconduttore DRAM è calato di quasi due terzi in corso d'anno). La caduta della domanda di vari

Esportazioni di prodotti ad alta tecnologia dalle economie asiatiche											
	Quota sulle esportazioni totali del paese verso l'area OCSE									Variazione % importazioni USA nei 12 mesi a	
	CN	HK	ID	KR	MY	PH	SG	TH	TW	giu. 00	feb. 01
Computer ¹	6	7	2	13	19	22	54	16	28	8	-6
Telecomunicazioni ²	7	4	5	6	15	6	5	7	4	43	1
Componenti ³	8	18	2	23	24	33	17	11	17	22	-2
Totale	20	30	9	41	58	60	77	34	50	19	0

CN = Cina; HK = Hong Kong; ID = Indonesia; KR = Corea; MY = Malaysia; PH = Filippine; SG = Singapore; TH = Thailandia; TW = Taiwan.

¹ Classificazione SITC 75: macchine per ufficio e per l'elaborazione automatica dei dati. ² Classificazione SITC 76: apparecchi per le telecomunicazioni, dispositivi di registrazione e riproduzione audio. ³ Classificazione SITC 77: macchinari elettrici, dispositivi e apparecchiature non classificate alle voci precedenti e relative componenti elettriche.

Fonti: OCSE; statistiche nazionali.

Tabella III.6

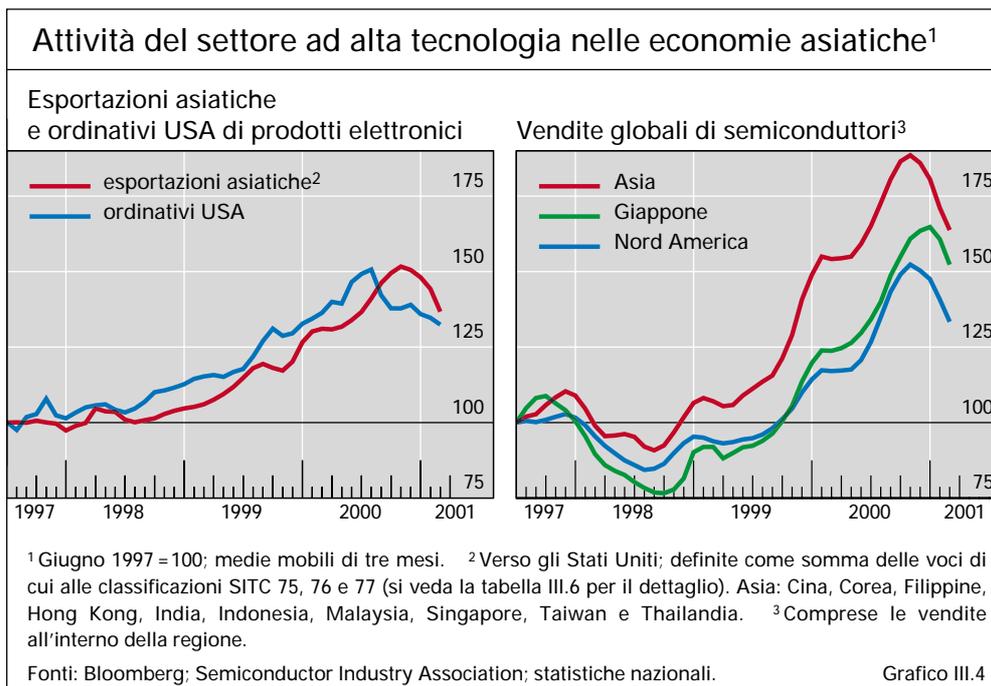
tipi di esportazioni high-tech è proseguita nei primi mesi del 2001, e sia le informazioni sugli ordinativi che i commenti delle associazioni di produttori fanno prevedere ulteriori forti diminuzioni.

Nondimeno, i dati della tabella possono fornire un quadro fuorviante dell'incidenza complessiva delle esportazioni di alta tecnologia in Asia e della misura in cui i singoli paesi sono esposti al rallentamento economico in corso. In primo luogo, in alcuni paesi le industrie del settore sono quasi interamente di proprietà straniera. Di conseguenza, prescindendo dalla pressione al ribasso sui salari, il calo dei prezzi potrebbe avere un impatto relativamente modesto sulle economie locali. In secondo luogo, a causa dei centri di produzione collegati, buona parte del commercio infraregionale consiste in forniture di componenti. Oltre ad accrescere il rischio di effetti di contagio per il tramite del commercio, ciò implica che la quota locale di valore aggiunto delle esportazioni, e quindi l'impatto sulla domanda finale, differisca sensibilmente da paese a paese. Ad esempio, nel 1999 le importazioni della Corea di prodotti high-tech sono equivalente a oltre il 60% delle sue esportazioni, e un terzo di tali importazioni – principalmente componenti – è provenuto da altre economie asiatiche emergenti. Nel caso delle Filippine la quota locale di valore aggiunto potrebbe non superare il 20%. Essa è parimenti bassa in Malaysia e Thailandia, mentre risulta relativamente alta a Singapore e Taiwan.

Nonostante ciò, è probabile che l'elevato e crescente contenuto tecnologico delle economie asiatiche abbia innalzato il loro tasso di crescita tendenziale e al tempo stesso accentuato le fluttuazioni congiunturali. Il ciclo produttivo dell'elettronica e degli altri prodotti ad alta tecnologia è molto più variabile di quello dei manufatti tradizionali. Di conseguenza, nel caso di un sensibile rallentamento dell'economia mondiale, la domanda di beni collegati all'informatica potrebbe calare ulteriormente in quanto le imprese differiscono il rinnovo delle apparecchiature. Negli Stati Uniti si è potuta

L'impatto sulla domanda finale dipende dal valore aggiunto locale

Conseguenze per il ciclo economico in Asia



osservare una forte e crescente correlazione fra il cash flow delle aziende e la spesa in computer.

Le prospettive a breve termine

Clima globale
meno favorevole

Fatta eccezione per Cina e India, le economie asiatiche appaiono più vulnerabili all'attuale indebolimento della crescita mondiale rispetto alla maggior parte degli altri paesi emergenti. Come si è detto, molte di esse sono fortemente esposte alla minore domanda di prodotti elettronici. Le esportazioni complessive risentiranno anche della crescita generalmente più lenta negli Stati Uniti e delle mediocri prospettive economiche in Giappone. Infine, nonostante le riforme, resta da verificare la resilienza delle strutture e dei bilanci nei settori finanziario e delle imprese di fronte a una contrazione ciclica.

Misure per
stimolare la
domanda interna

In risposta al deterioramento delle prospettive, al calo dei tassi d'interesse nei paesi industriali e, in taluni casi, all'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche, agli inizi di quest'anno diversi paesi hanno allentato la politica monetaria. In aggiunta agli stimoli di bilancio addizionali, le autorità cinesi hanno avviato un programma di liberalizzazione dei tassi d'interesse e dei mercati finanziari, annunciando altresì l'intento di passare gradualmente a un regime di cambio più flessibile. Malaysia e Taiwan hanno programmato importanti incrementi della spesa pubblica, mentre l'ultima legge di bilancio presentata in India prevedeva un'ulteriore deregolamentazione degli investimenti, nonché nuove riforme per accelerare la crescita.

America latina

Crescita economica ed evoluzione del settore esterno

Ripresa della
crescita nel 2000 ...

Dopo la grave recessione del 1998-99, lo scorso anno le economie latino-americane hanno avuto una vigorosa ripresa. Il PIL reale è aumentato di oltre il 4% e, nella maggior parte dei casi, l'inflazione si è stabilizzata al di sotto del 10%. Quasi tutti i paesi dell'area hanno conseguito tassi di crescita positivi, con in testa le due economie maggiori, Brasile e Messico. La più importante eccezione a questa favorevole tendenza è costituita dall'Argentina, dove il prodotto è nuovamente diminuito. I progressi nelle bilance correnti sono stati invece modesti. L'espansione è stata in genere più rapida nella prima metà dell'anno, mentre nel secondo semestre il rallentamento dell'economia USA ha iniziato a pesare sulle esportazioni. Inoltre, l'accentuata volatilità sui mercati finanziari mondiali, insieme ai rinnovati timori per le restanti vulnerabilità fiscali hanno raffrenato i flussi di capitali verso la regione. Nell'ultima parte dell'anno è anche emerso il timore che fattori politici potessero influire negativamente sugli andamenti economici in Argentina, Colombia, Perù e Venezuela.

... grazie
soprattutto alla
domanda interna e
alle esportazioni
petrolifere

Sebbene nel 2000 le esportazioni totali dell'area siano aumentate di oltre il 20% in termini di valore, nella maggioranza dei paesi la crescita del prodotto è stata trainata dalla domanda interna (tabella III.7). Le variazioni delle ragioni di scambio hanno in genere favorito gli esportatori di petrolio, poiché i corsi della maggior parte delle derrate agricole hanno ristagnato o sono addirittura calati, e soltanto i metalli (specie il rame) hanno fatto segnare un rincaro

Interscambio, esportazioni petrolifere e crescita in America latina nel 2000						
	Saldo della bilancia corrente ¹	Esportazioni nette di petrolio ¹	Contributi alla crescita ²		Ragioni di scambio ³	Grado di apertura ⁴
			Esportazioni nette di petrolio	Esportazioni nette non petrolifere		
Argentina	- 9,4	3,6	0,5	0,7	6	22
Brasile	-24,6	-6,0	-0,5	0,6	-7	24
Cile	- 1,0	-1,9	-1,3	1,0	2	61
Colombia	0,1	4,3	1,0	-0,3	16	35
Ecuador	1,4	2,4	6,7	-5,3	14	77
Messico	-17,7	16,4	1,3	-1,9	3	64
Perù	- 1,6	-0,7	-0,6	0,9	-1	34
Venezuela	13,4	26,4	9,8	2,6	44	47
Totale	-39,7	44,5	1,0	-0,1	3	41

¹In miliardi di dollari USA. ²Del PIL nominale, in punti percentuali. ³Dell'interscambio mercantile, variazione percentuale annua. ⁴Somma delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi, in percentuale del PIL.

Fonti: Commissione economica per l'America latina e i Caraibi; J.P. Morgan; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.7

significativo. Le vendite all'estero di petrolio hanno contribuito in misura determinante a ridurre il disavanzo corrente esterno dell'area in rapporto al PIL, sceso al 2% rispetto al 3% nel 1999.

Poiché le economie latino-americane continuano a essere piuttosto chiuse (con le eccezioni di Cile, Ecuador e Messico), è stata necessariamente la domanda interna ad avere il ruolo principale nel riattivare la crescita. Tuttavia, nel 2000 le determinanti della crescita della domanda sono state squilibrate: gli investimenti sono aumentati soltanto in Messico e, partendo da un basso livello, in Colombia. Negli altri paesi dell'area i consumi privati hanno sopravanzato la crescita del PIL reale, causando una forte accelerazione delle importazioni. Alla debolezza degli investimenti interni si è inoltre accompagnata una contrazione degli afflussi di IDE, soprattutto in Argentina e Cile. Vista in tale contesto, l'esuberanza dei consumi e delle importazioni, congiunta al recente indebolimento della domanda estera, suscita timori circa la sostenibilità della crescita nell'America latina, anche ipotizzando che rimangano favorevoli le condizioni finanziarie esterne.

Gli investimenti rimangono deboli

Cambiamenti nella combinazione delle politiche

Le economie dell'America latina avevano reagito al rallentamento dell'attività e alle turbolenze dei mercati finanziari nel 1998-99 con una combinazione di politiche monetarie e fiscali più restrittive e, in alcuni casi, di un regime di cambio più flessibile. Allorché è migliorato il contesto esterno, agli inizi del 2000, l'azione è stata orientata a ridurre ulteriormente i disavanzi di bilancio, allentando nel contempo le condizioni monetarie. Inoltre, diversi paesi hanno cercato di migliorare la competitività attraverso riforme strutturali.

Nuova combinazione delle politiche nel 2000

Lo scorso anno i paesi dell'America latina hanno beneficiato di condizioni per lo più favorevoli sui mercati finanziari internazionali. Gli afflussi netti

Condizioni favorevoli sui mercati finanziari

stimati di capitali privati nell'area sono rimasti pressoché stazionari a circa \$40 miliardi, coprendo gran parte del disavanzo corrente. Tuttavia, gli afflussi hanno mostrato una forte variabilità e si sono concentrati in Brasile e Messico. Inoltre, le emissioni obbligazionarie sono servite in larga parte a rimpiazzare passività preesistenti con nuovi titoli a più lunga scadenza. Gli spreads sui titoli di Stato a lungo termine sono mediamente aumentati in corso d'anno, di riflesso a timori specifici a livello di singoli paesi.

Le condizioni monetarie si fanno più distese ...

L'allentamento del vincolo di liquidità esterna ha permesso a molti paesi dell'area di rendere più distese le condizioni monetarie. In *Brasile* la banca centrale ha abbassato il tasso di riferimento, portandolo dal 19% a fine 1999 al 16½% nel luglio 2000 e quindi al 15¾% in dicembre. Ciò ha determinato una forte espansione del credito al settore privato, all'interno del quale è migliorata la posizione finanziaria delle famiglie grazie alla ripresa economica e al sensibile aumento dell'occupazione. Agli inizi del 2001 la banca centrale brasiliana ha ridotto il tasso guida di altri 50 punti base, per poi rialzarlo di complessivi 100 punti tra fine marzo e metà aprile, allorché il real si è indebolito e sono emerse pressioni dal lato della domanda. I tassi d'interesse sono stati parimenti abbassati in *Colombia* e, nella seconda parte del 2000, in *Cile*, mentre le autorità del *Perù* hanno ridotto gli obblighi di riserva. Per contro, il *Messico* ha dovuto inasprire la politica monetaria durante l'anno al fine di prevenire un surriscaldamento della domanda interna.

... e i conti pubblici migliorano

Nel 2000 la situazione delle finanze pubbliche nei paesi latino-americani è migliorata in generale, con l'importante eccezione dell'Argentina. Le entrate sono cresciute grazie alla ripresa congiunturale e, nei paesi esportatori di petrolio, al forte aumento dei proventi petroliferi. Numerosi governi hanno anche beneficiato di più bassi costi per il servizio del debito (il Brasile, ad esempio, nella misura del 5% del PIL). Mediamente i disavanzi di bilancio sono scesi al 2,8% del PIL, da quasi il 4% nel 1999. I miglioramenti maggiori si sono avuti in Brasile e Cile.

Introdotte leggi di disciplina fiscale ...

Nonostante tali progressi, in molti paesi la sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche continua a essere fonte di preoccupazione. In *Brasile* il problema è stato affrontato varando una legge di disciplina fiscale che prescrive alle amministrazioni di ogni livello di bilanciare le uscite e le entrate correnti, di limitare la spesa per il personale e di mantenere entro limiti prestabiliti il rapporto fra indebitamento ed entrate correnti. In *Argentina* e in *Perù* è stata approvata una normativa che dispone incrementi di spesa in linea con la crescita economica e l'istituzione di un fondo di stabilizzazione fiscale. Mediante l'imposizione di tali vincoli le leggi mirano ad accrescere la credibilità della politica fiscale, così come la ratificazione dell'autonomia della banca centrale e l'adozione di obiettivi di inflazione (o di ancoraggi molto stringenti) intendono rafforzare la credibilità in ambito monetario.

... cui deve però seguire un'applicazione rigorosa

In Brasile lo scorso anno la nuova legislazione finanziaria è stata affiancata da programmi di politica fiscale coerenti e da una solida crescita economica, dstando così un'impressione favorevole presso gli investitori. In Argentina, per contro, l'attuazione della legge sulla solvibilità fiscale è stata rimandata al 2005, togliendo credibilità alla disciplina di bilancio (si veda oltre). Gli investitori non sono stati impressionati positivamente

neppure dall'adozione in Cile di misure di bilancio discrezionali nella seconda metà del 2000.

Recessione in Argentina

La mancata ripresa in Argentina ha costituito la principale eccezione ai favorevoli andamenti macroeconomici della regione. Anche se il paese ha subito una serie di shock esogeni negli ultimi anni, l'instabilità politica interna ha senza dubbio contribuito a rinviare le decisioni d'investimento e a deprimere la fiducia dei consumatori. In particolare, il livello eccessivamente elevato della spesa pubblica ha esercitato una costante spinta verso l'alto sui tassi d'interesse. Ciò non solo ha fatto lievitare i costi per il servizio del debito, ma ha avuto anche contraccolpi sul gettito. Inoltre, la revisione degli obiettivi fiscali a breve termine ha ritardato l'attuazione della clausola di pareggio del bilancio prevista dalla legge sulla solvibilità fiscale, essenziale per ridurre la pressione tributaria e ripristinare la competitività di industrie locali operanti entro il vincolo posto dal regime di "currency board".

In Argentina è necessaria una riforma fiscale ...

In assenza di un impegno politico, specie a livello provinciale, ad affrontare decisamente il problema fiscale, l'accordo con il FMI del dicembre 2000 non è riuscito a migliorare la fiducia del mercato. Nel marzo 2001 gli spreads obbligazionari si sono nuovamente ampliati e i tassi d'interesse interni sono aumentati sensibilmente, di riflesso alla percezione di un accresciuto rischio di credito da parte degli operatori. In aprile i requisiti di liquidità delle banche sono stati modificati, allentando in tal modo la pressione immediata sul fabbisogno di finanziamento pubblico in valuta. A più lungo termine, tuttavia, le valutazioni del rischio di credito dipenderanno dal più ampio contesto di politica economica, comprendente disciplina di bilancio, prospettive di crescita reale e solidità del sistema bancario.

... ma manca il sostegno politico

Privatizzazioni e ristrutturazioni nel settore bancario

Notevoli progressi sono stati compiuti nella privatizzazione di aziende statali, che nel 2000 ha fruttato alla regione proventi stimati in circa \$15 miliardi. Al Brasile va attribuita la quota maggiore di tali introiti, mentre il primato nell'acquisizione di attività latino-americane spetta a società e banche spagnole. Maggiore rilievo è stato inoltre posto sulla deregolamentazione e sulla promozione della concorrenza nei settori dell'energia e dei servizi di pubblica utilità, di telecomunicazione e di trasporto, compreso l'utilizzo di concessioni al settore privato per soddisfare le esigenze infrastrutturali. Benché sia prevedibile un rallentamento nel ritmo delle privatizzazioni nel corso degli anni, il volume di attività pubbliche destinabili alla vendita resta cospicuo.

Progressi nelle privatizzazioni

Un annoso ostacolo agli investimenti privati in America latina è stata l'inefficienza dell'intermediazione finanziaria. Per risolvere tale problema, Argentina e Perù hanno incoraggiato il consolidamento del settore bancario, mentre Brasile e Messico hanno varato importanti programmi di privatizzazione. Inoltre, la regione si è aperta alle banche estere, la cui quota sulle attività totali dei sistemi bancari latino-americani è salita fino al 40% nel 2000, dal 10% circa della metà degli anni novanta. Con il loro apporto di capitali,

Si accresce il ruolo delle banche estere ...

know-how e tecnologia, le banche estere hanno rafforzato la solidità e la stabilità dei sistemi bancari della regione.

... ma il credito bancario continua a diminuire in termini reali

Nonostante l'accresciuta presenza di banche estere e l'allentamento delle condizioni monetarie, nel 2000 il credito bancario ha subito una flessione in termini reali, fuorché in Brasile, Cile e Venezuela. Una spiegazione di tale fenomeno è stata la riluttanza mostrata dalle banche estere a finanziare aziende pubbliche, nonché imprese medio-piccole ritenute rischiose e sprovviste di adeguate garanzie. Inoltre, a seguito delle privatizzazioni sono stati chiusi numerosi sportelli i cui gestori avevano una buona conoscenza della clientela locale. La politica creditizia delle banche interne potrebbe essere divenuta più prudente anche a causa della necessità di ristrutturare l'operatività in un contesto di accresciuta concorrenza. In *Messico*, ad esempio, il credito bancario al settore privato in rapporto al PIL si è dimezzato dal 1994, anche se \$76 miliardi circa di fondi pubblici sono stati impiegati nella ristrutturazione di bilanci bancari. Viceversa, è cresciuto fortemente il credito accordato da fornitori e altre fonti non bancarie, cosicché produzione, esportazioni e acquisti di beni durevoli da parte delle famiglie non ne hanno risentito. Anche le banche medio-piccole della regione si sono mostrate vulnerabili (Argentina, Brasile e Messico ne annoverano complessivamente circa 300). In Perù varie istituzioni di questo tipo sono fallite lo scorso anno; date le crescenti pressioni competitive, la sopravvivenza delle altre potrebbe dipendere dalla loro capacità di riorientare le strategie aziendali verso nicchie di mercato.

Africa

Migliora la crescita nel 2000

Favorita da una maggiore espansione del reddito reale nei paesi esportatori di greggio e da un certo recupero nei prezzi delle materie prime non petrolifere, l'Africa ha segnato un miglioramento dell'attività economica lo scorso anno. Tuttavia il tasso medio di crescita, al livello del 3%, è rimasto inferiore a quello di altre regioni. Ancora una volta, il basso grado di integrazione nell'economia globale e una struttura delle esportazioni non diversificata hanno impedito al continente di trarre vantaggio dal forte aumento dell'interscambio mondiale. Mentre il netto rialzo delle quotazioni petrolifere ha sospinto l'attività economica nell'Africa settentrionale e occidentale, la maggior parte dei paesi sub-sahariani ha accusato pesanti perdite di ragioni di scambio e un sensibile deterioramento dei disavanzi correnti. Nondimeno, i paesi con un quadro di politica economica più sano e infrastrutture più sviluppate, come il Botswana e la Tanzania, sono comunque riusciti a migliorare i loro risultati economici. Per converso, la crescita ha stentato nei paesi colpiti da guerre civili (Repubblica Democratica del Congo e Zimbabwe) o da avverse condizioni climatiche (Kenya).

Inflazione più elevata e squilibri esterni

Le pressioni inflazionistiche si sono acuite in diversi paesi, trainate dai rincari del petrolio e da un'espansione fiscale insostenibile. Ad esempio, i tassi annui d'inflazione di Ghana e Zimbabwe sono aumentati lo scorso anno rispettivamente al 25 e a oltre il 50% proprio sulla scia di un netto peggioramento dei saldi di bilancio. Viceversa, l'inflazione nella zona del franco CFA si è attestata intorno al 2%, e alcuni paesi hanno persino registrato

una deflazione dei prezzi. In numerosi casi, i crescenti squilibri di bilancio sembrano aver influito sui precari conti con l'estero, facendo salire il fabbisogno di finanziamento esterno a livelli elevati.

In *Sudafrica* lo scorso anno la crescita ha segnato una ripresa, che si è accompagnata a guadagni di produttività e a un rafforzamento delle finanze pubbliche. La migliorata performance dell'economia si è tradotta in un modesto disavanzo corrente, in un'inversione dei deflussi di capitale e, dopo un forte deprezzamento del rand, nel ritorno alla stabilità sul mercato valutario. Tuttavia, il persistente cedimento del tasso di occupazione nell'economia ufficiale resta un problema serio. Pertanto il paese è tuttora confrontato con l'esigenza di abbassare i salari reali per creare i margini e gli incentivi necessari affinché le imprese accrescano occupazione e investimenti. È questa l'unica base solida su cui fondare durevoli miglioramenti del tenore di vita.

In prospettiva, la sfida più importante che ha dinanzi a sé la quasi totalità dei paesi africani è come innalzare i bassi saggi del risparmio e dell'investimento. Il vincolo principale su entrambi questi versanti continua a essere l'inadeguatezza dell'azione di governo. Molto resta da fare per porre in atto sane politiche macroeconomiche e ristabilire la fiducia nella legge. È altresì fondamentale costruire un'infrastruttura finanziaria in grado di migliorare il clima di mercato e incanalare il risparmio interno ed estero verso i settori appropriati. Nonostante i tentativi di liberalizzazione finanziaria, il sistema bancario resta caratterizzato da un controllo statale pervasivo e da infrastrutture regolamentari e legislative insufficientemente sviluppate. Sulle prospettive d'investimento influisce anche l'accresciuta incertezza politica, che pregiudica evidentemente la credibilità delle politiche fiscali e monetarie. A causa di tali carenze, gli afflussi netti di capitali verso l'Africa rappresentano una percentuale assai esigua dei flussi aggregati alle economie emergenti; molti paesi africani hanno anzi registrato deflussi netti negli ultimi anni. Inoltre, non ha per nulla giovato il fatto che le prospettive di diversificazione delle esportazioni siano state ostacolate da un accesso inadeguato ai mercati delle economie avanzate. L'Unione europea ha iniziato lo scorso anno a rimuovere le restrizioni sulle esportazioni agricole dall'Africa, sollecitando altri paesi a seguire il suo esempio.

In Sudafrica crescita in recupero, ma la disoccupazione resta alta

Per promuovere lo sviluppo è essenziale aumentare gli investimenti

Medio Oriente

Grazie agli aumenti del prezzo e della produzione del petrolio, il PIL nel Medio Oriente è salito mediamente a quasi il 5% lo scorso anno, la percentuale più alta in circa un decennio. I principali esportatori di petrolio hanno registrato avanzi di bilancia dei pagamenti pari in media al 15% del PIL. Tuttavia, poiché i maggiori proventi sono stati principalmente impiegati per rimborsare il debito o per consolidare le finanze pubbliche, l'inflazione è rimasta bassa, tranne che in *Iran* e nello *Yemen*. Al fine di ridurre la loro esposizione alla volatilità dei corsi petroliferi, i principali paesi esportatori, guidati dall'*Arabia Saudita*, hanno avviato riforme per rafforzare gli altri settori della produzione cercando, al tempo stesso, di stabilizzare i prezzi del greggio adeguandone l'offerta alla domanda attesa.

I proventi stimolano l'attività produttiva dei paesi petroliferi

Crescita
leggermente
inferiore
nella gran parte
degli altri paesi

I paesi in cui l'incidenza delle esportazioni petrolifere è minore hanno accusato una lieve decelerazione della crescita rispetto al 1999. In *Egitto*, ad esempio, una crisi di liquidità nel settore bancario e il risultante rallentamento nell'espansione del credito hanno influito negativamente sul prodotto agli inizi dell'anno passato. Inoltre, dopo gli importanti cambiamenti strutturali a metà dello scorso decennio, il processo di riforma sembra aver segnato il passo negli ultimi anni. Nel 2000 il ritmo di crescita in *Giordania* e *Siria* è migliorato leggermente e l'inflazione è rimasta bassa; anche qui però, come in Egitto, le riforme nell'ambito del commercio e degli investimenti esteri sono parse progredire più lentamente. In *Israele* la crescita è aumentata su base annua al 6%; tuttavia, data la rilevanza delle esportazioni tecnologiche, il paese è stato fra i primi ad avvertire gli effetti dell'inversione del ciclo globale dell'elettronica. Del resto, un'inflazione decisamente inferiore al target della banca centrale e un rapporto disavanzo pubblico/PIL abbassato al disotto dell'1% hanno reso meno stringenti i vincoli di politica economica.

Europa centrale e orientale

Andamenti della crescita e del settore esterno

Crescita del PIL in
tutte le economie
in transizione ...

Per la prima volta dal 1988, lo scorso anno le economie europee in transizione e le repubbliche dell'ex Unione sovietica hanno tutte segnato aumenti del PIL reale. La crescita media ha sfiorato il 6%, mostrando all'interno dell'area andamenti meno dissimili. I paesi esportatori di petrolio e di gas (compresa la Russia) hanno registrato l'espansione più elevata, mentre in alcune delle economie dell'ex URSS sprovviste di risorse e orientate all'interno lo sviluppo è stato piuttosto contenuto. La crescita dei consumi è rimasta per lo più inferiore a quella del PIL, allorché gli investimenti di Repubblica ceca, Russia, Ucraina e Ungheria si sono sensibilmente rafforzati.

... trainata dalle
esportazioni e dal
petrolio

Nel 2000 la crescita è stata in massima parte indotta dall'estero, favorita dalla forte espansione dell'Unione europea e dagli alti prezzi del petrolio. I conti correnti sono migliorati visibilmente: la Russia ha registrato un'ampia eccedenza, e quasi tutti gli altri paesi dell'area hanno ridotto i propri disavanzi. Oltre che per pagare le maggiori importazioni, le economie in transizione hanno impiegato i più alti proventi delle esportazioni per incrementare le riserve e diminuire il debito estero.

Ripresa sostenuta
in Russia, dovuta
però a fattori
transitori

In *Russia* il tasso di cambio effettivo reale è aumentato nettamente – pur rimanendo inferiore del 30% circa ai livelli precedenti la crisi – e ciò ha stimolato la crescita sia delle industrie orientate all'esportazione sia di quelle in concorrenza con le importazioni. A sua volta, l'accresciuta redditività di tali industrie ha incentivato gli investimenti giacché, in assenza di mercati finanziari sviluppati, i profitti non distribuiti restano la principale fonte di finanziamento. L'aspetto negativo dell'espansione economica è stato l'ulteriore rinvio nell'attuazione delle riforme strutturali, specie quelle volte a migliorare il sistema tributario e la pubblica amministrazione. Inoltre, l'indebolimento della crescita industriale e il rialzo dell'inflazione nel primo trimestre 2001 dimostrano come gli effetti positivi degli alti prezzi dell'energia e del deprezzamento del rublo abbiano cominciato a esaurirsi. Le prospettive per l'economia

russe continueranno quindi a dipendere fortemente dall'evoluzione futura dei prezzi dell'energia e della competitività esterna.

Inflazione, politiche macroeconomiche e disoccupazione

L'inflazione è accelerata in tutta la regione, eccetto la Russia, principalmente a causa dei prezzi del petrolio e del gas. Fra le altre spinte provenienti dal lato dei costi figurano gli adeguamenti delle aliquote fiscali – IVA e imposte sui consumi – e dei prezzi amministrati. Poiché le imprese di pubblica utilità sono rimaste in ampia misura di proprietà statale, si è ritenuto necessario incrementare i prezzi amministrati per ridurre il deficit del settore pubblico e accrescere l'efficienza allocativa, nonostante gli effetti a breve sull'inflazione. In Russia, viceversa, il rincaro mondiale delle fonti energetiche ha consentito alle autorità di differire gli aggiustamenti dei prezzi amministrati fino agli inizi del 2001, e ciò ha fornito un sussidio implicito agli utilizzatori di energia, specie nel settore industriale.

L'inflazione accelera

Dato il dinamismo dell'attività produttiva, le politiche macroeconomiche nella regione si sono focalizzate su possibili segnali di surriscaldamento. Agli inizi dell'anno gli afflussi di capitale verso Polonia e Repubblica ceca erano sostenuti; ciò ha determinato spinte al rialzo sui cambi nominali e ha costituito uno dei fattori che hanno condotto alla fluttuazione dello zloty nell'aprile 2000 (grafico III.5). Con il forte aumento della fattura petrolifera e il rafforzamento della domanda interna, i disavanzi commerciali sono peggiorati o rimasti ampi. In risposta, la banca centrale *polacca* ha innalzato i tassi d'interesse di 250 punti base fra gennaio e agosto 2000. Inoltre, essa si è mostrata riluttante ad abbassarli in seguito, temendo anche per la propria credibilità, dato che per due anni consecutivi gli obiettivi di inflazione erano stati superati. Ritenendo che la politica fiscale fosse troppo espansiva, la banca centrale ha tagliato i tassi solo dopo l'annuncio di un bilancio relativamente restrittivo per il 2001. Le autorità *ceche*, per contro, hanno lasciato invariati i tassi nominali, giacché l'apprezzamento della corona aveva ridotto la minaccia inflazionistica e l'economia era ancora in fase di ripresa dopo la prolungata recessione del 1997-99. In ottobre la banca centrale *ungherese* ha aumentato i tassi overnight in reazione a segnali di reviviscenza dell'inflazione. Essa ha fatto rilevare che sarebbe stato preferibile lasciare apprezzare il forint ampliandone la banda di oscillazione, data la forte posizione competitiva dell'industria manifatturiera, ma il governo ha sostenuto che tale provvedimento sarebbe stato prematuro e che avrebbe potuto frenare la crescita delle esportazioni.

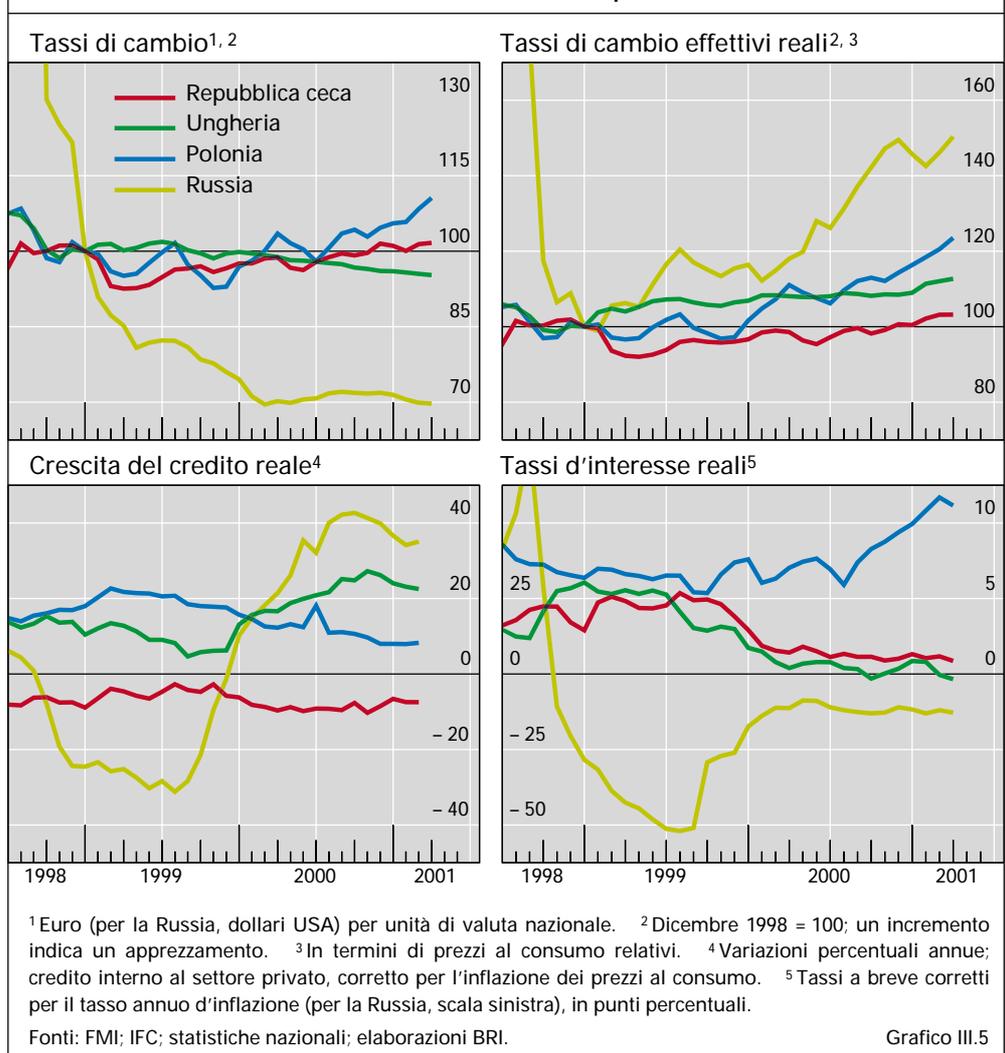
Interazione fra tassi d'interesse e cambio

In Russia gli elevati proventi petroliferi e le pressioni al rialzo sul rublo hanno consentito alla banca centrale di acquisire lo scorso anno riserve per \$16 miliardi, tradottesi in un'espansione del 60% della base monetaria. Anche se le potenziali conseguenze inflazionistiche sono state mitigate da una ripresa della domanda di moneta, le sue implicazioni per la stabilità finanziaria rischiavano di essere gravi, poiché i tassi d'interesse reali rimanevano negativi e il sistema bancario era tecnicamente impreparato a erogare un ingente volume di crediti in modo prudente.

Espansione della domanda di moneta in Russia

Le politiche fiscali sono state per lo più accomodanti; gli Stati baltici hanno ridotto in misura sensibile il loro disavanzo di bilancio, mentre per l'Ungheria

Andamenti dei mercati finanziari in Europa centrale e in Russia



Aumenti delle entrate e delle spese pubbliche

esso è rimasto praticamente invariato rispetto al 1999. Nella Repubblica ceca il rapporto deficit/PIL è salito al 5% a causa dei costi connessi con il salvataggio della terza banca commerciale del paese. La Russia ha registrato un ampio avanzo di bilancio nel 2000, sebbene buona parte dei maggiori proventi petroliferi sia stata impiegata per il pagamento di retribuzioni arretrate e per innalzare i minimi salariali e pensionistici.

Crescita dell'occupazione ancora debole

La forte espansione economica ha recato scarso sollievo ai mercati del lavoro delle economie in transizione. Se la Repubblica ceca e l'Ungheria sono riuscite a mantenere il tasso di disoccupazione al disotto del 10% nel 2000, in altri paesi dell'area esso si è situato fra il 15 e il 25%. La crescita della produttività del lavoro nell'industria è stata in media di quasi il 15% ma, ad eccezione dell'Ungheria, questo risultato è per lo più dovuto a tagli dell'occupazione. In Russia, invece, il mercato del lavoro è migliorato significativamente e il tasso di disoccupazione è calato di due punti percentuali, al 10%. In termini reali, i redditi sono cresciuti del 10% mentre i salari sono rimasti inferiori ai livelli precrisi.

In Ungheria i risultati relativamente buoni in termini di creazione di posti di lavoro dimostrano come, in aggiunta al mantenimento della stabilità macroeconomica e alla creazione di un contesto propizio agli investimenti esteri, per la riuscita della strategia occupazionale siano essenziali la deregolamentazione del mercato del lavoro e la riforma fiscale. In particolare, dato che nell'economia ufficiale il posto di lavoro gode di un'elevata protezione e che in quella non ufficiale i lavoratori spesso evadono totalmente le imposte, i contributi sociali a carico dei datori di lavoro nel settore ufficiale ammontano sovente al 15-20% del PIL, contro il 9% nei paesi dell'Europa occidentale. Quest'onere sproporzionato, insieme a una rigida legislazione fiscale, accresce sensibilmente sia i costi che i rischi connessi con l'assunzione regolare di nuovo personale. Inoltre, a causa della pressione esercitata dalla disoccupazione sui bilanci pubblici, si rende necessaria una gestione monetaria relativamente restrittiva, che limita ulteriormente il margine di manovra delle politiche orientate alla crescita.

Deregolamentazione e riforme fiscali per migliorare il mercato del lavoro

Crisi in Turchia

Con l'adozione di un programma disinflazionistico nell'ultimo scorcio del 1999, la crescita reale in Turchia era accelerata e sui mercati finanziari era ritornata la fiducia. Nel 2000 il prodotto è salito a un tasso stimato del 6%, contro un calo del 5% l'anno precedente. Alla fine di ottobre l'inflazione era scesa da una media annua del 65% nel 1999 al 44%, e i tassi d'interesse overnight erano diminuiti al 26%. Il principale obiettivo del programma era quello di riportare entro il 2003 l'inflazione al disotto del 10%, attraverso riforme strutturali volte a ridurre drasticamente la spesa statale e un regime di "crawling peg" per il tasso di cambio. Con interessi sul debito pubblico pari a circa il 14% del PIL a fine 1999, il successo del programma dipendeva fortemente dal mantenimento del clima di fiducia e dal rispetto dei tempi previsti per la realizzazione delle riforme strutturali.

Disinflazione subordinata alle riforme strutturali

Malauguratamente, il netto aumento dei prezzi petroliferi, la vulnerabilità delle banche locali in un contesto di tassi d'inflazione e d'interesse in calo, nonché i ritardi nel privatizzare enti pubblici di primaria importanza hanno gradualmente pregiudicato le prospettive di riuscita del programma. Inoltre, l'inflazione non è diminuita abbastanza velocemente da impedire una perdita di competitività sull'estero, cosicché nel 2000 il disavanzo corrente è salito a quasi il 5% del PIL. Di conseguenza, a fine novembre i tassi di mercato sono aumentati nettamente e la liquidità interbancaria si è prosciugata, causando il fallimento di una banca di media dimensione. La crisi che ne è derivata è stata risolta grazie a un pacchetto di sostegno del FMI per \$10 miliardi, che prevedeva il ristabilimento della rotta tracciata per le riforme strutturali.

La crisi di novembre viene risolta prontamente ...

A causa di controversie politiche, agli inizi del 2001 gli investitori interni ed esteri sono tornati a chiedersi se il governo godesse del sostegno pubblico necessario a porre in atto le misure occorrenti per ristrutturare il debole settore bancario e ridurre l'inflazione. La perdita di fiducia degli investitori ha causato ingenti deflussi di capitale e un brusco aumento dei tassi d'interesse, costringendo le autorità ad abbandonare l'ancoraggio del cambio a fine febbraio.

... senza però affrontare le vulnerabilità di fondo

La lira in libera fluttuazione ha permesso alla banca centrale di fornire maggiore liquidità, e a fine marzo il tasso di cambio si è stabilizzato, unitamente ai corsi azionari e obbligazionari, intorno al 30-40% al disotto dei livelli precrisi.

Gli alti costi della crisi di febbraio

Il costo della crisi e il suo impatto sul settore pubblico sono stati considerevoli. Anche se le esportazioni di beni e gli introiti per turismo dovrebbero beneficiare del deprezzamento della lira, la Turchia potrebbe accusare un calo del prodotto nel 2001. Nel breve periodo l'inflazione sembra destinata ad aumentare sensibilmente, giacché la traslazione sui prezzi dei movimenti del cambio nel paese è storicamente elevata. Inoltre, con uno stock di debito estero a breve stimato al 14% del PIL a fine 2000, l'onere del relativo servizio in termini di moneta nazionale si è incrementato di un terzo dal deprezzamento del febbraio scorso. Infine, si calcola che i crediti in sofferenza delle banche commerciali acquisite dallo Stato nell'ultimo biennio ammontino a circa \$12 miliardi. Un accordo per il rinnovo del debito e un programma credibile di riforma del settore bancario sono pertanto i presupposti essenziali per conseguire la stabilizzazione macroeconomica nel corrente anno.

Cambiamenti nel processo inflazionistico nelle economie di mercato emergenti

Netto calo dell'inflazione nella seconda metà degli anni novanta

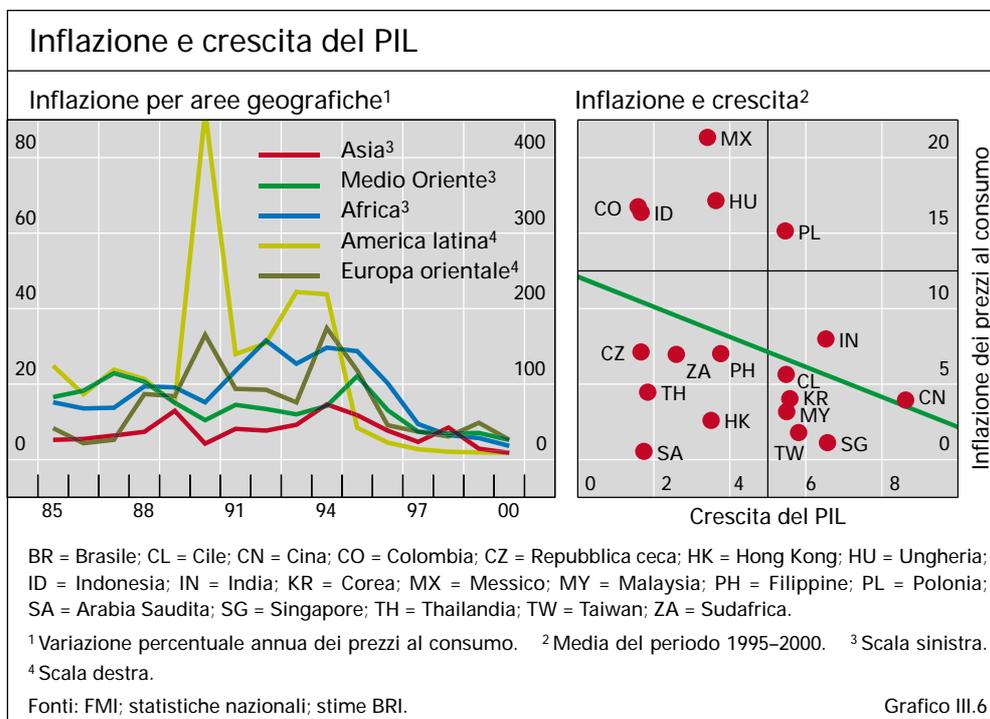
Un aspetto positivo della recente performance macroeconomica dei paesi emergenti è stato il loro successo nel ridurre l'inflazione. I tassi più elevati (30-100%) sono quasi scomparsi fra le economie più importanti, e persino nella fascia intermedia (15-30%) figurano ormai pochi paesi. Di fatto, in molti di essi i tassi d'inflazione sono scesi o si stanno gradualmente approssimando a livelli comparabili a quelli dell'area industriale.

Durante gli anni novanta numerosi paesi hanno attuato vaste riforme strutturali e di politica economica, spesso a seguito di crisi finanziarie. Fra di esse spiccano importanti cambiamenti di regime in ambito monetario e valutario. Inoltre, le nette contrazioni dei disavanzi fiscali, la liberalizzazione dei prezzi, le riforme dei mercati e la sempre più rapida globalizzazione hanno prodotto un impatto considerevole sull'inflazione (si veda il Capitolo II per le analogie con i paesi industriali). Nondimeno, la conduzione della politica monetaria in un contesto di bassa inflazione non è stata esente da difficoltà; l'inflazione deve non solo ridursi, ma anche stabilizzarsi su livelli contenuti. Nella misura in cui il conseguimento di una bassa inflazione rafforza la credibilità delle banche centrali, il compito di queste ultime risulterà agevolato.

Aspetti principali della recente disinflazione

Fenomeno diffuso, con benefici a più lungo termine

Diversi aspetti del processo disinflazionistico sono degni di nota. In primo luogo, rispetto agli sporadici episodi precedenti, il calo recente dell'inflazione è più diffuso (grafico III.6, riquadro di sinistra) e si è iscritto nel fenomeno globale cui si è accennato nel Capitolo II. In secondo luogo, esso si è generalmente accompagnato a una politica monetaria sempre più imperniata sulla stabilità dei prezzi, nonché all'adozione da parte di molti governi di obiettivi espliciti di inflazione. In terzo luogo, i costi della disinflazione in termini di prodotto



hanno differito notevolmente da paese a paese, e paiono essere correlati negativamente al livello iniziale dell'inflazione. Nondimeno, la relazione fra crescita e inflazione nei vari paesi osservata nella seconda metà degli anni novanta (grafico III.6, riquadro di destra) conferma che una minore inflazione è destinata a produrre benefici durevoli sul prodotto, i quali compensano ampiamente i costi temporanei sostenuti per conseguirla. Ciò vale in particolare per le economie asiatiche, che sono state in grado di accoppiare bassa inflazione e crescita elevata per gran parte dello scorso decennio.

Il ritmo della disinflazione è variato significativamente fra regioni e paesi. Nella seconda metà degli anni novanta l'inflazione delle economie asiatiche, già tradizionalmente bassa, è diminuita ulteriormente a valori compresi tra il 2 e il 5% e in alcuni paesi persino a livelli negativi. A tale risultato ha contribuito notevolmente la flessione del prodotto, che ha più che controbilanciato gli effetti dei crescenti disavanzi pubblici e del deprezzamento dei cambi. I paesi latino-americani hanno registrato un ritmo di disinflazione particolarmente rapido negli anni recenti. Il tasso d'inflazione tipico è sceso in molti casi da livelli intermedi o alti a meno del 5%; in Argentina i prezzi sono addirittura calati negli ultimi due anni. Il passaggio a una minore inflazione in America latina è stato preceduto da importanti cambiamenti delle politiche macroeconomiche, quali l'adozione di regimi di cambio fisso, l'eliminazione dei meccanismi di indicizzazione di salari e prezzi alla passata inflazione, marcati decrementi dei disavanzi di bilancio. Più di recente, vari paesi hanno abbandonato i tradizionali sistemi di parità fisse o mobili per seguire strategie antinflazionistiche attive basate su obiettivi espliciti di inflazione.

I paesi dell'Europa centrale e orientale si sono trovati in una situazione differente per buona parte degli anni novanta, in quanto sull'inflazione ha agito la massiccia liberalizzazione dei prezzi seguita alla transizione all'economia di mercato. Anche se i prezzi relativi sono ancora in fase di aggiustamento, molti

Diverso ritmo della disinflazione

Aggiustamenti dei prezzi relativi nelle economie in transizione

paesi sono nondimeno riusciti a ridurre l'inflazione al disotto della fascia intermedia stabilizzando i salari e inasprendo le politiche fiscali e monetarie. Nelle economie maggiori dell'Europa centrale il perseguimento di più bassi livelli di inflazione è stato stimolato dai requisiti richiesti per un loro futuro ingresso nell'Unione europea. Con un approccio del tutto diverso, per conseguire una bassa inflazione varie economie in transizione divenute recentemente indipendenti hanno adottato regimi di "currency board". Anche in Africa si sono avuti generalizzati rallentamenti nella dinamica dei prezzi; in Sudafrica, ad esempio, l'inflazione si è addirittura dimezzata rispetto al livello dei primi anni novanta.

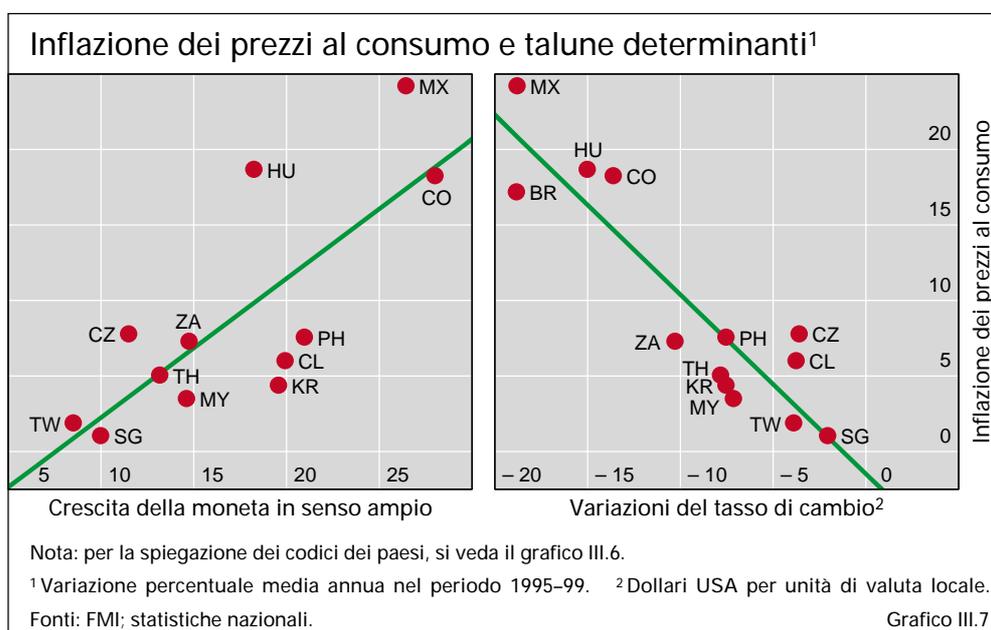
Cause della disinflazione

Bassa inflazione grazie ad output gap negativi

Quali sono i fattori alla base della disinflazione nelle economie emergenti? La domanda debole ha tendenzialmente frenato gli aumenti dei prezzi, poiché in molti paesi il prodotto effettivo è stato inferiore a quello potenziale nella seconda metà degli anni novanta, in particolare dopo la crisi asiatica del 1997-98. Dal momento che le imprese sono spesso costrette a ridurre i margini durante la fase discendente del ciclo, questa spiegazione implica che l'inflazione potrebbe aumentare al migliorare delle condizioni della domanda.

Diminuisce anche l'espansione monetaria

Fra le ulteriori cause immediate vi è il nesso tra andamento dell'inflazione e tasso di espansione monetaria. I paesi con bassa inflazione hanno in genere registrato bassi tassi di crescita della quantità di moneta (grafico III.7); nondimeno, questi tassi hanno mostrato un'elevata volatilità su base annua e appaiono quindi solo marginalmente correlati con il recente calo dell'inflazione. Ad esempio, in molte economie asiatiche la crescita della moneta in senso ampio non è rallentata in modo visibile negli ultimi anni, ma l'inflazione è diminuita ugualmente. Una ragione potrebbe essere che la domanda di moneta si è incrementata sulla scia delle turbolenze finanziarie in Asia, innalzando forse la soglia di crescita monetaria non inflazionistica.



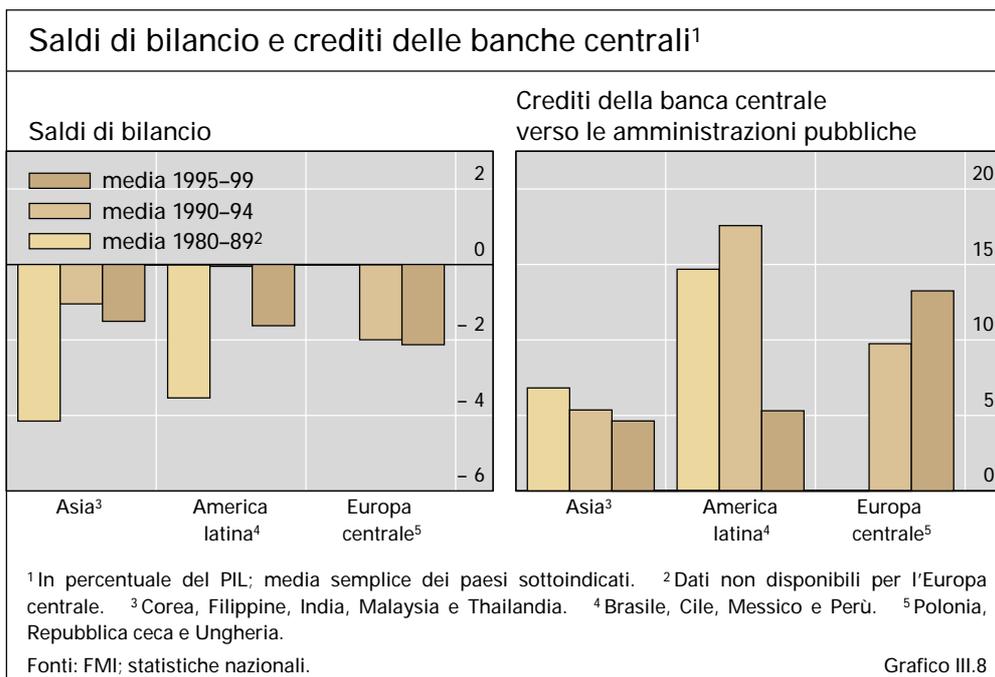
Sembra invece meglio dimostrato che la disinflazione è stata in genere preceduta da iniziali misure di aggiustamento fiscale, seguite da riforme di fondo delle spese e delle entrate, comprendenti talvolta un piano per la sostenibilità fiscale a medio termine. I saldi di bilancio sono stati migliorati in modo particolare in America latina (grafico III.8), dove in passato l'elevata inflazione cronica è stata spesso associata alla monetizzazione degli ingenti disavanzi. In tutte le regioni il maggiore spessore dei mercati finanziari ha avuto inoltre la tendenza a sganciare i movimenti monetari dai temporanei problemi di finanza pubblica, consentendo di spostare verso il mercato il finanziamento del fabbisogno. Oltre a limitare le distorsioni inflazionistiche della politica fiscale, un basso deficit di bilancio – laddove esso origina da riforme del gettito e della spesa – potrebbe anche aver contribuito a generare effetti positivi dal lato dell'offerta.

La politica fiscale è un importante fattore

Storicamente i tassi di cambio hanno svolto un ruolo importante nel processo inflazionistico delle economie emergenti, specie quelle (principalmente i paesi latino-americani) con lunghi trascorsi di alta inflazione e volatilità dei flussi di capitali. La misura in cui i movimenti del cambio si riflettono sui prezzi interni dipende non solo dal contesto concorrenziale in cui operano le imprese e dalla fase del ciclo economico, ma anche dal carattere permanente o transitorio attribuito a tali movimenti. In passato, numerosi paesi hanno adottato tassi di cambio fissi come ancoraggi nominali per ottenere una bassa inflazione. Questo approccio ha pertanto tradizionalmente contribuito a ridurre (anche se solo temporaneamente) gli elevati aumenti dei prezzi in molte economie dell'America latina e dell'Europa centrale. Le parità fisse hanno altresì favorito l'affermarsi di un'inflazione bassa e stabile nei paesi dell'Est asiatico prima della crisi del 1997-98.

Ruolo dei regimi di cambio

L'impiego del tasso di cambio come ancora ai fini della disinflazione aveva potenziali risvolti negativi. In molti casi – come di recente in Turchia – ciò



Il passaggio a
tassi di cambio
flessibili ...

ha causato un deterioramento della competitività esterna e incrementi dei disavanzi correnti rivelatisi poi insostenibili. A causa della vulnerabilità dei sistemi di cambi fissi ad attacchi speculativi, specie in presenza di un debole sistema bancario e di flussi di capitale crescenti, ci si è mossi verso un regime più flessibile oppure un ancoraggio rigido. La maggioranza dei paesi ha optato per la flessibilità. Quelli che hanno scelto un ancoraggio rigido ("currency board" o dollarizzazione) erano consapevoli del fatto che esso avrebbe lasciato loro scarso spazio per una politica monetaria indipendente. Per contro, i paesi che hanno preferito un regime di cambio flessibile hanno conservato un margine per il governo monetario interno. Tuttavia, pur consentendo in linea di principio al tasso di cambio di fluttuare, in pratica questi paesi hanno spesso tentato di contemperare l'obiettivo di difendere la competitività sull'estero con quello di limitare le pressioni del cambio sui prezzi interni. Questa strategia è stata in genere perseguita intervenendo sui mercati valutari e/o manovrando i tassi d'interesse ufficiali a breve.

... è stato seguito
da deprezzamenti
contenuti ...

Il recente passaggio a regimi di cambio flessibile non si è peraltro accompagnato ad aumenti dell'inflazione. Ciò è stato piuttosto sorprendente per l'America latina, dove in passato i deprezzamenti avevano avuto effetti immediati sulle aspettative inflazionistiche. Una ragione è che questa transizione, in un contesto di crisi, ha per lo più coinciso con un eccesso di capacità e una disinflazione globale, controbilanciando in parte l'impatto diretto dei movimenti del cambio sull'inflazione al consumo. Inoltre, come accennato poc'anzi, molti paesi sono riusciti a evitare significativi cedimenti delle loro monete, nonostante la dichiarata intenzione di lasciarle fluttuare (Capitolo V).

... e da una minore
traslazione sui
prezzi

In aggiunta, credibili politiche monetarie e fiscali orientate alla stabilità possono aver concorso a moderare le aspettative circa i salari e i prezzi. L'accresciuto rigore fiscale dell'America latina, richiamato in precedenza, ha rivestito a questo proposito un'importanza fondamentale. Infine, nell'ultimo decennio molti paesi hanno attuato riforme strutturali di vasta portata volte a migliorare le condizioni concorrenziali interne. Un cambiamento particolarmente rilevante è stata la crescente integrazione dei mercati emergenti nell'economia globale. Di conseguenza, si è notevolmente ridotta la capacità delle imprese di trasferire i costi all'importazione sui prezzi finali allorché il cambio si deprezza (Capitolo II). Con l'aumentare dell'incidenza della nuova economia sui mercati emergenti, tali pressioni globali sembrano destinate ad acuirsi ulteriormente.

Mantenimento di una bassa inflazione

Un importante interrogativo che emerge da quanto precede è se gli attuali bassi tassi d'inflazione potranno essere mantenuti. In altri termini, ci si chiede se i cambiamenti delle politiche macroeconomiche abbiano seriamente ridotto il rischio di un ritorno a un'inflazione elevata.

Mantenimento di
una bassa
inflazione quando
permangono rischi
sul piano fiscale

Un presupposto fondamentale per preservare una bassa inflazione è l'eliminazione delle potenziali distorsioni inflazionistiche della politica fiscale. L'impiego attivo della politica fiscale per sostenere la crescita durante una recessione deve essere seguito da misure volte a ridurre i disavanzi nel momento in cui comincia la ripresa. I crescenti oneri per il servizio del debito

dovuti agli alti costi di ricapitalizzazione del settore bancario e il connesso aumento del debito pubblico potrebbero costituire una minaccia alla credibilità delle politiche di bilancio, soprattutto in alcune delle economie dell'Est asiatico in precedenza caratterizzate da solidi conti pubblici. Inoltre, i progressi delle riforme fiscali di lungo periodo sono stati frenati dalla lentezza delle privatizzazioni di imprese statali e da resistenze politiche nei confronti di più incisivi aggiustamenti delle imposte e della spesa. Nella misura in cui sollevano dubbi circa la sostenibilità a lungo termine della politica fiscale, questi fattori condizionano anche la credibilità del regime di gestione della finanza pubblica e, quindi, le attese che l'inflazione possa essere mantenuta su livelli bassi.

Altra questione critica riguarda la misura in cui il calo dell'inflazione ha assunto una dinamica autonoma. Di solito, l'indicizzazione di salari e prezzi diminuisce al calare dell'inflazione poiché viene meno l'esigenza di proteggersi da elevati rincari dei prezzi. Fintantoché diminuiscono anche le aspettative di inflazione, gli incrementi dei salari nominali dovrebbero rispecchiare più fedelmente i guadagni di produttività, indebolendo così l'importanza di una "rincorsa" delle rivendicazioni salariali nel processo inflazionistico. Inoltre, i produttori sarebbero più riluttanti a traslare sui prezzi i temporanei incrementi dei costi. Un effetto correlato è che uno scenario di inflazione bassa e stabile rafforza la trasparenza nei movimenti dei prezzi relativi, rendendo più mirata la reazione dei consumatori ai movimenti stessi e incrementando la concorrenza di prezzo fra le imprese. Tale effetto è tanto più pronunciato quanto più gli operatori considerano permanente il calo dell'inflazione.

Nell'intento di ridurre rischi inflazionistici futuri, vari paesi hanno di recente adottato obiettivi espliciti di inflazione. Questa strategia offre diversi vantaggi potenziali. In primo luogo, l'impegno della politica monetaria alla stabilità dei prezzi è particolarmente importante per i paesi con un retaggio di eccessi fiscali e di cattiva gestione monetaria. Una strategia basata su obiettivi di inflazione dovrebbe aiutare le banche centrali a contrastare le pressioni politiche, incoraggiandole a focalizzarsi su obiettivi coerenti nel tempo. In secondo luogo, la trasparenza e la responsabilizzazione che connotano tale strategia possono essere sfruttate dalle banche centrali per promuovere la comunicazione con il pubblico, in modo da assicurare sostegno e credibilità alla politica antinflazionistica. Infine, una volta che l'inflazione sia stata ricondotta su bassi livelli, un'impostazione di questo approccio orientata al futuro fornisce un meccanismo con cui le banche centrali possono ridurre le aspettative inflazionistiche a lungo termine nell'economia. Ciò costituirebbe un vantaggio importante poiché, specie per l'America latina, le riduzioni effettive dell'inflazione non paiono di per sé sufficienti a ridurre di altrettanto le aspettative inflazionistiche incorporate nei tassi obbligazionari nominali.

Tuttavia, per conseguire questi vantaggi è necessario che siano soddisfatte varie condizioni. La prima è che il sistema finanziario sia sufficientemente forte da adeguarsi alle modifiche dei tassi d'interesse attuate dalla banca centrale. Inoltre, il tasso di cambio deve essere abbastanza flessibile da assorbire gli shock esogeni, ma non volatile al punto di costituire una minaccia alla stabilità dei prezzi; il pericolo di un conflitto fra obiettivi interni ed esterni è particolarmente elevato nei paesi relativamente più esposti a shock esogeni e con

La credibilità delle politiche è fondamentale

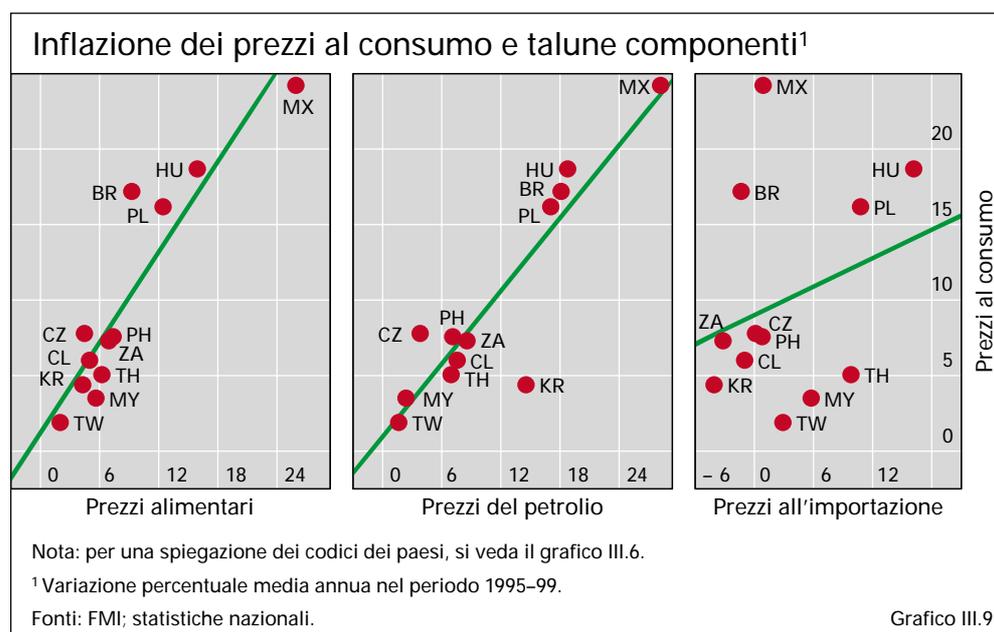
Gli obiettivi di inflazione possono produrre benefici di lungo periodo ...

... ma permangono problemi potenziali

passività sull'estero ingenti e prive di copertura. Oltre a ciò, la fissazione di un obiettivo esplicito per l'inflazione implica un'adeguata conoscenza delle sue determinanti. La modellizzazione di questo processo rappresenta una sfida a sé, stante la scarsità di dati, l'elevata erraticità di talune componenti dell'inflazione e la conoscenza imperfetta dei meccanismi di trasmissione della manovra monetaria.

La sostenibilità dell'attuale bassa inflazione dipende anche da fattori a breve dal lato dell'offerta. La sensibilità dell'inflazione ai prezzi delle importazioni (segnatamente quelli del petrolio) tende a essere più elevata rispetto alle economie industrializzate a causa di una maggiore dipendenza dalle importazioni. Per giunta, i prezzi dei prodotti alimentari sono in larga misura condizionati dagli shock del mercato agricolo e presentano quindi una certa volatilità. Sui prezzi relativi e sul tasso medio d'inflazione possono influire anche le variazioni dei prezzi amministrati. Questo fattore ha svolto un ruolo particolarmente importante nelle economie in transizione, dove agli inizi degli anni novanta la liberalizzazione su vasta scala dei prezzi aveva comportato aumenti graduali dell'inflazione generale a breve termine, mentre in alcuni casi le pressioni si erano propagate al più lungo periodo per effetto di una politica monetaria accomodante. Anche i paesi che hanno mantenuto i prezzi amministrati artificialmente bassi sono confrontati a un problema analogo.

Il grafico III.9 illustra il rapporto fra le variazioni dei prezzi dei prodotti alimentari, del petrolio e delle importazioni in determinati paesi e la loro inflazione media nella seconda metà degli anni novanta. Esso mostra chiaramente come, in diversi casi, gli shock favorevoli dal lato dell'offerta abbiano avuto un ruolo importante nel recente calo dell'inflazione; tuttavia, nella misura in cui sono reversibili, essi rendono più difficoltoso per le banche centrali il mantenimento della futura stabilità dei prezzi. Se da un lato ciò fa apparire opportuna l'esclusione delle componenti volatili dell'offerta dall'obiettivo di inflazione, così facendo si rischierebbe di aumentare la confusione presso il pubblico sul reale significato della stabilità dei prezzi.



Alla luce di tutte queste complicazioni, è ormai opinione condivisa da molti che né i paesi industriali né le economie emergenti debbano tentare di conseguire un dato obiettivo di inflazione su un arco temporale troppo breve. Conseguenza importante di un obiettivo non realistico o definito all'interno di limiti troppo ristretti è che esso potrebbe rendere necessari ampi movimenti dei tassi d'interesse, in particolare quando l'economia subisce shock di offerta sfavorevoli. Soprattutto nelle economie emergenti, questo trade-off fra stabilità dei prezzi e dei tassi d'interesse merita attenta considerazione. Se è vero che il mancato rispetto di un obiettivo esplicito di inflazione potrebbe compromettere la credibilità delle autorità monetarie, gli aggiustamenti dei tassi d'interesse richiesti per conseguirlo potrebbero avere gravi ripercussioni economiche, specie in presenza di un sistema bancario debole.

Andrebbero evitati
obiettivi di
inflazione non
realistici