

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

L'espansione in atto dal 2002 nelle economie di mercato emergenti si è ulteriormente consolidata nel periodo in esame. La forte crescita in molti paesi si è accompagnata a un aumento in valore delle esportazioni e ad ampi surplus di parte corrente. Questi sviluppi hanno reso possibile una considerevole riduzione degli oneri del debito estero e un nuovo significativo accumulo di riserve valutarie. Anche i conti pubblici sono migliorati, così come i bilanci delle imprese. In parte di riflesso a questi fattori il clima di fiducia dei consumatori e degli investitori è rimasto esuberante. Contrariamente al passato, la domanda interna ha dato prova di notevole tenuta di fronte al rincaro del petrolio, persino nei paesi importatori di greggio.

Le condizioni esterne sono risultate eccezionalmente favorevoli per le economie emergenti nell'attuale ciclo economico. Ne sono un esempio la vigorosa domanda mondiale, gli ampi miglioramenti nelle ragioni di scambio di molti paesi e l'accesso decisamente più agevole al finanziamento esterno. Una questione importante che si pone è se le autorità dell'area emergente abbiano sfruttato adeguatamente questa favorevole congiuntura per conseguire miglioramenti duraturi delle posizioni di bilancio. Una seconda questione concerne poi gli squilibri che potrebbero comportare rischi per l'inflazione o incrementi insostenibili dei prezzi delle attività. Sebbene sinora in molti paesi l'inflazione sia rimasta sotto controllo, le prospettive appaiono incerte, considerando la volatilità dei prezzi delle materie prime e il livello estremamente basso o negativo dei tassi di interesse reali a breve termine. Nel maggio 2006 un'ondata di turbolenze nei mercati finanziari ha acuito queste incertezze. Per le autorità monetarie di molti paesi la sfida fondamentale è quella di evitare errori che potrebbero pregiudicare la stabilità macroeconomica e finanziaria.

Rassegna degli sviluppi macroeconomici

Lo scorso anno la crescita è stata robusta in tutte le regioni (tabella III.1). In Cina la revisione dei dati sul PIL ha inoltre rivelato che in passato i tassi di espansione erano stati significativamente sottostimati. L'attività economica è accelerata in India; la Corea è riuscita a riemergere dalla *débaclé* delle carte di credito del 2003; gran parte del Sud-Est asiatico ha continuato a svilupparsi a ritmi sostenuti. In America latina, malgrado un lieve rallentamento, l'espansione non è stata intaccata e agli inizi del 2006 la produzione industriale ha segnato un notevole recupero in Brasile e Messico. Argentina, Cile, Colombia

Crescita del prodotto e saldo del conto corrente							
	PIL reale ¹				Saldo del conto corrente ²		
	Media 2002-04	2005	2006		Media 2002-04	2005	2006
			Primo trimestre	Previsioni per l'anno			
Asia	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
Cina	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Corea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Hong Kong SAR	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
India ³	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Altri paesi ⁴	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
America latina ⁵	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentina	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brasile	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
Messico	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Europa centrale ⁶	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Russia	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Turchia	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
Africa ⁷	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Medio Oriente ⁷	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Totale ⁸	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,1</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,8</i>	<i>-376</i>	<i>-614</i>	<i>-710</i>

Nota: i dati per il 2006 sono basati sulle previsioni prevalenti di maggio, JPMorgan Chase e FMI.

¹ Variazioni annue, in percentuale. I dati regionali rappresentano medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. ² In miliardi di dollari USA. I dati regionali rappresentano la somma delle economie indicate. ³ I dati annui si riferiscono agli esercizi finanziari, con inizio in aprile. ⁴ Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Economie indicate, più Cile, Colombia, Perù e Venezuela. ⁶ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁷ Copertura geografica definita dall'FMI. ⁸ Insieme delle economie sopraindicate. Per la crescita trimestrale del PIL, esclusi Africa e Medio Oriente.

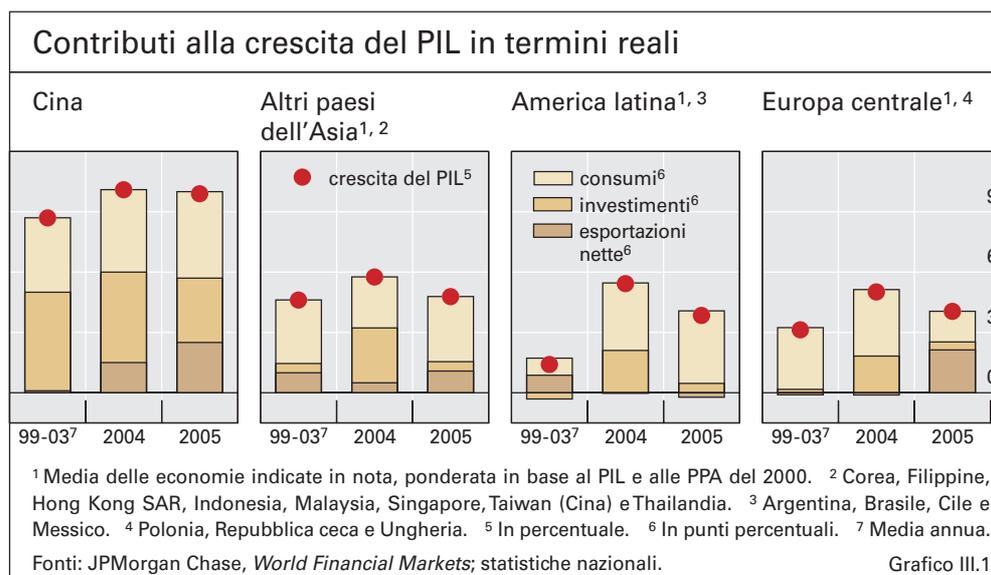
Fonti: FMI; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; statistiche nazionali. Tabella III.1

e Perù hanno tutti continuato a registrare tassi di crescita superiori a quelli tendenziali. Quanto all'Europa centrale e orientale, anche in quest'area l'espansione ha mantenuto vigore, benché Turchia e Ungheria abbiano dovuto confrontarsi con un aumento della volatilità dei mercati a seguito delle turbolenze finanziarie iniziate in Islanda nei primi mesi del 2006. Sotto l'influsso dei più elevati corsi delle materie prime, in particolare del petrolio, la crescita è stata robusta in buona parte del Medio Oriente e in Africa.

Configurazione della domanda

La domanda estera ha continuato a rappresentare un fattore importante per vari paesi (grafico III.1). In generale, la richiesta di esportazioni dei mercati emergenti è rimasta molto sostenuta, mentre il miglioramento delle ragioni di scambio ha svolto un ruolo speciale nei paesi esportatori di materie prime. In aggiunta, l'andamento delle esportazioni asiatiche è stato favorito in particolare dal superamento della fase di ristagno indotta dal decumulo di scorte nel settore dell'elettronica iniziato nel 2004. Rispetto a precedenti fasi di contrazione, questa volta la riduzione delle scorte in eccesso da parte delle imprese è stata relativamente rapida. Inoltre, la decelerazione della domanda mondiale di prodotti ad alta tecnologia si è rivelata solo temporanea. L'effetto

La domanda estera conserva un ruolo importante ...



congiunto di questi sviluppi ha trovato riscontro nel vigore delle esportazioni e negli ampi avanzi di conto corrente di molti paesi.

Nondimeno, il contributo fornito dalla domanda estera alla crescita è variato da paese a paese. Lo scorso anno è cresciuto in misura particolarmente pronunciata in Cina ed è rimasto considerevole in Corea, a Hong Kong SAR e a Singapore, così come in varie economie dell'Europa centrale, specie la Polonia e la Repubblica ceca, che hanno registrato miglioramenti significativi delle bilance correnti. Per contro, il contributo della domanda estera su base netta è calato in vari paesi importatori di petrolio dell'Asia e in America latina.

In tutte le regioni la crescita è stata sorretta dalla forte spesa delle famiglie. In molti paesi alla robustezza dei consumi privati si è affiancato un aumento della spesa per costruzioni residenziali. Due sono stati i fattori che hanno svolto un ruolo importante in tal senso.

In primo luogo, la spesa delle famiglie e la fiducia dei consumatori sono state incentivate da un incremento dei redditi, dal calo della disoccupazione e dagli elevati prezzi delle attività. In Cina, ad esempio, la spesa del settore è stata favorita da una robusta crescita dei redditi sia urbani sia rurali (pari rispettivamente al 9½ e 6% in termini reali pro capite nel 2005). Un ruolo analogo hanno avuto il miglioramento dei bilanci delle famiglie e il recupero dei redditi nel settore agricolo rispettivamente in Corea e in India. A Hong Kong SAR il rilancio si è accompagnato a un aumento dei prezzi delle attività. In America latina effetti simili di reddito e di ricchezza sono derivati dal considerevole miglioramento delle ragioni di scambio (si veda la sezione seguente). In Argentina e Cile lo scorso anno i consumi privati sono stati alimentati dal deciso incremento dei salari reali, fattore, questo, all'opera anche in varie economie dell'Europa centrale e orientale. Nella Repubblica ceca la domanda di beni di consumo durevoli ha ripreso slancio grazie ai sostenuti redditi delle famiglie, e in Turchia ha continuato ad aumentare in un contesto di inflazione e tassi di interesse decrescenti.

... ma anche la spesa delle famiglie è vigorosa ...

In secondo luogo, la spesa delle famiglie ha tratto ulteriore impulso dalla rapida espansione del credito bancario, come mostra il netto rialzo del rapporto fra credito a questo settore e PIL registrato negli ultimi anni in molti paesi (grafico III.2). Fra i fattori all'origine di tale fenomeno spiccano i bassi costi di finanziamento associati al perdurare di condizioni monetarie accomodanti (si veda la sezione sulla politica monetaria), ma figurano anche il calo dell'inflazione, la progressiva deregolamentazione dei mercati del credito, le agevolazioni fiscali per l'acquisto della casa e innovazioni finanziarie di ampio respiro che hanno attratto un crescente numero di famiglie verso i mercati ipotecari.

... grazie all'impulso fornito dal credito bancario

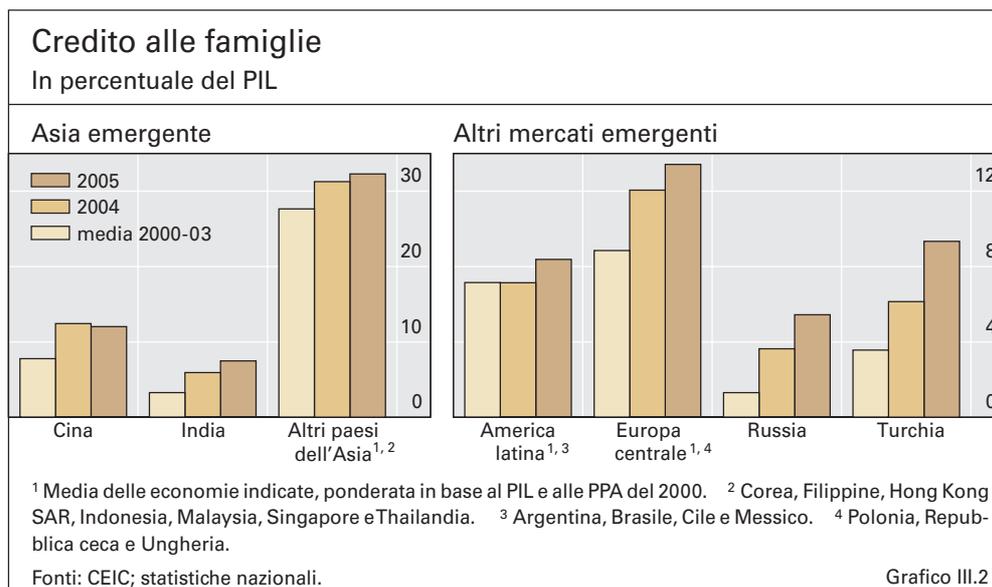
In Brasile i prestiti alle famiglie hanno segnato un'impennata del 37% lo scorso anno, in seguito all'introduzione di uno schema di garanzia basato sulle retribuzioni, che di fatto protegge le banche dal rischio di insolvenza. In Arabia Saudita una popolazione giovane in rapida crescita e la possibilità che ora hanno le banche di rivalersi sugli stipendi per il recupero dei crediti hanno contribuito a un'analogha espansione dei prestiti.

In contrasto con la spesa delle famiglie, gli investimenti non residenziali – specie quelli in conto capitale delle imprese – sono rimasti relativamente deboli (tabella III.2) in gran parte delle regioni. Ciò è particolarmente vero per l'Asia, dove in percentuale del PIL tali investimenti hanno continuato a calare o sono rimasti ben al disotto dei livelli toccati prima delle crisi finanziarie del 1997-98. Un'importante eccezione a questa tendenza è costituita dalla Cina. In India gli elevati profitti e le crescenti quotazioni azionarie si sono accompagnati anche a un rilancio degli investimenti più in generale.

Gli investimenti non residenziali in Asia sono deboli ...

La debolezza che ha caratterizzato gli investimenti non residenziali in diverse parti dell'Asia, nonostante gli elevati profitti e il miglioramento dei bilanci, ha sorpreso molti osservatori. Vari indicatori fanno comunque ritenere che negli ultimi anni si siano progressivamente allentati alcuni dei vincoli che in precedenza gravavano sulla spesa delle imprese. Ad esempio, dopo le crisi del 1997-98 le società hanno abbassato in misura sostanziale gli indici di leva

... malgrado gli elevati profitti



Investimenti fissi									
In percentuale del PIL									
	Investimenti residenziali ¹			Investimenti non residenziali			Investimenti totali		
	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³	1996 ²	2000	2005 ³
Asia									
Cina	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong Kong SAR	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
India ⁴	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Altri paesi ^{5, 6}	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
America latina									
Argentina	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasile	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Cile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Messico	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Europa centrale e orientale ^{5, 7}	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Sudafrica	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

¹ Intero settore delle costruzioni ove non sia disponibile una scomposizione. ² Per il Sudafrica, 1998. ³ O ultimo anno disponibile. ⁴ Esercizi finanziari, con inizio in aprile. ⁵ Media delle economie indicate in nota, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁶ Filippine, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁷ Polonia, Repubblica ceca, Turchia e Ungheria.

Fonti: CEIC; Datastream; Eurostat; statistiche nazionali. Tabella III.2

finanziaria. In Corea il rapporto di indebitamento è diminuito di circa due terzi, al 111%, fra il 1998 e il 2005. Inoltre, è stata sensibilmente ridotta o eliminata la capacità eccedente ed è migliorato il flusso di credito bancario al settore societario. In Corea, Indonesia e Malaysia, ad esempio, lo scorso anno gli investimenti non residenziali hanno registrato un consistente aumento.

Quadro diversificato degli investimenti in altre regioni

In America latina la situazione appare più eterogenea. Gli investimenti in Brasile sono stati particolarmente variabili: dopo aver toccato un tasso annuo superiore al 10% nel 2004, la loro crescita reale è scesa al 2% nel 2005. In Messico la recente debolezza degli investimenti non residenziali si è accompagnata a una perdita di competitività nel settore delle esportazioni. Ad esempio, la quota del paese sulle importazioni statunitensi si è ridotta di circa 1½ punti percentuali fra il 2001 e il 2005. Per contro, la spesa in conto capitale escluse le abitazioni ha recuperato terreno negli ultimi due anni in Argentina. Nell'Europa centrale e orientale gli indici di investimento sono diminuiti negli ultimi cinque anni, in parte di riflesso alla debolezza degli investimenti non residenziali.

Aumento delle pressioni inflazionistiche

L'inflazione è contenuta, ma aumentano le pressioni

La vigorosa crescita economica e i rincari delle materie prime hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi in tutte le regioni. Ciò nonostante, lo scorso anno l'inflazione è rimasta sotto controllo nella maggior parte dei paesi (tabella III.3). In Cina la crescita del prodotto è stata particolarmente sostenuta, ma si è accompagnata a misure di inflazione estremamente basse. In Corea e in India l'inflazione generale, che era significativamente aumentata nel 2004, ha segnato

Prezzi al consumo ¹							
Variazioni annue, in percentuale							
	Inflazione generale				Inflazione di fondo ²		
	2004	2005	2006		2004	2005	Aprile 2006 ³
			Aprile ³	Previsioni per l'anno ⁴			
Asia ⁵	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
Cina	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
India	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesia	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Thailandia	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Altri paesi ^{5, 6}	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
America latina ⁵	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentina	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasile	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Messico	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Altri paesi ^{5, 7}	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europa centrale ⁵	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Polonia	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
Repubblica ceca	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Ungheria	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Russia	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Sudafrica	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turchia	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

¹ Per l'India, prezzi all'ingrosso. Media del periodo; per l'America latina, dati di fine periodo. ² Inflazione generale esclusi i prodotti alimentari e l'energia, oppure definizione nazionale. ³ O ultimo periodo disponibile. ⁴ Previsioni prevalenti pubblicate in maggio. ⁵ Media delle economie elencate o indicate in nota, ponderata in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁶ Filippine, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina). ⁷ Cile, Colombia e Perù.

Fonti: FMI; OCSE; CEIC; © Consensus Economics; statistiche nazionali; stime BRI. Tabella III.3

una decelerazione verso la fine dell'anno. In vari paesi dell'Asia l'andamento dell'inflazione è stato influenzato dai tempi di abolizione dei sussidi petroliferi. Per quanto concerne l'America latina, la dinamica è stata discendente in Brasile e Messico per gran parte della seconda metà del 2005. In Cile l'inflazione di fondo è rimasta contenuta, sebbene quella generale sia salita verso la fine dell'anno. Argentina e Venezuela hanno invece continuato a far registrare tassi di inflazione relativamente elevati. In pressoché tutti i paesi dell'Europa centrale i prezzi sono rallentati lo scorso anno, grazie non solo all'apprezzamento del cambio, ma anche all'accresciuta concorrenza nei mercati al dettaglio. L'inflazione è diminuita nuovamente in Turchia, proseguendo una tendenza di lungo periodo.

Prospettive e rischi

Le previsioni per il 2006 sono all'insegna di un'ulteriore crescita sostenuta o addirittura di una sua accelerazione nella maggior parte delle economie emergenti. Nondimeno, la maggioranza dei paesi dovrebbe mantenere una situazione di avanzo corrente e continuare a registrare un'inflazione moderata. Tali previsioni, evidentemente, non sono esenti da rischi.

Probabile forte crescita nel 2006, con rischi di un rallentamento delle esportazioni ...

... di un
surriscaldamento
dei mercati
immobiliari ...

Anzitutto la perdurante dipendenza di numerosi paesi da una crescita trainata dalle esportazioni comporta che essi siano esposti al rischio di volatilità sia nelle principali economie industriali, sia in Cina. Inoltre, i paesi che hanno beneficiato di sostanziali finanziamenti dall'estero potrebbero essere soggetti a cambiamenti di preferenze degli investitori. In secondo luogo, vi sono rischi associati alla spesa delle famiglie finanziata con il ricorso all'indebitamento. Un'espansione troppo rapida della domanda di abitazioni potrebbe surriscaldare il mercato immobiliare, particolarmente in Asia. I prezzi degli immobili in questo continente sono andati crescendo negli ultimi due anni, sebbene in diversi casi (come a Hong Kong, a Singapore e in Thailandia) si tratti di recuperi da flessioni precedenti. La Corea ha dovuto far fronte a una situazione difficile sul mercato immobiliare nel 2005, in quanto nella prima metà dell'anno i prezzi delle abitazioni in alcune città avevano subito bruschi rialzi. In risposta, le autorità hanno introdotto un pacchetto di misure di stabilizzazione per raffreddare il mercato (comprendenti un aumento dell'imposizione, restrizioni al finanziamento ipotecario per finalità speculative e allocazioni addizionali di terreni edificabili). In Sudafrica il mercato immobiliare ha registrato una vigorosa espansione, con un aumento del 50% dei prezzi delle abitazioni negli ultimi due anni.

... e forse di una
sovraesposizione
delle famiglie

Una terza fonte di vulnerabilità proviene dal fatto che in molti paesi, e in particolare nell'Europa centrale, le banche hanno trasferito una larga parte dei loro rischi alle famiglie, erogando prestiti a tasso variabile o in valuta estera. È difficile stabilire in che misura le famiglie sarebbero in grado di far fronte a shock inattesi che potrebbero velocemente innalzare i loro oneri debitori. Inoltre, l'esperienza della Corea nel 2003 mostra come una rapida espansione del debito delle famiglie, anche se denominato in moneta locale, possa generare una significativa volatilità dei consumi e influire negativamente sulla crescita futura.

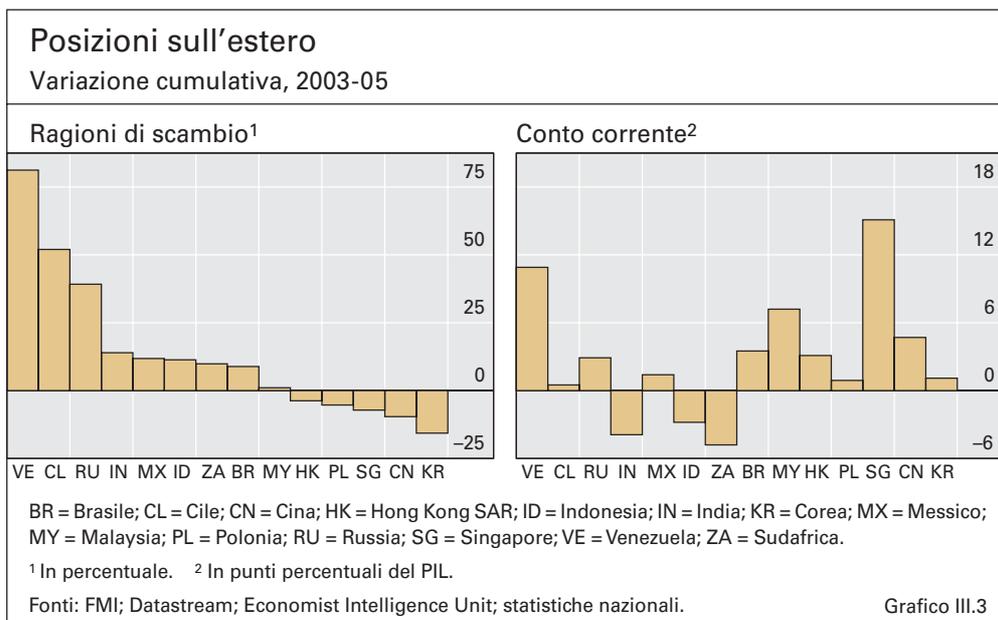
Due importanti sfide esterne

Due importanti fenomeni emersi negli ultimi anni sono gli ampi movimenti nelle ragioni di scambio delle economie emergenti e il protratto vigore della domanda di attività di queste economie. Entrambi hanno notevoli implicazioni, non soltanto per la crescita, ma anche per le politiche fiscali e monetaria.

Movimenti nelle ragioni di scambio

Le forti variazioni
delle ragioni di
scambio ...

Le oscillazioni intervenute dal 2002 nei prezzi relativi si sono associate ad ampi movimenti nelle ragioni di scambio delle economie emergenti. Ad esempio, fra il 2001 e gli inizi del 2006 i corsi del petrolio espressi in dollari sono pressoché raddoppiati, dopo essere nettamente calati negli anni novanta, e anche i prezzi dei metalli industriali e di alcune materie prime agricole sono rapidamente cresciuti. Nel contempo, i prezzi mondiali dei manufatti sono invece aumentati solo di poco. Di conseguenza, i guadagni registrati dalle ragioni di scambio dei paesi esportatori di materie prime sono fra i più alti degli ultimi anni (grafico III.3, diagramma di sinistra). Per converso, nelle economie con una concentrazione significativa delle esportazioni nei



manufatti e nei servizi, e con un'elevata domanda di importazioni petrolifere, le ragioni di scambio hanno subito peggioramenti sostanziali.

L'impatto di queste variazioni sui paesi esportatori di materie prime è stato differenziato. Il notevole miglioramento delle ragioni di scambio si è accompagnato a crescenti eccedenze di parte corrente in vari paesi dell'America latina (grafico III.3, diagramma di destra). Brasile, Cile, Colombia, Perù e Venezuela hanno tutti beneficiato di ampi rincari delle loro principali esportazioni di prodotti primari. I guadagni derivanti dall'aumento di prezzo dei beni esportati sono stati considerevoli anche in altre regioni, in particolare per le economie esportatrici di petrolio come Russia e Arabia Saudita.

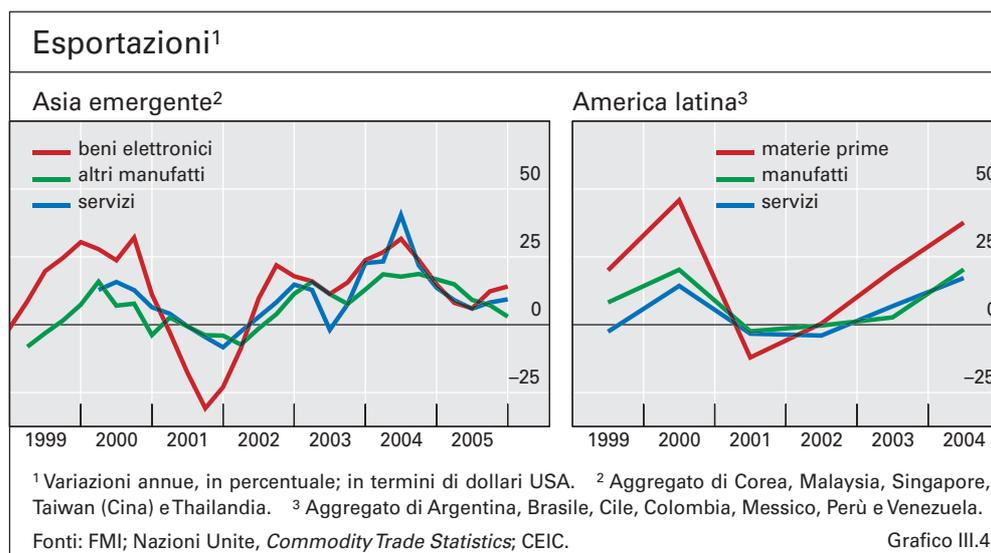
Nello stesso tempo, oltre ai guadagni nelle ragioni di scambio, molti paesi hanno fruito anche di forti incrementi dei volumi delle esportazioni, non solo di materie prime ma anche di una vasta gamma di manufatti e servizi. Ad esempio, il calo del 9% dei prezzi delle esportazioni argentine di materie prime lo scorso anno è stato più che compensato da un aumento del 27% dei volumi esportati. Tuttavia, in altri paesi esportatori di materie prime l'aumento delle importazioni e di altri esborsi ha di gran lunga sopravanzato la crescita delle vendite all'estero, traducendosi in un deterioramento netto del conto corrente. È questo il caso del Sudafrica, dove la bilancia corrente ha registrato un disavanzo record di oltre il 4% del PIL nel 2005.

Vi sono indicazioni secondo cui l'impatto avverso del peggioramento delle ragioni di scambio per i paesi importatori di materie prime sarebbe stato più contenuto del previsto, segnatamente in Asia, dove la dipendenza dal petrolio tende a essere alquanto elevata. Nonostante la pronunciata decelerazione dello scorso anno, la crescita delle esportazioni in gran parte del continente è rimasta sostenuta (grafico III.4), contribuendo a compensare le perdite nelle ragioni di scambio. Di fatto, gli introiti aggiuntivi dei paesi esportatori di petrolio sono stati in parte reindirizzati verso la regione asiatica per il tramite del settore commerciale. Le esportazioni dell'Asia (escluso il

... accrescono le eccedenze correnti di taluni paesi ...

... grazie anche al maggiore volume di esportazioni ...

... ma il peggioramento delle ragioni di scambio di altri paesi è limitato



Giappone) verso i paesi esportatori di petrolio sono infatti salite del 27% nella prima metà del 2005. Il risultato netto di questi sviluppi è che molte economie asiatiche hanno continuato a beneficiare di ingenti avanzi di parte corrente.

Una questione da considerare concerne la sostenibilità dei recenti movimenti nelle ragioni di scambio, dati i precedenti storici di elevata volatilità dei prezzi delle materie prime. Da un lato, è possibile che la forte espansione mondiale comporti un'ulteriore crescita della domanda di materie prime. La perdurante esuberanza dell'economia cinese è un elemento che punta in questa direzione. Lo scorso anno la sola Cina ha contribuito per oltre il 57% alla domanda incrementale di alluminio, per il 60% a quella di rame e per più del 30% a quella di greggio. Tale tendenza potrebbe rafforzarsi in futuro a seguito di un consistente aumento della domanda indiana di petrolio e di altre materie prime. Dall'altro lato, l'esperienza passata indica che i corsi delle materie prime non petrolifere sono più volatili e tendono maggiormente a riportarsi sui loro livelli medi rispetto ai prezzi del petrolio. Ciò potrebbe derivare in parte da differenze insite nella struttura del mercato: la natura "cartellizzata" del mercato del greggio facilita infatti il controllo dell'offerta, mentre in altri settori (specie nei mercati delle derrate agricole) le condizioni dell'offerta sono più reattive al livello dei prezzi. Un rincaro in termini reali delle materie prime potrebbe pur sempre frenare la domanda futura, soprattutto se le innovazioni tecnologiche comportassero un impiego più efficiente di tali fattori nel processo produttivo.

Forte domanda di attività dei mercati emergenti

Nel periodo in esame la domanda di attività dei mercati emergenti si è intensificata: i flussi netti di capitali privati hanno raggiunto \$254 miliardi circa nel 2005, in evidente rialzo rispetto al 2004 (tabella III.4), superando di gran lunga i livelli prevalenti nel 1998-2002. Anche nel primo trimestre del 2006 i flussi sarebbero stati rilevanti, benché di recente si sia riscontrata una certa volatilità.

Lo scorso anno i flussi netti di capitali verso l'Europa centrale e l'America latina sono cresciuti in misura significativa, mentre si sono dimezzati quelli

Sostenibilità della favorevole dinamica delle ragioni di scambio

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti

In miliardi di dollari USA

	Media annua 1990-97 ¹	Media annua 1998-2002	2003	2004	2005
Economie di mercato emergenti²					
Flussi totali	130	79	160	231	254
Investimenti diretti	74	167	158	184	212
Investimenti di portafoglio	50	-3	-4	35	39
Altri flussi privati	6	-85	7	12	3
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	<i>-78</i>	<i>70</i>	<i>229</i>	<i>311</i>	<i>511</i>
<i>variazione riserve³</i>	<i>-73</i>	<i>-116</i>	<i>-352</i>	<i>-515</i>	<i>-580</i>
<i>flussi ufficiali</i>	<i>21</i>	<i>8</i>	<i>-62</i>	<i>-82</i>	<i>-139</i>
<i>altri⁴</i>	<i>2</i>	<i>-41</i>	<i>23</i>	<i>56</i>	<i>-46</i>
Asia					
Flussi totali	55	-1	64	120	54
Investimenti diretti	36	58	68	60	72
Investimenti di portafoglio	15	-5	4	4	-31
Altri flussi privati	4	-54	-9	56	13
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	<i>-10</i>	<i>104</i>	<i>166</i>	<i>184</i>	<i>241</i>
<i>variazione riserve³</i>	<i>-37</i>	<i>-87</i>	<i>-227</i>	<i>-340</i>	<i>-282</i>
<i>flussi ufficiali</i>	<i>6</i>	<i>1</i>	<i>-18</i>	<i>2</i>	<i>5</i>
<i>altri⁴</i>	<i>-13</i>	<i>-17</i>	<i>14</i>	<i>34</i>	<i>-18</i>
America latina					
Flussi totali	48	37	16	6	25
Investimenti diretti	23	62	35	48	51
Investimenti di portafoglio	31	1	-8	-14	28
Altri flussi privati	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	<i>-37</i>	<i>-53</i>	<i>7</i>	<i>18</i>	<i>30</i>
<i>variazione riserve³</i>	<i>-19</i>	<i>3</i>	<i>-36</i>	<i>-24</i>	<i>-32</i>
<i>flussi ufficiali</i>	<i>3</i>	<i>12</i>	<i>6</i>	<i>-7</i>	<i>-25</i>
<i>altri⁴</i>	<i>5</i>	<i>1</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>2</i>
Europa centrale e orientale					
Flussi totali	9	34	52	71	108
Investimenti diretti	7	23	17	34	41
Investimenti di portafoglio	4	2	6	27	29
Altri flussi privati	-2	9	30	10	38
<i>Per memoria: saldo conto corrente</i>	<i>-6</i>	<i>-24</i>	<i>-37</i>	<i>-59</i>	<i>-63</i>
<i>variazione riserve³</i>	<i>-6</i>	<i>-11</i>	<i>-12</i>	<i>-14</i>	<i>-41</i>
<i>flussi ufficiali</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>-5</i>	<i>-7</i>	<i>-9</i>
<i>altri⁴</i>	<i>4</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>9</i>	<i>4</i>
<i>Per memoria: esportatori carburante</i>					
<i>flussi capitali privati, base netta</i>	<i>0</i>	<i>-9</i>	<i>13</i>	<i>5</i>	<i>5</i>
<i>saldo conto corrente</i>	<i>9</i>	<i>60</i>	<i>109</i>	<i>189</i>	<i>347</i>

¹ 1994-97 per i paesi esportatori di carburante. ² Comprende, fra gli altri, Africa, Comunità di Stati Indipendenti e Medio Oriente. ³ Una cifra negativa indica un aumento. ⁴ Comprende errori e omissioni.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.4

Gli afflussi netti di capitali crescono in misura significativa

diretti in Asia. Buona parte delle variazioni regionali nei movimenti di capitali è riconducibile agli investimenti di portafoglio e ad altri flussi privati. In Asia gli investimenti netti di portafoglio hanno subito un'inversione, dando luogo nel 2005 a una fuoriuscita di capitali (che almeno in parte riflette consistenti deflussi lordi), ma sono diminuiti anche altri flussi privati (compresi i prestiti bancari internazionali).

Gli IDE sono ancora preponderanti

Gli investimenti diretti esteri (IDE) netti continuano a rappresentare la componente più importante dei flussi netti di capitali. Nel 2005 hanno raggiunto \$212 miliardi, con un modesto aumento rispetto al 2004, e con una distribuzione regionale simile a quella dell'anno precedente: \$72 miliardi sono andati all'Asia, \$51 miliardi all'America latina, \$41 miliardi all'Europa centrale e orientale e la parte restante si è distribuita equamente fra Africa e Medio Oriente. In alcuni casi gli afflussi lordi hanno superato quelli netti, rispecchiando un aumento di IDE in uscita dalle economie emergenti. Varie società multinazionali con base in queste economie presentano ora posizioni sull'estero ragguardevoli. Ad esempio, nel 2004 lo stock di IDE all'estero superava i \$100 miliardi sia per Singapore (104% del PIL) che per la Russia (18%), ammontava a \$69 miliardi per il Brasile (11,5%) e a \$32-38 miliardi per Cina (2,4%), Sudafrica (18%) e Corea (4,7%).

Rilevanti differenze regionali

Gli afflussi netti differiscono considerevolmente a seconda delle regioni e delle economie. Nell'Europa centrale e orientale, dove l'integrazione economica con il resto del continente ha continuato a progredire, gli afflussi netti hanno superato il 6% del PIL. Per contro, essi sono stati decisamente inferiori in America latina. Solo un gruppo ristretto di paesi – segnatamente Sudafrica, Turchia e Ungheria – presentava disavanzi di parte corrente relativamente ampi, e quindi un corrispondente fabbisogno di finanziamenti. Altri paesi con un deficit corrente sono India, Messico e Polonia.

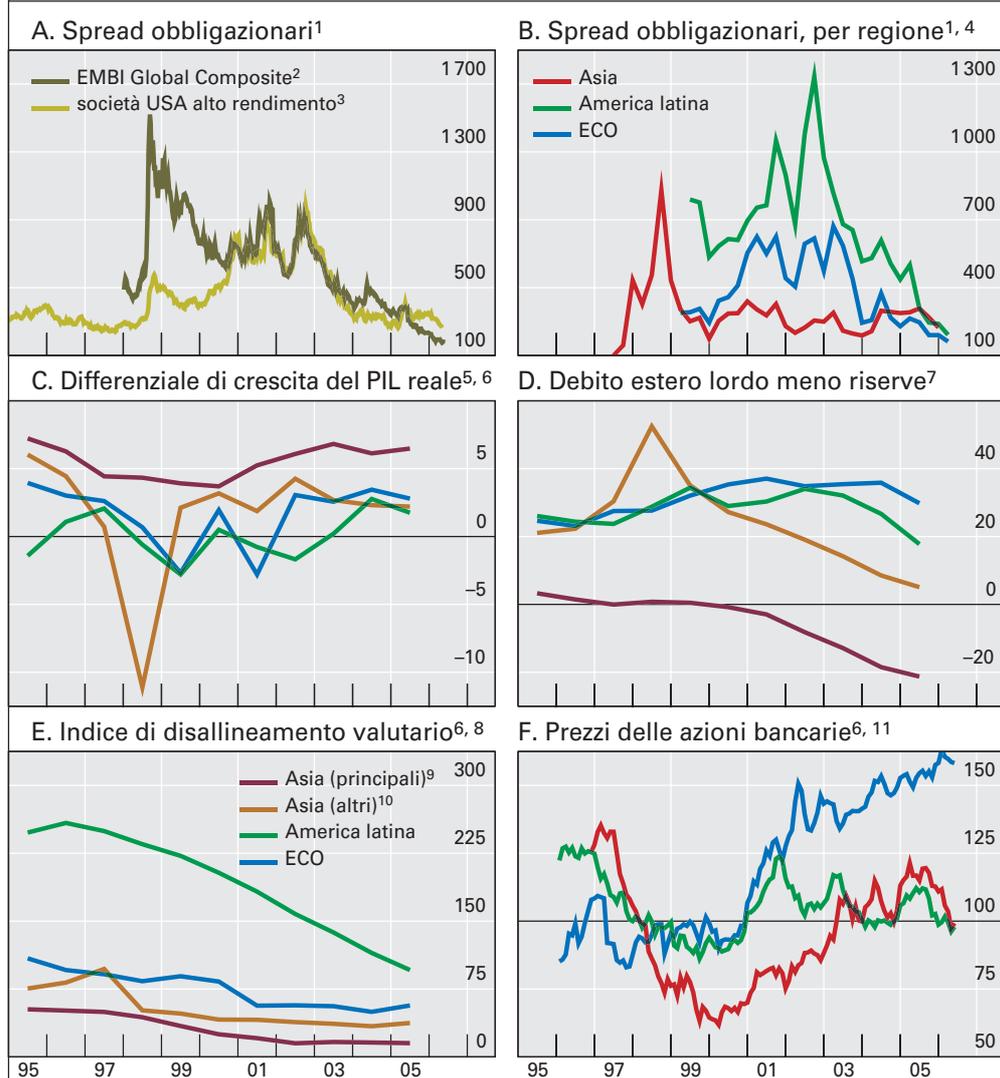
Maggiore interesse per il debito dei mercati emergenti ...

Nella situazione attuale non è chiaro fino a che punto l'aumento dei flussi di capitali verso le economie emergenti rifletta condizioni distese nei mercati finanziari sviluppati (fattori cosiddetti "push"), dovute all'evoluzione delle politiche o del clima di mercato. I precedenti timori di un possibile disimpegno dalle attività dei mercati emergenti indotto dall'inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti si sono dimostrati infondati, quantomeno prima del maggio 2006, allorché i corsi azionari in molti paesi hanno registrato pronunciate flessioni. In effetti, i differenziali di rendimento sulle emissioni sovrane hanno continuato a ridursi anche quando nel 2004 e nel 2005 i tassi ufficiali statunitensi stavano progressivamente salendo (grafico III.5, diagramma A). Tali differenziali risultano diminuiti per vari mutuatari dell'America latina, e continui miglioramenti si sono parimenti osservati nell'Europa centrale e orientale. Gli spread sovrani dei paesi asiatici colpiti dalle crisi, che all'epoca erano saliti in media a 830 punti base, sono tornati a calare, pur continuando a superare i livelli di metà 1997 (grafico III.5, diagramma B). Nondimeno, resta da vedere quali potrebbero essere gli effetti di un inasprimento monetario contestuale nei principali paesi industriali.

... di riflesso all'abbondante liquidità internazionale ...

Sempre per quanto riguarda i fattori "push", si possono avanzare varie spiegazioni per il calo dei differenziali sul debito sovrano. Una prima è la crescente diversificazione dei portafogli a favore di titoli dei mercati emergenti.

Domanda di attività dei mercati emergenti



Nota: la composizione dei gruppi di paesi dell'Asia e dell'Europa centrale e orientale (ECO) differisce da un diagramma all'altro.

¹ In punti base. ² Indice degli spread rispetto ai titoli del Tesoro USA, elaborato da JPMorgan Chase. ³ Indice dei rendimenti di un paniere di obbligazioni societarie di qualità non bancaria denominate in dollari USA rispetto ai tassi swap decennali. ⁴ Sottoindici EMBI Global. Medie regionali basate sulle ponderazioni dell'indice EMBI Global Composite. ⁵ Crescita regionale meno crescita nelle economie del G7, in punti percentuali. ⁶ Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. ⁷ In percentuale del PIL. ⁸ Quota del debito complessivo denominata in valuta estera divisa per il rapporto fra esportazioni e PIL. ⁹ Cina, India e Taiwan (Cina). ¹⁰ Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. ¹¹ In rapporto agli indici generali del mercato azionario, in termini di dollari USA; 1996-2005 = 100.

Fonti: FMI; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico III.5

Una seconda è la situazione di abbondante liquidità nei mercati obbligazionari sviluppati, che ha mantenuto bassi i rendimenti dei titoli statunitensi a lungo termine nel 2005, incoraggiando una "caccia" a impieghi più remunerativi. Sebbene questo effetto si sia attenuato nel 2006 con l'aumento dei tassi USA a lungo termine, è interessante notare come verso la fine del periodo in esame lo spread sulle obbligazioni statunitensi ad alto rendimento si sia stabilizzato, mentre quello applicato ai titoli dei mercati emergenti abbia

continuato a restringersi (grafico III.5, diagramma A). Tale andamento non può allora attribuirsi unicamente alle condizioni finanziarie globali, ma deve altresì riflettere una più favorevole valutazione da parte degli investitori dei rischi sottostanti l'investimento in titoli di debito dei mercati emergenti (per altre prospettive, si veda il Capitolo VI).

... alle migliorate
grandezze
economiche
fondamentali ...

Passando a considerare i fattori "pull" all'origine degli afflussi di capitali, in questo decennio le grandezze economiche fondamentali sono migliorate sotto quattro importanti aspetti. Anzitutto è da rilevare che le riforme economiche e la più profonda integrazione con l'economia mondiale hanno innalzato i tassi di crescita in gran parte dei paesi emergenti rispetto a quelli delle principali economie sviluppate (grafico III.5, diagramma C). Gli effetti dell'adesione all'Unione europea dei paesi dell'Europa centrale e orientale, il maggiore orientamento al commercio dell'America latina e la crescente integrazione della Cina e dell'India nell'economia mondiale hanno stimolato a un tempo la crescita nei paesi interessati e la domanda di beni prodotti da altre economie emergenti.

... al minore
indebitamento
esterno ...

Il secondo sviluppo positivo è frutto degli avanzi di parte corrente, che hanno consentito a vari paesi di ridurre l'indebitamento netto estero. Le riserve valutarie si sono accresciute e sono state rimborsate passività estere con riferimento, in particolare, al debito ufficiale o ristrutturato. In alcuni casi il debito estero è stato ridotto ricorrendo alle riserve valutarie. Ad esempio, lo scorso anno la Russia ha estinto il suo debito nei confronti dell'FMI e rimborsato \$15 miliardi al Club di Parigi dei paesi creditori. Nel dicembre 2005 il Brasile ha rimborsato all'FMI e al Club di Parigi rispettivamente \$15,5 e 2,6 miliardi, e nell'aprile di quest'anno ha riscattato l'insieme delle obbligazioni Brady emesse (pur finanziando parte dell'operazione con il collocamento di nuove passività sull'estero). Anche l'Argentina ha ripagato il debito in essere verso le istituzioni finanziarie internazionali (grafico III.5, diagramma D). Nell'aprile 2006 la Nigeria è divenuta il primo paese africano ad aver estinto il debito contratto nei confronti del Club di Parigi, per un totale di \$30 miliardi, grazie al rimborso di \$12,4 miliardi e alla cancellazione della parte restante. Un'importante contropartita interna dei crescenti avanzi di conto corrente e del rimborso del debito estero è stato il significativo aumento dei tassi di risparmio nazionali. Rilevante è l'esempio dell'America latina, dove il tasso di risparmio è complessivamente salito al 22% del PIL nel 2005, rispetto al 17% circa dei primi anni duemila.

... alle più solide
posizioni di
bilancio ...

Il terzo miglioramento è stata la riduzione dei disallineamenti valutari (grafico III.5, diagramma E). La denominazione dei prestiti bancari internazionali si è progressivamente spostata verso le monete locali. Governi e altri mutuatari nei mercati dei capitali hanno ridotto il ricorso al debito in valuta estera, incrementando le emissioni interne. In base alle statistiche BRI, fra il 2000 e il 2005 l'ammontare totale in essere di obbligazioni e *note* interne emesse da prenditori dell'America latina è salito da \$228 a 379 miliardi, mentre quello dei titoli internazionali si è ridotto di \$17 miliardi. L'incidenza delle emissioni indicizzate al tasso di cambio nei mercati interni del debito è diminuita in vari casi degni di nota. Ad esempio, in Brasile la quota dei titoli indicizzati in rapporto al debito pubblico totale è scesa dal 37% nel 2002 al 2,3%

nel primo trimestre 2006. I mercati obbligazionari nazionali hanno inoltre acquisito maggior spessore, grazie a un marcato aumento delle negoziazioni internazionali di titoli interni. Significativo è inoltre il graduale allungamento della struttura per scadenze che sembra aver interessato il debito pubblico interno di alcuni paesi. L'accresciuto spessore dei mercati del debito in moneta locale offre agli investitori internazionali nuove soluzioni per migliorare in misura consistente la redditività. Dal momento che i rendimenti delle obbligazioni interne delle economie emergenti paiono più orientati a fattori nazionali e presentano correlazioni relativamente basse con i rendimenti nei mercati sviluppati o in altri mercati emergenti, tali titoli offrono anche una valida opportunità di diversificazione.

Il quarto cambiamento intervenuto concerne le posizioni di bilancio sia del settore societario non finanziario sia delle banche, che negli anni recenti si sono rafforzate. Gli indici di leva delle imprese sono calati e si è assistito a un miglioramento consistente e diffuso dei sistemi bancari. I saggi di redditività dell'attivo delle banche sono aumentati e vari indicatori fanno ritenere che la qualità dei bilanci bancari sia migliorata. Volendo citarne uno semplice, il rapporto fra gli indici delle azioni bancarie e quelli generali del mercato azionario – nettamente calato durante le crisi degli ultimi anni novanta – è tornato a salire (grafico III.5, diagramma F).

... e al rafforzamento dei sistemi bancari

In sintesi, le eccedenze dei conti correnti e il minore indebitamento netto con l'estero, insieme ai considerevoli progressi in termini di crescita economica, posizioni di bilancio e sistemi bancari nazionali, hanno favorito un'energica ripresa della domanda estera di attività dei mercati emergenti. Nello stesso tempo, va riconosciuto che la situazione venutasi a creare presenta alcuni rischi. Se è vero che lo sviluppo dei mercati obbligazionari interni può imporre una certa disciplina alle autorità fiscali, segnalando le preoccupazioni del mercato per eventuali politiche inappropriate, in alcuni casi esso potrebbe accrescere la tentazione di ricorrere al finanziamento inflazionistico. Inoltre, le mutevoli esposizioni degli investitori residenti potrebbero influire sulla stabilità finanziaria. Da un lato, l'accresciuta presenza degli investitori istituzionali locali è benefica per lo sviluppo del mercato e la diversificazione dei rischi. Dall'altro, è stato riscontrato che in alcuni paesi le disponibilità di titoli pubblici interni sono concentrate nei portafogli delle banche, il che le espone a significativi rischi di tasso di interesse.

Ma permangono rischi

Politiche di bilancio

Considerati i guadagni nelle ragioni di scambio e l'ampia disponibilità di finanziamento per le economie emergenti, nonché la robusta performance dell'economia mondiale, è lecito chiedersi se questi paesi abbiano adeguatamente sfruttato le favorevoli condizioni per migliorare le proprie posizioni di bilancio, e in particolare per ridurre il debito pubblico. Tale riduzione dovrebbe costituire una priorità per le economie emergenti, dal momento che molte di esse appaiono "intolleranti al debito", cioè non possono sostenere, senza esporsi al rischio di tensioni finanziarie, i livelli di debito agevolmente sopportati dai paesi sviluppati.

Entità del risanamento necessario

Miglioramento dei saldi finanziari ...

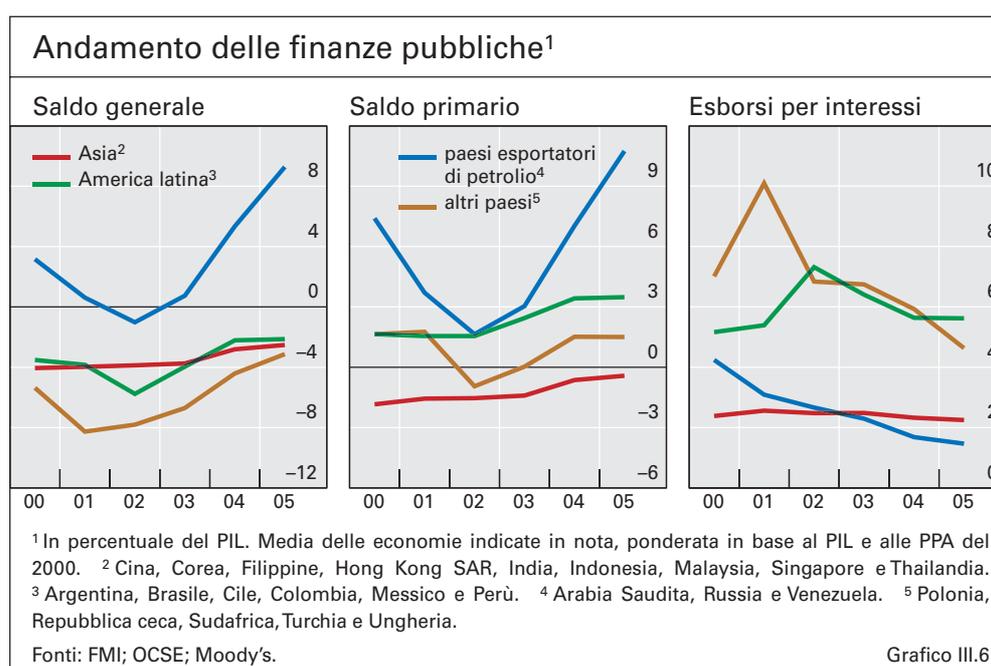
Negli anni recenti l'evoluzione delle posizioni di bilancio è stata positiva: il miglioramento del saldo generale mediano nel campione di paesi qui considerato (grafico III.6) è stato pari a 2,3 punti percentuali del PIL fra il 2002 e il 2005. Nell'ultimo biennio le variazioni sono state particolarmente cospicue nel caso dei paesi esportatori di petrolio, e relativamente più limitate in Asia. All'interno del campione, si sono di norma mantenuti in surplus i paesi che già presentavano indici di indebitamento bassi (quali Cile, Corea e Thailandia), e in particolare gli esportatori di petrolio (come Arabia Saudita, Russia e Venezuela). Nondimeno, la maggior parte delle economie emergenti continua a registrare disavanzi di bilancio significativi (1,6% di media nel 2005).

... calo degli esborsi per interessi ...

I pagamenti per interessi sono mediamente diminuiti, in alcune regioni in misura considerevole. I tassi di interesse sono calati in modo particolarmente pronunciato in Argentina e Turchia. In generale, i paesi hanno colto l'occasione fornita dal più agevole finanziamento per emettere nuove passività a condizioni più vantaggiose. In alcuni casi, questo processo ha facilitato il rimborso anticipato o il riscatto del più oneroso debito pubblico in essere. In altri, è stato possibile prefinanziare il fabbisogno ai tassi inferiori prevalsi negli ultimi trimestri. Si stima che a fine gennaio 2006 i mutuatari dei mercati emergenti avessero già soddisfatto quasi la metà del loro fabbisogno di finanziamento per l'intero anno.

... e aumento dei saldi primari

L'andamento tendenziale del saldo primario (al netto degli esborsi per interessi) è forse un indicatore più adatto a valutare la sostenibilità nel tempo degli sviluppi recenti nei conti pubblici (grafico III.6, diagramma centrale). Tale saldo è cresciuto fortemente fra i paesi esportatori di petrolio, ma si è mosso al rialzo anche in altre aree. A titolo di esempio, nel 2004-05 esso si collocava in media intorno al 16 e 8% del PIL rispettivamente in Arabia Saudita e in Russia, e risultava elevato (dal 2 al 7% circa del PIL) anche in



Argentina, Brasile, Cile e Turchia. Per contro, in India è ancora osservabile un disavanzo primario, che pure è andato calando nel tempo.

Questioni relative agli aggiustamenti dal lato delle entrate e della spesa

Alcuni dei recenti miglioramenti dei saldi primari rispecchiano fattori temporanei o ciclici, e ciò desta preoccupazione poiché le posizioni di bilancio potrebbero subire un netto capovolgimento al venir meno delle condizioni economiche e finanziarie eccezionalmente favorevoli presenti a livello mondiale. Sebbene non siano disponibili su vasta scala stime affidabili e tra loro comparabili dei saldi strutturali delle economie emergenti, è possibile farsi in qualche modo un'idea della sostenibilità nel tempo degli aggiustamenti di bilancio attuati in alcune economie pesantemente indebitate analizzando la misura in cui vengono presi provvedimenti per ridurre le uscite e accrescere le entrate in via permanente. Tali provvedimenti dovrebbero idealmente essere strutturati in modo da minimizzare le distorsioni in grado di ridurre il benessere economico e il potenziale di crescita.

Per molte economie emergenti risulta assai arduo ridurre la spesa. Vi è innanzitutto il problema degli esborsi fissi a valere sulle risorse di bilancio, come gli interessi sul debito, gli elevati oneri per stipendi e pensioni della pubblica amministrazione e le generose provvidenze sociali. Questo problema concerne, fra gli altri, il Brasile e la Turchia. In paesi come la Cina e l'India, nonché nei paesi esportatori di petrolio, gli incrementi di reddito derivanti dalla rapida crescita economica o dagli introiti straordinari ottenuti dai rincari del greggio hanno generato pressioni a favore di aumenti delle retribuzioni o della spesa sociale. Oltre a ostacolare una riduzione delle uscite, siffatti aumenti restringono il margine di spesa disponibile per interventi necessari a migliorare la qualità della pubblica amministrazione o a promuovere settori prioritari come la salute, l'istruzione, le infrastrutture. Come si può rilevare dal grafico III.7, di recente nelle economie emergenti la spesa ha avuto la tendenza ad aumentare.

Difficile ridurre la spesa

L'impatto degli aumenti di spesa sul bilancio pubblico è stato in parte attenuato negli ultimi tempi dalla crescente incidenza delle entrate sul PIL, osservabile in tutte le regioni, e naturalmente soprattutto fra i paesi esportatori di petrolio (grafico III.7, diagramma di sinistra). Nell'attuale decennio l'incidenza mediana è salita di circa 2 punti percentuali, raggiungendo il 27,1% del PIL nel 2005 (rispetto al 38% per un insieme di paesi sviluppati). In molti casi al maggior gettito fiscale non ha fatto riscontro un incremento della spesa primaria.

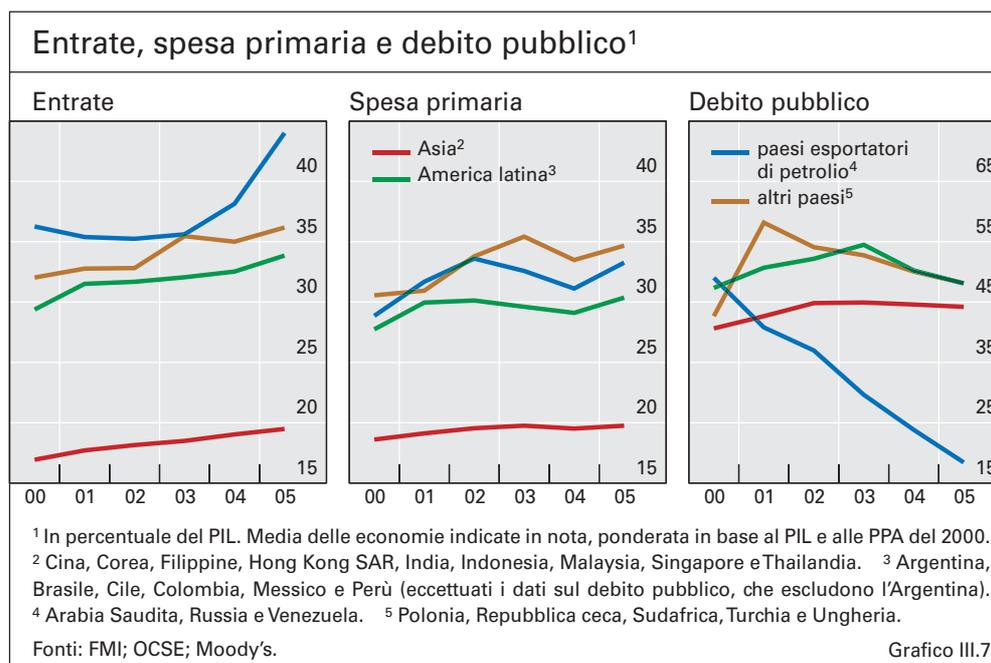
La maggiore incidenza delle entrate è stata di aiuto ...

Un motivo di preoccupazione risiede nel fatto che, nonostante i recenti aumenti, l'incidenza delle entrate pubbliche è ancora relativamente bassa in varie economie emergenti. Ad esempio, essa è pari al 18-20% circa del PIL nelle Filippine e in India, un livello considerevolmente inferiore alla media del 29% degli Stati Uniti, dove l'imposizione fiscale è bassa rispetto a quella di altri paesi sviluppati.

... ma in alcuni casi resta esigua ...

Preoccupa inoltre la possibilità che, in assenza di riforme strutturali in grado di migliorare durevolmente i conti pubblici, gli aumenti conseguiti dal lato delle entrate siano vanificati da un rallentamento congiunturale. A

... e si rendono necessarie riforme strutturali



questo riguardo, i progressi compiuti sono stati diversi da paese a paese. Nelle Filippine, ad esempio, il recente allargamento della copertura dell'imposta sul valore aggiunto dovrebbe dare forte impulso alle entrate. Nondimeno, per garantire che gli effetti positivi si mantengano nel tempo sarà probabilmente necessario limitare una successiva dilatazione della spesa. In India la legge di responsabilità fiscale e di gestione del bilancio in vigore dal 2003 prevede il pareggio del bilancio corrente (al netto degli investimenti) entro il 2008. Alcuni progressi sono stati compiuti nell'ampliamento della base imponibile per l'imposta sui servizi. In Turchia è riconosciuta l'esigenza di estendere la base imponibile al vasto settore non ufficiale dell'economia e di ampliare la copertura delle imposte sul reddito delle persone fisiche e giuridiche. Queste misure, tuttavia, richiederanno tempo. Alcuni paesi sono riusciti a portare l'incidenza delle entrate sul PIL a livelli relativamente elevati, ma spesso mediante il ricorso a imposte fortemente distorsive, come quelle sulle transazioni finanziarie. Uno studio recente sull'impiego di imposte di questo tipo in Brasile mostra che il passaggio a un sistema meno distorsivo potrebbe potenziare la crescita economica senza ridurre le entrate.

Questioni collegate ai rincari delle materie prime

A partire dal 2003 i cospicui rincari delle materie prime comportano due importanti sfide per i responsabili delle politiche di bilancio. In primo luogo, vari paesi importatori di petrolio, specie in Asia, hanno dovuto decidere se mantenere o meno i sussidi destinati a ridurre i costi dell'energia. I crescenti prezzi del greggio hanno aggravato l'onere di tali sovvenzioni, accentuando le distorsioni che derivano dal proteggere i consumatori (e talvolta le imprese) dalle variazioni di prezzo. In alcuni casi i costi dei sussidi sono stati trasferiti in buona parte alle società petrolifere pubbliche, cui non è consentito aumentare i prezzi al dettaglio. Il livello artificialmente basso dei prezzi ha avuto una serie di ripercussioni, provocando situazioni di scarsità, spingendo le imprese

petrolifere nazionali a vendere all'estero e incoraggiando il contrabbando. Le autorità hanno reagito rimuovendo tali sovvenzioni. Ad esempio, la Thailandia ha eliminato quelle sul carburante nel 2005, mentre l'India e l'Indonesia le hanno ridotte in misura significativa, causando un'impennata dei prezzi della benzina. Come si vedrà di seguito, i crescenti costi delle agevolazioni fiscali e i tentativi di contenerli hanno complicato la conduzione della politica monetaria provocando una marcata ascesa dell'inflazione generale.

In secondo luogo, i paesi produttori dovrebbero reagire con prudenza all'impatto esercitato sui conti pubblici dagli introiti straordinari, e non duraturi nel tempo, ottenuti dai rincari delle materie prime. Dato che l'elevato livello dei prezzi potrebbe essere transitorio, sono necessarie misure per limitare gli incrementi di spesa poiché è più probabile che questi siano di natura permanente. Così facendo è inoltre possibile moderare l'indesiderata prociclicità della spesa pubblica. Per giunta, nel caso del petrolio e di altre materie prime non rinnovabili, il disavanzo primario al netto di tali merci dovrebbe essere fissato in modo da poter investire in attività finanziarie parte dei proventi delle esportazioni di quei prodotti. I rendimenti fruttati da queste attività potrebbero finanziare la spesa una volta esaurite le materie prime. In diversi paesi, fra cui il Cile e la Russia, esistono fondi di stabilizzazione nei quali confluiscono gli extraproventi delle materie prime. Nel 2005 anche il Messico ha introdotto norme che prevedono l'utilizzo degli introiti addizionali del petrolio per finanziare la spesa in investimenti delle società di proprietà statale, in particolare la compagnia petrolifera Pemex, e per ampliare considerevolmente la dotazione di un fondo di stabilizzazione del petrolio. Tuttavia la creazione e la gestione di fondi di questo genere sono risultate problematiche in vari paesi. Ad esempio, in Venezuela il fondo di stabilizzazione macroeconomica è stato notevolmente depauperato in seguito a un importante sciopero delle raffinerie nel 2002. Di recente gli introiti addizionali del petrolio sono stati in parte utilizzati per accumulare riserve e ridurre il debito, ma il fondo non è stato reintegrato; anzi, una quota significativa di risorse è stata destinata al finanziamento della spesa corrente.

L'esperienza recente della Russia, che ha migliorato enormemente la posizione netta attiva dei suoi conti pubblici, ben illustra le questioni di bilancio sollevate da tali proventi straordinari. Il debito pubblico lordo del paese si è drasticamente ridotto, dal 96% del PIL nel 1999 al 14% (secondo le proiezioni) nel 2005. In parte il calo è dovuto al rimborso anticipato di passività, segnatamente nei confronti dell'FMI e del Club di Parigi lo scorso anno. Inoltre, il fondo di stabilizzazione del petrolio, istituito nel 2004, aveva accumulato \$43 miliardi a fine 2005. Anche l'avanzo primario è salito, dal 2,7% del PIL nel 2002 a quasi l'8,7% nel 2005. Se da un lato queste ampie eccedenze hanno attenuato le pressioni sulla domanda aggregata derivanti dagli introiti di natura straordinaria, dall'altro la politica di bilancio è stata alquanto allentata di recente. Le proposte che prevedono di destinare alla spesa una quota maggiore dei proventi petroliferi addizionali, ad esempio per aumentare gli stipendi e le pensioni del settore pubblico ovvero per accrescere gli investimenti in infrastrutture, suscitano preoccupazione poiché potrebbero accentuare le pressioni inflazionistiche. Gli elevati corsi petroliferi potrebbero

Vanno salvaguardati gli introiti addizionali

La Russia riduce il debito pubblico

altresì indebolire gli stimoli ad attuare riforme a livello microeconomico, tra cui un miglioramento dell'amministrazione tributaria.

Riduzione e sostenibilità del debito pubblico

Nelle economie emergenti la dimensione relativa del debito pubblico è in genere diminuita negli ultimi anni (grafico III.7, diagramma di destra). La flessione è stata particolarmente pronunciata in Indonesia, Russia, Turchia e Brasile, così come in Argentina dopo l'operazione di concambio del debito nel 2005. Per contro, in Asia l'incidenza del debito pubblico è rimasta invariata o sostanzialmente stabile.

Ciò nonostante, il rapporto debito pubblico/PIL nelle economie emergenti presenta tuttora un valore mediano intorno al 46%, sufficiente a suscitare timori circa la sua sostenibilità. Tale rapporto è notevolmente superiore alla mediana in India, Argentina, Filippine, Brasile e Turchia, ma risulta inferiore in varie economie asiatiche (come Corea e Thailandia), nei paesi esportatori di petrolio e in Cile. I coefficienti di debito segnalati sono relativamente bassi in Cina, dove il riequilibrio delle finanze pubbliche costituisce tuttavia una priorità. Inoltre, il sistema finanziario presenta obbligazioni eventuali potenzialmente molto elevate, e gli obiettivi sociali e di sviluppo concordati si riveleranno onerosi.

Gli esempi della Turchia e del Brasile illustrano alcune delle sfide poste dall'elevata incidenza del debito pubblico. In entrambi i paesi la crescita economica e le scelte di politica fiscale hanno concorso ad ampi avanzamenti primari (pari rispettivamente al 7 e 5% circa del PIL nel 2005), mentre il calo dei tassi di interesse e l'apprezzamento del cambio hanno permesso di ridurre notevolmente in questo decennio sia gli esborsi per il servizio del debito sia la dimensione relativa di quest'ultimo. Il rapporto debito pubblico/PIL è sceso in Turchia dal recente massimo del 107 al 73% nel 2005, e in Brasile dal 65 al 52%. Le proiezioni indicano che con l'attuale orientamento della politica fiscale l'incidenza del debito potrebbe diminuire ulteriormente in entrambi i paesi, a condizione che non intervengano bruschi rallentamenti della crescita o rialzi dei tassi di interesse. Tuttavia, in base a ipotesi diverse, ad esempio assumendo una crescita economica e un livello dei tassi di interesse in linea con la loro media storica, le dinamiche del debito risulterebbero meno favorevoli. Le posizioni debitorie pubbliche di Turchia e Brasile sono sensibili agli shock di tasso di interesse, perché in entrambi i paesi la quota di passività a breve o indicizzate ai tassi di interesse è ancora elevata. Pertanto, il grado di resilienza economica di questi due paesi potrebbe essere aumentato perseverando nelle politiche che hanno già contribuito a ridurre il debito e a rafforzare la credibilità.

Anche in India il conseguimento della sostenibilità a lungo termine del debito pubblico rappresenta una sfida impegnativa, sebbene i rischi siano attenuati dal fatto che il governo non si indebita in valuta estera e le banche tengono immobilizzata un'ampia quota del debito pubblico nei loro portafogli. Benché il disavanzo generale delle amministrazioni pubbliche sia sensibilmente diminuito negli ultimi anni, la sua dimensione relativa (7,7% del PIL previsto per il 2005/06 rispetto al 10% del 2002/03) resta troppo elevata.

L'incidenza del debito pubblico sul PIL diminuisce, ma resta alta ...

... e pone sfide particolari

Diminuzione del deficit in India

Politiche monetarie e del cambio

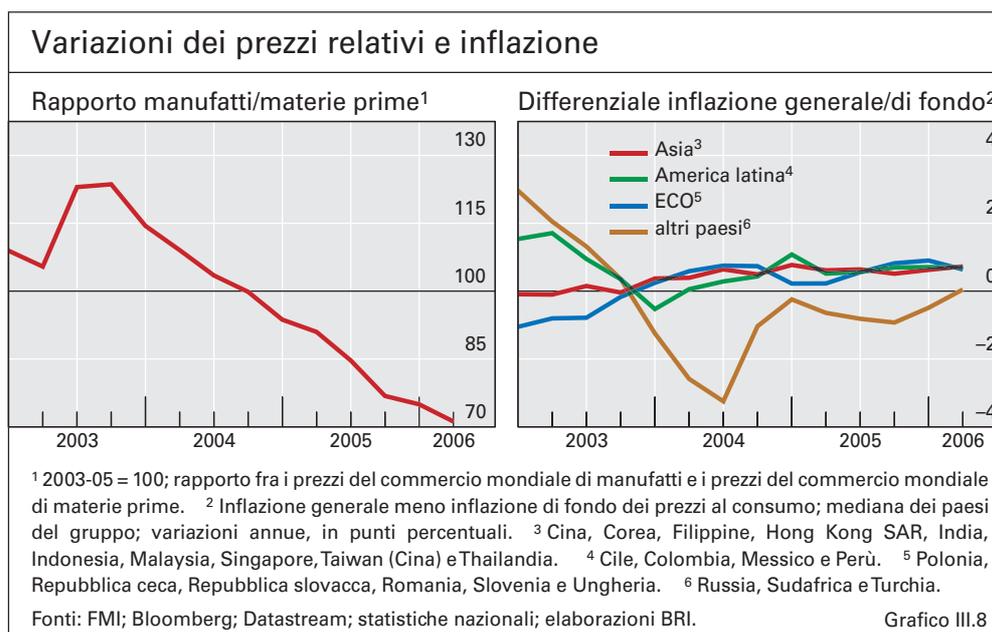
Sullo sfondo di una robusta domanda mondiale, i due principali shock che hanno interessato le economie emergenti in questo periodo – l'ulteriore rincaro generalizzato delle materie prime e la crescente domanda di attività di queste stesse economie – sono stati positivi per la crescita. Tuttavia, entrambi gli sviluppi hanno reso preponderanti i rischi dal lato dell'inflazione, e ciò pone una serie di problemi per la politica monetaria. I più elevati prezzi delle materie prime tendono ad accrescere l'inflazione in via diretta nei paesi sia esportatori sia importatori, e nei primi impartiscono inoltre un forte impulso al reddito. Anche la maggiore domanda estera di attività dei mercati emergenti tende a stimolare la domanda aggregata e potrebbe produrre effetti inflazionistici allentando i vincoli finanziari. Il margine di capacità inutilizzata si è ristretto e in alcuni casi le condizioni nei mercati del lavoro si sono fatte più tese. Benché l'inflazione sia generalmente rimasta su livelli contenuti, in alcuni paesi i prezzi hanno fatto registrare bruschi aumenti, e i rischi inflazionistici sono divenuti sempre più evidenti.

Rischi di un aumento dell'inflazione

Implicazioni degli shock dal lato dei prezzi relativi

La prima questione che complica la conduzione della politica monetaria è la valutazione degli shock dei prezzi relativi. Le quotazioni delle materie prime sono salite mentre i prezzi internazionali dei manufatti si sono rafforzati solo in misura modesta (grafico III.8, diagramma di sinistra). Qualora lo shock dal lato delle materie prime si dovesse invertire, la minaccia che ne deriverebbe per l'inflazione di fondo non dovrebbe essere considerata generalmente grave. Sono piuttosto le variazioni durature dei prezzi relativi a costituire un problema, come si evince chiaramente dall'esperienza recente. L'incremento dei prezzi delle materie prime ha creato un divario fra l'inflazione generale e quella di fondo che si è protratto per un periodo esteso (grafico III.8, diagramma

Gli shock dei prezzi relativi complicano le scelte di politica monetaria



di destra). Tale divario porta a chiedersi se nella loro valutazione dei rischi inflazionistici e nella formulazione delle politiche le autorità monetarie debbano attribuire maggior peso ai movimenti dell'inflazione di fondo o a quelli dell'inflazione generale.

Prezzi elevati delle materie prime, ma aspettative stabili

Due aspetti antitetici vanno considerati. Primo, i rincari delle materie prime si stanno dimostrando alquanto persistenti (presumibilmente di riflesso al continuo rafforzamento della domanda); essi hanno inoltre già prodotto un aumento dell'inflazione generale e presto o tardi potrebbero influire sulle aspettative di inflazione. Secondo, ciò malgrado, in un numero significativo di economie emergenti non vi sono ancora chiari segnali di un aumento delle aspettative inflazionistiche e di conseguenti pressioni sui salari. Il processo di determinazione dei prezzi in quelle economie sembra aver subito cambiamenti strutturali simili a quelli intervenuti nei paesi sviluppati (Capitolo II). Pare infatti che i prezzi di beni e servizi (compresi i salari) siano divenuti meno reattivi a perturbazioni provenienti da shock di prezzo specifici, e persino alle oscillazioni nel grado di utilizzo della capacità.

L'andamento futuro dell'inflazione generale ...

Queste considerazioni hanno implicazioni contrastanti per le politiche. Da un lato, i persistenti rincari delle materie prime sembrerebbero sollecitare un'azione per contenere le aspettative focalizzando l'attenzione sull'inflazione generale. Dall'altro, se è vero che il comportamento dei prezzi è notevolmente cambiato, allora si dovrebbe propendere per una risposta più contenuta, basata sull'assunto che l'inflazione generale ritornerà sui livelli di quella di fondo.

... dipende dalle determinanti del processo di formazione dei prezzi

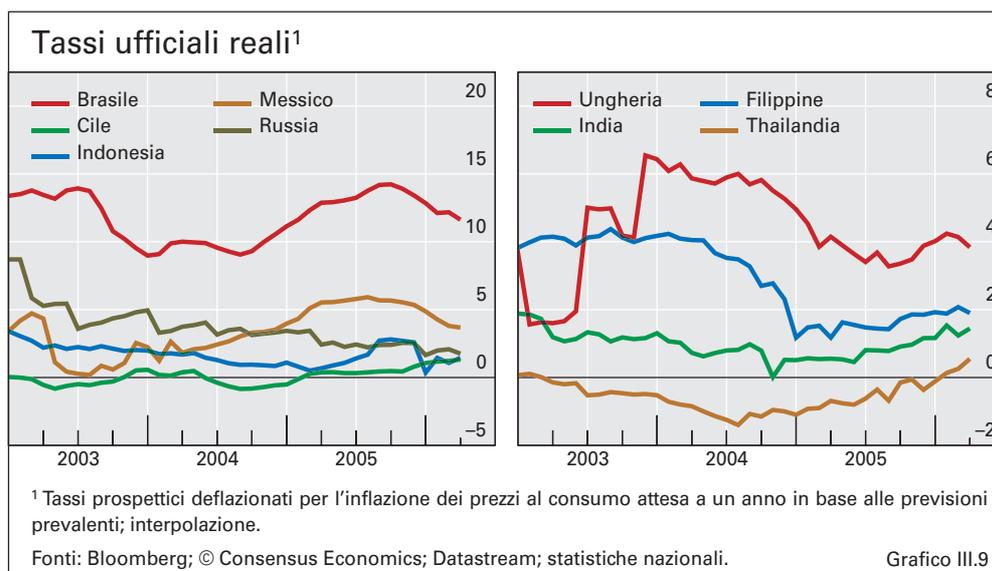
È difficile stabilire se sarà l'inflazione di fondo a salire ai livelli di quella generale, o l'inflazione generale a scendere ai livelli di quella di fondo. Una simile valutazione presuppone un giudizio in merito alla natura permanente dello shock dei prezzi delle materie prime e ai cambiamenti nel processo di determinazione dei prezzi, che sembrano aver finora ancorato l'inflazione di fondo. Per quanto concerne questo secondo aspetto, è cruciale la posizione della Cina, dove l'inflazione è molto bassa nonostante la crescita sia talmente elevata da esercitare pressioni sui corsi delle materie prime a livello mondiale. Una spiegazione potrebbe risiedere nei consistenti guadagni di produttività del settore manifatturiero, un fenomeno che rischia di rivelarsi duraturo e avere ripercussioni persistenti sui salari e sui prezzi sia in Cina che altrove.

L'inflazione continua a rappresentare un rischio

Tuttavia, in passato i periodi prolungati di rapida crescita in Cina erano stati seguiti da episodi di inflazione. Vi è inoltre la possibilità che l'inflazione interna stia effettivamente già aumentando ma che ciò non venga rilevato perché l'indice dei prezzi non tiene adeguatamente conto dell'inflazione nel settore dei servizi. Infine, le pressioni inflazionistiche appaiono già significative in varie economie emergenti.

Premiate le reazioni tempestive

In tale contesto di incertezza, le autorità hanno reagito agli shock dei prezzi relativi degli ultimi anni in modo differenziato, ma con una diffusa tendenza all'inasprimento. Alcuni paesi produttori di materie prime si sono concentrati sull'inflazione generale piuttosto che su quella di fondo. I tassi di interesse ufficiali in Brasile, Cile e Messico sono stati innalzati in una fase relativamente precoce, scongiurando l'erosione dei tassi reali (*ex ante*) allorché le previsioni di inflazione erano in aumento (grafico III.9). Al contrario, i tassi di interesse reali si sono mossi al ribasso in Russia.



In alcuni paesi asiatici la politica monetaria si è inizialmente focalizzata sull'inflazione di fondo, piuttosto che su quella generale, in quanto le autorità hanno ritenuto che i rincari delle materie prime fossero solo temporanei e non rischiassero di influenzare le aspettative. Tuttavia, in un secondo momento, quando gli shock di prezzo sono apparsi più duraturi, i tassi di riferimento sono stati repentinamente innalzati. In vari paesi importatori di petrolio (come India, Indonesia, Malaysia e Thailandia) i sussidi ai consumi di energia hanno inizialmente attutito l'impatto dei più elevati corsi petroliferi sui prezzi interni. Nonostante, il perdurare degli shock di prezzo oltre le previsioni ha costretto diversi paesi a ridurre drasticamente i sussidi a causa dell'esplosione dei costi (saliti al 3½% del PIL nel 2005 nel caso dell'Indonesia). Sono stati inoltre innalzati i tassi di interesse per evitare ripercussioni negative sulle aspettative di inflazione.

La soppressione dei sussidi fa salire i prezzi ...

In Indonesia i tassi di interesse erano già in aumento prima che l'inflazione registrasse un balzo a causa dei recenti tagli ai sussidi energetici, ma la forte progressione dell'inflazione misurata si è comunque trasmessa alle aspettative. Un'ondata di instabilità ha colpito i mercati valutari e obbligazionari interni allorché l'innalzamento dei tassi ufficiali ha innescato una fuga dai fondi comuni detentori di titoli di Stato. La situazione si è successivamente stabilizzata e da allora la rupia ha riguadagnato terreno. In Thailandia, dove il tasso di interesse reale era negativo ma l'inflazione risultava bassa, le autorità hanno accresciuto rapidamente i tassi ufficiali in quanto era divenuto evidente l'effetto di propagazione alle aspettative e l'inflazione stava salendo. Nelle Filippine, che presentavano un tasso di interesse reale maggiore, le autorità monetarie hanno impiegato più tempo a innalzare i tassi di riferimento, nonostante l'inflazione fosse in aumento nel 2004 per l'influsso di fattori dal lato dell'offerta; grazie alla stretta monetaria nel 2005 la crescita dei prezzi si è stabilizzata, ma è tornata a salire nel 2006.

... ma le reazioni sono diverse

Risposte alle pressioni per un apprezzamento del cambio

Il tasso di cambio è spesso soggetto a notevoli pressioni nei paesi in cui la domanda è in forte crescita, il conto corrente in surplus (grazie ai guadagni

Le spinte al rialzo sul cambio pongono un dilemma

nelle ragioni di scambio) e gli afflussi di capitale sono consistenti. Una siffatta situazione costituisce un dilemma per le autorità monetarie, che possono scegliere di acconsentire a un apprezzamento della moneta o, in alternativa, cercare di contrastarlo allentando la politica monetaria o intervenendo sui mercati dei cambi. Lasciare che la moneta si apprezzi potrebbe attenuare i rischi di inflazione, moderare gli effetti dei rincari delle materie prime su prezzi e redditi nei paesi esportatori e alleviare le pressioni sulla capacità nei paesi alle prese con una domanda vigorosa. Tale scelta potrebbe anche ridurre la tendenza a un allentamento delle condizioni finanziarie nei paesi destinatari di ingenti afflussi di capitali. Tuttavia, un apprezzamento molto consistente o rapido del tasso di cambio può destare preoccupazione per i suoi effetti avversi sulla competitività.

Talvolta risulta appropriato un allentamento

Problematiche di altro tipo possono sorgere allorché si tenta di evitare un apprezzamento del cambio allentando la politica monetaria o intervenendo sui mercati dei cambi. Nei regimi con obiettivi di inflazione espliciti una distensione monetaria risulterebbe appropriata solo se l'effetto atteso dell'apprezzamento del cambio fosse quello di abbassare l'inflazione al di sotto dell'obiettivo. Non altrettanto si può dire nel caso in cui l'apprezzamento rappresentasse una risposta riequilibratrice ad afflussi di capitali con effetti espansivi o a shock positivi delle ragioni di scambio. In tali circostanze, un allentamento della politica monetaria potrebbe accrescere i rischi di inflazione.

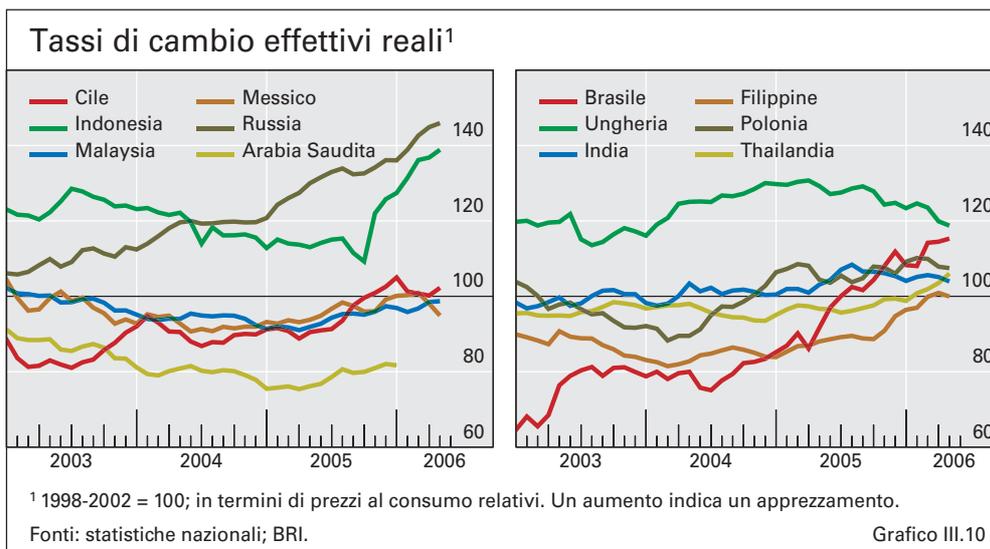
L'intervento valutario può prevenire i disallineamenti

Se le pressioni sul cambio sono ritenute temporanee (ad esempio perché ci si attende un'inversione di certi flussi di capitali o un successivo ritorno delle ragioni di scambio su livelli più bassi), un intervento sterilizzato sui mercati dei cambi potrebbe essere preferibile all'allentamento monetario come strategia per contrastare una rivalutazione del cambio. Tuttavia, quanto più l'intervento si protrae nel tempo, tanto maggiori diventano i problemi, poiché più difficile è la sua sterilizzazione, con il rischio di provocare anche in questo caso un'indesiderata distensione delle condizioni finanziarie interne e spinte inflative. Inoltre, pur se pienamente sterilizzato, un intervento su vasta scala potrebbe distorcere i mercati finanziari nazionali, considerata l'entità delle emissioni debitorie necessarie a una sterilizzazione integrale.

Risposte sul piano delle politiche e regimi monetari

Alcuni paesi hanno lasciato che la moneta si apprezzasse

Le soluzioni date al dilemma sopra descritto sono state assai diverse a seconda delle economie e sono dipese in certa misura dal modo in cui il regime monetario di ciascun paese ha influenzato le risposte ai movimenti del tasso di cambio nominale. Alcuni paesi, in genere quelli che perseguono obiettivi di inflazione espliciti, hanno optato per una maggiore flessibilità del cambio. Ad esempio, fra gli esportatori di materie prime – dove le spinte all'apprezzamento erano prevedibili dati i miglioramenti delle ragioni di scambio – il Brasile e il Cile hanno registrato un consistente apprezzamento del cambio nominale fra l'inizio del 2005 e i primi mesi del 2006. Tale evoluzione ha portato a un rilevante apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (grafico III.10). Altri paesi, al contrario, hanno optato per una maggiore stabilità del cambio nominale. Fra questi figurano l'Argentina e la Russia, che mantengono quello che potrebbe definirsi un regime monetario ibrido, e l'Arabia Saudita e il



Venezuela, che invece perseguono una politica di ancoraggio del cambio. Tuttavia, con l'eccezione dell'Arabia Saudita, i tassi di cambio reali di questi paesi si sono comunque apprezzati a causa della più alta inflazione. In Russia le autorità hanno riconosciuto la necessità di un ulteriore apprezzamento nominale al fine di contenere la crescente liquidità e di moderare l'eccesso di domanda.

In Cina e in molte altre parti dell'Asia le autorità sono intervenute massicciamente per vari anni al fine di moderare l'apprezzamento del cambio. A seguito dei continui pesanti interventi, a fine aprile 2006 le riserve cinesi erano salite a \$875 miliardi. I paesi esportatori di petrolio hanno incrementato in misura ragguardevole lo stock di attività finanziarie estere detenute come riserve ufficiali (tabella III.5). Altrove, il tasso di accumulazione di riserve internazionali sembra essere rallentato rispetto ai ritmi travolgenti registrati nel 2003 e nel 2004. Benché il grado di sterilizzazione degli interventi sia stato diverso, è possibile valutarne l'impatto potenziale sui mercati finanziari locali confrontando le riserve con le consistenze in essere di titoli del debito pubblico. Laddove questo rapporto risulta elevato, come in Asia, i possibili effetti distorsivi sull'intermediazione finanziaria interna meritano un attento esame.

Interventi su vasta scala in Asia

Vari paesi hanno cominciato a fare ricorso ad altri strumenti per facilitare la risoluzione del dilemma qui descritto. Negli Stati baltici e nei paesi dell'Europa meridionale e orientale le autorità hanno impiegato strumenti diretti, come l'innalzamento della riserva obbligatoria o dei requisiti prudenziali. Al fine di soddisfare i criteri di Maastricht e aderire alle clausole dei nuovi Accordi europei di cambio questi paesi stanno cercando di contenere l'inflazione e preservare la stabilità del cambio. Tuttavia l'impiego di strumenti diretti solleva quesiti quanto alle possibili inefficienze e ai costi per il sistema finanziario.

Misure per ridurre la liquidità in eccesso

Mentre fin qui sono state esaminate le reazioni in risposta a pressioni all'apprezzamento del cambio, nel 2005 e nel primo trimestre del 2006 alcuni paesi hanno sperimentato episodi di significative pressioni al ribasso. Ad esempio, nell'agosto 2005 la rupia indonesiana si è deprezzata dell'11% rispetto al dollaro USA a causa delle incertezze riguardanti l'onere che rappresentavano

Spinte al ribasso sui cambi

Riserve valutarie ufficiali							
	Posizione in essere ¹				Rispetto ai titoli del debito pubblico ²		
	2000	2004	2005	Apr. 2006 ³	2000	2004	2005
Totale mercati emergenti	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Paesi esportatori di petrolio ⁴	110	282	386	443	26	61	78
Cina	166	610	819	875	-7	104	152
Altri paesi asiatici ⁵	529	962	1 003	1 060	103	100	93
America latina ⁶	88	111	121	124	12	13	10
Altri mercati emergenti ⁷	80	129	159	177	28	15	19

¹ Dati di fine periodo; in miliardi di dollari USA. ² In percentuale. Rapporto fra le riserve valutarie ufficiali al netto del circolante e i titoli di Stato interni e internazionali in essere. Per Algeria, Egitto, Nigeria, Oman, Qatar e Venezuela, comprende unicamente i titoli internazionali; per l'India, unicamente i titoli interni. ³ O ultimi dati disponibili. ⁴ Algeria, Egitto, Messico, Nigeria, Oman, Qatar, Russia e Venezuela. ⁵ Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia e Perù. ⁷ Polonia, Repubblica ceca, Sudafrica, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI; BRI. Tabella III.5

per il bilancio dello Stato i sussidi energetici alla luce del rincaro del petrolio; da allora, la rupia si è ripresa. Il fiorino ungherese si è anch'esso deprezzato tra febbraio e gli inizi di aprile di quest'anno, sempre per i timori legati alla situazione delle finanze pubbliche e del conto corrente.

Conseguenze delle risposte sul piano delle politiche

È interessante verificare se le differenze nel regime monetario, e nel grado di attenzione riservata al tasso di cambio, siano risultate rilevanti per l'andamento dell'inflazione.

Come sintetizzato nella tabella III.6, la risposta non è univoca. Nei regimi con obiettivi di inflazione espliciti, in cui il tasso di cambio è stato relativamente libero di fluttuare, la crescita dei prezzi è risultata in genere moderata. All'interno di questo gruppo, la Corea presenta scarsi segnali di inflazione dei prezzi al consumo, mentre Brasile e Turchia, dove la crescita dei prezzi era precedentemente elevata, sono riusciti a portarla in prossimità dell'obiettivo. Per la prima volta dalla sua introduzione la fascia obiettivo per l'inflazione è stata rispettata in Messico e anche in Cile i prezzi si sono mossi all'interno della fascia. Entrambi i paesi hanno consentito aggiustamenti del cambio e innalzato i tassi di interesse tempestivamente. Risultati simili sono osservabili per Colombia e Perù, anch'essi paesi produttori di materie prime con obiettivi di inflazione espliciti.

Tuttavia, nei paesi con regimi di cambio fisso l'inflazione mediana si è collocata a livelli ancora più bassi. Sia la Cina che l'Arabia Saudita costituiscono un interessante rompicapo, dal momento che in entrambi i paesi l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta molto bassa a dispetto della rapida crescita economica e dei segnali di liquidità abbondante. Nondimeno, l'ancoraggio del cambio non è garanzia di bassa inflazione, come mostra il caso del Venezuela, dove i prezzi hanno registrato una crescita a due cifre.

L'inflazione è risultata massima nei paesi con regimi ibridi, che non hanno cioè pienamente adottato obiettivi di crescita dei prezzi né un ancoraggio

L'inflazione è moderata nei regimi con obiettivi di inflazione ...

... e persino più bassa nei regimi di ancoraggio del cambio ...

... mentre risulta massima nei regimi ibridi

Indicatori monetari per regime			
Mediana dei dati nazionali per il 2004-05, se non diversamente specificato			
	Regime adottato		
	Obiettivo di inflazione ¹	Regime ibrido ²	Obiettivo di cambio ³
Indice generale dei prezzi al consumo ⁴	3,9	7,0	2,9
Inflazione rispetto a obiettivo/partner ⁵	0,2	.	1,0
Tasso di interesse reale ⁶	2,4	0,7	1,1
Tasso di cambio effettivo nominale ⁴	3,8	0,2	-2,3
Riserve valutarie ufficiali ⁴	12,5	16,4	18,5
Credito al settore privato ⁴	15,2	24,8	29,4

¹ Brasile, Cile, Colombia, Corea, Filippine, Messico, Perù, Polonia, Repubblica ceca, Sudafrica, Thailandia, Turchia e Ungheria. ² Argentina, India, Indonesia, Romania, Russia, Singapore e Taiwan (Cina). ³ Arabia Saudita, Cina, Estonia, Hong Kong SAR, Lettonia, Lituania, Malaysia, Repubblica slovacca, Slovenia e Venezuela. ⁴ Variazioni annue, in percentuale. ⁵ Scostamento dal valore centrale della fascia obiettivo dell'inflazione o dall'obiettivo implicito del partner principale (1,8% per l'area dell'euro, 2,0% per gli Stati Uniti); in punti percentuali. ⁶ Tasso della banca centrale o tasso a breve del mercato monetario, deflazionato per l'inflazione dei prezzi al consumo attesa a un anno in base alle previsioni prevalenti; interpolazione.

Fonti: FMI; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.
Tabella III.6

esplicito del cambio nominale. Alcuni di loro sembrano attribuire un peso rilevante alla stabilità valutaria, a giudicare dalle modeste variazioni nel valore mediano del tasso di cambio nominale. Rispetto ai paesi con obiettivi di inflazione, in quelli con regimi ibridi si è inoltre osservata una maggiore liquidità.

Fra i paesi con regimi ibridi hanno registrato un'inflazione a due cifre l'Argentina e la Russia, i cui tassi di cambio nominali sono rimasti relativamente stabili. Ciò fa ritenere che vi siano effettivamente rischi nel contrastare un apprezzamento del cambio in risposta a shock esterni. In questi paesi la misura dell'inflazione dei prezzi alla produzione segnala inoltre significative pressioni non ancora scaricate. Il ricorso a prezzi amministrati o controllati maschera problemi inflazionistici potenzialmente più gravi.

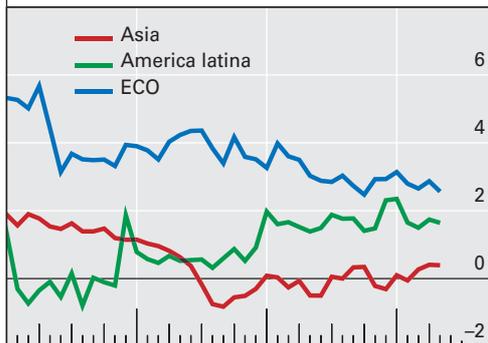
Malgrado le misure restrittive ultimamente adottate da alcuni paesi, i recenti shock esterni e le risposte sul piano delle politiche si sono accompagnati nelle economie emergenti a condizioni finanziarie generalmente distese. Ciò è riscontrabile nel livello ancora basso dei tassi di interesse reali, nonostante la robusta attività economica e la rilevante espansione degli aggregati monetari ampi (grafico III.11). Tuttavia nel maggio 2006 i corsi azionari, che in precedenza avevano registrato forti rialzi, sono drasticamente calati in diversi paesi.

La principale conclusione cui si può giungere è che nei mercati emergenti i rischi inflazionistici, seppure attualmente di difficile lettura, sono aumentati. L'esperienza recente mette inoltre in evidenza come la politica monetaria può avere implicazioni per il sistema finanziario. Un intervento prolungato e su larga scala o un allentamento per contenere il tasso di cambio potrebbero influire sulla struttura dei bilanci del settore privato (specie delle banche), ridurre i tassi di interesse reali, accelerare l'espansione del credito e incoraggiare

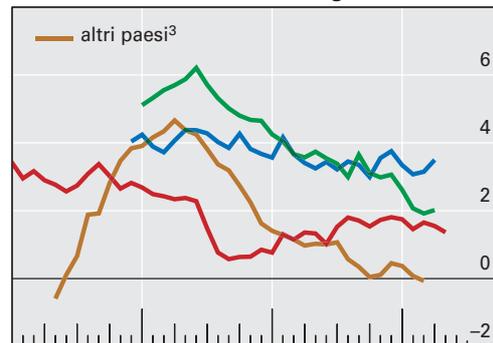
Condizioni
finanziarie distese

Condizioni nei mercati finanziari

Tassi di interesse reali a breve termine¹



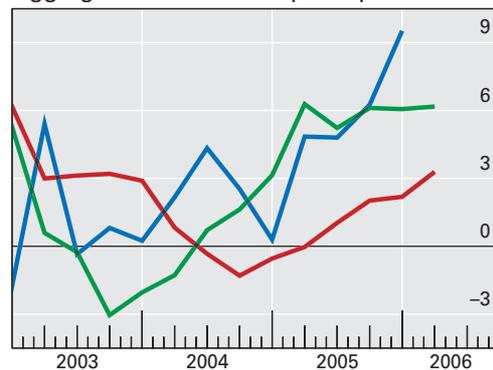
Tassi di interesse reali a lungo termine^{1, 2}



Quotazioni azionarie rispetto all'S&P 500⁴



Aggregato monetario ampio rispetto al PIL⁵



Nota: la composizione dei gruppi di paesi dell'Asia e dell'America latina differisce da un diagramma all'altro.

¹ Deflazionati in base ai prezzi al consumo; medie semplici. ² Titoli di Stato con scadenze prossime ai 10 anni, eccettuati Brasile e Turchia (da due a sei anni; emissioni primarie) e Cile (emissioni della banca centrale). ³ Israele, Russia e Sudafrica. ⁴ 1998-2002 = 100, in termini di dollari USA. Medie ponderate in base alla capitalizzazione del mercato azionario nel 1998-2002 espressa in dollari USA. ⁵ Tasso annualizzato di crescita dell'aggregato monetario ampio rispetto al PIL, in percentuale. Medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000.

Fonti: BCE; FMI; Bloomberg; Datastream; MSCI; statistiche nazionali; elaborazioni BRI.

Grafico III.11

Rischi inflazionistici
in aumento

l'accumulazione di passività. Gli effetti sull'inflazione o sulla crescita economica degli squilibri che ne risultano si esplicheranno pienamente solo con il tempo, ma saranno tanto più rilevanti quanto più a lungo continuerà l'azione di stimolo monetario.