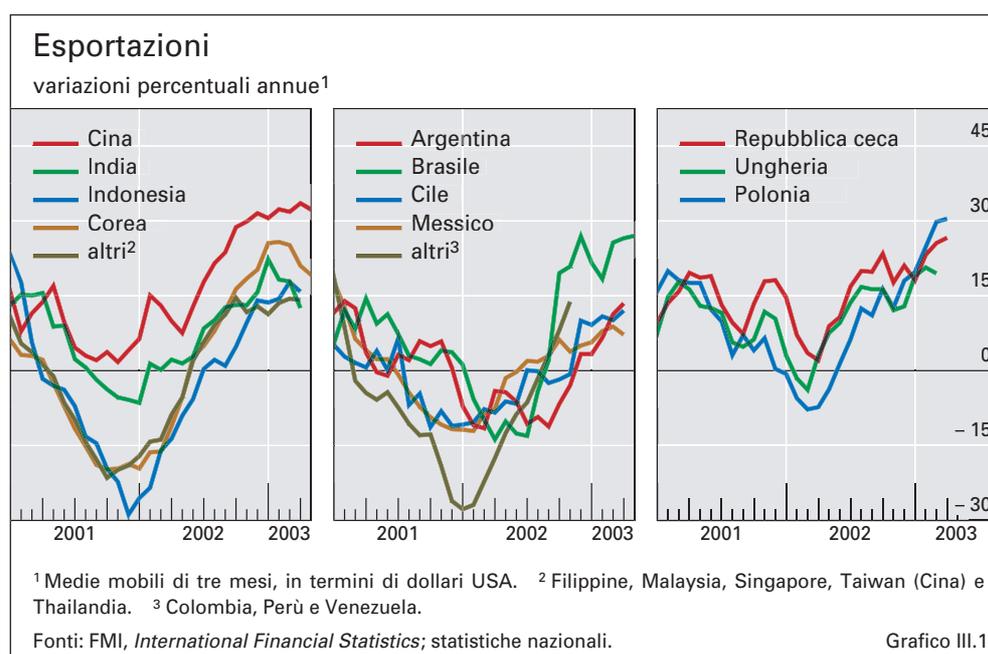


III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

La ripresa moderata, ancorché discontinua, delle economie sviluppate nel 2002 si è accompagnata a tassi di crescita alquanto disomogenei nei paesi emergenti; ciò ha rispecchiato sia l'ineguale dinamica della domanda sia i vincoli nel finanziamento esterno. In Asia e nell'Europa centrale e orientale (ECO) la crescita relativamente robusta è stata sostenuta da un diffuso recupero delle esportazioni (grafico III.1, tabella III.1), intervenuto nonostante il modesto ritmo dell'attività economica nell'area industrializzata. L'aumento dell'export asiatico, seppure sospinto in tutto il continente dalla domanda in Cina, è rallentato agli inizi del 2003. Nell'ECO la crescita delle esportazioni è stata favorita dall'ampliamento del novero dei paesi importatori. Per contro, vincoli finanziari hanno concorso in America latina a determinare tassi di espansione decrescenti o negativi, il contenimento delle importazioni e un calo dei disavanzi dei conti correnti (tabella III.1). Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, sulla spinta degli ingenti deprezzamenti dei tassi di cambio reali, le vendite all'estero hanno dato slancio alla crescita nella regione. Le condizioni del finanziamento esterno si sono parimenti assestate nell'ultimo trimestre 2002, continuando a migliorare nei primi tre mesi del corrente anno.

Le previsioni prevalenti sono orientate verso una modesta ripresa dell'espansione in America latina, nel presupposto che le esportazioni



| Crescita, inflazione e saldi dei conti correnti | | | | | | | | | |
|---|------------------------|-------|-------|--------------------------------|------------------|------------------|---------------------------------------|------|------|
| | PIL reale ¹ | | | Prezzi al consumo ¹ | | | Saldi del conto corrente ² | | |
| | Media 1998-2001 | 2002 | 2003 | Media 1998-2001 | 2002 | 2003 | Media 1998-2001 | 2002 | 2003 |
| Asia ³ | 5,4 | 6,2 | 5,8 | 2,8 | 1,1 | 2,1 | 3,7 | 2,9 | 1,9 |
| Cina | 7,5 | 8,0 | 7,2 | -0,3 | -0,7 | 0,4 | 2,1 | 2,1 | 1,1 |
| Corea | 3,9 | 6,3 | 4,2 | 3,6 | 2,8 | 3,5 | 5,3 | 1,3 | 0,2 |
| Filippine | 2,6 | 4,3 | 3,6 | 6,7 | 3,1 | 3,9 | 7,8 | 5,7 | 3,3 |
| Hong Kong SAR | 2,0 | 2,2 | 1,7 | -1,7 | -3,0 | -2,2 | 4,1 | 9,7 | 10,5 |
| India | 5,5 | 4,4 | 5,8 | 5,2 ⁴ | 2,3 ⁴ | 3,6 ⁴ | -0,8 | 0,7 | 0,3 |
| Indonesia | -1,7 | 3,7 | 3,5 | 21,9 | 11,9 | 8,2 | 4,6 | 3,1 | 3,0 |
| Malaysia | 1,7 | 4,1 | 3,8 | 2,7 | 1,8 | 1,6 | 11,5 | 7,7 | 6,8 |
| Singapore | 3,2 | 2,2 | 2,1 | 0,7 | -0,4 | 0,8 | 21,0 | 21,5 | 20,9 |
| Taiwan, Cina | 3,4 | 3,5 | 2,9 | 0,8 | -0,1 | 0,1 | 3,4 | 9,1 | 6,6 |
| Thailandia | -0,1 | 5,2 | 4,2 | 2,9 | 0,5 | 1,9 | 8,9 | 6,1 | 4,7 |
| America latina ³ | 1,7 | -0,6 | 1,5 | 7,7 | 9,4 | 10,3 | -3,1 | 0,2 | 0,1 |
| Argentina | -1,0 | -10,9 | 4,6 | -0,6 | 25,9 | 12,7 | -3,6 | 8,8 | 7,1 |
| Brasile | 1,7 | 1,5 | 1,9 | 5,5 | 8,4 | 12,2 | -4,4 | -1,7 | -0,8 |
| Cile | 2,8 | 2,1 | 3,4 | 4,0 | 2,4 | 3,2 | -2,2 | -0,8 | -1,0 |
| Colombia | 0,2 | 1,5 | 2,2 | 12,3 | 7,2 | 6,4 | -1,4 | -1,8 | -2,5 |
| Messico | 3,7 | 0,7 | 2,2 | 11,6 | 5,1 | 4,2 | -3,1 | -2,2 | -2,5 |
| Perù | 1,1 | 5,2 | 4,0 | 4,1 | 0,2 | 2,4 | -3,5 | -2,0 | -2,0 |
| Venezuela | -0,0 | -8,9 | -13,7 | 21,7 | 22,4 | 44,7 | 3,9 | 9,6 | 8,6 |
| ECO ⁵ | 2,9 | 3,3 | 3,7 | 12,3 | 6,1 | 5,4 | -4,8 | -4,1 | -4,2 |
| Polonia | 3,5 | 1,3 | 2,8 | 8,6 | 1,9 | 1,2 | -5,5 | -3,6 | -3,6 |
| Repubblica ceca | 1,4 | 2,0 | 2,5 | 5,3 | 1,8 | 0,9 | -3,7 | -5,3 | -5,6 |
| Ungheria | 4,5 | 3,3 | 3,5 | 10,8 | 5,3 | 4,8 | -3,5 | -4,0 | -4,7 |
| Russia | 3,5 | 4,3 | 4,8 | 36,6 | 16,3 | 13,3 | 10,2 | 9,5 | 7,4 |
| Turchia | -0,6 | 7,8 | 3,8 | 64,3 | 45,0 | 28,1 | -0,8 | -1,0 | -1,8 |
| <i>Per memoria: paesi del G7</i> | 2,5 | 1,6 | 1,7 | 1,8 | 1,3 | 1,8 | -1,0 | -1,5 | -1,6 |

Nota: le cifre per il 2003 sono basate sulle previsioni prevalenti di maggio e sul *World Economic Outlook* dell'FMI.

¹ Variazioni percentuali annue. ² In percentuale del PIL. ³ Media ponderata dei paesi indicati, basata sul PIL e sulle PPA del 2000. ⁴ Prezzi all'ingrosso. ⁵ Media semplice per Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Romania, Slovenia e Ungheria.

Fonti: © Consensus Economics; FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.1

continuino a crescere e che si protragga il recente allentamento delle condizioni finanziarie esterne. D'altra parte, le perduranti incertezze geopolitiche e il diffondersi della SARS hanno provocato un significativo indebolimento delle economie asiatiche. Per converso, la crescita dovrebbe aumentare nell'ECO e in Africa (tabelle III.1 e III.8).

Gli ampi disavanzi pubblici in diversi paesi dell'ECO rappresentano una sfida impegnativa, soprattutto in vista dell'ingresso nella UE. Anche talune economie latino-americane si trovano di fronte a difficili scelte di politica economica. In alcune realtà, oneri debitori elevati e in aumento imporranno un riequilibrio dei conti pubblici; in altre, il compito principale sarà quello di contenere le crescenti aspettative di inflazione, specie per quei paesi che hanno di recente mancato gli obiettivi che erano stati fissati. In entrambi i casi,

il margine di manovra per stimolare la domanda interna in circostanze avverse sarà molto limitato.

Dinamiche delle bilance dei pagamenti

Gli avanzi di parte corrente delle economie di mercato emergenti nel loro insieme sono cresciuti di \$30 miliardi nel 2002. L'Asia ha fatto registrare netti aumenti delle eccedenze, e in America latina si sono ridotti i disavanzi. Al tempo stesso, sono più che raddoppiati i flussi di capitale privato verso l'area emergente (tabella III.2). Mentre al continente asiatico e alle economie in transizione (incluse la Comunità degli Stati Indipendenti e la Mongolia) è affluito un maggior volume di fondi, questi hanno subito una brusca flessione nei paesi latino-americani, determinando un inasprimento dei vincoli di finanziamento esterno per diverse economie dell'area.

L'aumento degli avanzi correnti e dei flussi di capitale ha avuto come principale contropartita una consistente espansione delle riserve internazionali

In Asia aumentano le eccedenze e i flussi di capitale ...

... nonché le riserve valutarie

| Bilance dei pagamenti nelle economie emergenti ¹ | | | | |
|--|------------------|--------------------|------|------|
| in miliardi di dollari USA | | | | |
| | Media 1995-96 | Media 1997-2000 | 2001 | 2002 |
| Saldi dei conti correnti | 92 | 9 | 84 | 114 |
| Asia | -34 | 77 | 78 | 102 |
| America latina | -39 | -65 | -53 | -17 |
| Economie in transizione | -9 | -8 | 12 | 10 |
| Medio Oriente e Turchia | 1 | 15 | 48 | 26 |
| Africa | -11 | -9 | -0 | -8 |
| Flussi di capitale privato | 218 | 69 | 39 | 86 |
| Asia | 111 | -11 | 16 | 70 |
| America latina | 52 | 56 | 35 | 2 |
| Economie in transizione | 36 | 14 | 21 | 34 |
| Medio Oriente e Turchia | 9 | 1 | -38 | -25 |
| Africa | 11 | 10 | 6 | 6 |
| Variazioni nelle riserve ² | -114 | -79 | -119 | -209 |
| Asia | -45 | -53 | -85 | -167 |
| America latina | -26 | 0 | 1 | -1 |
| Economie in transizione | -21 | -9 | -18 | -31 |
| Medio Oriente e Turchia | -17 | -11 | -5 | -8 |
| Africa | -5 | -6 | -12 | -1 |
| <i>Per memoria: flussi di capitale privato per tipologia</i> | | | | |
| Investimenti diretti esteri | 218 | 69 | 39 | 86 |
| Investimenti di portafoglio | 102 | 148 | 171 | 139 |
| Altri ³ | 72 | 26 | -39 | -37 |
| | 44 | -105 | -93 | -17 |

Nota: il finanziamento ufficiale non è incluso.
¹ Comprende paesi in via di sviluppo, Corea, Israele, Singapore e Taiwan (Cina), ma non Hong Kong SAR. ² Un valore negativo indica un incremento nelle riserve. ³ Include i flussi bancari.
 Fonte: FMI, *World Economic Outlook*. Tabella III.2

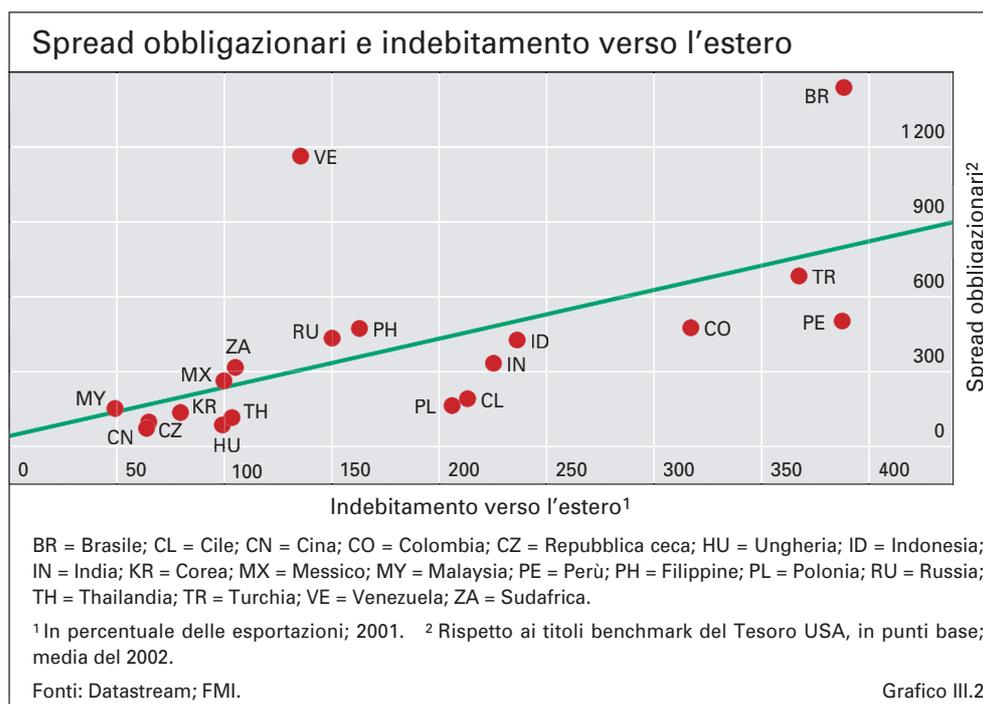
dei mercati emergenti, pari a \$90 miliardi. Nel 2002 le riserve valutarie sono pressoché raddoppiate in Asia, portandosi a \$167 miliardi (tabella III.2), mentre in America latina esse sono rimaste praticamente invariate. Tale evoluzione è grosso modo in linea con la tendenza osservata a partire dalla crisi asiatica del 1997. Per i paesi asiatici riportati nella tabella III.1 l'incidenza media delle riserve in valuta sul PIL è cresciuta dal 12% nel 1996 al 26% nel 2002. Sempre in termini di incidenza sul prodotto, le riserve dell'America latina restano ferme al 10%. L'accumulazione di riserve è la risultante di diversi fattori e indirizzi macroeconomici; poche banche centrali fissano obiettivi espliciti al riguardo. Nondimeno, l'ampio accumulo di riserve valutarie in Asia sembra riflettere il tentativo delle autorità monetarie asiatiche di limitare le oscillazioni del cambio e ridurre la vulnerabilità dell'economia.

Sui flussi di capitale influiscono le condizioni dei mercati sviluppati ...

La direzione dei flussi di capitale ha rispecchiato in parte le condizioni nei mercati finanziari sviluppati, dove l'abbondante liquidità – nella forma di bassi tassi d'interesse ufficiali – si è scontrata per gran parte del periodo con una minore propensione al rischio degli investitori (Capitolo VI). Dalla metà del 2002, ciò ha determinato un ampliamento dei differenziali sui titoli di Stato e ad alto rendimento, una tendenza che si è invertita intorno all'ultimo trimestre dell'anno, allorché è intervenuto un calo significativo dei costi del finanziamento per i prenditori sovrani.

... e le grandezze fondamentali interne

Sebbene i cambiamenti nel clima dei mercati finanziari internazionali abbiano rappresentato una determinante comune, sono state le grandezze economiche interne a delimitare l'ampiezza degli spread obbligazionari nei vari paesi. Particolare rilevanza hanno assunto nel 2002 i timori circa la sostenibilità del debito estero nel momento in cui i differenziali medi sulle obbligazioni internazionali mostravano una correlazione positiva con il rapporto fra indebitamento verso l'estero ed esportazioni (grafico III.2). Fanno



eccezione il Brasile e il Venezuela, dove il livello assai maggiore degli spread è riconducibile principalmente alle crescenti incertezze di carattere politico. In Brasile i differenziali hanno cominciato ad ampliarsi nettamente nel maggio 2002, circa un mese prima del rialzo registrato sul mercato dei titoli USA ad alto rendimento. Essi hanno tuttavia ripreso la tendenza calante nell'ultimo trimestre dell'anno, allorché il nuovo esecutivo si è adoperato per rassicurare gli investitori circa la propria intenzione di perseguire politiche prudenti. In Venezuela gli spread sono rimasti elevati a causa delle perduranti perplessità in merito all'azione di governo e delle gravi difficoltà nella produzione petrolifera.

La direzione dei flussi di investimenti diretti esteri (IDE) e di altra natura ha parimenti rispecchiato le grandezze macroeconomiche interne. Gli IDE affluiti verso l'Est asiatico (provenienti in parte dalle stesse economie dell'area) si sono per lo più concentrati in Cina, attratti dalle opportunità offerte dall'adesione all'OMC e dal rinnovato ruolo del paese sulla scena economica mondiale. Anche altri flussi verso l'Asia hanno registrato netti incrementi, indotti parzialmente da prelievi di capitali depositati presso banche internazionali. Tali fondi potrebbero aver trovato un impiego più proficuo all'interno della regione asiatica in rapido sviluppo. Le opportunità derivanti dall'ingresso nell'Unione europea hanno altresì accresciuto gli IDE verso le economie impegnate nei relativi negoziati. I più bassi tassi di espansione e le minori prospettive di guadagno hanno invece contribuito alla diminuzione degli IDE verso l'America latina.

Anche gli IDE ricalcano i fondamentali dell'economia

Asia

Nella maggior parte delle economie asiatiche la crescita nel 2002 ha superato le aspettative. Sono stati registrati aumenti sia in Cina che in Corea, un rilancio a Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong) e in Malaysia, inversioni di tendenza a Singapore e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan). L'espansione è stata

La crescita in Asia supera le aspettative ...

| Asia: domanda interna (DI) ed esportazioni nette (EN) | | | | | | | | | | |
|---|-----------|------|----------|------|-----------|------|---------------|------|------------|------|
| contributi percentuali alla crescita del PIL | | | | | | | | | | |
| | Cina | | Corea | | Filippine | | Hong Kong SAR | | India | |
| | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN |
| 1996-2000 | 7,5 | 0,8 | -0,4 | 4,9 | 2,6 | 1,1 | 1,5 | 1,9 | 7,0 | -1,2 |
| 2001 | 7,3 | 0,0 | 1,7 | 1,6 | 5,2 | -2,0 | 0,8 | -0,2 | 5,3 | 0,1 |
| 2002 | 7,3 | 0,7 | 4,5 | 2,0 | 5,5 | -1,0 | -1,3 | 3,6 | 4,5 | -0,2 |
| | Indonesia | | Malaysia | | Singapore | | Taiwan, Cina | | Thailandia | |
| | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN | DI | EN |
| 1996-2000 | -0,6 | 1,4 | -0,3 | 4,9 | 4,9 | 1,4 | 5,1 | 0,7 | -7,0 | 5,0 |
| 2001 | 4,9 | -1,5 | 0,1 | 0,3 | -6,3 | 3,9 | -4,9 | 2,7 | 1,8 | 0,1 |
| 2002 | 1,9 | 1,8 | 6,3 | -2,1 | -1,9 | 4,1 | 1,2 | 2,3 | 3,8 | 1,4 |

Fonti: J.P. Morgan, *World Financial Markets*; statistiche nazionali.

Tabella III.3

robusta anche in Thailandia, Filippine e Indonesia. Per converso, in India essa ha subito un certo rallentamento a causa della siccità che ha compromesso la produzione agricola. La ripresa nella regione è stata trainata da una domanda interna sorretta da politiche economiche espansive (tabella III.3), nonché dal forte recupero delle esportazioni in alcuni periodi dell'anno.

... ma si acuiscono le incertezze

Nel primo trimestre di quest'anno le incertezze riguardo alle prospettive economiche dell'Asia sono aumentate in seguito ai segnali di debolezza della domanda estera. Esse si sono notevolmente acuite in aprile e maggio, con la diffusione della SARS in Cina, a Hong Kong e in alcune altre economie asiatiche. Infine, le tensioni con la Corea del Nord e l'insolvenza di un importante conglomerato, riverberatasi poi sul settore finanziario, hanno inciso sulle previsioni di crescita della Corea del Sud.

Cresce la spesa delle famiglie in Cina ...

Nonostante il clima di incertezza, la Cina è cresciuta molto rapidamente nel primo trimestre 2003, grazie agli ininterrotti investimenti pubblici in infrastrutture e al considerevole aumento della spesa per consumi e investimenti privati. Questi ultimi sono stati favoriti dall'incremento dei flussi internazionali seguito all'ingresso del paese nell'OMC nel 2001. Al tempo stesso, le accresciute rendite urbane hanno stimolato la spesa delle famiglie in beni di consumo durevoli e servizi di alto valore. Questa ha sospinto a sua volta la produzione industriale nel primo trimestre 2003; un contributo all'espansione è provenuto anche dal netto aumento delle esportazioni.

... mentre in India aumentano le esportazioni di prodotti high-tech

In India il calo della produzione agricola ha abbassato la crescita a poco meno del 4½% lo scorso anno, anche se il settore industriale ha registrato una ripresa e la domanda interna è rimasta sostenuta. Le esportazioni di beni e servizi hanno beneficiato del rapidissimo sviluppo dei prodotti software e della più intensa esternalizzazione di servizi informatici e aziendali a favore del paese. Unitamente alle maggiori rimesse di non residenti, le esportazioni di servizi hanno concorso per il secondo anno consecutivo all'avanzo del conto corrente. Il governo ha inoltre varato alcuni importanti provvedimenti di riforma, che hanno accresciuto la fiducia degli investitori nell'economia. Tali misure comprendono, fra l'altro, la privatizzazione di determinate società di importanza strategica e l'approvazione di leggi per facilitare il recupero dei prestiti bancari.

Espansione trainata dalla domanda interna

In altre economie della regione è stata in genere la domanda interna a imprimere slancio alla crescita nel 2002 (tabella III.3). In Corea la domanda è stata sorretta nel primo semestre dall'aumento del credito bancario al settore immobiliare e alle famiglie, ma la spesa di queste ultime è in seguito rallentata sulla scia dell'inasprimento delle condizioni finanziarie. Anche nelle Filippine, in Malaysia e Thailandia la domanda è stata trainata dall'incremento della spesa pubblica e privata. In Indonesia la fiducia dei consumatori ha ripreso vigore con il superamento di talune incertezze politiche e l'introduzione di diverse importanti riforme strutturali; i rincari dei prezzi petroliferi hanno inoltre alimentato il reddito reale del paese. In forte contrasto si pongono Singapore, dove il contributo della domanda interna alla crescita è rimasto negativo, e Hong Kong, in cui lo è divenuto nell'anno sotto rassegna. Per sostenere la ripresa, entrambe le economie hanno dovuto fare maggiore assegnamento sulla domanda estera.

Fattori esplicativi della disinflazione e della deflazione

Il tasso medio d'inflazione dell'Asia è calato lo scorso anno all'1,1%, ben al disotto della media del 1998–2001 (tabella III.1). La deflazione si è accentuata a Hong Kong, e i prezzi sono tornati a diminuire in Cina e a Singapore. L'inflazione nelle Filippine, in India e Thailandia è parimenti scesa ai livelli più bassi degli ultimi anni. In alcuni casi, le pressioni al ribasso sul costo della vita sembrano essere derivate da fattori temporanei, quali i prezzi dei prodotti alimentari. Più in generale, tuttavia, la disinflazione o la deflazione osservate in diverse economie asiatiche possono essere viste come una conseguenza della conclusione del boom economico degli anni novanta nella regione, cui aveva fatto seguito una persistente debolezza della domanda delle famiglie. Ciò potrebbe aver rispecchiato in parte gli influssi negativi delle tensioni finanziarie indotte dalla crisi del 1997 o l'eccesso di stock di capitale determinato dalla rapida crescita della capacità produttiva durante la fase di forte espansione.

La bassa inflazione rispecchia la fine del boom nell'Est asiatico ...

In alcune economie i prezzi degli immobili, dopo il massimo toccato nel biennio 1996–97, hanno subito un crollo che ha depresso la domanda, provocando un aumento della disoccupazione e la disinflazione. Questo effetto si è manifestato con evidenza soprattutto a Hong Kong, che ha dovuto misurarsi anche con pressioni deflazionistiche di altra natura. L'isola aveva già risentito della decelerazione dell'interscambio mondiale cinese nel 2001. Inoltre, i prezzi hanno mostrato una certa tendenza ad allinearsi a quelli, decisamente più bassi, prevalenti nella Cina continentale. Anche alcuni altri paesi asiatici, come Singapore e Thailandia, hanno accusato flessioni nei prezzi degli immobili o nei valori delle locazioni.

... concentratosi nei mercati immobiliari ...

L'eccesso di capacità produttiva ha parimenti rappresentato un problema per l'intera regione, specie nel settore high-tech. In molti paesi asiatici gli investimenti fissi lordi si erano contratti nettamente dopo il 1997, e la loro ripresa negli anni seguenti è stata in genere debole. A Singapore e Taiwan, attualmente interessati da una lieve deflazione, il periodo di forte crescita si era accompagnato a un'impennata delle esportazioni di prodotti ad alta tecnologia, protrattasi fino al 2000 circa. L'impatto disinflazionistico del crollo della domanda in questo settore nel 2001 è stato considerevole, e il successivo recupero discontinuo. La stentata ripresa negli Stati Uniti, la perdurante debolezza dell'economia nipponica e il permanere di capacità eccedenti nei settori delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni hanno esercitato nell'insieme un effetto frenante. Queste economie hanno incontrato difficoltà nel compensare tali fattori espandendo le loro quote di mercato in altri comparti, anche a causa della crescente concorrenza esercitata dalla Cina (si veda oltre).

... e nel settore dell'alta tecnologia

Più difficile da spiegare è la deflazione in Cina. Massicci incrementi della spesa pubblica e alti tassi di crescita non sono riusciti a innescare rialzi nel livello generale dei prezzi, specie nel settore manifatturiero. Una spiegazione risiede nel fatto che la deflazione rispecchia sia un'offerta molto elastica di manodopera a basso costo sia un eccesso di capacità, dovuto forse anche al permanere nel ciclo produttivo di imprese pubbliche decotte. L'acquisizione di know-how tecnologico e manageriale, unitamente alle migliorate competenze

Desti sorpresa la deflazione in Cina

acquisite con i crescenti afflussi di IDE, ha innalzato notevolmente la produttività in Cina, e ciò tende altresì a comprimere i prezzi (nei Capitoli II e IV la deflazione viene trattata da ulteriori angolazioni).

Crescita della domanda interna in Asia

La politica economica può sostenere la domanda?

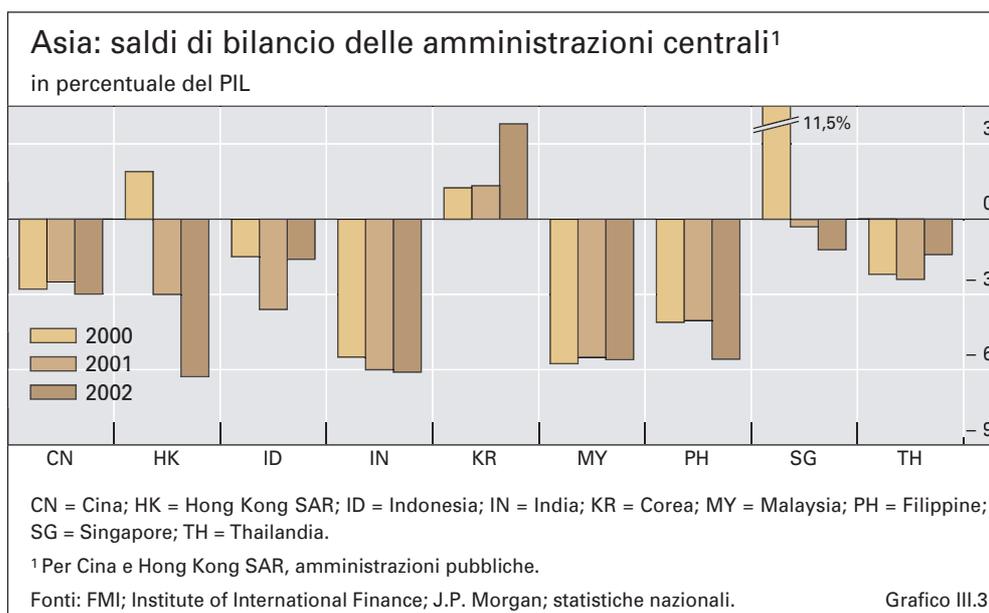
Le economie asiatiche sono in genere riuscite ad aumentare la domanda interna grazie non solo a misure fiscali e monetarie di stimolo ma, in alcuni casi, anche a una netta espansione della spesa delle famiglie, inclusa quella per abitazioni, finanziata dal credito bancario.

Le misure fiscali di stimolo hanno svolto un ruolo importante

La politica fiscale espansiva ha rappresentato un importante fattore per il superamento della crisi asiatica degli ultimi anni novanta. Ad eccezione della Corea, tutte le economie della regione registrano disavanzi pubblici dal 2000 (grafico III.3). Conseguentemente, dalla metà dello scorso decennio l'incidenza del debito pubblico in talune economie del continente è andata aumentando in misura significativa (tabella III.4): ne sono un esempio Filippine, India, Indonesia e, in misura minore, Thailandia, che registrano tutti rapporti debito/PIL relativamente alti. Per contro, in alcuni paesi tali rapporti risultano bassi (Corea) se non nulli (Hong Kong). La modesta incidenza del debito ha permesso quest'anno alla Corea di varare politiche espansive per bilanciare la lenta crescita dell'economia.

Le valutazioni dei mercati non rappresentano un ostacolo

L'attuabilità di politiche fiscali espansive è condizionata anche dalle valutazioni degli operatori. Nella maggior parte dei paesi asiatici i mercati paiono inclini ad accettare disavanzi anche ingenti, e ciò in virtù degli ottimi precedenti della regione in tema di servizio del debito pubblico, della forte crescita del prodotto e dell'export, degli alti saggi di risparmio delle famiglie, del livello relativamente elevato delle riserve valutarie e del basso rapporto tra indebitamento verso l'estero ed esportazioni. Il clima di mercato, tuttavia, è soggetto a improvvisi sbalzi di umore. Ad esempio, a Hong Kong il margine di manovra per ulteriori misure espansive è stato limitato dalla possibile reazione dei mercati a tali misure, nonostante le consistenti riserve fiscali.



In Cina è stato possibile varare misure di stimolo fiscale anche perché i controlli sui movimenti di capitale continuano a mantenere elevata la quota di risparmio interno reinvestita nel paese. Considerazioni di medio periodo impongono nondimeno una certa cautela nel ricorso alla politica fiscale. La spesa pubblica è meno efficiente di quella privata. Inoltre, i problemi di sostenibilità del debito – ancorché non manifesti al momento – potrebbero col tempo divenire più evidenti e ripercuotersi negativamente sulla fiducia delle banche che hanno investito massicciamente in titoli di Stato. In realtà, lo stesso governo ha già espresso riserve circa la sostenibilità del debito a lungo termine, su cui incidono passività implicite derivanti dal debito pensionistico o perdite nel settore finanziario non figuranti nelle statistiche ufficiali del debito pubblico.

Possibili misure di stimolo nel breve termine

La crescita della domanda interna in Asia è stata inoltre sorretta da politiche monetarie più permissive lo scorso anno, poiché i tassi ufficiali sono stati generalmente stabili o in calo. Anche nel segmento a più lungo termine i tassi d'interesse hanno mostrato una tendenza alla diminuzione, e in taluni casi sono scesi a livelli non più osservati da anni. Nel 2002 tassi contenuti o calanti si sono accompagnati a un'espansione del credito che è stata vigorosa in Cina, Corea e India (17–25%) e significativa in Thailandia (8,5%, contro una flessione del 7,5% nel 2001). La crescita si è talora associata a forti aumenti del credito alle famiglie. Il basso costo del denaro sembra aver avuto effetti più contenuti in alcune economie a minore ritmo di sviluppo, che presentavano tassi d'interesse già molto bassi o erano in palese deflazione. A Hong Kong, per esempio, l'espansione del credito è stata negativa pur in presenza di abbondante liquidità (si veda il Capitolo IV per la trattazione di una problematica analoga).

Calo dei tassi d'interesse, forte espansione del credito ...

| Indicatori del debito | | | | | | |
|-----------------------|------------------------------|-----------------|-----------------|---|------|------|
| | Debito pubblico ¹ | | | Indebitamento verso l'estero ² | | |
| | 1996 | 2000 | 2002 | 1996 | 2000 | 2002 |
| Cina | 7 | 15 | 16 ³ | 85 | 60 | 54 |
| Corea | 8 | 17 | 22 | 126 | 78 | 82 |
| Filippine | 53 | 66 | 74 | 197 | 134 | 158 |
| India | 57 | 67 | 73 | 283 | 236 | 216 |
| Indonesia | 24 | 82 | 92 ³ | 259 | 217 | 231 |
| Malaysia | 35 | 37 | 46 | 51 | 43 | 49 |
| Thailandia | 15 ⁴ | 57 ⁴ | 54 ⁴ | 194 | 115 | 95 |
| Argentina | 36 | 45 | 146 | 468 | 554 | 530 |
| Brasile | 33 | 49 | 57 | 379 | 432 | 395 |
| Cile | 15 | 14 | 16 | 144 | 198 | 226 |
| Colombia | 14 | 37 | 51 | 273 | 261 | 313 |
| Messico ⁵ | 37 | 37 | 40 | 164 | 90 | 100 |
| Perù | 49 | 45 | 47 | 492 | 406 | 364 |
| Venezuela | 49 | 27 | 40 | 150 | 120 | 162 |

¹ In percentuale del PIL. ² In percentuale delle esportazioni. ³ 2001. ⁴ Inclusive le passività del Financial Institutions Development Fund. ⁵ Incluso il debito emesso dall'Istituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB).

Fonti: Banca mondiale; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.4

| Asia: tassi d'interesse e tassi di cambio reali | | | | | | | | | |
|---|--|-----------|-----------|--|-----------|-----------|--|-----------|-----------|
| | Tassi d'interesse a breve termine ¹ | | | Tassi d'interesse a lungo termine ¹ | | | Tassi di cambio effettivi reali ² | | |
| | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 |
| Cina | 2,3 | 2,0 | 2,0 | ... | ... | ... | 4,2 | -2,9 | -3,3 |
| Corea | 4,9 | 4,9 | 4,5 | 7,1 | 5,9 | 4,9 | 0,9 | 4,0 | 0,8 |
| Filippine | 8,9 | 5,2 | 7,4 | 15,8 | 12,0 | 12,6 | 3,3 | -6,4 | -8,4 |
| Hong Kong SAR | 2,0 | 1,4 | 1,5 | 6,2 | 4,4 | 4,3 | -0,2 | -8,9 | -11,0 |
| India | 7,2 | 5,5 | 4,9 | 7,9 | 6,1 | 5,9 | 2,3 | 6,6 | -1,7 |
| Indonesia | 17,9 | 13,8 | 11,7 | ... | ... | ... | 6,7 | 21,3 | 3,9 |
| Malaysia | 3,3 | 3,2 | 3,2 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 5,6 | -4,2 | -6,4 |
| Singapore | 1,1 | 0,9 | 0,9 | 4,0 | 2,6 | 2,1 | -2,1 | -2,0 | -6,2 |
| Taiwan, Cina | 2,6 | 1,8 | 1,4 | 3,8 | 2,3 | 1,6 | -2,6 | -6,1 | -9,1 |
| Thailandia | 2,9 | 1,9 | 1,8 | 3,4 | 3,5 | 3,4 | 4,0 | -3,6 | -6,3 |

¹ In percentuale; dati di fine periodo. ² Variazioni percentuali annue; in termini di prezzi al consumo relativi. Un incremento indica un apprezzamento.

Fonti: Bloomberg; Datastream; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.5

... e deprezzamento dei tassi di cambio reali

L'allentamento delle condizioni monetarie, combinato con modesti livelli di inflazione, si è tradotto in un deprezzamento del tasso di cambio effettivo reale per Filippine, Thailandia, Singapore e Taiwan, tutti paesi con regime di cambio fluttuante. I primi due perseguono strategie basate su obiettivi espliciti di inflazione, mentre Singapore fissa un obiettivo in termini di tasso di cambio effettivo nominale. Cina, Hong Kong e Malaysia hanno registrato deprezzamenti analoghi, dovuti peraltro al calo del dollaro – cui le loro monete sono di fatto agganciate – nei confronti di altre principali valute (tabella III.5). La flessione dei cambi reali ha impresso slancio alle esportazioni dell'area.

Limiti alla spesa delle famiglie finanziata dal credito bancario?

La bassa inflazione dovrebbe permettere una maggiore espansione monetaria

La bassa inflazione in gran parte dell'Asia ha ampliato il margine di manovra per un'ulteriore espansione del credito. L'allentamento delle condizioni monetarie in diversi paesi ha innalzato i livelli della spesa delle famiglie per abitazioni e beni di consumo durevoli finanziata con prestiti bancari. Di fronte all'indebolimento della domanda di credito delle imprese seguito alla crisi asiatica, le banche sono riuscite a diversificare il rischio aumentando i finanziamenti alle famiglie. Resta da vedere in che misura questa strategia abbia creato nuovi rischi per le stesse istituzioni bancarie.

In Corea le banche hanno aumentato il credito alle famiglie ...

La recente esperienza della Corea, dove i prestiti concessi alle famiglie sono molto aumentati, è indicativa dei potenziali problemi al riguardo. L'incidenza del credito bancario alle famiglie (prestiti personali, ipotecari e saldi su carte di credito) sulle attività totali è salita nettamente, passando dal 24% di fine 1999 a oltre il 40% alla fine del giugno 2002. A questa data, il debito del settore nei confronti del sistema bancario aveva raggiunto il 109% del reddito disponibile, di cui una quota di 49 punti percentuali a titolo di prestiti ipotecari e una di 21 punti per anticipi a fronte di carte di credito.

... ma a un ritmo non più sostenibile

Si potrebbe argomentare che in Corea vi siano ancora margini nel medio periodo per un ulteriore incremento dei crediti ipotecari alle famiglie.

In questo paese la percentuale di proprietari della casa di abitazione è ancora relativamente bassa e, di norma, al crescere del reddito il credito alle famiglie diventa una componente più importante degli impieghi bancari. Tuttavia, in risposta al rapidissimo sviluppo del finanziamento ipotecario indotto dal boom edilizio e immobiliare, il governo ha adottato una serie di misure per limitare i rincari dei prezzi delle abitazioni nelle "aree speculative". Fra tali provvedimenti figurano la riduzione dall'80 al 60% degli scarti di garanzia, l'aumento delle ponderazioni di rischio nel calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte dei prestiti ipotecari, il divieto di acquisti aggiuntivi da parte di precedenti compratori, la minaccia di indagini fiscali per gli acquirenti più assidui, criteri più rigorosi per le esenzioni fiscali sulle plusvalenze immobiliari e l'innalzamento delle aliquote impositive sulle proprietà di maggior valore. In aggiunta, il governo ha presentato un piano per la costruzione di ulteriori alloggi nell'hinterland di Seoul allo scopo di contenere la crescita dei prezzi delle abitazioni. Se da un lato queste misure si sono rivelate efficaci nel limitare l'esposizione del settore bancario – verso la fine del 2002 sono calate sia la spesa sia la fiducia dei consumatori –, dall'altro esse hanno altresì depresso le prospettive di crescita della Corea per il corrente anno.

Come sarebbe risultato ben presto evidente, l'accresciuta esposizione delle istituzioni finanziarie a fronte di altre tipologie di prestiti delle famiglie ha parimenti comportato costi significativi. Fra il dicembre 2001 e il gennaio 2003 i tassi di insolvenza dei titolari di carte di credito sono aumentati della metà, a oltre l'11%. In aggiunta, nell'aprile scorso la "fuga verso la qualità" innescata da irregolarità contabili compiute dal quarto maggiore conglomerato del paese ha provocato una brusca interruzione dei prestiti agli emittenti coreani di carte di credito in fragile posizione finanziaria. Per porre rimedio a questa situazione il governo ha allestito un piano di salvataggio, per svariati miliardi di dollari, grazie al quale gli emittenti in difficoltà sono stati ricapitalizzati dai loro azionisti, e le istituzioni finanziarie hanno erogato prefinanziamenti ai fondi comuni, cui fanno capo ingenti debiti cartolarizzati a fronte di saldi su carte di credito.

Anche la crescita dell'economia thailandese è stata sostenuta dall'espansione del credito e della spesa delle famiglie. A gennaio 2003 il valore delle transazioni fondiari e dei mutui residenziali in essere risultava aumentato rispettivamente del 71 e del 12% su base annua. Tuttavia, in Thailandia l'incidenza del debito delle famiglie sul reddito disponibile è assai inferiore a quella della Corea, e l'esposizione del settore finanziario privato è in parte limitata dal fatto che il credito all'edilizia abitativa viene erogato quasi per la metà da istituti finanziari pubblici. Nondimeno, nel novembre 2002 le autorità – ulteriormente preoccupate per il rapido aumento delle esposizioni debitorie a fronte di carte di credito – hanno reintrodotti requisiti minimi di reddito per il rilascio delle carte.

Il finanziamento del mercato immobiliare è divenuto fonte di inquietudine persino per un paese in deflazione come la Cina, dove i prezzi degli alloggi nei sobborghi di Shanghai e Qingdao hanno registrato balzi considerevoli. Le autorità cinesi dovranno tuttavia valutare i potenziali rischi di questi aumenti a fronte dell'obiettivo, ritenuto molto importante per la trasformazione

Salvataggio di emittenti di carte di credito

Il credito alle famiglie sorregge la crescita in Thailandia

Il problema del mercato immobiliare in Cina

economica e sociale del paese, di promuovere nel lungo periodo la proprietà abitativa, autorizzata solo di recente.

Evoluzione del ruolo della Cina

La crescente
rilevanza
economica della
Cina ...

La rapida crescita dell'economia cinese e la sua integrazione in quella mondiale ne hanno accresciuto significativamente l'influenza sulla regione asiatica. Fra il 1991 e il 2002 la quota di pertinenza del paese sul PIL e sulle esportazioni del continente è più che raddoppiata, salendo rispettivamente a oltre il 17 e al 20%. Le importazioni sono però aumentate nella stessa misura, sicché la Cina presenta ora un deficit corrente nei confronti dei suoi partner asiatici.

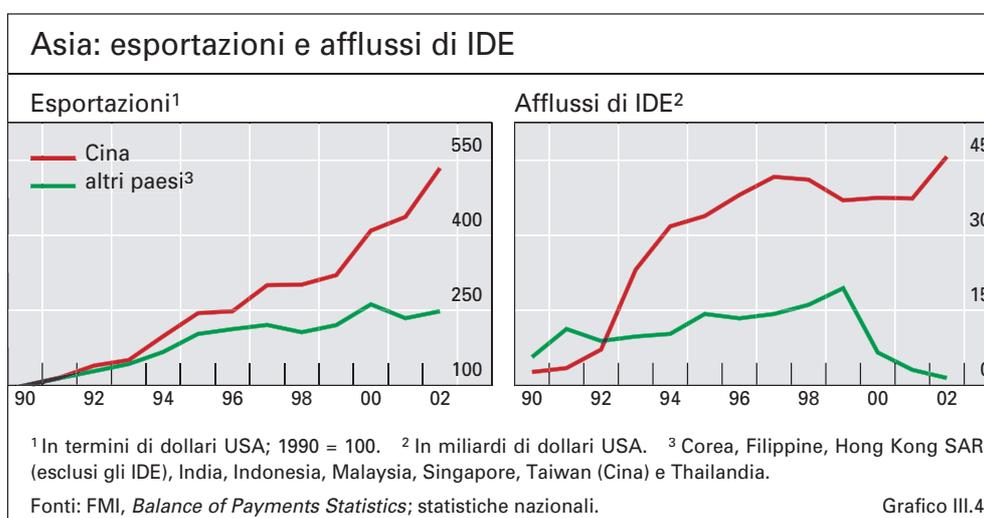
... sta modificando
gli scambi e gli
investimenti asiatici

La trasformazione strutturale della Cina sta modificando i profili dell'interscambio e degli investimenti asiatici. Le esportazioni del paese sono cresciute negli ultimi anni molto più velocemente di quelle del resto dell'Asia emergente (grafico III.4, diagramma di sinistra), grazie anche allo sbocco offerto dai mercati statunitensi. Tra il 1998 e il 2002 l'incidenza delle vendite agli Stati Uniti sul totale delle esportazioni nazionali è aumentata di oltre 6 punti percentuali, al 27%, mentre le corrispondenti quote di altre economie dell'Asia sono diminuite, soprattutto nel caso delle Filippine, di Hong Kong, Singapore e Thailandia.

La Cina attira
maggiori
investimenti esteri

Al tempo stesso, il paese ha beneficiato di una quota maggiore degli investimenti esteri affluiti alla regione di recente. Ciò è da ascrivere sia al desiderio di sfruttare le opportunità del commercio internazionale sia, in misura crescente, all'obiettivo di accedere a un mercato in rapido sviluppo come quello della Cina. Ad esempio, le maggiori società tedesche, statunitensi e giapponesi hanno effettuato investimenti finalizzati al mercato automobilistico cinese, che figura al primo posto nel mondo in termini di crescita. Per converso, sono calati i flussi di IDE agli altri paesi emergenti asiatici (grafico III.4, diagramma di destra). Di fatto, accelerando una tendenza emersa già dalla crisi del 1997-98, i flussi netti al resto dell'Asia emergente si sono azzerati lo scorso anno, mentre quelli affluiti alla Cina sono saliti a \$46 miliardi.

Taluni osservatori temono che questa evoluzione comporti il rischio di un possibile accaparramento da parte della Cina di quote della produzione



manifatturiera di altre economie emergenti asiatiche. Il paese è già un importante produttore di manufatti ad alta intensità di lavoro; oltre a ciò, in conseguenza della sua adesione all'OMC, è prevedibile che si aggiudichi una fetta importante del mercato globale nei settori del tessile e dell'abbigliamento, che verranno liberalizzati allo scadere dell'Agreement on Textiles and Clothing dell'OMC nel 2005. La Cina costituisce quindi un'ardua sfida per gli attuali produttori dell'industria tessile e di altri manufatti a uso intensivo di manodopera nel Sud-est asiatico. Essa ha inoltre incrementato in modo costante la produzione a più elevato valore aggiunto, e le esportazioni di macchinari e apparecchiature high-tech sono aumentate speditamente: la quota cinese sul totale delle vendite all'estero di prodotti elettronici dell'Asia è più che raddoppiata negli ultimi cinque anni, portandosi al 30% nel 2002. Ciò è andato soprattutto a detrimento di Malaysia e Singapore, che hanno visto ridurre drasticamente le loro quote. Secondo indicazioni empiriche, sarebbe in atto un trasferimento degli impianti di produzione dei settori dell'alta tecnologia dai paesi emergenti dell'Est asiatico e dal Giappone verso la Cina.

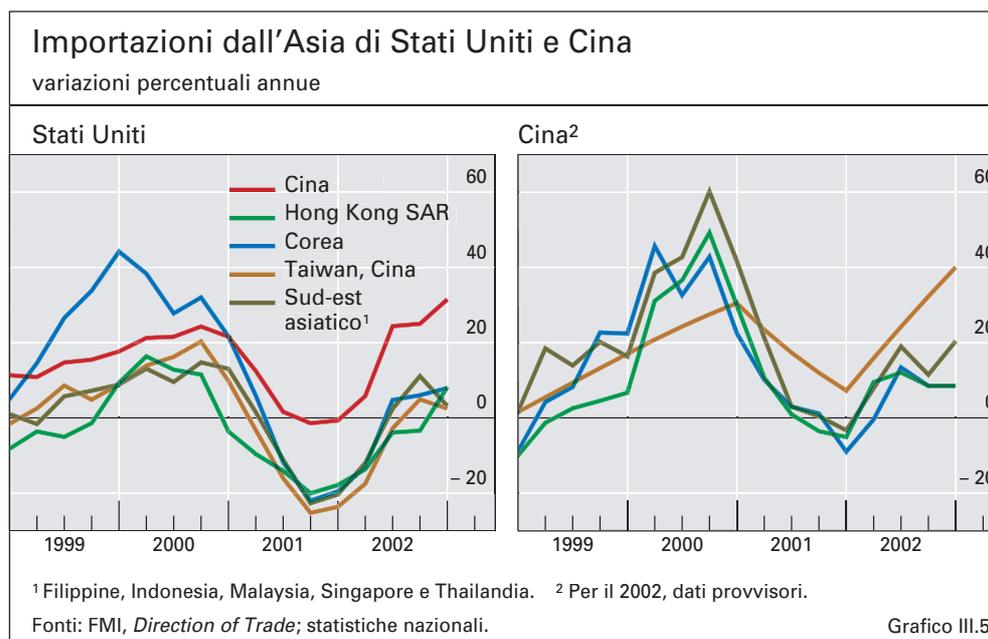
Rischio di possibili effetti di spiazzamento

Nel considerare questi sviluppi in prospettiva, è tuttavia opportuno rammentare che la regione è stata interessata in passato da importanti cambiamenti strutturali, i quali non hanno visibilmente ridotto il benessere economico dei paesi la cui produzione è stata trasferita altrove. Ad esempio, la Cina e il Sud-est asiatico hanno soppiantato buona parte della produzione manifatturiera ad alta intensità di lavoro delle economie asiatiche di recente industrializzate (Corea, Hong Kong, Singapore e Taiwan). Pur creando qualche difficoltà, ciò non ha influito negativamente sulla ricchezza complessiva di queste ultime. Dai primi anni ottanta la maggior parte dell'industria di trasformazione di Hong Kong è stata spostata nella Cina meridionale; l'isola è riuscita nondimeno a prosperare grazie all'offerta di servizi finanziari, commerciali e di investimento a valore assai più elevato, beneficiando della sua vicinanza al continente.

Le precedenti trasformazioni strutturali non hanno ridotto il benessere

Nel contesto attuale, l'Est asiatico potrebbe essere in grado di trarre profitto dalla contiguità alla Cina in almeno due modi. Primo, il commercio mondiale di beni finali avviene per lo più fra economie sviluppate che scambiano prodotti simili, ma in certa misura diversificati. Ciò indica che le economie più sviluppate dell'Asia orientale e del resto del mondo potranno entrare in relazioni commerciali con la Cina differenziando la produzione in base a specifiche caratteristiche, come la qualità, il design o la specializzazione in talune tecnologie più avanzate. Ad esempio, l'opera di diversificazione avviata di recente a Singapore si è incentrata sui comparti della biomedicina e dei servizi. Analogamente, Hong Kong cerca ora di andare oltre la propria tradizionale nicchia di mercato nei servizi finanziari per imporsi come sistema economico ad alta intensità di conoscenza ("knowledge-intensive"). Visto che siffatte strategie richiedono personale altamente specializzato, le due economie si stanno adoperando per migliorare l'istruzione, e hanno mantenuto politiche liberali di residenza per professionisti ed esperti stranieri. Per le economie meno sviluppate del Sud-est asiatico l'adozione di questa strategia potrebbe richiedere tempi più lunghi. Peraltro, è ravvisabile fin da ora l'esistenza di margini per questo tipo di attività, ad esempio nel settore automobilistico,

I partner della Cina potrebbero differenziare la produzione ...



che già produce ed esporta all'interno dell'area. I paesi del Sud-est asiatico potrebbero altresì concentrarsi in alcuni comparti del terziario, come il turismo.

... e offrire beni intermedi

Secondo, l'interscambio mondiale in buona parte riguarda i prodotti intermedi, poiché sfrutta le differenze in termini di costo, capacità e disponibilità di risorse. Analogamente, le economie asiatiche potrebbero fornire alla Cina beni intermedi, utilizzabili in seguito per produrre articoli da destinare ai mercati interni o esteri. Il potenziale per l'integrazione sarà tanto maggiore quanto più alti saranno i costi di produzione nelle zone costiere della Cina a causa dell'aumento dei salari reali e del congestionamento.

Redistribuzione della domanda USA di importazioni attraverso la Cina

I recenti sviluppi mettono in luce l'importanza dei beni intermedi nelle importazioni cinesi. Le vendite all'estero del paese sono trainate in ampia misura dalle importazioni degli Stati Uniti (grafico III.5, diagramma di sinistra), la cui domanda viene redistribuita all'interno della regione tramite la richiesta, da parte della stessa Cina, di fattori della produzione per le proprie industrie orientate all'export, come rispecchiano le crescenti importazioni dal continente asiatico (grafico III.5, diagramma di destra). Ad esempio, mentre le esportazioni del paese di prodotti elettronici sono cresciute del 33% lo scorso anno, i suoi acquisti (ad alta intensità di esportazione) di questi prodotti da altre economie asiatiche sono aumentati di oltre il 49%. Per converso, l'incidenza dei beni di consumo sulle importazioni cinesi è diminuita costantemente, dal 25% circa a metà degli anni novanta al 20% nel 2002.

America latina

Evoluzione economica recente

Il 2002 è stato un anno difficile ...

Per l'America latina il 2002 è stato forse l'anno più difficile dalle crisi debitorie degli anni ottanta. Il PIL reale è calato, dopo la sostanziale stasi del 2001. Fra le economie più grandi, l'Argentina e il Venezuela sono entrambi incorsi in

vere e proprie crisi, mentre il Brasile ha dovuto fronteggiare gravi pressioni sul versante del finanziamento esterno per gran parte del periodo. Anche i risultati di Messico e Cile – i migliori del Sud America negli ultimi anni – sono stati meno buoni che in passato: i tassi di crescita e i proventi da esportazioni hanno ristagnato, e gli afflussi di capitale si sono contratti. Un'eccezione a questa fiacca performance economica è stato il Perù, il cui tasso di espansione ha superato il 5%, il più alto livello da cinque anni a questa parte, grazie alle massicce esportazioni metallurgiche e a un aumento dei consumi.

Dalla seconda metà dell'anno si è manifestata una generale ripresa. Anche se gli afflussi di capitale privato all'America latina sono diminuiti nell'insieme del 2002, le condizioni del finanziamento esterno si sono allentate considerevolmente nell'ultima parte dell'anno e ancor più nel primo trimestre 2003, come dimostra il significativo restringimento dei differenziali sulle obbligazioni di mutuatari emergenti (Capitolo VI). Anche le esportazioni di beni e servizi hanno segnato un recupero nel secondo semestre dello scorso anno, di riflesso all'accresciuta domanda sia interna che esterna all'area.

Le migliorate condizioni esterne dovrebbero concorrere a una moderata ripresa dell'espansione in America latina nel 2003, ma un contributo potrebbe provenire anche da un recupero della spesa per consumi e investimenti. Questa potrebbe essere rilanciata da politiche di sostegno e da un ampliamento dell'attività economica in grado di attrarre investimenti diretti dall'estero.

... ma verso la fine si è manifestata una ripresa

Crescita favorita dalle migliorate condizioni esterne

Sostenibilità del debito e risanamento fiscale

La questione centrale per molte economie latino-americane è se l'azione di riequilibrio dei bilanci attualmente in corso basterà ad assicurare un ritorno di fiducia. Ciò dipende in parte dal grado di integrazione dei singoli paesi nei mercati mondiali dei capitali e dall'entità del loro debito estero.

La sostenibilità del debito pubblico ...

Un'economia caratterizzata dal libero movimento dei capitali è, ceteris paribus, tanto più vulnerabile quanto più alta è la quota del debito denominata in valuta estera e quanto più modesti sono i proventi da esportazioni. La sostenibilità del debito pubblico dipende dal livello dell'indebitamento verso l'estero, anche quando questo origina in ampia misura da contraenti privati, poiché le difficoltà che famiglie e imprese incontrano nel servizio dei prestiti esteri possono incidere sul tasso di cambio e sul costo del finanziamento pubblico. Inoltre, vi sono stati casi in cui, per vari motivi, il governo ha assunto su di sé passività esterne del settore privato. In America latina il rapporto tra indebitamento verso l'estero ed esportazioni è molto maggiore di quello di paesi asiatici con un'analogica incidenza del debito pubblico sul PIL (tabella III.4), e ciò in quanto i saggi di risparmio nazionali e il grado di apertura commerciale dell'America latina sono molto più bassi rispetto all'Asia (per una trattazione del risparmio nelle varie regioni si rinvia al Capitolo II).

... dipende in parte dall'indebitamento con l'estero

La percezione circa la sostenibilità del debito pubblico sembra essere influenzata dall'entità di quest'ultimo, misurata dall'incidenza sul prodotto, e dal suo andamento tendenziale. In Messico e in Cile i rapporti debito pubblico/PIL sono rimasti sostanzialmente stabili fin dalla metà degli anni novanta. In Brasile, Colombia e Perù, invece, sono cresciuti in misura significativa dal 1996 circa, e si attestano ora al disopra di quelli di Messico e

L'entità del debito influisce sulle aspettative

Cile. Il debito pubblico dell'Argentina si ragguaglia attualmente al 146% del prodotto, ma tale valore non è confrontabile con quello di altre realtà a causa dell'inadempienza del paese nell'assolvere le sue obbligazioni debitorie nel dicembre 2001.

Gli indici di indebitamento del settore pubblico sono aumentati ...

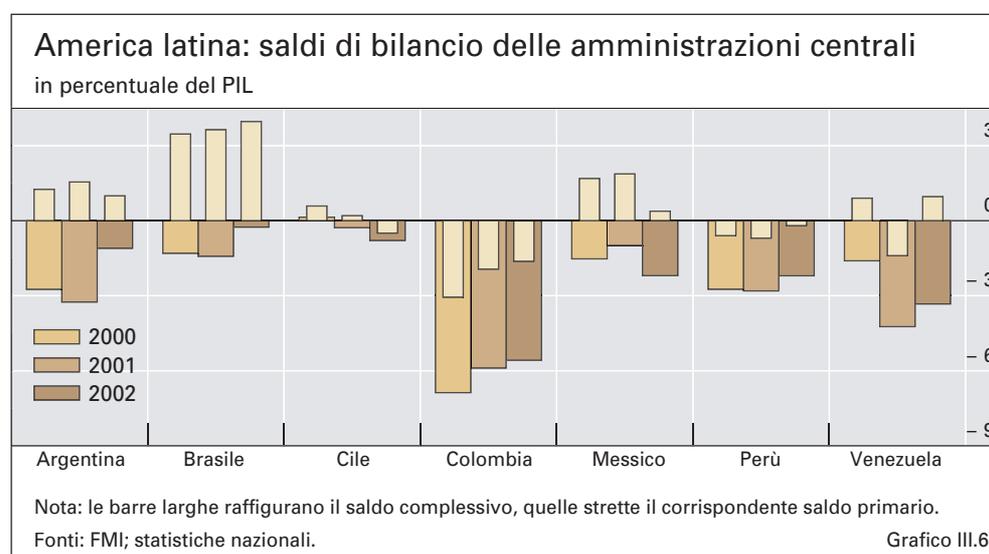
L'incidenza del debito pubblico sul PIL è aumentata poiché i saldi primari non sono stati sufficienti a coprire i pagamenti in conto interessi. Vi ha altresì contribuito la combinazione di elevati tassi d'interesse reali e ristagno della crescita, conseguenza in parte dei vincoli finanziari e del modesto ritmo di espansione dell'attività economica globale. Un'ulteriore causa va ricercata nel deprezzamento del cambio, dato che il debito pubblico è in buona parte denominato in valuta o ad essa collegato, e che le esportazioni non sono aumentate in misura tale da compensare la svalutazione della moneta.

... e rispecchiano le grandezze economiche e le percezioni degli operatori

Nel lungo periodo i fattori che influiscono sul rapporto debito/PIL tendono a riflettere l'andamento delle variabili economiche fondamentali. Ad esempio, il deprezzamento del cambio che ha contribuito a innalzare l'incidenza del debito pubblico in Brasile a partire dalla metà degli anni novanta è dovuto in parte a un tasso di risparmio dell'economia relativamente basso e all'elevato indebitamento esterno del paese. Nel breve periodo, tuttavia, queste determinanti possono altresì rispecchiare le aspettative sulla sostenibilità del debito pubblico, che sono parzialmente in grado di autorealizzarsi. I timori circa la capacità o la volontà di un paese di onorare il debito possono innalzare la misura dell'interesse o abbassare quella del cambio fino al punto in cui il debito diviene insostenibile. Per questa ragione, diverse autorità latino-americane hanno assunto iniziative per rassicurare il mercato sul loro impegno a risanare le finanze statali, ravvisabile in certa misura nei recenti saldi dei conti pubblici. Come illustrato nel grafico III.6, in alcuni paesi i deficit di bilancio si sono ridotti e l'avanzo primario è aumentato in Brasile.

I governi hanno cercato di rassicurare i mercati

Alcuni governi hanno cercato di rassicurare i mercati anche per mezzo di preventivi misure economiche o legislative. Ad esempio, in Brasile il nuovo esecutivo ha innalzato al 4,25% l'obiettivo per l'avanzo primario di quest'anno, dal 3,75% del 2002; di fatto, nel primo trimestre 2003 l'eccedenza ha superato



il 6%. Esso sta inoltre lavorando alla revisione della fiscalità e del sistema previdenziale, che rappresenta un'importante componente del disavanzo pubblico. Il deficit di bilancio della Colombia dovrebbe calare grazie alle riforme del mercato del lavoro e dei comparti tributario, pensionistico e previdenziale varate lo scorso anno; sono inoltre previsti una legge di disciplina fiscale, volta a limitare le dimensioni relative del debito pubblico, e un referendum che riformerebbe il settore statale, con ulteriori consistenti risparmi di spesa. Nel quadro del programma con l'FMI, anche il Perù si è impegnato a ridurre il disavanzo di bilancio nel 2003 e nel 2004.

L'adeguatezza di tali misure correttive andrebbe valutata in relazione ad almeno tre fattori. Primo, l'inflazione ha di fatto contribuito ad aumentare i saldi primari in alcuni paesi, ma questo effetto è destinato ad attenuarsi gradualmente qualora essa perduri. In Brasile, ad esempio, il gettito complessivo del settore statale è aumentato di circa il 29% nei dodici mesi terminanti a gennaio 2003 (al netto delle entrate una tantum del gennaio 2002), in misura grosso modo analoga a quella di un indicatore inflazionistico largamente seguito. Poiché la spesa non è cresciuta in modo proporzionale, ne è scaturito un aumento dell'avanzo primario del settore statale che ha più che compensato il peggioramento del disavanzo previdenziale. Sebbene il prolungato periodo di moderati incrementi dei prezzi abbia ridotto significativamente le aspettative inflazionistiche e le rivendicazioni salariali in alcune economie della regione, l'esperienza passata insegna che il diffuso ricorso all'indicizzazione potrebbe aumentare nel caso in cui l'inflazione dovesse attestarsi a lungo su livelli elevati.

Secondo, l'aumento del gettito fiscale è stato reso possibile anche da un'imposizione, talora distorsiva, che potrebbe di fatto pregiudicare le prospettive di crescita nel lungo termine. In Argentina, ad esempio, il 15% delle entrate statali è provenute da una tassa sulle esportazioni introdotta agli inizi del 2002. Se è vero che essa ha compensato i guadagni eccezionali conseguiti dagli esportatori agricoli in seguito al drastico deprezzamento del peso nel 2002, va tuttavia rilevato che le imposte sulle transazioni commerciali internazionali non rappresentano una soluzione di lungo periodo. Il Brasile ha puntato molto sulla tassazione delle operazioni finanziarie e su un sistema di imposizione indiretta "a cascata" in cui le imposte sul fatturato si applicano in aggiunta a quelle (non deducibili) corrisposte sull'acquisto dei fattori. Si ritiene che questo sistema danneggi la competitività delle imprese brasiliane.

Terzo, in molti paesi l'elevata quota di esborsi non discrezionali rende difficoltoso ridimensionare la spesa complessiva. I pagamenti per interessi rappresentano il 18% del totale delle uscite in Brasile, e il 12-15% in Perù e Colombia. La correzione dei bilanci pubblici è in genere limitata anche da obbligazioni contrattuali o da regole prestabilite per l'allocazione di risorse come quelle previdenziali e assistenziali, reputata da molti non pienamente efficiente. In diverse economie il 35-50% della spesa pubblica viene stanziato a livelli di governo inferiori a quello centrale, e il controllo di questi flussi di spesa si è rivelato particolarmente arduo. Per questo motivo, i tagli interessano di solito una percentuale relativamente contenuta delle uscite statali. Inoltre, poiché gli effetti immediati sono anche meno evidenti, le spese in conto

Impatto dell'inflazione sui saldi primari

Talune imposte possono pregiudicare la crescita

Le spese non discrezionali limitano i tagli alle uscite statali

capitale e a titolo di manutenzione facenti capo alle aziende pubbliche sono state talvolta le prime a essere ridotte, il che potrebbe a sua volta ripercuotersi negativamente sulla crescita futura.

Le sfide insite nella lotta all'inflazione

Nel 2002 vari paesi hanno incontrato difficoltà nel finanziamento esterno, che si sono tradotte in forti deprezzamenti della moneta seguiti da un aumento dell'inflazione (grafico III.7). Valutare le condizioni monetarie in siffatti frangenti è tutt'altro che facile.

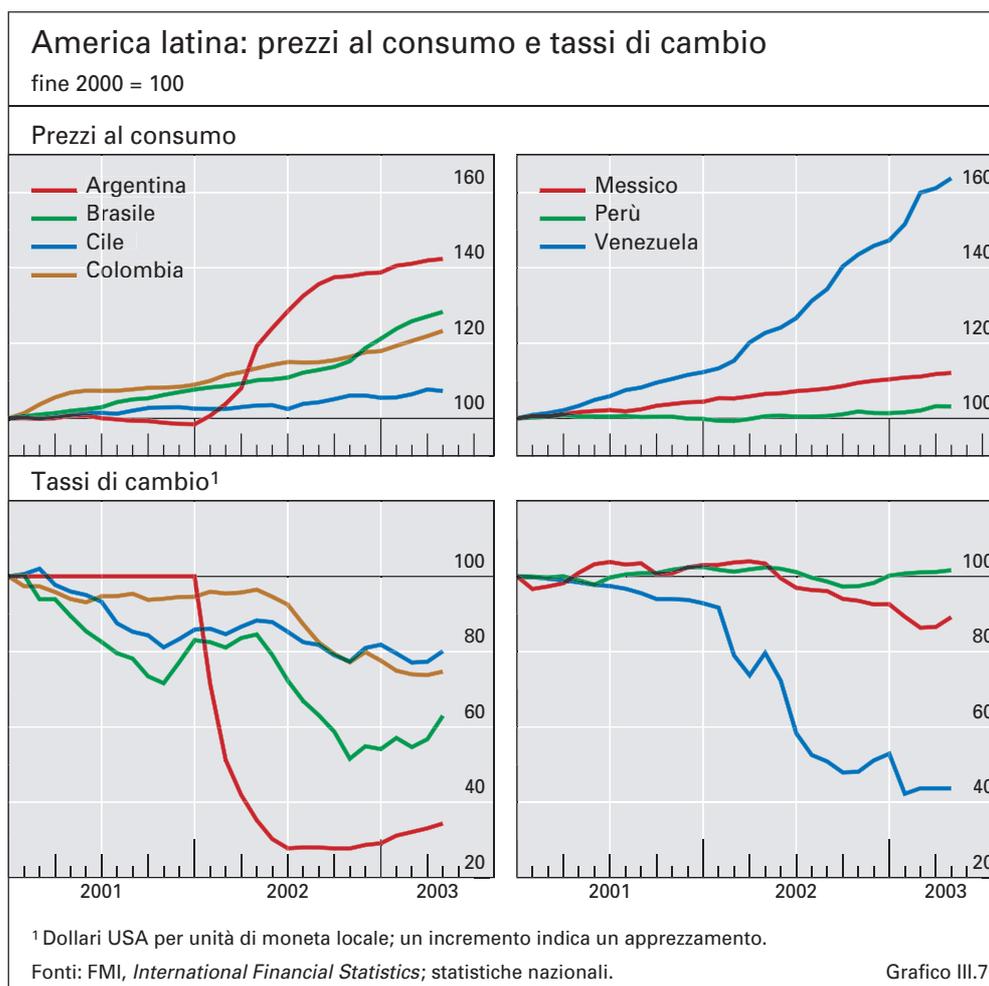
Da un lato, anche se in talune economie il cambio si è nettamente deprezzato, è stata evitata la spirale inflazione/deprezzamento in rapida successione osservata in passato nell'area. Anzi, dalla fine del 2002 i tassi di cambio si sono tendenzialmente stabilizzati o apprezzati, e i differenziali sul debito sovrano hanno registrato un calo, a riprova del fatto che i mercati ripongono una certa fiducia nelle politiche in atto in alcuni paesi.

Dall'altro, i tassi d'inflazione sono aumentati e gli obiettivi espliciti stabiliti al riguardo sono stati talvolta disattesi. Con un'inflazione al 12,5% nel dicembre 2002, il Brasile ha superato di larga misura la soglia massima del 5,5% fissata come obiettivo. Sebbene la banca centrale abbia innalzato il tasso programmato per il 2003 all'8,5% per tener conto dell'aumento dei prezzi amministrati

Nonostante le difficoltà nel finanziamento esterno ...

... i tassi di cambio si sono stabilizzati ...

... ma l'inflazione rappresenta un problema



e dell'inflazione inerziale, l'indice dei prezzi è salito ulteriormente, sfiorando alla fine del primo trimestre di quest'anno un valore pari al doppio del nuovo target. Anche la Colombia ha mancato l'obiettivo, benché la banca centrale continui a seguire un piano di graduale rientro dall'inflazione. I controlli valutari e dei prezzi introdotti nel gennaio 2003 in Venezuela hanno consentito alle autorità di stabilizzare il cambio, ma il costo della vita è aumentato ugualmente in misura significativa. In Messico l'indice dei prezzi ha superato lo scorso anno l'obiettivo del 4,5%; nondimeno, il governo ha riaffermato l'impegno assunto nel luglio 2002 di centrare quello fissato per il 2003, pari al 3%, pur riservandosi un margine di oscillazione compreso tra il 2 e il 4%. Lo scorso anno il tasso d'inflazione in Cile è stato inferiore a quello programmato, grazie all'affievolirsi delle pressioni sui costi reso possibile dai minori prezzi all'importazione e dalle favorevoli condizioni del mercato del lavoro; a fine marzo 2003 esso aveva però oltrepassato il limite superiore dell'intervallo del 2-4% fissato come obiettivo. I dati più recenti segnalano una moderazione delle pressioni inflazionistiche in alcuni paesi. Assume particolare rilevanza il caso dell'Argentina, dove l'esecutivo ha ridotto drasticamente le sue previsioni di inflazione per il 2003 all'8%, contro il 35% originariamente stabilito nel programma di sostegno concordato con l'FMI e il 41% di fatto registrato alla fine del 2002.

Le autorità monetarie dei paesi fortemente indebitati hanno dovuto misurarsi con alcune difficili scelte antitetiche. Quella forse più importante riguarda la necessità di innalzare i tassi d'interesse a un livello sufficiente a prevenire destabilizzanti spirali inflazione/deprezzamento, nella consapevolezza che un aumento eccessivo dei tassi rischia di accentuare sia i dubbi circa la sostenibilità del debito pubblico sia, verosimilmente, la fragilità del sistema finanziario. Questo risultato potrebbe a sua volta acuire le pressioni al ribasso sul cambio e, di conseguenza, ripercuotersi negativamente sull'inflazione.

Un'ulteriore complicazione per l'America latina è rappresentata, nel breve termine, dai possibili effetti contrattivi connessi con il deprezzamento del cambio nominale, giacché questo accresce gli oneri debitori dei residenti che

Rischio che gli alti tassi d'interesse compromettano la sostenibilità del debito ...

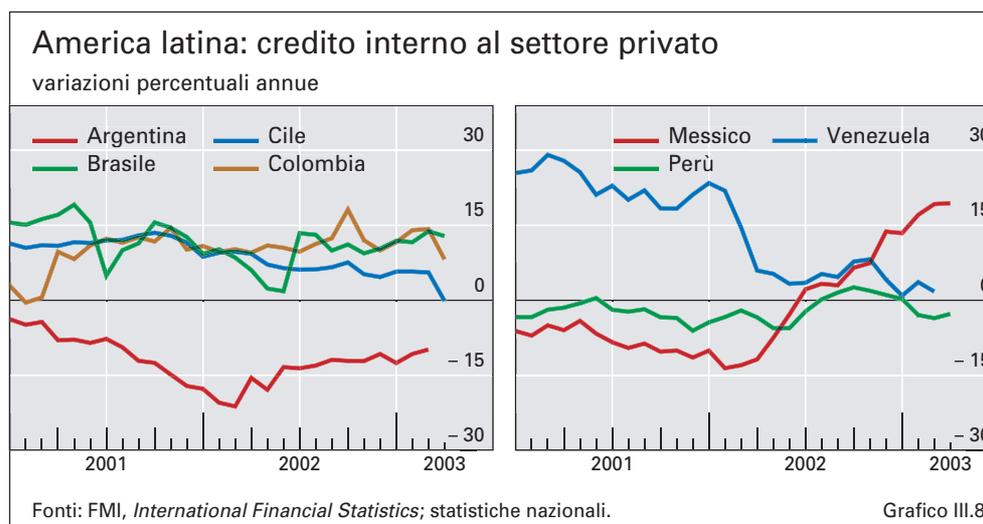
... e che i deprezzamenti producano effetti contrattivi

| America latina: tassi d'interesse e tassi di cambio reali | | | | | | | | | |
|---|--|------------------|------------------|--|-----------|-----------|--|-----------|-----------|
| | Tassi d'interesse a breve termine ¹ | | | Tassi d'interesse reali a breve termine ^{1,2} | | | Tassi di cambio effettivi reali ³ | | |
| | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 | dic. 2001 | dic. 2002 | apr. 2003 |
| Argentina | 6,1 | 34,1 | 22,2 | 7,8 | -4,9 | 2,3 | 1,6 | -58,6 | 11,1 |
| Brasile | 19,1 | 24,9 | 26,3 | 10,6 | 11,0 | 8,4 | -10,1 | -31,7 | -21,4 |
| Cile | 6,2 ⁴ | 4,4 ⁴ | 1,9 ⁴ | 6,2 | 4,4 | 1,9 | -9,6 | -6,4 | -15,5 |
| Colombia | 10,7 | 7,5 | 7,6 | 1,6 | -0,6 | 1,0 | 5,5 | -16,1 | -21,8 |
| Messico | 7,6 | 7,6 | 6,7 | 3,0 | 1,8 | 1,4 | 8,0 | -9,5 | -14,0 |
| Perù | 4,8 | 3,6 | 3,3 | 5,0 | 2,1 | 0,7 | 6,8 | -4,2 | -6,4 |
| Venezuela | 19,7 | 25,1 | 16,0 | 6,6 | -4,7 | -13,1 | 5,0 | -30,8 | -34,4 |

¹ In percentuale; dati di fine periodo. ² Corretti per il tasso annuo d'inflazione. ³ Variazioni percentuali annue; in termini di prezzi al consumo relativi. Un incremento indica un apprezzamento. ⁴ Tasso reale collegato alla Unidad de Fomento.

Fonti: Bloomberg; Datastream; FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.6



si finanziano in valuta estera, riducendo in pari tempo il potere di acquisto sull'interno. Queste forze agiscono in senso opposto ai tradizionali effetti di sostituzione sull'interscambio. Nel medio periodo il deprezzamento può sì stimolare l'economia, ma solo se si deprezza anche il cambio reale. È ciò che è accaduto di recente in alcuni paesi latino-americani (tabella III.6), un gradito cambiamento rispetto a precedenti episodi in cui l'inflazione era cresciuta più rapidamente. Il caso dell'Argentina è indicativo degli effetti eterogenei dell'arretramento del cambio in talune economie emergenti: la caduta del peso argentino nel 2002 si era inizialmente accompagnata a una repentina contrazione del prodotto, e solo in seguito a una ripresa delle esportazioni di beni e servizi.

Per compensare in parte gli effetti frenanti sopra menzionati, le banche centrali hanno limitato gli aumenti dei tassi nominali, così da abbassare la misura dell'interesse reale. I tassi d'interesse reali sono diminuiti in Brasile, pur superando ancora l'8% ad aprile 2003, mentre in alcuni paesi (Argentina, Colombia, Venezuela) essi hanno assunto valori negativi per un periodo prolungato. In ogni caso, per bassi o negativi che fossero, i tassi non si sono puntualmente associati a una rapida espansione del credito (grafico III.8). Nonostante l'alta inflazione, in Argentina il credito nominale al settore privato è diminuito lo scorso anno a causa dei problemi del settore bancario, mentre è rallentato fin quasi a toccare lo zero in Venezuela. In Brasile il credito è aumentato intorno al 10%, un livello ancora inferiore al tasso d'inflazione. In Cile e Messico, dove i vincoli al finanziamento esterno erano meno stringenti, le autorità hanno risposto alla debolezza della domanda estera allentando le condizioni monetarie. In entrambi i paesi i tassi d'interesse reali sono calati, ma mentre in Messico il credito è cresciuto sensibilmente, in Cile ha continuato ad aumentare in misura moderata.

Europa centrale e orientale

Nell'Europa centrale e orientale (ECO) la crescita ha dato prova di notevole tenuta di fronte al rallentamento che ha colpito lo scorso anno l'Europa

I bassi tassi d'interesse reali non stimolano il credito

occidentale. L'indirizzarsi dell'economia su un sentiero di crescita endogena, sostenuta dalla rapida espansione del credito al consumo e dallo stimolo fiscale in molti paesi, si è accentuato nel 2002 (grafico III.9). Sul fronte esterno, la maggiore diversificazione dei mercati di sbocco e i guadagni di produttività hanno fatto registrare una performance delle esportazioni superiore al previsto (grafico III.1); la produzione è così aumentata in media del 5-5½% nel Sud-est europeo e nei paesi baltici, e del 3% circa nell'Europa centrale. In Russia la crescita è rimasta sostenuta, e l'economia turca si è nettamente ripresa dalla brusca contrazione del 2001. Queste tendenze sono ampiamente proseguite nel primo trimestre 2003.

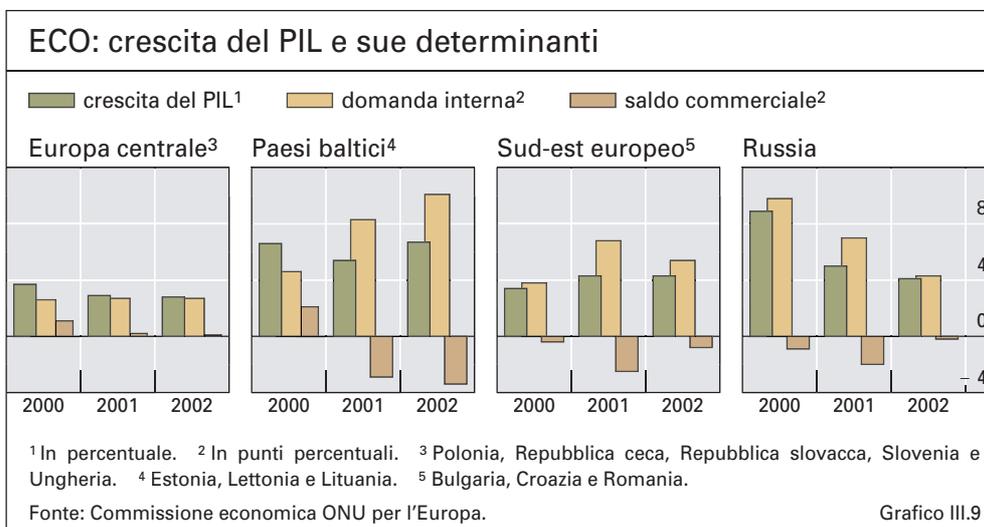
La crescita non ha risentito del rallentamento nell'Europa occidentale

Un altro aspetto positivo della recente performance macroeconomica è stato il protrarsi della disinflazione. Verso la fine del 2002 negli otto paesi della regione candidati all'ingresso nella UE e in Croazia l'inflazione media si collocava a poco più del 2,5%, il livello più basso dall'inizio della transizione. In Romania, Russia, Serbia e Montenegro e in Turchia sono stati ancora registrati aumenti dei prezzi a due cifre, ma anche in questi casi si è osservato un rallentamento nel corso dell'anno. In gran parte dei paesi, tuttavia, la minore inflazione non è attribuibile a più moderate pressioni interne dei costi e della domanda, bensì ai buoni raccolti e all'apprezzamento del cambio, che hanno fatto scendere i prezzi degli alimentari e dell'energia importata. Invero, la disinflazione è stata minore e più onerosa rispetto al passato. La variazione cumulativa del tasso di disoccupazione necessaria ad abbassare l'inflazione di 5 punti percentuali – il cosiddetto "indice di sacrificio" – è stata in media di 1,6 punti percentuali nel 2000-02, rispetto a 0,5 punti nel 1998-99.

L'inflazione cala ulteriormente ...

In tale contesto, vari fattori fanno ritenere che la bassa inflazione recentemente osservata potrebbe non proseguire nel breve termine. In primo luogo, è probabile che si affievolisca l'effetto del calo dei prezzi alimentari. In secondo luogo, la maggior parte dei paesi ha programmato una serie di aggiustamenti straordinari dei prezzi amministrati. Inoltre, l'inflazione ha cominciato a risentire dell'aumento dei corsi petroliferi all'inizio del 2003. Da ultimo, l'incremento delle retribuzioni del pubblico impiego ha iniziato a ripercuotersi su quelle del

... ma tale tendenza potrebbe non proseguire



settore privato. In parte a causa di ciò, in alcuni paesi si è ridestato l'interesse per le politiche dei redditi.

Gli afflussi di IDE hanno finanziato ampi disavanzi con l'estero

I disavanzi di parte corrente sono rimasti ampi nel 2002 (5,7% del PIL in media, escludendo la Russia), ma il loro finanziamento è risultato agevole. Nelle Repubbliche ceca e slovacca e in Slovenia gli afflussi di IDE sono stati da 2 a 5 volte maggiori dei deficit stessi, mentre nei restanti paesi essi hanno coperto in media il 60% dei disavanzi. Inoltre, l'approssimarsi dell'adesione alla UE e la percezione da parte degli investitori di un rischio relativo nei mercati emergenti hanno determinato un'impennata negli afflussi di capitale a breve termine. Di conseguenza, nel corso del 2002 la maggior parte delle valute dell'Europa centrale si è apprezzata nei confronti dell'euro o in termini effettivi nominali, con l'importante eccezione dello zloty polacco, che ha subito per un certo periodo pressioni al ribasso a causa della debole crescita interna e della tardiva risposta agli ingenti tagli dei tassi d'interesse. La Russia ha conservato un avanzo corrente prossimo al 10% del PIL, grazie a un aumento delle esportazioni petrolifere. In Turchia, la forte ripresa ha determinato un aumento delle importazioni e – in presenza di una crescita invariata delle esportazioni – un leggero deficit di parte corrente, pari all'1% del PIL.

Di fronte agli afflussi di capitale e all'apprezzamento dei cambi ...

In questa situazione relativamente favorevole, le autorità monetarie dei paesi con obiettivi espliciti di inflazione hanno per lo più cercato di contemperare gli effetti disinflazionistici dell'apprezzamento valutario con quelli espansivi degli afflussi di capitale sull'offerta interna di moneta. Al tempo stesso, esse hanno dovuto tenere in considerazione l'orientamento di stimolo della politica fiscale, la possibilità di ricadute sull'export dell'apprezzamento dei cambi e il contesto di bassi tassi d'interesse nei mercati globali dei capitali. Di fronte a tali sfide, la gran parte delle banche centrali è ricorsa a una combinazione di tagli dei tassi e di interventi sul mercato per rallentare gli afflussi di fondi e ridurre le pressioni al rialzo sul cambio.

... le banche centrali riducono i tassi e intervengono sui mercati

Lo scorso anno la Banca Nazionale ceca è intervenuta in più occasioni, abbassando il tasso ufficiale principale al disotto di quello della BCE in luglio. La Banca Nazionale polacca ha tagliato il saggio di riferimento di 5,75 punti percentuali dall'inizio del 2002. Tale azione mirava a indebolire lo zloty, ma anche ad abbassare gli elevati tassi d'interesse reali, considerati in parte responsabili della lenta crescita nel 2001-02. Di fronte agli afflussi di IDE, pari al 20% del PIL nei primi nove mesi del 2002, il governo e la banca centrale slovacchi hanno concordato di sterilizzare tutti i fondi in entrata collegati a privatizzazioni e di usare i proventi unicamente per il rimborso del debito pubblico e per la riforma pensionistica.

Controlli temporanei in Ungheria per limitare gli afflussi a breve

L'esperienza dell'Ungheria è stata ancora più drammatica. Il 15 e 16 gennaio 2003 in poche ore sono entrati nel paese capitali per circa €4-5 miliardi, equivalenti a una discreta percentuale del PIL annuo. Tali afflussi sono stati alimentati da speculazioni sulla possibilità che fosse rimosso il limite del 15% posto all'apprezzamento del fiorino al disopra della sua parità centrale con l'euro. Per contrastare questi attacchi speculativi, la Banca Nazionale ha abbassato i tassi ufficiali di 200 punti base, ha introdotto un massimale sui depositi a breve termine ed è intervenuta massicciamente sul mercato dei cambi. Tali misure straordinarie hanno smorzato la speculazione. Tuttavia,

la riduzione dei tassi e il conseguente deprezzamento del fiorino hanno aggravato le pressioni inflazionistiche, costringendo la Banca Nazionale a rivedere al rialzo le proprie previsioni di inflazione per la fine del 2003.

Sostenibilità della recente performance

Il contrasto tra sviluppi generalmente favorevoli nell'ECO e prospettive incerte per l'Europa occidentale solleva un quesito fondamentale: le economie dell'ECO saranno in grado di sostenere questa performance di crescita e continuare così ad avvicinarsi gradualmente al tenore di vita dei paesi dell'Unione europea? Una crescita forte si rende necessaria anche per attenuare le pressioni derivanti da una disoccupazione ostinatamente elevata, che resta l'aspetto meno positivo nel quadro macroeconomico generale della regione.

È possibile mantenere la buona performance?

Vi sono vari fattori che sembrano contraddire l'ipotesi di una continuazione delle recenti tendenze positive. In primo luogo, la crescita delle esportazioni potrebbe rallentare, dal momento che le prospettive per l'Europa occidentale non sono migliorate. In secondo luogo, gli alti deficit correnti e di bilancio non consentono di fare ampio affidamento sulla domanda interna come fonte principale di crescita. Infine, la recente espansione del credito interno, importante fattore di supporto al dinamismo della domanda, potrebbe non essere sostenibile nel breve periodo.

Tuttavia, a un esame più attento, alcune di queste argomentazioni appaiono meno fondate di altre. Per quanto riguarda il primo punto, sviluppi recenti indicano che l'ECO potrebbe essere di fatto divenuta meno dipendente dall'export verso l'Unione europea. Società estere detengono oggi una quota ingente del settore delle imprese della regione. Esse hanno spesso dislocato la produzione nell'ECO al fine di costituire una base più conveniente per le loro esportazioni, non solo verso l'Unione europea, ma anche verso altri mercati (incluse la stessa ECO e l'Asia). Ciò è rispecchiato dalla quota crescente di mercati extra-UE sul totale delle esportazioni della regione e da una correlazione decrescente tra l'export dei paesi candidati e la produzione industriale nell'area dell'euro dal 1999. Pur non essendo ancora chiaro se il calo sia di natura ciclica o più permanente, esso si pone comunque in contrasto con la correlazione crescente osservata tra questi indicatori nella maggior parte degli anni novanta. Al tempo stesso, i costi del lavoro in Slovenia, i più alti della regione, corrispondono ancora al 25% soltanto di quelli nella Germania occidentale, i più elevati della UE. Tale vantaggio di costo condurrà probabilmente a ulteriori, benché più contenuti, aumenti nella quota delle esportazioni dell'ECO verso mercati sia interni che esterni all'Europa occidentale.

Gli esportatori hanno diversificato i mercati di sbocco e restano competitivi

Fino a che punto gli squilibri esterni potrebbero essere di ostacolo alla crescita? Ad eccezione di Russia e Slovenia, dall'inizio della transizione la maggior parte dei paesi dell'ECO presenta ampi deficit di parte corrente. Simili disavanzi sono da prevedersi per paesi che intendono guadagnare terreno in termini di sviluppo, giacché è presumibile che sul piano nazionale gli investimenti superino il risparmio. Dal 1994 al 2002 gli afflussi di IDE hanno in media finanziato il 90% dei disavanzi correnti. In generale, le dimensioni di

Stabili deficit di parte corrente ...

questi ultimi sono rimaste stabili. Di fatto, ad esclusione della Russia, dal 2000 l'aumento dei deficit aggregati di parte corrente è stato inferiore a 1/2% del PIL. Inoltre, salvo pochi casi, gli episodi passati di forti correzioni degli squilibri di parte corrente non hanno di norma avuto ripercussioni sulla crescita del PIL per periodi di tempo prolungati. Nondimeno, si nutrono alcune preoccupazioni in merito alle vulnerabilità esterne. I flussi annui di IDE sono spesso volatili a causa di grandi progetti di privatizzazione. In aggiunta, i paesi della regione sono recentemente diventati più esposti ad afflussi di capitali a breve termine, uno sviluppo, questo, che potrebbe accentuarsi con l'adesione alla UE (si veda oltre).

... ma un'ulteriore espansione del credito sull'interno presenta rischi

Un terzo potenziale vincolo alla crescita nel breve periodo potrebbe essere la necessità di moderare l'espansione dei crediti al consumo. La maggior parte delle banche è stata privatizzata, e l'elevato grado di apertura alla proprietà e al controllo di soggetti esteri ha fortemente contribuito a migliorare l'efficienza sia del sistema finanziario che della gestione del rischio. Negli ultimi due anni l'elevata crescita del reddito delle famiglie, insieme ai più bassi tassi d'interesse e alle maggiori pressioni concorrenziali, ha incoraggiato le banche di Bulgaria, Croazia, Repubblica ceca, Romania e Ungheria a espandere il credito a tale settore a ritmi annui del 20-60%. Questa elevata crescita riflette in parte la bassa quota dei prestiti alle famiglie sul credito bancario. Tuttavia, se dovesse persistere, essa potrebbe esporre le banche a un significativo rischio di credito, poiché la maggior parte di questi prestiti non è adeguatamente garantita a causa di lacune nella legislazione che disciplina l'utilizzo delle garanzie. Un'altra fonte potenziale di preoccupazione sta nel fatto che la maggiore concorrenza tra le banche ha ridotto i margini di intermediazione in una misura che potrebbe non essere sostenibile.

Desti forte preoccupazione la sostenibilità dei conti pubblici

La preoccupazione maggiore, tuttavia, concerne la sostenibilità delle posizioni di bilancio. In Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca e Ungheria i disavanzi sono cresciuti dal 2000 a livelli pari o superiori al 5% del PIL. Gran parte di questo deterioramento è di natura strutturale, ovvero connesso con modifiche legislative che hanno aumentato in modo permanente i contributi sociali e le retribuzioni del pubblico impiego. L'adesione all'Unione europea comporterà inoltre nuovi oneri a carico della spesa pubblica, dovuti alla necessità di conformarsi ai regolamenti UE in ambiti quali la protezione dell'ambiente. Una difficoltà ulteriore deriva poi dal fatto che, in alcuni paesi, fino a due terzi delle uscite totali sono disciplinati da norme che esulano dalle leggi di bilancio. Di conseguenza, misure discrezionali di spesa sono state spesso attuate tramite attività parafiscali (garanzie, fondi extra-bilancio) che mancano di trasparenza e possono generare considerevoli incertezze per la politica monetaria.

Anche la Turchia deve affrontare problemi di debito pubblico

La Turchia deve confrontarsi con un debito pubblico che si situa oggi a oltre l'80% del PIL, un livello superiore a quello riscontrabile nella quasi totalità delle altre grandi economie emergenti (tabella III.4). Per raggiungere l'obiettivo di ricondurre tale rapporto al disotto del 70% entro la fine del 2004, le autorità si sono impegnate a conseguire un avanzo primario di bilancio del 6 1/2% del PIL (rispetto al 4 1/2% del 2002) e a ridurre l'inflazione al 20% entro la fine del 2003 (dal 30% del primo trimestre). Il costo del debito è tuttavia

ingente, poiché i tassi d'interesse reali si aggirano sul 20%. Inoltre le passività, benché emesse e detenute sull'interno, sono per lo più collegate a tassi a breve termine o al cambio, e quindi la sostenibilità del debito risulta altamente sensibile ai movimenti di tali variabili. Un rischio ulteriore deriva dal fatto che obiettivi ambiziosi in termini di aumenti di reddito e tagli alla spesa non potranno essere conseguiti se non si procederà secondo i piani con le privatizzazioni e le riforme, politicamente delicate, dell'amministrazione pubblica e del sistema bancario.

Sfide dell'adesione alla UE

Successivamente all'entrata nell'Unione europea nel maggio 2004, i paesi candidati progettano di aderire al meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo (SME II). Dopo un periodo di due anni all'interno dello SME II, e subordinatamente al rispetto degli altri criteri di Maastricht, la tappa successiva sarebbe la partecipazione alla UEM. Sebbene appaia improbabile che i primi tra i nuovi paesi membri possano entrare a far parte dell'area dell'euro prima del 2007 o 2008, tale prospettiva sta già avendo ripercussioni sulle aspettative di mercato, e i tassi obbligazionari a lungo termine stanno convergendo verso i livelli europei. Inoltre, ne sono influenzate anche le politiche macroeconomiche, che devono soddisfare i criteri di Maastricht e al tempo stesso gestire cospicui afflussi di capitali.

Si osserva già l'impatto delle prossime fasi di integrazione

| Criteri di convergenza nella UEM | | | | | | | | | | |
|------------------------------------|-----------------------------------|-----------|--|---------|--|------|------------------------------------|------|------------------------------|------|
| | Stabilità dei prezzi ¹ | | Tasso d'interesse a lungo termine ² | | Stabilità del tasso di cambio ³ | | Disavanzo di bilancio ⁴ | | Debito pubblico ⁵ | |
| | 1999 | 2002 | 1999 | 2002 | 1999 | 2002 | 1999 | 2002 | 1999 | 2002 |
| Valore di riferimento ⁶ | 0,5 + 1,5 | 1,5 + 1,5 | 5,3 + 2 | 4,4 + 2 | ±15 | ±15 | -3,0 | -3,0 | 60 | 60 |
| Polonia | 7,3 | 2,0 | 9,7 | 5,6 | 2,1 | 6,8 | -2,0 | -6,3 | 43 | 48 |
| Repubblica ceca | 2,1 | 1,8 | 7,0 | 4,3 | -1,0 | -2,6 | -6,3 | -5,8 | 15 | 23 |
| Repubblica slovacca | 10,5 | 3,4 | ... | 7,4 | 1,3 | -3,5 | -6,4 | -5,8 | 30 | 34 |
| Slovenia | 6,2 | 7,5 | ... | 8,9 | 4,6 | 3,7 | -2,2 | -1,8 | 26 | 31 |
| Ungheria | 10,0 | 5,3 | 8,8 | 6,5 | 3,2 | -5,4 | -5,2 | -6,7 | 60 | 50 |
| Estonia | 3,3 | 3,6 | ... | 3,9 | -0,1 | 0,0 | -4,6 | 0,7 | 7 | 5 |
| Lettonia | 2,4 | 1,9 | ... | 4,4 | -3,2 | 7,6 | -3,9 | -1,8 | 11 | 14 |
| Lituania | 0,8 | 0,3 | ... | 5,9 | -8,5 | -1,9 | -8,5 | -1,8 | 28 | 28 |
| Bulgaria | 2,6 | 5,9 | 9,3 | 5,7 | -0,6 | 0,0 | -1,0 | -0,6 | 94 | 57 |
| Croazia | 4,1 | 2,2 | 12,7 | 6,5 | 4,0 | 0,4 | -8,2 | -5,0 | 49 | 52 |
| Romania | 45,3 | 22,8 | ... | ... | 39,2 | 22,7 | -3,6 | -2,9 | 31 | 29 |
| <i>Media</i> ⁷ | 8,6 | 5,1 | 9,5 | 5,9 | 3,7 | 2,5 | -4,7 | -3,5 | 36 | 34 |

¹ Variazioni percentuali annue dei prezzi al consumo. ² Sui titoli di Stato decennali in moneta nazionale, dati di fine anno; per Bulgaria e Lettonia, titoli quinquennali. ³ Scostamento del tasso di cambio di fine anno (in unità di moneta nazionale per euro) dal tasso medio, rispettivamente, nel 1998-99 e 2001-02. Un incremento indica un deprezzamento. ⁴ Disavanzo dell'amministrazione centrale (base di competenza) in percentuale del PIL. Per i paesi dell'OCSE, stime OCSE; per gli altri paesi, dati FMI e statistiche nazionali. ⁵ Debito interno ed estero del settore pubblico (amministrazioni pubbliche) in percentuale del PIL. ⁶ Tasso d'inflazione e d'interesse dei tre paesi, rispettivamente della UE e dell'area dell'euro, con la più bassa inflazione; gli altri tre valori di riferimento sono basati sul Trattato di Maastricht. ⁷ Non ponderata.

Fonti: BCE; Bloomberg; Commissione europea; FMI; OCSE; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.7

Il consolidamento dei bilanci sarà cruciale per una convergenza ordinata

È ormai chiaro che il problema principale in vista della partecipazione alla UEM riguarderà gli ampi deficit di bilancio e, in alcuni casi, un'inflazione relativamente alta (tabella III.7). Sebbene l'obiettivo a medio termine sia quello di ridurre i disavanzi di bilancio nei due anni seguenti al disotto del tetto del 3% previsto da Maastricht, l'adesione allo SME II di paesi che presentano deficit pari al 5-6% del PIL spingerebbe le rispettive banche centrali a mantenere tassi a breve termine superiori a quelli dell'area dell'euro. Come mostra la già ricordata esperienza ungherese, il differenziale attirerebbe capitali a breve e potrebbe senz'altro aumentare la volatilità del cambio. Un fattore di particolare preoccupazione concerne le possibili conseguenze di un eventuale scostamento da tali ambiziose strategie di riduzione del deficit. Giacché i principali sottoscrittori delle nuove emissioni di debito pubblico saranno presumibilmente non residenti – data la promessa di sostenibilità a medio termine –, tale circostanza potrebbe portare a un'improvvisa inversione dei flussi di portafoglio, provocando un brusco deprezzamento della valuta.

Gli afflussi di capitale rappresenteranno una sfida per la politica monetaria

Gli afflussi di capitale potrebbero causare problemi alla politica monetaria anche nei paesi che perseguono politiche fiscali adeguate e che hanno conseguito una bassa inflazione. Innanzitutto è probabile che, in presenza di una crescita della produttività intersettoriale nell'ECO maggiore di quella dell'area dell'euro, le pressioni al rialzo sul cambio restino elevate e attraggano capitali a breve termine. Inoltre, l'alta produttività marginale del capitale continuerà a stimolare gli afflussi di IDE. Di conseguenza, le autorità monetarie di questi paesi dovranno condurre una politica molto accorta nel situare i tassi d'interesse a un livello appropriato: tassi troppo alti incoraggerebbero afflussi eccessivi di capitale a breve, mentre tassi troppo bassi porterebbero a investimenti sovrabbondanti, e quindi all'inflazione.

Politiche prudenti sono essenziali per la convergenza

Al fine di minimizzare i rischi, i paesi candidati potrebbero ritenere vantaggioso cercare di soddisfare i criteri di Maastricht all'atto della loro adesione allo SME II. Tuttavia, l'esperienza di paesi come Italia e Spagna nei primi anni novanta mostra che la convergenza può rivelarsi più difficile proprio quando sembra più a portata di mano. Per i responsabili delle politiche dei paesi dell'ECO il raggiungimento della convergenza nominale nei prossimi due o tre anni potrebbe perciò dimostrarsi più incerto di quanto sia desumibile dai dati correnti. Ciò sottolinea la necessità di perseguire costantemente politiche macroeconomiche improntate alla cautela.

Africa e Medio Oriente

Rallenta nel 2002 la crescita in Africa

Politiche fiscali e monetarie più prudenti e una modesta esposizione al commercio estero avevano permesso all'Africa di far fronte alla decelerazione economica mondiale nel 2001. Tuttavia, la crescita è rallentata lo scorso anno (tabella III.8) a causa della perdurante debolezza nell'area dell'euro (principale partner commerciale) e di diversi problemi a livello locale. Tra questi figurano le difficoltà di controllo dei deficit di bilancio e i vincoli alla crescita derivanti dall'applicazione di quote per la produzione petrolifera in Nigeria, gli ampi disavanzi pubblici e la confisca di aziende agricole nello Zimbabwe, il calo dei redditi da turismo provocato dagli attacchi terroristici, la grave siccità nel

| Crescita del prodotto e inflazione in Africa e Medio Oriente | | | | | | | | |
|--|-----------|------|------|-------------------|-------------------|------|------|-------------------|
| variazioni percentuali, tassi annui | | | | | | | | |
| | PIL reale | | | | Prezzi al consumo | | | |
| | 1995–2000 | 2001 | 2002 | 2003 ¹ | 1995–2000 | 2001 | 2002 | 2003 ¹ |
| Africa | 3,4 | 3,6 | 3,4 | 3,9 | 18,9 | 13,0 | 9,3 | 10,1 |
| Magreb ² | 3,1 | 4,1 | 3,3 | 4,4 | 6,4 | 2,6 | 2,2 | 3,3 |
| Nigeria | 3,1 | 2,8 | 0,5 | 6,7 | 20,4 | 18,9 | 12,9 | 15,3 |
| Paesi CFA | 4,1 | 3,9 | 3,7 | 3,4 | 4,4 | 4,2 | 3,4 | 3,0 |
| Sudafrica | 2,7 | 2,8 | 3,0 | 3,0 | 7,0 | 5,7 | 9,9 | 8,0 |
| Medio Oriente | 4,0 | 2,8 | 2,7 | 4,2 | 9,9 | 3,8 | 6,3 | 7,0 |
| Arabia Saudita | 1,9 | 1,2 | 0,7 | 3,5 | 0,6 | -0,5 | -0,6 | 1,0 |
| Egitto | 5,2 | 3,5 | 2,0 | 3,0 | 5,6 | 2,4 | 2,5 | 3,0 |
| Iran | 4,4 | 5,7 | 4,8 | 6,5 | 22,9 | 11,4 | 15,0 | 17,0 |
| Israele | 4,6 | -0,9 | -1,0 | 0,5 | 6,9 | 1,1 | 5,7 | 2,8 |

¹ Previsioni. ² Algeria, Marocco e Tunisia.
 Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; statistiche nazionali.

Tabella III.8

Nord e nel Sud del continente e l'accentuarsi degli effetti avversi derivanti dall'epidemia HIV/AIDS. Nello stesso tempo, il tasso medio d'inflazione si è situato lo scorso anno ad appena il 4½%, un livello prossimo a quello di America latina e Asia, ed è stato persino inferiore nei tre paesi del Magreb (Algeria, Marocco e Tunisia) che perseguono obiettivi in termini di aggregati monetari. Tra questi, la performance economica dell'Algeria dovrebbe migliorare nel 2003, sostenuta dalle esportazioni di petrolio e gas.

La crescita registrata nel 2002 dai paesi appartenenti alla zona del franco CFA è stata leggermente inferiore alle previsioni, in ragione di una crisi nella Côte d'Ivoire e di condizioni sfavorevoli sui mercati internazionali delle merci, che hanno avuto ricadute negative su diverse economie della regione.

Crescita inferiore alle previsioni nei paesi CFA

In Nigeria l'aumento della spesa pubblica aveva superato nel 2001 quello dei redditi petroliferi, causando un deterioramento sia della posizione di bilancio sia del saldo di conto corrente. A ciò hanno fatto seguito un deprezzamento del cambio, rincari dei prezzi e recessione. Nella seconda metà dello scorso anno il paese è stato costretto a sospendere i pagamenti del servizio del debito su crediti ufficiali bilaterali a causa delle forti riduzioni delle riserve in valuta estera.

Deterioramento dei conti in Nigeria

La Reserve Bank del Sudafrica ha contribuito a invertire gran parte del precedente deprezzamento del rand aumentando lo scorso anno in via preventiva il proprio tasso di riferimento in quattro riprese. Nondimeno, il tasso d'inflazione ha largamente superato il valore di obiettivo e le esportazioni si sono indebolite in seguito al calo della competitività. Tuttavia, il PIL è comunque riuscito a crescere del 3% nel 2002 e lo stesso ritmo di espansione è atteso per quest'anno. Ciò è dovuto in parte a una politica fiscale espansiva, resa possibile da vari anni di risanamento dei conti pubblici e di riduzione del debito. In Tanzania e Uganda il deprezzamento della moneta ha contribuito a compensare le ingenti perdite nelle ragioni di scambio dovute a repentine diminuzioni dei prezzi del caffè e di altre esportazioni tradizionali.

La politica fiscale sostiene la crescita in Sudafrica

Il deprezzamento del cambio, insieme ai prezzi stabili, ha inoltre favorito la diversificazione verso nuovi settori di esportazione, sostenuta da afflussi di IDE.

In Egitto il deprezzamento potrebbe sospingere l'inflazione

In Medio Oriente, la bassa competitività delle esportazioni egiziane, nonché il calo delle entrate da turismo e degli afflussi di capitale, hanno concorso a un deterioramento della performance di crescita del paese. Il rapido sviluppo di un mercato parallelo dei cambi ha messo in dubbio la sostenibilità dell'ancoraggio valutario, inducendo le autorità ad adottare nel gennaio 2003 un regime di cambi flessibili. Sebbene il successivo deprezzamento della lira egiziana sembri aver ripristinato la competitività esterna del paese, le prospettive restano incerte. La discesa del cambio potrebbe aumentare significativamente l'inflazione in assenza di un nuovo ancoraggio nominale per la politica monetaria. Potrebbe altresì rendersi necessaria una restrizione della politica fiscale al fine di arrestare l'aumento del debito pubblico e impedire un ulteriore declassamento del merito creditizio del paese.

I prezzi salgono in Iran ma calano in Arabia Saudita

Negli ultimi anni la crescita in Iran è aumentata e si è rafforzato il saldo corrente. Tuttavia, l'elevata inflazione (in parte collegata a un deterioramento della posizione di bilancio) resta un problema. Per contro, in Arabia Saudita i prezzi al consumo sono scesi dal 1998, nonostante l'ampio disavanzo di bilancio e un rapporto debito pubblico/PIL vicino al 100%. Sebbene le minori esportazioni petrolifere abbiano indebolito la crescita del prodotto nel 2002, il surplus di parte corrente è rimasto prossimo al 5% del PIL. Ciò ha contribuito a un ulteriore aumento delle riserve valutarie e ha permesso alle autorità di mantenere i tassi d'interesse su livelli molto bassi. Un miglioramento della crescita è previsto per il 2003, benché le prospettive continuino a dipendere in ampia misura dagli sviluppi sul mercato del greggio.

Recessione in Israele

In Israele si è aggravata la recessione iniziata con lo scoppio della bolla tecnologica, e la disoccupazione è salita a oltre il 10%. Lo squilibrio di bilancio è rimasto elevato e il deficit del conto corrente ha superato il 2% del PIL. Per contrastare lo sconfinamento dell'obiettivo di inflazione e l'accentuarsi delle aspettative inflazionistiche a seguito del deprezzamento dello shekel, la banca centrale ha aumentato il tasso di finanziamento di oltre 500 punti base. Ciò ha finito con l'arrestare la discesa del cambio e con lo stabilizzare il tasso d'inflazione. Poiché la questione della sicurezza continua a pesare sugli introiti da turismo e da esportazioni, i sondaggi presso consumatori e imprese indicano, nella migliore delle ipotesi, una debole ripresa del PIL per quest'anno.