

I tradizionali fattori di crescita delle economie CEE restano favorevoli, ma la loro vulnerabilità è in aumento. Il nuovo scenario internazionale mette in evidenza alcune debolezze di più lungo termine specialmente

Nuova Europa al test della crisi subprime

EUROPA 1

di Debora Revoltella

nei Paesi dell'Europa sud-orientale e nei Paesi baltici. E nel breve termine, preoccupazioni molto più rilevanti sorgono per il Kazakistan, una delle cerniere tra Oriente e Occidente

Bassa crescita economica negli Stati Uniti e in Eurozona, grande incertezza e volatilità dei mercati e un generale "riprezzamento" del rischio sono le principali caratteristiche del nuovo scenario globale. Sebbene le politiche monetarie espansive di molti Paesi determinano delle rapide diminuzioni dei tassi di interesse, specialmente negli Stati Uniti, permane il rischio di una più intensa recessione americana. I mercati finanziari internazionali appaiono pessimisti e si sono dimostrati recentemente estremamente nervosi e volatili. È tuttora significativa l'incertezza che circonda le reali dimensioni delle perdite subite dalle banche internazionali in seguito alla crisi dei subprime negli Stati Uniti. Un rilevante "riprezzamento" del rischio a livello internazionale è evidente: a partire da luglio 2007, i differenziali sui CDS (cioè sui *credit default swap*, che sono degli utili indicatori del rischio) sono raddoppiati o triplicati in molti Paesi del globo e la regione dell'Europa centro-orientale (CEE) non ha fatto eccezione. Inoltre, gli investitori internazionali sono sempre più selettivi, penalizzando i Paesi più vulnerabili e con i maggiori squilibri.

Come stanno reagendo le economie

dell'Europa centro-orientale alla turbolenza globale? Due possibili canali di contagio influiscono principalmente sulle economie CEE: un deterioramento delle condizioni creditizie (canale finanziario) e una riduzione della domanda da parte dell'Eurozona (canale reale, in particolare tramite il commercio estero).

La regione CEE ha le potenzialità, più di altre aree emergenti, per affrontare con successo il mutato contesto internazionale: infatti, i tradizionali fattori di crescita restano favorevoli. Il consumo è alimentato dall'aumento dei redditi familiari e dalla diminuzione della disoccupazione, sebbene elevate pressioni inflazionistiche e condizioni monetarie più restrittive stiano comportando un certo rallentamento. Nonostante la stretta creditizia, le prospettive sul fronte degli investimenti rimangono positive, grazie a un settore produttivo relativamente vivace e a una serie di progetti infrastrutturali finanziati da fondi strutturali (nei Paesi membri dell'UE) o da investimenti e fondi per la crescita (nei Paesi dell'ex Unione Sovietica). L'aumento dei costi di produzione e la crescita più bassa nella zona Euro ridurranno le esportazioni dei Paesi CEE. Però la regione rimane competitiva in ter-

mini assoluti e alcune industrie potrebbero addirittura trarre vantaggio dalle maggiori pressioni competitive: molte imprese della "vecchia" Europa tendono infatti ad attuare con ancor più decisione strategie di delocalizzazione verso i Paesi dell'Europa centro-orientale. Inoltre, il prezzo del petrolio e quello delle materie prime rimangono elevati, favorendo alcuni Paesi quali Russia, Ucraina e Kazakistan.

Tuttavia, appare evidente che i rischi sono in aumento: il finanziamento della crescita nazionale tramite risparmi internazionali costituisce il principale problema. Negli anni recenti, la maggior parte dei Paesi della regione ha fatto affidamento su risparmi esteri (provenienti da Paesi stranieri) per

finanziare la propria crescita. I deficit di parte corrente, sempre più ampi (derivanti principalmente da livelli di import ben superiori a quelli dell'export), venivano finanziati con investimenti diretti esteri (IDE), ma anche tramite debito estero. Anche il settore bancario ha ricoperto un ruolo rilevante in questo processo, con una forte crescita dei prestiti ampiamente finanziata dall'estero. Nel 2007 la regione ha attirato circa 100 miliardi di euro di debito internazionale, mentre il settore bancario ha quasi raddoppiato l'accesso netto ai fondi esteri.

Il "riprezzamento" del rischio a livello internazionale ha comportato una brusca ascesa nel costo di questi finanziamenti esteri, incrementando i rischi di una generale restrizione delle condizioni creditizie. I Paesi con più elevati squilibri esterni e maggior dipendenza dal finanziamento estero sono quelli caratterizzati da un maggior incremento di tale costo e, pertanto, sono

La crisi finanziaria innescata dai mutui subprime manifesta i suoi primi sintomi anche nell'Europa centro-orientale, dove già si nota un deterioramento delle condizioni creditizie e una riduzione della domanda da parte dell'Eurozona



più verosimilmente esposti alla stretta creditizia.

I Paesi dell'Europa centrale (Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca e Slovacchia), al di là di un possibile rallentamento ciclico, sono i meno colpiti da questa situazione. Essi sono infatti meno sensibili a una possibile stretta creditizia, dato che gli squilibri esterni sono sotto controllo e il costo del rischio, nonostante i bruschi incrementi, rimane relativamente basso. Sulla scia delle crescenti pressioni inflazionistiche e degli aumentati vincoli in termini di capacità produttiva, una qualche restrizione ciclica è prevista soprattutto in Polonia e Repubblica Ceca. In quest'ultimo Paese, è probabile che il nuovo sistema fiscale abbia un effetto negativo sulla crescita dei consumi. Da notare che il sostenuto ritmo di crescita, unito alle pressioni inflazionistiche, può rappresentare un problema in termini di politica monetaria, anche in ottica di convergenza con l'Eurozona; ciò potrebbe rappresentare un problema specialmente per la Slovacchia, che sta progettando di entrare nell'Euro all'inizio del 2009, e dovrebbe quindi adottare una politica monetaria meno restrittiva, e per la Slovenia, entrata nella zona Euro nel 2007. L'Ungheria rimane la principale incognita dell'Europa cen-

trale, dato che tuttora subisce le conseguenze, in termini di crescita, del piano di adeguamento fiscale. Il Paese è il più sensibile, tra quelli dell'Europa centrale, al deterioramento dello scenario globale.

Il nuovo scenario internazionale rivela vulnerabilità di più lungo termine per i Paesi dell'Europa sud-orientale e per i Paesi Baltici. Nei prossimi anni queste economie subiranno presumibilmente un rallentamento. Tutti questi paesi hanno economie piccole e molto aperte, che in anni recenti hanno ampiamente finanziato la propria crescita tramite risparmi provenienti dall'estero, con il settore bancario – prevalentemente di proprietà straniera – che ha rivestito un ruolo importante. Il "riprezzamento" globale del rischio ha particolarmente colpito questi Paesi a causa dei loro squilibri strutturali: gli *spread* sui CDS sono saliti bruscamente. Tale incremento nel costo del rischio comporterà verosimilmente un certo rallentamento negli afflussi di capitale.

Un certo rallentamento della loro crescita

Le economie dei Paesi dell'Europa sud-orientale e dei Paesi baltici subiranno nei prossimi anni un possibile rallentamento alla loro crescita economica. Il che potrebbe anche essere considerato un segnale positivo



economica potrebbe paradossalmente essere considerato positivo per i Paesi baltici, dove negli ultimi anni si sono ripetutamente manifestati problemi di “surriscaldamento” dell’economia. In questi Paesi l’aumento del costo del rischio sta generando una stretta creditizia. I mercati valutari stanno prezzando alcuni rischi di svalutazione dei tassi cambio (attualmente i tre Paesi baltici hanno dei cambi fissi), ma molto ridotti: il mercato locale dei cambi, a ogni modo, è forse troppo sottile per poter portare a termine attacchi di tipo speculativo contro le valute baltiche.

L’umore dei mercati nei confronti della Romania è notevolmente cambiato nel corso dell’ultimo anno. Mentre le prospettive di crescita restano positive, il Paese sta pagando il prezzo delle sue vulnerabilità. Il tasso di cambio ha perso circa il 20% in un semestre e rimane alquanto volatile. Nel breve termine, la Banca Centrale ha scelto di mantenere tassi di interesse elevati come strategia per conservare l’attrattiva dei titoli

rumeni. Nel lungo termine, la sfida sarà quella di mantenere la competitività del Paese, sia sul fronte dei costi che della produttività, in modo da continuare ad attrarre IDE. Anche in Bulgaria, i mercati scontano un prezzo del rischio più elevato per il Paese, considerando l’alto deficit di parte corrente e le crescenti pressioni inflazionistiche, fattori che sollevano dubbi circa la sostenibilità di lungo termine del *currency board* (l’accordo che aggancia la valuta locale all’euro). A ogni modo, le politiche macroeconomiche attuate sono molto coordinate, focalizzate sul tentativo di raffreddare l’economia e di incrementare la flessibilità, in modo da migliorare l’efficienza e la competitività dell’economia. In Croazia, la strategia della Banca Centrale di rallentare la crescita del credito, limitando contemporaneamente l’indebitamento estero delle banche e costringendole a ricapitalizzarsi, si è dimostrata vincente. La crescita dei prestiti bancari è in fase di contrazione, poiché limitata da target fissi (tramite vincoli amministrativi), mentre l’impatto economico di tale contrazione è smorzato dalla crescente rilevanza del canale estero per il finanziamento delle imprese.

Nei Balcani occidentali, lo scenario politico rappresenta tuttora una fonte di rischio. In

_Lo scenario politico dei Balcani occidentali continua a costituire una fonte di rischio. Soprattutto in Serbia dove, nonostante la vittoria delle presidenziali di febbraio da parte di Boris Tadic, la situazione rimane incerta



Serbia, nonostante la vittoria delle elezioni presidenziali di febbraio da parte di Boris Tadic, lo scenario politico rimane incerto, almeno fino alle elezioni parlamentari. Le conseguenze della dichiarazione di indipendenza unilaterale del Kosovo e i suoi effetti sull'economia non sono ancora chiari. Sebbene in graduale diminuzione, i continui ed elevati squilibri esterni potrebbero rappresentare un'ulteriore minaccia nel contesto di un ambiente internazionale deteriorato. Anche in Bosnia-Erzegovina la precaria situazione politica nazionale riveste un'importanza fondamentale e provoca dubbi sia sul raggiungimento di un accordo per la nuova costituzione, sia per quanto riguarda la firma dell'Accordo di stabilizzazione e associazione con l'UE.

I Paesi nel resto dell'Europa centro-orientale sono ancora più sensibili al "riprezzamento" internazionale del rischio, ma continuano a mostrare una crescita elevatissima. In Russia, negli anni recenti, sia le banche che le società di medie e grandi dimensioni hanno fatto affidamento su finanziamenti esteri. Fino a ora, l'evidenza principale riguarda il rallentamento della crescita dei depositi e un aumento di quella dei prestiti aziendali, entrambi segnali del ridotto accesso, da parte delle imprese, al canale di finanziamento estero. In generale, il settore bancario rimane liquido e banche quali Sberbank, VTB o le banche più piccole di proprietà straniera, continuano ad avere ampio accesso ai mercati finanziari internazionali e a finanziamenti a basso costo. Anche le grosse società potranno continuare ad avere accesso ai mercati internazionali. L'economia turca ha subito un rallentamento significativo nel 2007, anno ricco di eventi, dominato sia dalle elezioni locali che dalle incertezze globali. Nonostante il fragile contesto internazionale, le prospettive per l'economia turca non sono negative. Primo, il tasso ufficiale di sconto è ora molto più basso rispetto a cinque mesi fa e questa tendenza sosterrà l'attività di investimento e le prospettive di crescita. In secondo luogo, le incertezze politiche sono state in gran parte eliminate e il governo, appoggiato dal presidente e da una maggioranza parlamentare stabile, sta promuovendo importanti riforme (la riforma del controverso articolo 301 del codice penale, una nuova costituzione, il

Il Kazakistan conserva le proprie potenzialità di crescita nel medio e lungo termine. Ma nel breve è già visibile una crisi di liquidità del settore bancario che porterà inevitabilmente a una stretta creditizia

problema curdo e la questione del velo). Tuttavia, la Turchia, in qualità di Paese emergente e "ad alto beta" (sensibile alla volatilità dei mercati), rimane tuttora esposta al contagio finanziario proveniente dall'estero in maniera maggiore rispetto ad altri Paesi CEE.

Preoccupazioni molto più rilevanti sorgono nel breve termine per il Kazakistan, che conserverà comunque il proprio potenziale di crescita nel medio-lungo termine. In Kazakistan una crisi di liquidità del settore bancario è già visibile e si trasformando in una evidente stretta creditizia. Il boom di consumi e investimenti che ha sostenuto la notevole crescita degli anni recenti ne è notevolmente ostacolato. Le società hanno ridotto l'accesso ai mercati internazionali del debito, mentre il settore bancario, che stava alimentando un'impennata del credito tramite il canale estero, deve ora limitare notevolmente l'espansione dei prestiti.

L'industria delle costruzioni, uno dei settori più dinamici negli anni recenti, si trova adesso in una fase di surriscaldamento e un suo rallentamento avrà probabilmente un impatto ulteriore sul rendimento del settore bancario. Il tasso di crescita dell'economia nel 2008 sarà probabilmente la metà di quello registrato nel 2007. Tuttavia, il potenziale a lungo termine del Paese verrà mantenuto dato che, grazie ai prezzi elevati dell'energia e delle materie prime, il Paese dispone di denaro e volontà sufficienti a prevenire qualunque crisi di dimensioni maggiori.