

Rischio paese

SOMMARIO

/02 Le trasformazioni del rischio nei Paesi emergentidi Julien Marcilly e
Yves Zlotowski**/02 Società più polarizzate****/06 Economie più protette****/10 Elevato dinamismo del credito**

FOCUS

/05 La "Primavera araba" due anni dopo: Nord Africa e Medio Oriente in continuo subbuglio, di Pierre Paganelli**/07** Effetti dei controlli sui capitali: l'esempio del Brasile, di Axelle Fofana

In questo numero di Panorama, Coface mette in luce il cambiamento radicale del rischio nei Paesi emergenti. Nonostante il tradizionale rischio paese (rischio sovrano, vulnerabilità esterna) abbia subito un sensibile declino, tre nuovi pericoli sono alle porte e andranno costantemente monitorati.

- **Il rischio dovuto all'instabilità politica**

Un rischio che col tempo ha subito un aumento nei Paesi emergenti, i quali ora sono costretti ad affrontare nuove rivendicazioni e contemporaneamente trovare i mezzi per esprimerle. Così, grazie ad un rinnovamento del quadro di analisi del rischio politico, Coface mette in evidenza il forte rischio di instabilità che ancora affligge le zone del Nord Africa e del Medio Oriente; ma anche Venezuela, Russia, Cina, Nigeria e Kazakistan devono far fronte a sintomatiche pressioni dovute al cambiamento.

- **Il rischio di un protezionismo incalzante**

Il protezionismo in atto (che interessa sia il mondo finanziario che quello del mercato dei beni) è il risultato di shock esogeni subiti dai Paesi emergenti a partire dal 2008. In futuro, tutto ciò potrebbe implicare dei possibili ritardi nei pagamenti per il mercato delle importazioni nonché barriere all'entrata per le imprese straniere che desiderano trarre vantaggio dal dinamismo della domanda interna delle Economie emergenti. Argentina, Russia e in modo minore India sono i paesi da tenere in considerazione.

- **Il rischio legato al credito bancario**

Il credito bancario è soggetto ad un grande dinamismo nei Paesi emergenti al punto da creare delle vere e proprie bolle del credito a livello sia imprenditoriale che domestico. Coface evidenzia i paesi che potrebbero essere affetti da tale minaccia. Nonostante siano incoraggiati da una effettiva crescita dinamica, alcuni tra i Paesi asiatici emergenti, devono monitorare attentamente i loro mercati del credito. Seguono Cile, Turchia, Russia e Venezuela anch'essi soggetti a eccessive crescite del credito bancario.

RESERVATION

Il presente documento riflette l'opinione della direzione alla ricerca economica di Coface, alla data della sua redazione e in funzione delle informazioni disponibili; potrà essere modificato in qualsiasi momento. Le informazioni, le analisi e le opinioni sono state scelte sulla base di molteplici fonti ritenute serie e affidabili; tuttavia Coface non garantisce in alcun caso l'esattezza, l'eshaustività o la realtà dei dati contenuti nel presente documento. Le informazioni, le analisi e le opinioni vengono comunicati a titolo di informazione e rappresentano un completamento delle notizie di cui il lettore dispone. Coface non ha alcun obbligo di risultato ma un obbligo di mezzi e non si assumerà responsabilità alcuna per le eventuali perdite subite dal lettore derivanti dall'utilizzo delle informazioni, analisi e opinioni contenute nel presente documento. Tale documento, come le analisi e le opinioni che vi sono espresse appartengono esclusivamente a Coface; il lettore è autorizzato a consultarle o a riprodurle a fini di uso interno unicamente con riserva di menzione di Coface e senza alterare o modificarne i dati. Qualsiasi tipo di utilizzo, estrazione, riproduzione a fini di uso pubblico o commerciale è vietato senza l'accordo prestabilito di Coface. Il lettore è invitato a far riferimento alle menzioni legali presenti sul sito di Coface.

LE TRASFORMAZIONI DEL RISCHIO NEI PAESI EMERGENTI

Julien Marcilly, Yves Zlotowski

Redatto il 6 marzo 2013

Il fallimento di Lehman Brothers e le conseguenze sulle economie avanzate hanno mutato radicalmente la valutazione del rischio paese. Infatti, i rischi associati alla maggior parte dei paesi avanzati sono fortemente aumentati, soprattutto a causa dell'incremento del debito pubblico e alla recessione economica. Al contrario, i Paesi emergenti sono ritenuti meno a rischio: il loro debito pubblico infatti ha subito un calo nonostante la crisi, la liquidità estera è confortante e la crescita è risultata essere costante. Lo confermano i trend sul lungo termine: il tasso di crescita medio potenziale delle economie emergenti è più che duplicato tra il 1970 e il 1989 e tra il 1990 e il 2007 passando dall'1,5% al 3,5%. Allo stesso tempo la deviazione standard della crescita del PIL ha subito un calo passando dal 4,25% al 3,25%, ciò mette in evidenza che oggi i tassi di crescita dei Paesi emergenti sono più forti rispetto al passato, con fluttuazioni molto meno significative. I loro solidi fondamentali non hanno saputo però impedire che l'attività economica dei Paesi emergenti fosse temporaneamente penalizzata dalla recessione delle principali economie avanzate nel periodo 2008-2009. Tutto ciò ha avuto effetti secondari sulla loro crescita interessando canali differenti (commercio, investimenti e banche). Di fronte a

questa situazione instabile, le reazioni delle singole economie e delle imprese sono state tante e di diverso tipo, ma tutte però riassumibili in un'unica parola: resistenza sotto ogni forma. Sul piano politico, l'incremento della disoccupazione e l'aumento delle diseguaglianze sociali dovute alla crisi sono due cause scatenanti di protesta nel Medio Oriente e in Nord Africa. Sul piano economico invece, la resistenza si è fin da subito caratterizzata per l'intensificazione del protezionismo sotto diversi aspetti (come per esempio il protezionismo commerciale, controllo dei capitali) traducendosi poi in piani di rilancio di ampia portata attraverso politiche monetarie. Queste misure hanno condotto ad una considerevole crescita del credito nella maggior parte dei Paesi emergenti. Questi mutamenti recenti evidenziano come la natura del rischio nei Paesi emergenti sia di fatto profondamente alterata: il rischio paese tradizionale (rischio sovrano, vulnerabilità esterna) sembra essere in calo ma intanto nuovi rischi sono emersi. In questo numero di Panorama ci focalizzeremo in particolare su tre di essi derivanti in parte dalla crisi globale del 2008-2009 che stanno oggi affliggendo i Paesi emergenti: sono il rischio politico-sociale, il rischio legato al protezionismo e il rischio connesso alla bolla del credito.

SOCIETÀ PIÙ POLARIZZATE⁽¹⁾

Nuovi territori di tensione politica nei Paesi emergenti

L'ondata di rivoluzioni arabe ha avuto un effetto sismico sul rischio paese tradizionale. Di norma, le sollevazioni di carattere politico non sono ben avvertite sia dagli osservatori privati sia dai ricercatori accademici. I governi di Hosni Mubarak in Egitto (Presidente dal 1981 al 2011) o quelli di Zine El Abedine Ben Ali in Tunisia (Capo del Governo dal 1987 al 2011) sono stati ritenuti stabili. Solamente i periodi di successione sono stati considerati potenzialmente problematici. Fenomeni di instabilità potrebbero provenire da fattori interni al regime politico stesso, ma non dalla pressione "esogena" della società.

La globalizzazione delle proteste ha certo provocato molto stupore. Caratterizzate da un processo di attenta imitazione e rappresentazione, alla rivoluzione tunisina hanno fatto seguito sommosse simili: Egitto, Libia e Yemen sono stati infatti teatro di grandi sovversioni politiche, senza contare poi le molteplici manifestazioni sfociate in Bahrein, Marocco e Giordania. Ma questa ondata di proteste è penetrata anche oltre i confini dei paesi arabi: nel dicembre scorso, nel periodo delle elezioni, episodi di malcontento senza precedenti si sono sviluppati anche in Russia.

Sia nel 2011 che nel 2012 l'India fu scossa da una serie di proteste prima contro la corruzione dopo contro la violenza sulle donne. Nel 2012 il Sudafrica è stato testimone di un violento ed inusuale movimento popolare scoppiato nelle miniere. Tutti questi episodi di tensione sembrano dissimili, tuttavia anche nei casi in cui non hanno condotto a vere e proprie rivoluzioni, rispecchiano una forma di esasperazione sociale che le istituzioni non hanno saputo affrontare. Dopo la rivoluzione tunisina le società dei Paesi emergenti hanno dato voce alle loro preoccupazioni latenti, quindi cosa in questi paesi è stato ignorato o sottovalutato nel quadro di analisi del rischio paese?

Rivendicazioni politiche e istituzionali

Gli indicatori sociali ed economici tradizionali (disoccupazione, disuguaglianze sociali, inflazione, PIL pro capite) restano delle variabili chiave, nonostante ciò non riescono a dare spiegazioni complete a questi fenomeni di esasperazione. È interessante notare come la rivoluzione egiziana sia avvenuta dopo anni di boom di crescita per l'Egitto e quando la Tunisia sembrava

(1) Questa parte è stata redatta con il contributo di Guillaume Baqué

(2) Tra il 2006 e il 2008, la crescita del PIL in Egitto è stata pari al 7% in media all'anno. Tra il 1998 e il 2008, il PIL pro capite corrente in dollari in Tunisia è passato da 2336 a 4345 (Fonte: FMI).

essere un modello di riforma. Il FMI rivela, in una recente pubblicazione, che la strategia di separazione tra le riforme economiche e quelle politiche non ha funzionato. In mancanza di un sistema di check & balance della società, delle riforme e della crescita sono aumentate le disuguaglianze ed emerso uno stato di frustrazione. Marwan Muasher prende l'esempio delle privatizzazioni le quali, all'interno di un sistema di governo carente, sono sinonimo dell'appropriazione di beni pubblici da parte di un élite vicina al governo. In generale, le riforme di liberalizzazione economica incoraggiate dalle istituzioni internazionali possono aver avuto conseguenze devastanti quando non accompagnate da riforme politiche.

Si è constatato che spesso gli slogan dei dimostranti si riferiscono al governo, e a volte menzionano anche il tema della corruzione. Il giovane fruttivendolo tunisino Mohammed Bouazizi, che si è dato fuoco a Sidi Bouzid nel dicembre del 2010, ha dovuto assistere alla confisca della sua bilancia e della merce poiché sostava in prossimità della fermata dei taxi davanti alla sede del governo, zona vietata alla sosta. Il suo atto disperato ha avuto un forte impatto, in primis per la sua natura tragica, ma anche perché esprime una significativa e frequente situazione di disagio vissuta dai cittadini. In tale contesto, le barriere all'entrata ostacolavano la piccola imprenditoria sinonimo di sopravvivenza. La società non è quindi più in grado di svolgere le proprie occupazioni essenziali (economiche e politiche) e le problematiche sono diventate talmente gravi da non poter che esser risolte attraverso un atto di forza.

I cittadini dei Paesi emergenti reclamano riforme politiche e istituzionali che permettano loro di ottenere maggior rappresentanza sia politica che economica. Chiedono democrazia come dichiara Armatya Sen, ossia richiesta di partecipazione, di maggior considerazione e della messa in conto della propria volontà. Una rivendicazione più pressante rispetto alla semplice richiesta di elezioni formali ed è proprio per tale motivo che ciò accade in paesi aventi istituzioni democratiche a partire dall'India. Gli ostacoli che impediscono la partecipazione alla vita politica ed economica non rispecchiano semplicemente le conseguenze dovute alla mancanza di libertà di parola ma molto spesso quella di regole informali meno avvertite e divenute perciò poco sostenibili. È il caso dell'assenza di garanzie sui diritti alla proprietà, corruzione e disagi amministrativi dilaganti, impedimenti al progresso socio-economico e politico femminile e dei giovani.

Profondi cambiamenti culturali spesso trascurati

Se la richiesta di democrazia è divenuta col passare del tempo sempre più sentita nei Paesi emergenti è anche perché si dispone di maggiori mezzi per ottenerla. La sensibilità delle società civili all'interno dei sistemi politici autoritari è stata sottostimata. La prosperità economica gioca un ruolo trainante liberando i cittadini dalla mera logica della sopravvivenza. Questa evoluzione dei bisogni è riconducibile alla nota piramide delineata dallo psicologo Abram Maslow la quale gerarchizza i bisogni degli individui partendo dall'idea che essi subiscano una trasformazione nel momento in cui vengono soddisfatti. Quando un bisogno viene appagato, subito ne emergono altri (bisogno di sicurezza, appartenenza, stima, realizzazione di sé, secondo l'ordine definito da B. Maslow).

(3) Muasher M. (2013), Freedom and Bread Go Together, contenuto nello speciale dedicato ai paesi del Medio Oriente "The Middle-East: Focus on the Future", Finance & Development, March 2013.

(4) Il tema della corruzione è stato al centro di manifestazioni in Russia nel dicembre 2011 e nel gennaio 2012. La lotta contro la corruzione fu all'origine del movimento condotto dai militanti Anna Hazare, che hanno portato a numerose veglie notturne a Delhi durante il 2011.

Una maggior diffusione del sistema educativo per i giovani risulta ancora motivo di frustrazione. Nella sua sintesi riguardante la Primavera araba), la ricercatrice Florence Gaub dà considerevole importanza alla frustrazione dovuta all'entrata dei giovani diplomati nel mercato del lavoro, incapace però di assorbirli: "Sebbene fossero state descritte come solide, le istituzioni statali tunisine si dimostrarono alla fine incapaci di colmare il gap che le riforme dell'educazione avevano creato tra le aspettative e la realtà". Infine, il ruolo della donna nelle società arabe è mutato notevolmente, molte di esse infatti ora partecipano a manifestazioni sia in Egitto che in Tunisia. Come annuncia il demografo Philippe Fargues, studioso del mondo arabo, nella regione MENA: "Se in passato l'elevato tasso di fertilità era riconducibile a matrimoni precoci e alla scarsa partecipazione femminile all'economia... ora invece il tasso di fertilità è diminuito, una donna nel 1960 aveva in media 7 figli mentre nel 2008 la percentuale si è abbassata a 2,9". La rivendicazione democratica interessa quindi anche l'identità poiché forti mutamenti demografici hanno cambiato il ruolo che il mondo femminile riveste nelle società arabe.

I social network costituiscono infine un nuovo strumento per esprimere le frustrazioni. In molti Paesi emergenti gli accessi ad Internet sono letteralmente esplosi, i social network in particolare giocano un doppio ruolo. Se da una parte essi rappresentano un mezzo di mobilitazione rapida, di facile utilizzo e poco monitorato dalle autorità, dall'altra sono ritenuti un'esperienza democratica che permette a molti giovani di esprimersi liberamente in un contesto sicuramente virtuale ma non gerarchico. Ma progressivamente la discrepanza tra gli ostacoli della vita reale e la libertà sperimentata sul video sono risultati difficili da accettare. Da ricordare l'attivista e dissidente russo Alexey Navalny conosciuto grazie al suo sito "Rosspil" tramite il quale proponeva ai cittadini russi, a partire dalla fine del 2010, l'appropriazione indebita di fondi da parte delle amministrazioni attraverso documenti pubblici del tutto ufficiali nell'ambito del mercato pubblico.

Verso una ridefinizione degli indicatori del rischio politico

Partendo da questa rapida analisi, gli indicatori del rischio politico ci sembrano seguire due logiche: le pressioni ai cambiamenti possono essere misurate tramite delle variabili che rispecchiano il grado di intensità delle frustrazioni economiche, sociali e politiche in un determinato paese. Le disuguaglianze, il tasso di disoccupazione, le libertà politiche e la corruzione costituiscono i propulsori multidimensionali di tali frustrazioni. Tuttavia, l'esistenza di queste tensioni, seppur di forte intensità, non è sinonimo di disordine sociale. La capacità delle società di trasformare queste pressioni in un cambiamento effettivo richiede lo sviluppo di strumenti per il cambiamento che a loro volta consentono l'espressione, la canalizzazione e la mobilitazione di questo clima di malcontento. La creazione di questa tipologia di strumenti, per lo più di natura culturale, ha svolto un ruolo chiave nei paesi arabi. Essi sono il livello di educazione, l'accesso più allargato ad Internet, l'urbanizzazione, il tasso di fertilità e quello della partecipazione femminile al mercato del lavoro. Nella nostra analisi, questi cambiamenti culturali vengono identificati come la capacità della società a mutare la frustrazione in azione politica.

(5) F. Gaub (2012) «Lessons Learnt : Understanding instability : Lessons from the «Arab Spring », AHRC Policy Series n°9, Arts and Humanities Research

(6) Ph. Fargues (2008), Emerging Demographic patterns across de Mediterranean and their Implications for Migration through 2030, Migration Policy Institute, Transatlantic Council on Migration, novembre 2008.

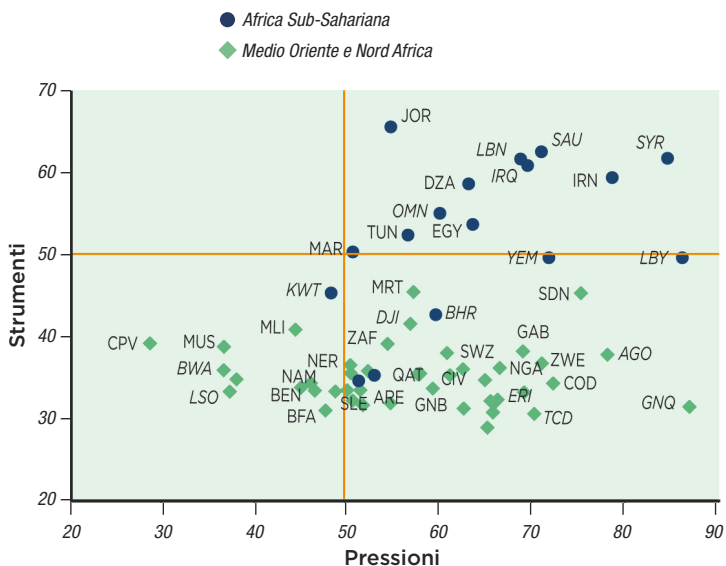
Il rischio politico deve quindi combinare diversi fattori come mostra la tabella sottostante. Ognuna di esse - pressioni ai cambiamenti e strumentazioni per il cambiamento - sono composte rispettivamente da 6 e 7 elementi, la cui ponderazione totale raggiunge il 100%. Nelle "pressioni al cambiamento", il livello di disoccupazione, corruzione e libertà di espressione ("espressione e responsabilità") detengono il peso maggiore (superiore al 20%).

Pressioni al cambiamento	PIL pro capite * Inflazione * Disoccupazione * GINI ** Espressione e responsabilità ** Controllo della corruzione **
Strumenti per il cambiamento	Tasso dell'educazione superiore ** Tasso di alfabetizzazione adulta ** Accesso a Internet ** Proporzione del numero di giovani ** Tasso di fecondità ** Tasso di urbanizzazione ** Tasso di partecipazione femminile **

*Fonte: IMF

** Fonte: Banca Mondiale

Negli strumenti per il cambiamento, la proporzione del numero di giovani e la partecipazione femminile hanno un peso relativo superiore al 30%.

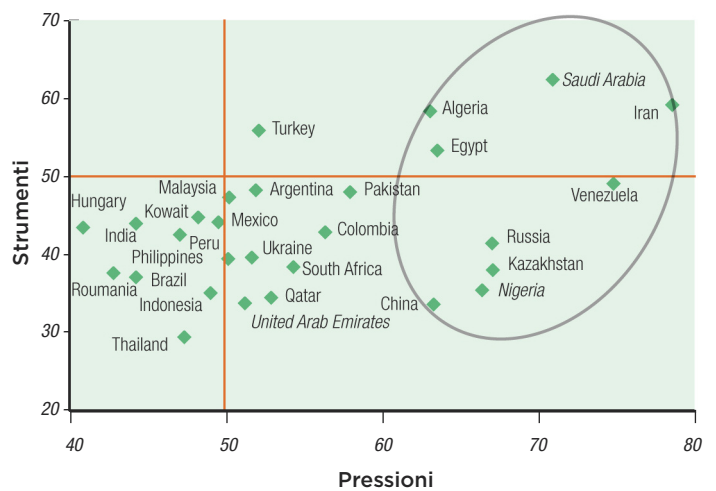


Paesi in corsivo: solo il 90% dei totali compresi gli indicatori sintetici disponibili
 Fonte: Coface

I grafici riuniscono i due indici: le pressioni al cambiamento (sull'asse delle ascisse) e gli strumenti per il cambiamento (sull'asse delle ordinate). Numerosi paesi dell'Africa Sub-Saharan si posizionano nella zona inferiore della tabella a destra. Forti pressioni al cambiamento sono riconducibili

ad una debole presenza di strumenti. Possiamo interpretare tale risultato così: le frustrazioni sono ingenti, ma la capacità delle società di provocare fratture politiche è relativamente bassa. Al contrario si evince dal grafico che molti paesi delle zone del Medio Oriente e del Nord Africa (Siria, Iran, Libano, Giordania, Algeria, Egitto, Tunisia, Arabia Saudita) si posizionano nella parte alta a destra combinando forti pressioni al cambiamento e rilevanza degli strumenti; tutto ciò si è tradotto in cambiamenti politici di grande diffusione o in ricorrenti manifestazioni come in Giordania. Una delle sfide maggiori è quella per cui i mutamenti politici siano in grado di affrontare le criticità che li hanno concessi, ciò che risulta essere alla base della ricorrente instabilità della Tunisia o dell'Egitto post-rivoluzionarie.

30 paesi emergenti (2011 PIL)



Paesi in corsivo: solo il 90% dei totali compresi gli indicatori sintetici disponibili
 Fonte: Coface

Se si posizionano i 30 Paesi emergenti selezionati in base all'importanza che essi rivestono, la regione Nord Africa/Medio Oriente si distingue ancora chiaramente dalle altre occupando la parte più in alto a destra della tabella. Si noterà come Nigeria, Venezuela, Russia, Kazakistan e Cina siano soggetti a pressioni ai cambiamenti di intensità minore se non uguale a quelle di Tunisia ed Egitto. Questa configurazione richiama due osservazioni:

- In sistemi caratterizzati da transizioni politiche incerte come in Venezuela (un caso di attualità nel contesto del decesso di Hugo Chavez annunciato a inizio marzo 2013), la polarizzazione può essere espressa in maniera violenta in occasione di votazioni.
- La capacità delle istituzioni statali di affrontare frustrazioni elevate è alquanto variabile e non tenuta in considerazione da questo schema. I sistemi, democratici o non, possono essere riformati senza disagi. Al contrario, i regimi politici che subiscono ingenti pressioni al cambiamento e una forte mobilitazione da parte della popolazione spesso scelgono la repressione radicale, come nel caso di Iran e Siria. I regimi esistenti quindi rischiano che i disordini diventino ancora più violenti e destabilizzanti delle rivoluzioni tunisina e egiziana. Nel caso siriano infatti, la repressione ha portato ad una sanguinosa guerra civile; idem in Iran, dove la tregua non durerà ancora per molto.

Continued page 6

La “Primavera Araba” due anni dopo: Nord Africa e Medio Oriente in continuo subbuglio

Pierre Paganelli

Dopo due anni di instabilità politica, economica e sociale, la transizione negli stati del mondo arabo ha vissuto diversi momenti di criticità, soprattutto in Egitto e Tunisia, e ancora oggi risulta problematica. In Siria, l'interminabile rivoluzione ha preso una piega drammatica trasformandosi in una vera e propria guerra civile. A partire dal 2011, altri paesi arabi come Giordania, Marocco e Algeria hanno dovuto far fronte ad una contestazione politica e sociale anche se di minor intensità.

I conservatori islamici di fronte alla difficile conduzione del potere in Tunisia e Egitto

In entrambi i paesi, le elezioni democratiche hanno portato al governo partiti islamici conservatori, prima illegali, esclusivamente in ragione di una miglior organizzazione e la loro integrazione nella società attraverso programmi di mutuo soccorso. Una polarizzazione dilagante tra gli islamisti, i quali ritengono primaria la propria identità religiosa, e i laici nazionalisti mette a rischio la stabilità di questi paesi. I due poli ritengono di avere legittimità democratica e pensano di incarnare lo spirito della rivoluzione. I governi in carica sono inesperti e non godono di consenso politico, devono affrontare problematiche strutturali complesse e far fronte ad aspettative sempre più esigenti da parte della popolazione.

In Tunisia, all'inizio del febbraio 2013, in seguito all'assassinio di Chokri Belaid, un rappresentante dell'opposizione laica, si sono inasprite le tensioni tra islamici e forze laiche. Questo clima politico causerà un ritardo nella stesura della futura costituzione e nell'organizzazione delle elezioni legislative e presidenziali, molto probabilmente rimandate da giugno alla fine del 2013. Inoltre, a causa di forti disuguaglianze sociali e geografiche e un tasso di disoccupazione ancora elevato le tensioni sociali sono in aumento, soprattutto tra i giovani. I conservatori islamisti hanno redatto un programma economico liberale, ma stanno riscontrando delle difficoltà nel definire e mettere in pratica un piano di politica economica. Questa situazione di instabilità mette a rischio il processo di transizione politica, nonché l'equilibrio economico e finanziario diventato sempre più fragile.

In Egitto, il dilagante potere che il presidente islamico conservatore, Mohamed Morsi, supportato dai Fratelli Musulmani, si è attribuito, ha provocato grandi manifestazioni fin dal 2012 causando una polarizzazione tra islamisti e non. Alla base delle proteste vi è inoltre una controversa approvazione, secondo un referendum della fine del 2012, di una nuova costituzione redatta da un'assemblea a dominanza islamista e contestata dall'opposizione. E così perdurerà l'incertezza almeno fino alle nuove elezioni, inizialmente previste per fine aprile 2013 ma successivamente sospese fino ad oggi. Tali votazioni, tra le altre cose, potrebbero rafforzare il controllo del potere da parte degli islamisti. Per il momento, l'orientamento della politica economica rimane instabile, ciò testimonia in particolare le difficoltà delle

autorità nel giungere ad un accordo con il FMI, considerando che la situazione economica e finanziaria sta peggiorando.

Un clima da guerra civile in Siria

La repressione militare da parte dell'opposizione del regime del Presidente Bashar al-Assad ha portato alla guerra civile. In questo contesto quindi l'isolamento della Siria a livello internazionale è accresciuto, senza contare che il paese è sottoposto a sanzioni da parte degli Stati Uniti, dell'Unione Europea, della Turchia e della Lega Araba. Nonostante ciò, il regime siriano può ancora contare sul sostegno diplomatico di Russia e Cina, nonché dell'aiuto militare ed economico dell'Iran.

Malgrado l'aumento del controllo in numerose zone del paese da parte dell'Armata Siriana Libera e gruppi jihadisti, la Siria non dispone di forze militari sufficienti per rovesciare velocemente il regime. Sul piano politico, la coalizione nazionale dell'opposizione creata nel 2012 non è stata in grado di attenuare i dissensi all'interno dell'opposizione.

Vista la situazione, molto probabilmente si verrà a creare un prolungamento della guerra civile nel 2013 con una divisione di fatto del paese. In definitiva, il regime - il cui nucleo centrale è limitato alla minoranza degli alauti (circa il 12% della popolazione) - potrebbe soccombere per l'aumento del potere da parte di una ribellione armata, per una rivolta sociale legata al peggioramento della crisi economica in cui il paese è caduto, per tensioni di natura esterna, o ancora per una combinazione di tutti questi fattori.

Monarchie povere di risorse naturali, “cambiamenti superficiali” in Giordania e lievi mutamenti in Marocco

A partire dal 2011, in Giordania si sono susseguite svariate manifestazioni. Il potere deve far fronte alle esigenze divergenti dei lealisti e delle tribù da una parte, e dell'opposizione dall'altra, in particolare del Fronte d'azione islamico, gruppo appartenente ai Fratelli Musulmani, che rivendica una monarchia costituzionale. A queste tensioni si aggiungono le problematiche connesse ai rapporti giordano-palestinesi all'interno del territorio (i palestinesi costituiscono più del 60% della popolazione totale). Oltretutto, è prevista una ripresa della contestazione dovuta alla restrizione delle sovvenzioni stabilite durante l'accordo concluso con il FMI nell'agosto del 2012.

Adesso, nonostante l'avvio delle riforme, il re Abdallah II - il quale continua a godere di ampio sostegno della popolazione e dell'appoggio delle forze armate - spera di mantenere il potere totale. In questo difficile contesto, la Giordania è sovraesposta all'instabilità politica regionale, soprattutto in Siria ed Egitto, correndo il rischio che la caduta del regime siriano consolidi l'opposizione islamista e indebolisca un po' più la monarchia hascemita.

FOCUS

Pierre Paganelli

(continued)

In Marocco, in risposta ad un'insoddisfazione politica e sociale in aumento e alla luce delle rivolte nel mondo arabo, una riforma costituzionale, voluta dal re Mohammed VI nella metà del 2011, ebbe lo scopo di riequilibrare la monarchia rafforzando i poteri del Primo Ministro e del Parlamento. Una riforma che non modifica le intenzioni del monarca marocchino, che infatti gode ancora del consenso popolare. Ma una parte della popolazione protesta contro la corruzione e il clientelismo accusando alcuni membri vicini all'entourage del re.

Al termine del 2011 le votazioni legislative si sono concluse con una maggioranza relativa del Partito per la Giustizia e lo Sviluppo (islamista), la nomina del suo leader a Primo Ministro e la formazione a inizio 2012 del governo di coalizione costituito da tre partiti laici. In questo quadro, la stesura di una nuova costituzione sembra sulla buona strada ma l'ottenimento di una maggior giustizia sociale risulterà una conquista più problematica, potrà implicare infatti il rischio di nuove tensioni.

L'apparente "eccezione" dell'Algeria

In Algeria, le contestazioni popolari sono abbastanza ricorrenti e non presentano quindi una reale minaccia per il regime. Nonostante il malcontento generale, dopo i traumi

della guerra civile scoppiata negli anni '90, la popolazione ambisce più ad un periodo di pace e tranquillità piuttosto che ad un'altra esperienza rivoluzionaria. In più, grazie alla fortuna degli idrocarburi, il potere ha la possibilità e i mezzi per attenuare la contestazione politica e sociale, stabilendo diverse misure, come per esempio a inizio 2011 l'aumento dei salari nel settore pubblico o l'incremento delle sovvenzioni. Così, le elezioni legislative del maggio 2012, segnate da un ampio numero di astenuti, non hanno portato alla maggioranza del partito islamico, la coalizione nazionale al potere infatti ha conservato la maggioranza. Il prossimo importante evento sarà nell'aprile 2014, data in cui ci saranno le elezioni presidenziali e durante le quali molto probabilmente il Presidente Abdelaziz Bouteflika si pensa non otterrà il quarto mandato. O meglio, dopo l'estromissione dei leader dei due partiti principali del governo della coalizione a inizio 2013, la possibilità di una sua successione è imprevedibile. Inoltre, malgrado una situazione relativamente migliorata a livello di sicurezza, l'attivismo dei gruppi islamici radicali e terroristi si sono intensificate alle frontiere nel sud del paese, come testimonia l'attacco all'impianto gas di In Amenas nel gennaio 2013.

Prima di qualsiasi miglioramento, la situazione potrebbe degenerare, soprattutto nei paesi in forte mutamento, in particolare Tunisia e Egitto. Dopo decenni di regimi autoritari i processi di transizione saranno lunghi e ci vorrà sicuramente del tempo perché i paesi ora affetti da tensioni conoscano sistemi politici stabili.

ECONOMIE PIÙ PROTETTE

Crescente controllo dei capitali

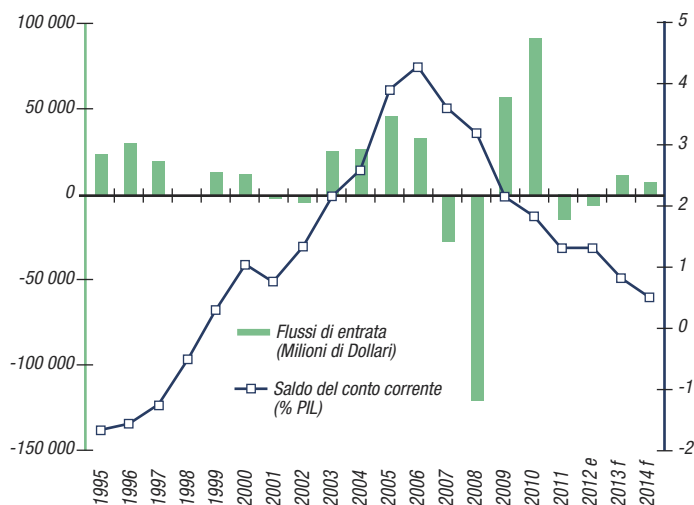
Dopo il fallimento di Lehman Brothers, i Paesi emergenti hanno messo in pratica una serie di controlli dei capitali senza precedenti al fine di mitigare gli shock subiti dalle bilance dei pagamenti di molte economie emergenti dopo il 2008. I dati che l'IFI (Istituto Finanziario Internazionale) mette a disposizione indicano che i flussi di portafoglio netti (7) hanno raggiunto il livello record di uscita pari a 120,6 miliardi di dollari nel 2008. Due anni dopo, nel 2010, i flussi netti furono positivi arrivando ad un record storico di entrate nette pari a 90,8 miliardi di dollari. Tale volatilità di flussi speculativi è destabilizzante: le massicce entrate provocano delle continue svalutazioni che incidono sulla competitività dei settori manifatturieri. Uscite repentine sono perciò rischiose per le imprese e le banche le quali vengono esposte al rischio di cambio. Il controllo dei capitali messo in atto dunque, è il risultato di questa volatilità, inoltre le determinanti sono esogene ai Paesi emergenti. Contrariamente alle crisi degli anni '90, la dinamica dei flussi di capitale è in effetti il risultato della crisi dei subprime e della politica non convenzionale della FED (creazione di liquidità) e della crisi sovrana dell'euro. I Paesi emergenti sono l'epicentro di queste forze motrici.

Di conseguenza, il controllo del capitale, in maniera legittimata, viene considerato come un mezzo di tutela contro gli shock di cui i Paesi emergenti non sono responsabili.

(7) I flussi di portafoglio equivalgono agli acquisti di garanzie o azioni. Sono volatili per definizione.

Flussi di capitale e valore corrente nei Paesi emergenti

Source: IIF



Di fatto, la dottrina delle istituzioni finanziarie internazionali ha subito una notevole evoluzione grazie al controllo del capitale. Nel novembre 2012 infatti, il FMI (dopo numerosi tentativi falliti poiché criticati da India e Brasile che consideravano queste posizioni troppo poco vantaggiose per il controllo dei capitali) ha pubblicato la "visione istituzionale" equilibrata, all'interno della quale venivano riconosciuti i potenziali benefici del controllo. Ora quest'ultimo non è più ritenuto un espediente inefficace e provvisorio. La sua pertinenza è sicuramente ancora criticata da qualcuno ma rimane comunque legata al grado di maturità dei settori finanziari che possono, se risultano fragili, beneficiare della sua protezione. Inoltre, il FMI sottolinea che le riforme devono provenire anche dai paesi esportatori dei capitali speculativi. In sostanza, la dottrina mette in questione il carattere sistematicamente positivo dell'apertura finanziaria.

Le misure stabilite appena dopo la crisi del 2008 racchiudono tre tipologie di controlli del capitale e rispondono a tre diversi bisogni. Il primo (come la tassa brasiliana) è l'utilizzo di strumenti di regolazione dei mercati che agiscono direttamente sui flussi di capitali stessi tramite tassazione o misure restrittive. La tassazione riguarda principalmente il tasso di cambio e, alla luce di tale obiettivo, la sua effettività è un tema di dibattito (vedi focus).

La seconda tipologia di controllo consiste nel limitare la convertibilità. Si tratta di restringere gli accessi della popolazione al cambio estero (o al contrario agli stranieri la valuta locale), misure già introdotte in Argentina.

Infine la terza misura interessa il tema della regolamentazione cauta delle banche. Si tratta di misure al fine di limitare l'espo-

sizione delle banche al rischio di cambio (come nel caso delle misure adottate in Sud Corea). Nel caso coreano per esempio, l'obiettivo era quello di proteggere il sistema bancario troppo sensibile alla volatilità del won.

L'ondata di controllo del capitale deve essere considerato come un ricorso al pragmatismo. Le autorità dei Paesi emergenti non esitano più ad utilizzare misure poco convenzionali e non si limiteranno più a interventi discreti sul mercato estero del cambio. Adottare regolamentazioni più rigide di apertura finanziaria diventa uno strumento per combattere la rivalutazione eccessiva della moneta e proteggere il sistema finanziario. In pratica però, ciò significa anche avere maggiori difficoltà nell'ottenere accesso alle valute straniere. Molti paesi infatti hanno ottenuto a fatica il permesso di licenze di importazione o hanno dovuto restringere l'accesso alla valuta estera nel 2011 e nel 2012 (Cina, Argentina, Brasile). Il ricorso crescente a misure restrittive - che può essere giustificato a partire da un punto di vista macro-economico - potrebbe causare dei ritardi nei pagamenti più importanti per gli esportatori. Più in generale, i controlli del capitale segnalano la fine di un'ideologia che sistematicamente favorisce soluzioni di liberalizzazione dei mercati. L'apertura finanziaria dopo la crisi non è più da considerarsi come una panacea né dai Paesi emergenti né dalle istituzioni finanziarie internazionali. E la questione generalizzata dell'apertura al mercato dei capitali interessa sempre più il mercato dei beni e dei servizi.

(8) International Monetary Fund (2012), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, novembre 14.

(9) In novembre 2012, il passivo esterno del sistema bancario sud-coreano rappresentava il 187% dell'attivo esterno (Fonte: FMI)

FOCUS

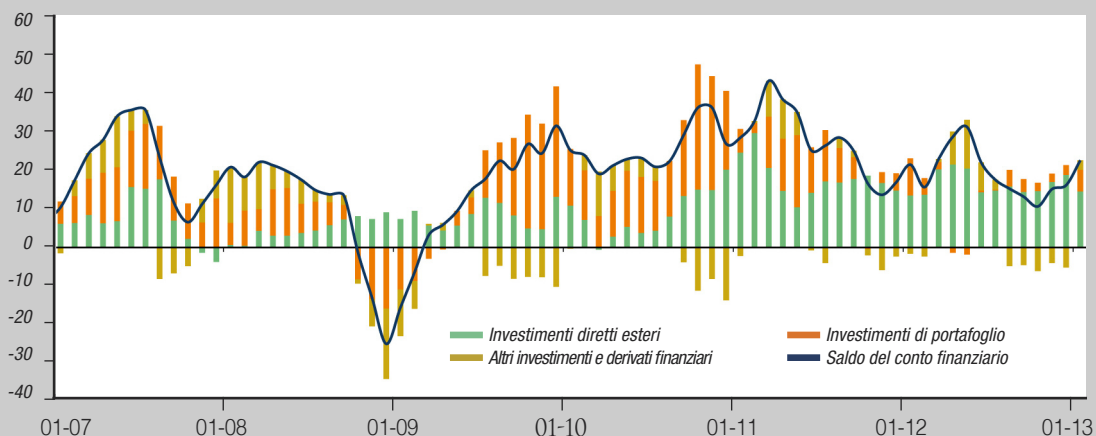
Effetti del controllo dei capitali: l'esempio del Brasile

Axelle Fofana

Il real brasiliano è fortemente aumentato tra la fine del 2008 e luglio 2011, passando da 2,6 BRL per 1 USD a 1,53. Questo apprezzamento è il risultato di un aumento delle entrate dei capitali in Brasile a partire dalla primavera del 2009, in un contesto di abbondante liquidità a livello

globale e ricerca di rendimenti da parte degli investitori. Anche i flussi netti di capitale sono passati da 3 a quasi 23 miliardi di dollari tra il marzo 2009 e gennaio 2013 (come mostra il grafico in basso).

Brasile: flussi di capitale netto (milioni di Dollari)



Source: Datastream

(10) Flussi netti di capitali espressi nell'arco di tre mesi

Al fine di ridurre l'apprezzamento del real, ritenuto svantaggioso per la competitività nel settore manifatturiero, le autorità brasiliane hanno messo in pratica, a partire dal 2008, una serie di misure di controllo del capitale:

- Nel marzo 2008 è stata stabilita una tassazione finanziaria pari all'1,5% (IOF) sugli investimenti esteri nel mercato locale. Fu abolita nell'ottobre 2008, ma quando il tasso di cambio fu soggetto a pressioni alla svalutazione nell'ottobre 2009, la tassa è stata reintrodotta (2%) ed ha subito ancora un aumento nell'ottobre 2010 (6%). Contemporaneamente, una tassazione del 2% sugli investimenti esteri in bilancio venne fissata tra ottobre del 2009 e dicembre 2011 allo scopo di interessare tutti i flussi di portafoglio. Tutte queste misure vennero poi soppresse a fine 2011 in un momento di forte svalutazione del real con un conseguente ritorno di avversione verso il rischio globale.
- I prestiti contratti all'estero furono anch'essi soggetti a tassazione (IOF). Inizialmente fissata al 2%, la tassa sui prestiti subì presto un incremento arrivando al 6% nel marzo 2011. Questa tassa venne estesa in aprile 2012 ai titoli di borsa aventi due anni di maturità, e nel marzo 2012 a quelli con 5 anni. Il governo ha a quel punto dichiarato l'intenzione di voler porre un freno all'apprezzamento della valuta brasiliana, in un contesto di ripresa dell'avversione globale al rischio.

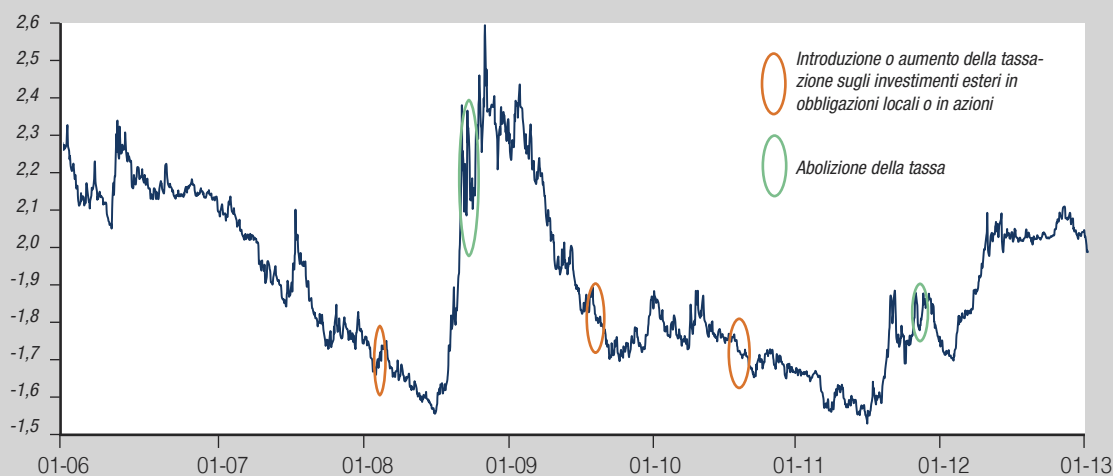
Queste misure di controllo hanno avuto minimi effetti sul tasso di cambio ma nonostante ciò hanno portato a dei miglioramenti sulla qualità dei flussi in entrata:

- L'introduzione di controlli sui flussi di portafoglio nel marzo 2008, ottobre 2009 e ottobre 2010 non ha impedito la svalutazione della moneta brasiliana nel medio termine (grafico in basso). Secondo Jinjarak, Noy e Zheng (2012), questo impatto debole è spiegabile con il fatto che l'introduzione del controllo dei capitali non venne considerata diversamente dalla politica condotta abitualmente dal governo e che fu quindi largamente anticipata dagli investitori. Tuttavia, nuove tassazioni vennero introdotte

nel marzo 2012 e il real subì un ribasso del 10% rispetto al dollaro nel corso dell'anno. L'introduzione di queste tasse potrebbe spiegare in parte questo sviluppo. Tale affermazione rimane però da verificare. La banca centrale in effetti è anch'essa intervenuta sul mercato dei cambi conducendo una politica monetaria maggiormente flessibile. Inoltre, il Brasile ha beneficiato dell'aumento dell'avversione al rischio a partire dal 2011 e assistere alla svalutazione del proprio tasso di cambio (2 BRL per 1 USD al termine del 2012 contro 1,75 un anno più tardi).

- Effetti di traboccamento sulle IDE: la letteratura recente ha concluso che le tassazioni sugli investimenti esteri sui mercati di capitale e cauzione locali hanno effettivamente permesso una crescita minima degli investimenti di portafoglio in Brasile. Hanno generato effetti di traboccamento sulle IDE le quali hanno raggiunto il picco storico di quasi 68 miliardi di dollari nel 2011. Se tali effetti hanno limitato l'impatto delle misure di controllo sul tasso di cambio, il mutamento della natura dei capitali entranti si è rivelato positivo: l'introduzione di questi controlli ha permesso di scoraggiare l'afflusso di capitali speculativi in favore delle IDE, fonte di finanziamento meno volatile che permise inoltre al Brasile di compensare la debolezza del proprio investimento domestico.
- Effetti di traboccamento nei paesi vicini: secondo la Banca di Francia, tali effetti sui mercati finanziari locali dei paesi vicini sono causati dal controllo dei capitali. L'aumento della tassazione sui flussi di portafoglio nelle obbligazioni da parte del Brasile per esempio, spiegherebbe la mancata crescita dei flussi sulle obbligazioni in Messico nell'ottobre 2010. In effetti, quando la tassa sugli investimenti esteri sul mercato brasiliano delle obbligazioni è passato dal 2% al 6% nell'ottobre 2010, i flussi in entrata sulle obbligazioni messicane passarono da 3,7 miliardi di dollari in settembre a 5,1 in ottobre. Nello stesso tempo i flussi sulle obbligazioni brasiliane passarono da 4,2 a 2,2 miliardi di dollari. Un'evoluzione di questo tipo è stata riscontrata anche in Cile, Colombia e Perù.

Evoluzione del tasso di cambio del real brasiliano rispetto al dollaro



Source: Datastream

(11) Jinjarak, Noy and Zheng (2012), «Capital controls in Brazil: stemming a tide with a signal?», document de travail, School of economics and finance, Victoria, University of Wellington.

(12) Flussi netti di IDE nell'arco di un anno.

(13) Frederic Lambert, Julio Ramos-Tallada et Cyril Rebillard: «Capital controls and spillover effects: Evidence from Latin-American countries», documento della Banca di Francia N° 357, dicembre 2011.

Il protezionismo commerciale è un rischio per le imprese

Il livello di protezionismo resta elevato

Il protezionismo commerciale rappresenta un grande rischio sia per le imprese dei Paesi emergenti sia per quelle che esportano in questi paesi. Secondo l'OMC l'introduzione di misure protezionistiche è nettamente aumentata in seguito alla crisi mondiale del 2008-2009. Il periodo della grande depressione degli anni '30 testimonia che le misure restrittive commerciali hanno la tendenza a perdurare sebbene si pensi che la loro durata sia temporanea (vedere Eichengreen e Irwin). Il recente periodo conferma questa tesi: sebbene la quantità di nuove misure non sia cresciuta poi così tanto nel 2012, il numero di quelle restrittive già esistenti continua ad aumentare interessando ormai il 4,4% delle importazioni dei paesi del G20 secondo l'OMC. Secondo le stime indipendenti del GTA (Global Trade Alert), l'effetto delle misure prese nel novembre 2008 è decisamente più rilevante e interessa almeno il 10% delle importazioni dei paesi del G20. Questo incremento è dovuto al fatto che a partire dal 2008, solamente il 21% delle misure introdotte nei paesi del G20 è stato soppresso.

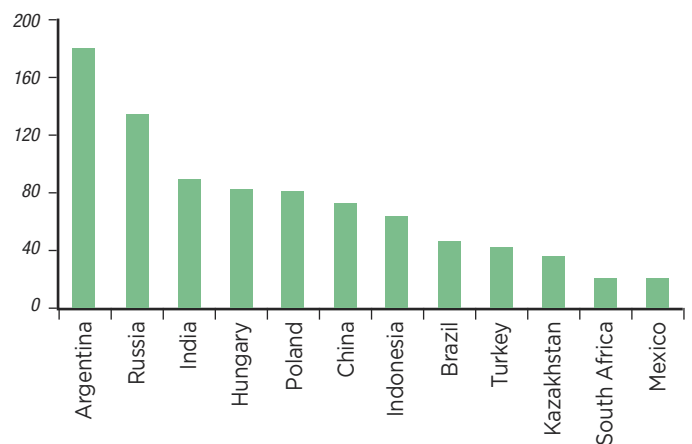
Argentina e Russia sono di gran lunga i paesi più protezionisti

Il termine protezionismo fa riferimento a misure molto diverse; in particolare riguarda l'insieme di dimensioni atte a favorire i produttori nazionali o a indebolire le imprese straniere. Le tipologie di misure dunque possono assumere diversa forma: misure tariffarie (tasse), o non (quote, norme), dirette (tasse) o indirette (sovvenzioni). Le principali misure introdotte nei Paesi emergenti nel corso dei due anni passati riflettono tale varietà. Si tratta molto spesso di accessi preferenziali ai mercati pubblici per le imprese locali (Brasile, India, Sudafrica), quote di importazione (Argentina, Brasile, Russia) o ancora tasse sulle importazioni (Cina e Argentina). Queste misure non sono state diffuse solo a livello nazionale: nel 2012 il Mercosur per esempio, ha consentito ai suoi paesi membri di aumentare le tariffe esterne per 200 prodotti. La diversificazione di tutte queste misure rende difficile quantificarle. La Cina per esempio, ha variato molto il livello dei rimborsi di IVA concessi alle imprese di determinati settori al fine di influenzare la loro redditività e favorire le esportazioni. Tra il 2007 e il 2010 tali rimborsi hanno subito tredici modifiche così che il 71% delle esportazioni cinesi è stato soggetto a mutamenti nel 2010, contrariamente al 4% del 2007. È risultato così molto difficile monitorare ciascun cambiamento del livello di IVA applicato alle imprese cinesi esportatrici.

Questa è la motivazione per cui non esiste una lista esaustiva delle misure protezionistiche adottate nel mondo. Ma al di fuori dell'OMC, il GTA rappresenta un'eccezione: ha elencato infatti l'insieme delle dimensioni adottate a partire dal novembre 2008, sia quelle che limitano il mercato internazionale sia quelle che lo favoriscono. Sottraendo le seconde dalle prime, possiamo dedurre un "numero netto" di misure protezionistiche esistenti per paese (come mostra il grafico sottostante). I dati mostrano come Argentina e Russia siano di gran lunga i paesi più protezionisti (rispettivamente 180 e 136 misure). L'India completa il podio (91 misure). Dal lato opposto del grafico, il Messico e ancora il Sudafrica emergono invece per la scarsa quantità di misure (solamente 21 ciascuno), mentre la Turchia è relativamente aperta al commercio. Il livello di protezionismo della Cina sembra moderato (72 misure). Confron-

tando i diversi dati, i paesi sviluppati hanno in media più misure protezionistiche (tra le 90 e le 115). Il Brasile infine rappresenta un caso a parte: dando uno sguardo a questi indicatori sembra essere un paese poco protezionista, ma va rimarcato che un consistente numero di misure agevolanti il commercio compensano in parte le numerose misure restrittive stabilite nel 2012. Per esempio, nel settore automobilistico, il governo brasiliano ha deciso di incrementare del 30% la tassa sulla vendita dei veicoli a contenuto locale minimo al 65% al fine di porre rimedio all'aumento del numero di veicoli importati. Inoltre ha messo in causa l'accordo di libero scambio con il Messico e imposto delle quote. Un contenuto minimo locale del 65% è stato imposto per i servizi e materiali petroliferi, correndo il rischio di aumentare il costo degli equipaggiamenti necessari allo sfruttamento delle nuove aree petrolifere in acque profonde. Infine il governo brasiliano ha stabilito una serie di esoneri fiscali per le industrie maggiormente concorrenti per le importazioni come nel settore tessile.

Numero delle misure protezionistiche per paese



Source: GTA

Le misure mettono a rischio le opportunità per le imprese

Le ragioni del protezionismo sono ormai note: per un paese si tratta di tutelare l'occupazione nel breve periodo proteggendo un settore di attività diventato fragile a causa della diminuzione della domanda globale e/o un logoramento della sua competitività. È il caso in particolare di molti Paesi emergenti che hanno subito un rallentamento della crescita nel 2009 causata dalle conseguenze della crisi di Lehman Brothers così come un aumento significativo della rivalutazione a partire dal 2009.

Fattori esterni a parte, l'attuale aumento del protezionismo ha origine a partire dai cambiamenti delle strategie di crescita dei Paesi emergenti: dopo aver subito la contrazione del commercio mondiale nel 2009, molti Paesi emergenti hanno deciso di agevolare l'espansione dei settori legati alla propria domanda interna. In questa prospettiva, le decisioni protezionistiche hanno l'obiettivo di tutelare questi settori in sviluppo.

Infine, molti Paesi emergenti decidono di ridurre maggiormente le esportazioni delle proprie materie prime o dei prodotti agricoli al fine di contenerne il prezzo sul mercato locale e allo stesso tempo stimolare il consumo domestico nonché ridurre il costo dei prodotti aziendali. La restrizione delle esportazioni dei lantanidi e del carbone in Cina, del

(14) Eichengreen B. et Irwin D. (2009): «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?», National Bureau of Economic Research, working paper N° 15142, July.

(15) Le misure restrittive messe in pratica nei paesi del G20, tra maggio e ottobre 2012, hanno colpito lo 0,4% delle importazioni della zona, contro l'1,1% nel corso dei sei mesi precedenti.

(16) Global Trade Alert è un fornitore di dati indipendente presente sul commercio mondiale ed è diretto dal CEPR US (centro di ricerca per la politica economica).

cotone in India o ancora della farina in Ucraina seguono proprio questa logica.

Ma se le ragioni che motivano l'introduzione di queste misure sembrano così evidenti, i loro effetti sulla crescita del paese sono ambigui. Da un lato infatti vengono considerate come uno step necessario per tutelare temporaneamente le industrie neonate in pieno sviluppo, ma dall'altra hanno conseguenze negative sulla crescita se atte a proteggere settori in declino. Questo aspetto riduce le risorse a disposizione per proteggere i settori in sviluppo generando crescita solamente nel lungo periodo.

Più in generale, il protezionismo viene accusato spesso di avere effetti negativi sulle imprese che esportano in paesi che adottano queste misure. A livello mondiale però, questi

effetti sembrano avere ancora un impatto limitato: l'OMC infatti prevede una crescita del commercio mondiale del +4,5% nel 2013, dopo un +2,5% nel 2012. Sono dati in sintonia con la crescita moderata del PIL, il quale conferma che i cicli commerciali coincidono con quelli della crescita. Tuttavia però, a livello della divisione internazionale dei processi produttivi, soprattutto per quanto riguarda il settore manifatturiero, un continuo aumento delle misure protezionistiche di stock avrà effetti sfavorevoli sul commercio mondiale: infatti l'introduzione di misure protezionistiche su di una sola tipologia di prodotto può avere conseguenze sull'intera catena di produzione a livello mondiale e inoltre danneggiare l'attività di tutte le imprese che partecipano al processo.

UN CREDITO TROPPO DINAMICO

Il grado di indebitamento del settore privato rappresenta un altro rischio incombente sulle economie emergenti. Sebbene l'attenzione sia oggi focalizzata sull'elevato debito pubblico nella maggior parte dei Paesi emergenti, bisogna però anche non dimenticare che una buona parte di essi, colpiti dagli effetti della crisi globale, hanno come punto in comune l'aver beneficiato prima di un boom del credito nel settore privato (Islanda, Irlanda, Spagna, Ucraina, Paesi Baltici, Stati Uniti...).

Gli effetti collaterali delle politiche espansioniste monetarie

Vi sono diverse motivazioni che spiegano la tendenza al continuo aumento della crescita del credito nel settore privato nei Paesi emergenti. Per prima cosa, le politiche monetarie sono state considerate un mezzo espansionistico nel mondo emergente a partire dalla crisi del 2008-2009. Tali politiche hanno favorito un continuo sviluppo del credito bancario.

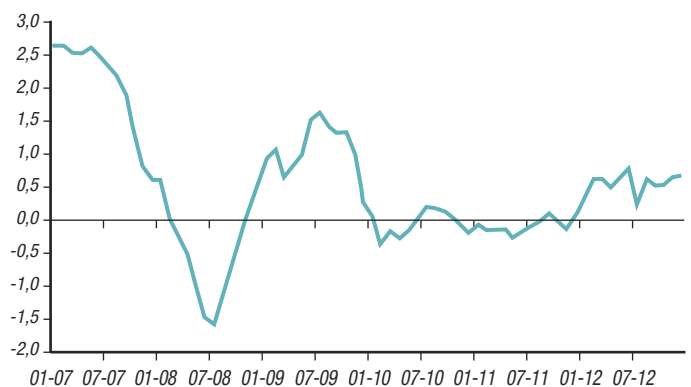
Molti paesi che avevano ridotto significativamente i propri tassi di interesse alla fine del 2008 e nel 2009 non li aumentarono più nuovamente quando la ripresa consistente dell'attività e dell'inflazione si fu concretizzata nel 2010 e nel 2011. I loro tassi chiave dunque restano oggi a livelli molto bassi, come per esempio in alcuni paesi asiatici: Tailandia, Filippine, Indonesia o Corea del Sud. In seguito, fino al 2011, altri paesi avevano alti tassi di interesse e disponevano dunque di margini per manovre monetarie ma per la maggior parte vennero già utilizzati nel 2012 (Brasile, India). Il risultato: condizioni monetarie in media molto adattabili nei Paesi emergenti.

Al momento della crescita accelerata nel 2010 e 2011, i tassi di interesse reali sono rimasti prossimi allo zero (e anche sporadicamente in negativo). Essi continuano ad avere livelli minimi per più o meno tutti i Paesi emergenti (vedere grafico in basso).

Oltre a queste politiche monetarie espansionistiche, le lacune in materia di rigide regole dell'attività bancaria e le politiche atte a favorire lo sviluppo del sistema finanziario hanno anch'esse giocato un ruolo nella recente espansione del credito.

Tasso di interesse medio reale in 23 Paesi emergenti*
(Tasso chiave - inflazione in %)

Source: Datastream



* China, India, Indonesia, Malaysia, Philippines, South Korea, Taiwan island, Thailand, Brazil, Colombia, Peru, Mexico, Czech Republic, Hungary, Poland, Russia, Turkey, South Africa, Chile, Uruguay, Hong Kong, Israel, Kazakhstan.

Per esempio, in Indonesia non esisteva reddito minimo o età minima per possedere una carta di credito fino al 1° gennaio 2013, e il numero di carte che ciascuna persona poteva avere era illimitato. Inoltre, fino al 2012, non era richiesto alcun importo minimo per ottenere un mutuo.

I rischi legati alla bolla del credito

Puntare il dito contro gli effetti negativi del credito al settore privato sull'economia è a priori contraddittorio in quanto esso è uno strumento di finanziamento imprenditoriale e domestico e quindi dell'investimento e del consumo. Un'accelerazione della crescita del credito deve altresì favorire una crescita continua dell'economia. Un recente studio condotto dal FMI lo conferma: un aumento del livello di sviluppo finanziario è associato ad una minor volatilità della crescita economica (misurata dalla deviazione standard del tasso di crescita del PIL). Tuttavia, questo studio evidenzia anche il fatto per cui giunti ad una determinata soglia, la correlazione tra sviluppo finanziario e volatilità della crescita del PIL diventa negativa. La soglia viene raggiunta quando il volume totale del credito del settore privato sul PIL supera il 100%.

È opportuno tener conto dell'evoluzione di tale rapporto al fine di valutare i rischi della bolla del credito. In effetti, se un paese assiste ad un aumento repentino del proprio credito

(17) Essenzialmente tasse sulle esportazioni e quote

si corre il rischio di generare problematiche ulteriori nel settore bancario anche se il livello del credito totale è relativamente basso. Per esempio, in Russia tra il 2006 e il 2011, l'aumento del credito è cresciuto del 30% in media all'anno. Certamente, questa sensibile crescita in parte evidenzia un processo di adeguamento finanziario, il rapporto dei crediti insoluti totali sul PIL non raggiunge che il 40% del PIL a fine 2011. Potrebbe anche condurre ad un aumento di crediti infruttuosi se tale crescita altamente sostenuta e rapida di crediti concessi diventa sinonimo di maggior flessibilità da parte di banche che concedono crediti alle famiglie e alle imprese. In altre parole, nel caso in cui la crescita del credito nel settore privato sia nettamente superiore a quella del PIL nominale, la differenza tra i due evidenzia un eccesso di liquidità che non viene però assorbita dal mercato dei beni. E' questo che potrebbe facilmente favorire la formazione di bolle nei mercati finanziari e/o immobiliari in quest'ultimi. Tenendo conto di tale evoluzione, il FMI definisce la bolla del credito come un periodo durante il quale la crescita di questo rapporto superi notevolmente il proprio lungo termine medio o quando aumenta di più di 20 punti nel corso di un anno.

Ricordiamo tuttavia, che non tutte le bolle del credito causano crisi finanziarie, ma a volte esattamente il contrario: secondo l'FMI infatti, la proporzione degli episodi riguardanti la bolla del credito sfociati poi in una crisi nel giro di tre anni è pari ad un terzo. La probabilità che i paesi in questione conoscano almeno un lungo periodo di crescita del PIL al di sotto del proprio potenziale nel corso di sei anni consecutivi alla fine della bolla del credito è del 60%. In questo arco di tempo, lo shock negativo sulla crescita è in media di 2,2 punti all'anno. Ciò conferma che i periodi di bolle del credito causano un indebitamento eccessivo di alcuni settori di attività e perciò un loro adeguamento solamente con una crescita lenta, anche nel caso in cui venga evitata una crisi. Tali adeguamenti vengono spesso spiegati attraverso una restrizione delle condizioni del credito delle banche in seguito ad una crisi o un periodo di forte rallentamento dell'economia: avendo subito delle perdite legate ad inadempienze da parte di famiglie o imprese, essi restringono il credito al settore privato limitando così loro le possibilità di investimento.

Diagnosticare le bolle del credito

Al fine di identificare i rischi legati alla bolla del credito, diamo spesso particolare interesse al livello iniziale del credito al settore privato sul PIL e alla sua evoluzione. Abbiamo stimato che i paesi aventi maggior probabilità di subire gli effetti negativi legati al boom del credito sono quelli caratterizzati da un rapporto superiore al 100% e/o un'evoluzione di quest'ultimi di almeno 10 punti nel corso dell'ultimo anno.

Questi criteri hanno il merito di consentire la realizzazione di una classificazione sintetica dei Paesi emergenti in funzione del rischio della bolla del credito. Ma tale analisi non tiene conto dei criteri più qualitativi: in effetti oltre al livello dei crediti insoluti e la loro crescita, la composizione di questi prestiti provoca un'incidenza sui rischi associati all'espansione del credito. Per esempio, i paesi in cui la proporzione di credito al settore privato in valuta estera è elevato sono più vulnerabili in caso di bolla del credito. La Turchia ne è un esempio significativo. Allo stesso modo, regolamentazioni prudenziali inadeguate (come in Russia)

possono aggravare i rischi relativi ad un forte aumento del credito.

Una combinazione del livello degli effetti a scadenza del credito e la sua dinamica

In primis, la grande maggioranza dei Paesi emergenti ha un rapporto inferiore al 100%, citato in precedenza, tanto che la crescita del credito al settore privato gioca un ruolo positivo sull'economia. Ma alcuni sono al di sotto o comunque vicini a tale soglia, l'Estonia per esempio appartiene a questo gruppo.

In seguito, osservando l'evoluzione del rapporto del credito al settore privato sul PIL per tutti i Paesi emergenti, concludiamo che oggi vi sono molti paesi affetti dalla situazione del credito appena definita o comunque ne sono vicini. Devono perciò affrontare una situazione di rischio significativa di crisi finanziaria o di crescita duramente più debole nel medio termine. Si tratta in particolare del Cile (9+15 punti tra la metà del 2011 e la metà del 2012), della Russia (+10 punti), della Turchia, del Venezuela o ancora della Cambogia (+9 punti ciascuno). Secondo questo criterio anche molti paesi dell'America centrale sarebbero a rischio (Guatemala, Honduras).

Infine, i paesi maggiormente a rischio sono quelli che seguono entrambi questi due criteri: il credito al settore privato sul PIL ha raggiunto un livello elevato e aumenta rapidamente. Sono dunque quelli che hanno maggior possibilità di subire una crisi o comunque un periodo di crescita più lento. Numerosi paesi asiatici entrano in tale categoria o ne sono prossimi: Cina, Malesia, Corea, Thailandia, Singapore e Vietnam. Anche Libano e Guatemala ne fanno parte (vedere grafico a pag. 12).

L'apertura del conto dei capitali è un fattore aggravante

Oltre il livello e la crescita del rapporto del credito al settore privato/PIL, bisogna tener conto di altri indicatori per stimare la vulnerabilità di un paese rispetto ad un eccesso del credito alle imprese e alle famiglie. In particolare, i paesi aventi un conto di capitale molto aperto rischiano maggiormente di subire una crisi finanziaria in caso di bolla del credito. In effetti, i flussi di capitale possono limitare gli effetti di eventuali misure di restringimento monetario stabilite dalle banche centrali. Così, nel caso in cui le banche centrali di questi paesi decidano di restringere la loro politica monetaria al fine di limitare l'aumento del credito, questi flussi di capitale ne ridurranno gli effetti. L'incremento degli investimenti esteri, soprattutto sul mercato delle obbligazioni locali, addolcisce le condizioni di finanziamento a livello imprenditoriale e domestico. Questi flussi di capitali limitano quindi i canali di trasmissione della politica monetaria: le tassazioni nel lungo periodo sono diminuite nel 2010 in Malesia, Corea del Sud e Brasile, anche se le banche centrali di questi paesi hanno aumentato i propri tassi di interesse.

In tale contesto, la debole apertura della Cina ai capitali esteri risulta essere un fattore che attenua il rischio legato alla forte crescita del credito al settore privato nel corso degli ultimi anni. Al contrario, secondo questo criterio, Malesia, Corea del sud e Thailandia appaiono come i paesi più vulnerabili.

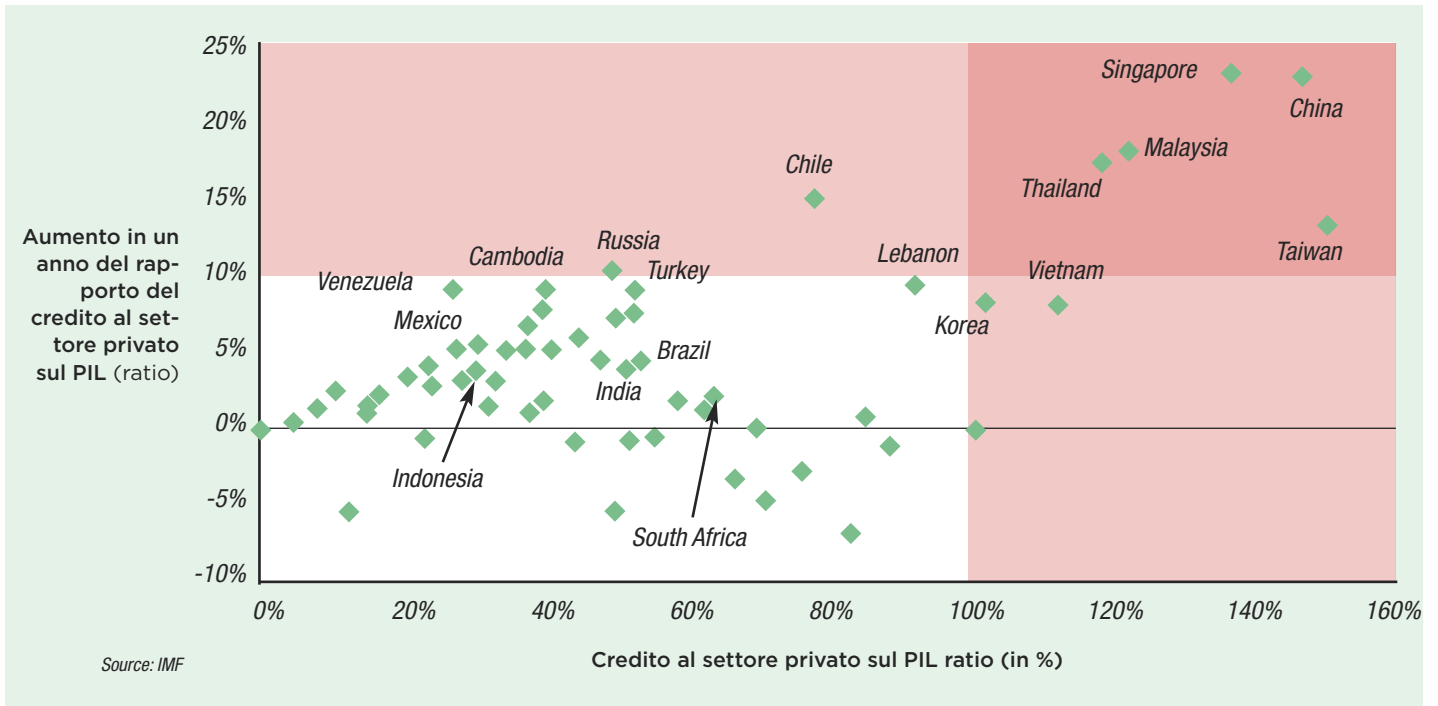
(18) Fondo Monetario Internazionale: "Rapport mondial de stabilité financière", capitolo 4, ottobre 2012.

(19) Vedere BNP Paribas: "Direction de la Recherche Economique", febbraio 2012.

(20) Fondo Monetario Internazionale: "Policies for Macroeconomic Stability: How to deal with Credit Booms", Staff Discussion Note 12/06, giugno 2012.

(21) Differenza tra la crescita raggiunta e la crescita media nel lungo periodo superiore a 1,5 deviazione standard e crescita della ratio del credito al settore privato con un PIL superiore a 10 punti.

Paesi emergenti: livello e crescita del rapporto del credito al settore privato sul PIL (2012)



I paesi più a rischio si trovano in Asia

Riassumendo, l'esistenza di bolle del credito non significa che una crisi è imminente nel paese che la subisce, ma che implica un rischio di aggiustamento significativo della crescita (tramite una crisi oppure in maniera più graduale). Numerosi paesi asiatici sembrano essere particolarmente esposti a tale rischio, seguono Cile, Russia, Turchia e Sudafrica.

La resilienza della crescita così come il miglioramento dei fondamentali sovrani ed esterni non significano che il rischio paese è scomparso nei Paesi emergenti. Questo studio pone in evidenza l'emergere di nuovi rischi che vanno monitorati con attenzione nel 2013 e nel 2014. Al fine di sorvegliare questi rischi mutati, Coface pone l'accento su nuovi indicatori. In particolare, la sua diagnosi politica e sociale evidenzia il carattere persistente del rischio di instabilità in Medio Oriente e in Nord Africa. Il nostro indicatore sintetico della bolla del credito fa emergere i paesi asiatici. Infine, anche il rischio connesso al protezionismo va monitorato nel mondo emergente, soprattutto in Argentina e Russia.

(22) Dinamismo annuo da metà 2011 a metà 2012.