

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel 2006 e nel primo trimestre del 2007 le economie di mercato emergenti (EME) hanno continuato a registrare una crescita sostenuta, tassi di inflazione moderati e avanzi di parte corrente. Le spinte inflazionistiche hanno tuttavia destato timori in alcuni paesi, per motivi riconducibili in parte al vigore della domanda e in parte alle incertezze in merito ai corsi delle materie prime. Nonostante un moderato inasprimento monetario, l'espansione del credito è rimasta significativa in diverse EME. Nel contempo, il risanamento dei conti pubblici e una migliore gestione del debito hanno accresciuto la resilienza di tali economie.

Dopo una breve panoramica degli sviluppi recenti e una discussione dei rischi di inflazione e degli andamenti delle finanze pubbliche, questo capitolo affronta due argomenti di rilievo. Il primo riguarda le implicazioni di uno spostamento della bilancia dei pagamenti verso ampi avanzi di parte corrente, superiori agli afflussi netti di capitali. Gli investitori esteri potrebbero influire sui mercati delle attività interne in misura maggiore rispetto a quella desumibile dai flussi netti di capitali, in parte a causa del fatto che hanno incrementato le loro posizioni in attività dei mercati emergenti. Potrebbe inoltre darsi il caso che le posizioni assunte per il tramite di operazioni in derivati non siano interamente registrate. I prezzi delle attività si sono impennati nelle EME, ma non è ancora chiaro se gli influssi provenienti dall'estero ne abbiano accresciuto la volatilità.

Il secondo argomento concerne il ruolo emergente della Cina nel commercio mondiale. La collocazione di tale paese al centro di una rete produttiva integrata nell'Est asiatico ha modificato la struttura degli scambi. Una quota significativa delle importazioni cinesi è costituita da beni intermedi, che vengono successivamente lavorati dal settore delle esportazioni; le importazioni di prodotti finali destinati alla domanda interna hanno un'incidenza molto inferiore. I paesi esportatori di materie prime hanno generalmente tratto beneficio dalla maggiore domanda cinese. Per quanto concerne i paesi vicini e gli altri partner commerciali della Cina tra le economie emergenti, tuttavia, i vantaggi non sono altrettanto chiari; alcuni hanno perso quote di mercato nei paesi terzi a vantaggio della Cina, ma sono riusciti ad accrescere le esportazioni di beni intermedi e di investimento destinati al settore cinese delle esportazioni. Un aumento del livello relativamente basso della domanda di importazioni in Cina per soddisfare la domanda finale interna offrirebbe ulteriori opportunità ai partner commerciali e farebbe aumentare la misura in cui l'espansione dell'economia cinese può controbilanciare un eventuale rallentamento della domanda statunitense. Infine, il ruolo emergente della Cina presenta implicazioni contrastanti anche per le politiche di cambio dei suoi vicini.

Andamenti economici

La crescita delle economie emergenti ha continuato a superare le attese – salendo al 7,4% nel 2006, dal 6,8% del periodo 2003-05 (tabella III.1) – ed è rimasta vigorosa nel primo trimestre di quest'anno. Le ultime previsioni prevalenti segnalano una moderata riduzione del tasso di incremento nel 2007 rispetto al 2006. Un limitato rallentamento è atteso anche in alcune delle economie in più rapida espansione (ad esempio Cina, India e Argentina). In Brasile, dove la dinamica persistentemente lenta della crescita costituiva una preoccupazione sul medio periodo, nel 2006 i tassi hanno superato la media del 2003-05 e quest'anno dovrebbero salire ulteriormente. Revisioni recenti dei dati di contabilità nazionale hanno evidenziato un contributo maggiore del settore dei servizi e di conseguenza un'espansione superiore alle precedenti stime. Gli avanzi di parte corrente si sono ampliati in Africa, Asia, America

Forte crescita e avanzi di parte corrente ...

Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente									
	PIL in termini reali ¹			Prezzi al consumo ¹			Saldo del conto corrente ²		
	2003-05	2006	2007	2003-05	2006	2007	2003-05	2006	2007
Asia	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	357	355
Cina	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	239	243
Corea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
India ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesia	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Thailandia	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Altri paesi ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
America latina	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentina	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasile	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Cile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
Messico	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Altri paesi ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Europa centrale	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Polonia	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
Repubblica ceca	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Ungheria	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Russia	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Turchia	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
Africa ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Sudafrica	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Medio Oriente ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Totale	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>-457</i>	<i>-675</i>	<i>-583</i>

Nota: i dati per il 2007 e parte di quelli per il 2006 si basano sulle previsioni prevalenti di maggio, su stime e sull'FMI.

¹Variazioni annue, in percentuale. I valori regionali sono calcolati come medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2000. Media del periodo; per l'inflazione in America latina, dati di fine periodo. ²In miliardi di dollari USA. I valori regionali sono calcolati come somma delle singole economie indicate. ³I dati annui si riferiscono agli esercizi finanziari, con inizio in aprile; i dati sull'inflazione si riferiscono ai prezzi all'ingrosso. ⁴Filippine, Hong Kong SAR, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina). ⁵Colombia e Perù. ⁶Copertura geografica definita dall'FMI nel *World Economic Outlook*.

Fonti: FMI, *World Economic Outlook*; © Consensus Economics; statistiche nazionali. Tabella III.1

latina, Medio Oriente e Russia. Per contro, i disavanzi sono aumentati in India, Turchia e Sudafrica e sono rimasti consistenti nell'Europa centrale.

Per quanto concerne le componenti della domanda aggregata, le esportazioni nette hanno continuato a fornire un contributo positivo alla crescita in Cina e nel resto dell'Asia. Tale contributo è invece diminuito (pur rimanendo positivo) nell'Europa centrale ed è stato lievemente negativo in America latina nel passato biennio. Come negli anni precedenti, la domanda interna ha svolto un ruolo fondamentale a sostegno della crescita. La domanda per consumi è stata notevole in gran parte delle regioni emergenti, mentre la spesa per investimenti ha svolto un ruolo di traino nell'Europa centrale, in Cina e in America latina.

... e lieve rialzo dell'inflazione

Il valore mediano dell'inflazione nelle EME è salito al 3,7% nel 2006, dal 3,5% del 2005, mantenendosi pertanto prossimo a quello del periodo 1999-2005. Il dato non rende tuttavia conto di notevoli differenze tra le varie regioni. In Asia il valore mediano si è mantenuto su livelli considerevolmente inferiori a quelli di altre regioni nel 2006, ma chiaramente più elevati rispetto ai tassi prossimi allo zero del 2002. Forti incrementi sono stati registrati anche in altre EME, mentre in America latina è stata osservata una tendenza calante. Benché sia difficile discernere le tendenze inflazionistiche, come indicato qui di seguito, esistono alcuni rischi significativi di un rialzo dell'inflazione.

Prospettive e sfide sul piano delle politiche

Le prospettive per le economie emergenti sono soggette a due rischi di ordine generale. Il primo concerne la possibilità che un rallentamento pronunciato dell'economia statunitense determini una riduzione significativa della crescita. In questa sede l'attenzione non si concentrerà tuttavia su tale aspetto, se non per rilevare che il quadro si presenta eterogeneo. Da un lato, come discusso nel Capitolo II, il rischio di una decelerazione negli Stati Uniti non può essere del tutto scartato poiché gli effetti complessivi della debolezza del mercato immobiliare statunitense rimangono incerti. Dall'altro, le previsioni prevalenti per il 2007 vanno nel senso di un'ulteriore crescita moderata negli Stati Uniti. Inoltre, il suddetto rischio risulterebbe attenuato se altre economie (quali la Cina, il Giappone e l'Unione europea) fossero in grado di controbilanciare l'eventuale indebolimento della domanda statunitense con un rafforzamento della rispettiva domanda interna.

I rischi di inflazione sono diversi ...

La presente sezione prende piuttosto in esame un altro rischio, quello di un rialzo dell'inflazione. Durante l'anno trascorso sono stati espressi vari timori per il livello elevato o crescente dell'inflazione. Alcune economie (ad esempio Argentina, Russia e Venezuela) si sono concentrate sulla questione del livello, mentre altre (tra cui il Messico) hanno rivolto particolare attenzione al superamento dell'intervallo obiettivo. Infine, l'aumento dell'inflazione ha rappresentato un problema in vari paesi. Ad esempio in India, dopo il calo del 2005, il tasso di incremento dei prezzi è salito notevolmente nel 2006 e si colloca oggi al di sopra dell'intervallo ritenuto accettabile dalla banca centrale nel medio periodo; sono inoltre emerse preoccupazioni per la possibilità di un suo ulteriore rialzo nel 2007. Anche in Cina l'inflazione generale, bassa rispetto ad altre economie, è sensibilmente aumentata nel periodo recente. Esistono

altresì alcune incertezze quanto alla possibilità che le misure disponibili in tale paese riflettano accuratamente le spinte inflazionistiche sottostanti. Per contro, la situazione è migliorata in diversi casi e più in particolare in Brasile, nelle Filippine, in Indonesia e in Thailandia, dove l'inflazione aveva destato notevoli timori lo scorso anno. Anche in Russia è stata registrata una riduzione, sebbene il livello rimanga elevato.

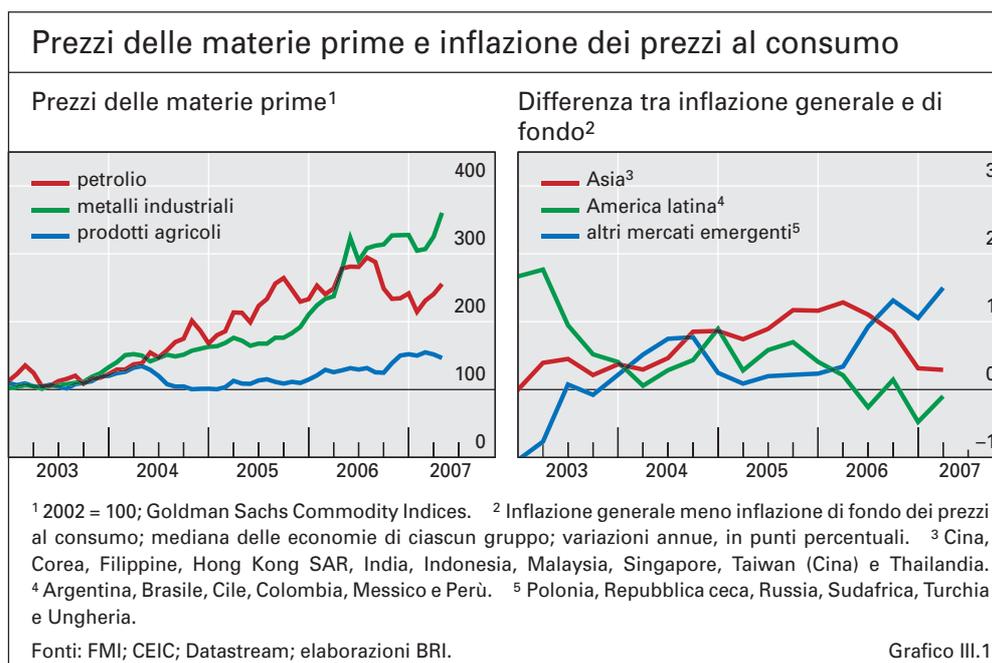
La probabilità che le spinte inflazionistiche persistano o che addirittura si intensifichino in alcune economie potrebbe dipendere dagli *output gap*, dalle variazioni dei prezzi relativi e dalle attese di inflazione.

Output gap. Stime recenti segnalano che gli *output gap* delle EME si sono quasi azzerati oppure sono diventati positivi. Ad esempio in Brasile, dopo la recente fase di disinflazione, i tassi di utilizzo della capacità nel settore manifatturiero hanno raggiunto livelli relativamente elevati, nell'ordine dell'82%. In India il grado di utilizzo della capacità sarebbe prossimo al 100%. In vari altri paesi la crescita sembra addirittura superiore al potenziale. La forte domanda riflette in parte shock positivi dal lato delle ragioni di scambio (tra gli esportatori di materie prime) e condizioni mondiali favorevoli. In tale contesto, politiche monetarie relativamente accomodanti (si veda oltre) potrebbero accrescere il rischio di inflazione futura in varie EME.

Variazioni dei prezzi relativi. Le quotazioni del petrolio e delle materie prime non petrolifere sono aumentate notevolmente negli ultimi anni (grafico III.1). Il settore petrolifero ben illustra alcuni dei problemi e dei rischi potenziali per l'inflazione. I corsi del greggio, che erano calati rispetto ai massimi di metà luglio 2006 (\$77 al barile per la qualità West Texas Intermediate), hanno ripreso a salire in gennaio (raggiungendo i \$63 al barile a metà maggio). Benché la crescita della domanda mondiale di petrolio sia scesa da circa il 4% nel 2004 a circa l'1% nel 2006, l'ultimo rialzo dei prezzi ha in parte riflesso il vigore della domanda delle economie non appartenenti all'OCSE. Più di recente, e guardando in prospettiva, i fattori agenti dal lato dell'offerta paiono

... ma risultano acuiti dalla riduzione degli *output gap* ...

... e dal rincaro del petrolio



assumere maggiore rilevanza. Ad esempio, la decisione dell'OPEC di ridurre la produzione a partire dal novembre scorso avrebbe contribuito al recente aumento dei prezzi.

L'impatto di un rincaro del petrolio potrebbe essere significativo: secondo una recente analisi, un raddoppio delle quotazioni indotto da fattori di offerta determinerebbe fino a 1,4 punti percentuali di aumento dell'inflazione nelle EME dell'Asia. Gli effetti sarebbero ancora maggiori se gli importatori di petrolio trovassero difficile finanziare il conseguente disavanzo corrente e se fossero ulteriormente ridotti o eliminati i sussidi che hanno finora limitato gli aumenti dei prezzi dei beni energetici. Vari paesi asiatici (quali l'India, l'Indonesia e la Thailandia) hanno già operato delle riduzioni di entità variabile in questo senso.

Sul medio periodo le riserve petrolifere dovrebbero essere sufficienti a soddisfare la vigorosa domanda prevista nelle EME, sempre che i principali produttori continuino a effettuare investimenti adeguati. Tuttavia, gli investimenti non hanno finora allentato i vincoli di capacità produttiva in alcuni paesi. A ciò si è aggiunto il timore che la produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC possa presto raggiungere il suo livello massimo, concentrando la produzione presso un minor numero di paesi. Nel contempo, i rischi a breve di forti aumenti dei corsi petroliferi rimangono sostanziali. Occasionalmente il margine di capacità inutilizzata dell'OPEC scende a livelli bassi; di conseguenza, shock improvvisi dal lato dell'offerta o della domanda hanno di norma influito in misura sensibile – e a volte persistente – sulle quotazioni.

Nell'ultimo anno tali shock sono provenuti ad esempio dalle turbative nel settore della produzione di petrolio in Nigeria e in quello della raffinazione statunitense, nonché dalle temperature insolitamente rigide registrate in febbraio negli Stati Uniti (che hanno notevolmente ridotto le scorte del paese). Il persistere di rischi geopolitici riguardanti produttori quali l'Iran e l'Iraq acuisce il rischio di volatilità dei prezzi.

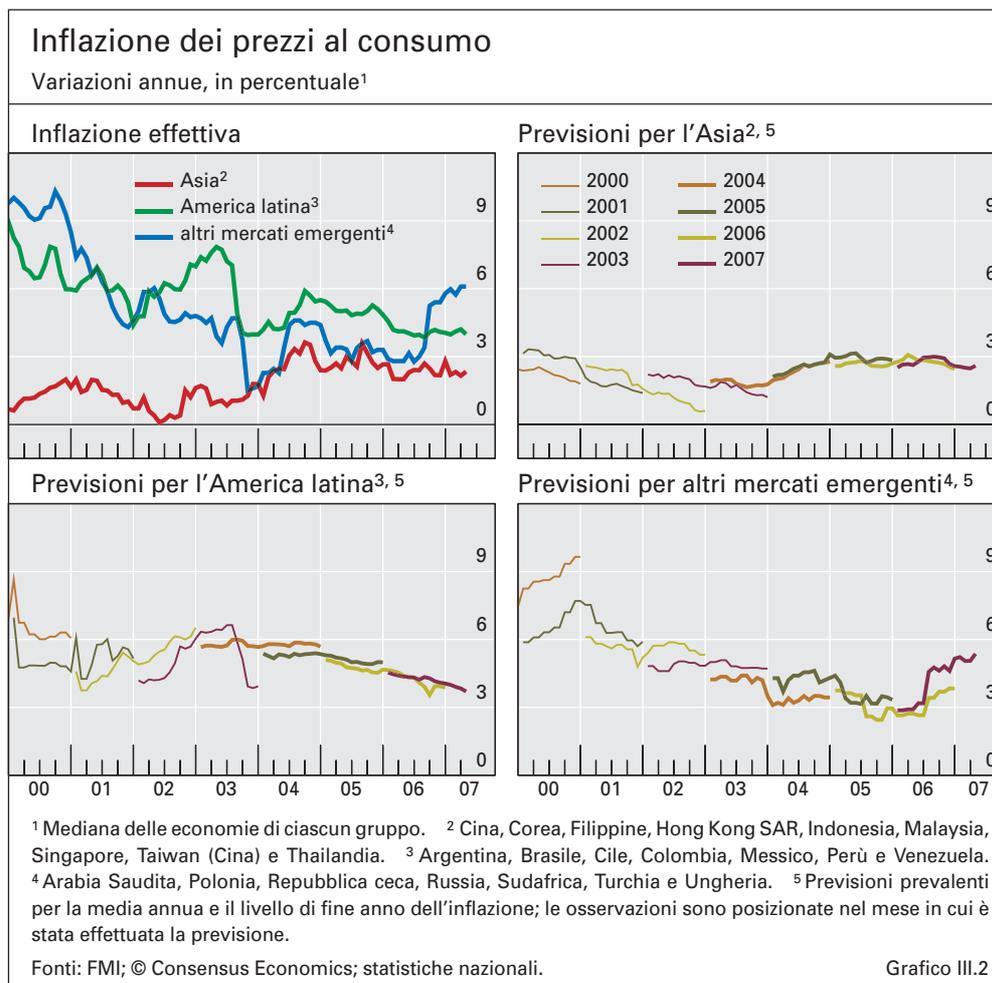
Relativamente ai corsi delle materie prime è possibile formulare due ulteriori osservazioni. In primo luogo, a causa dei lunghi tempi necessari per il potenziamento della capacità estrattiva, il settore dei metalli continuerà a evidenziare vincoli dal lato dell'offerta a fronte della forte domanda proveniente dalla Cina e dalle altre EME. In secondo luogo, in molti paesi – quali la Cina, il Messico e il Sudafrica – anche il rincaro dei prodotti agricoli ha svolto un ruolo importante nell'aumento dell'inflazione generale. Tale rincaro ha palesato un certo grado di persistenza e si teme in particolare che possa influire sulle attese di inflazione in alcune di queste economie.

Aspettative di inflazione. Utilizzando le previsioni prevalenti come misura indiretta delle aspettative, il grafico III.2 mostra che nel 2007 l'inflazione in Asia dovrebbe restare inferiore al 3%, un livello ancora relativamente basso. Inoltre, nel periodo recente le previsioni di inflazione per l'Asia sono rimaste stabili. In altri mercati emergenti hanno invece registrato un incremento significativo dopo un calo prolungato e in America latina sono diminuite negli ultimi anni.

Un motivo per il quale le aspettative di inflazione sono importanti è che possono determinare maggiori rivendicazioni salariali. Si ritiene di norma che

Gli investimenti nel settore petrolifero sono andati a rilento

Le previsioni di inflazione delineano un quadro eterogeneo ...



la dinamica dei salari sia stata frenata dal forte aumento delle forze di lavoro a livello mondiale risultante dalla crescente integrazione nell'economia globale della Cina e, in misura sempre maggiore, dell'India. Tale effetto potrebbe risultare rafforzato nei paesi con una notevole offerta di manodopera proveniente dal settore rurale. Analisi recenti rivelano tuttavia che, sebbene i salari dei lavoratori non qualificati non siano di fatto aumentati in alcune importanti EME (Brasile, Cina e India), il livello retributivo delle forze di lavoro qualificate o impiegate in settori diversi da quello produttivo (personale amministrativo e altri dipendenti impegnati in attività di supervisione o in servizi per i quali si ritiene spesso che siano necessarie maggiori competenze) ha registrato incrementi sostanziali. Ad esempio, dagli inizi di questo decennio i salari reali del settore manifatturiero sono cresciuti a un tasso annuo composto di oltre l'11% in Cina e in Russia. Anche quelli dei lavoratori non impiegati nel settore produttivo sono aumentati in India agli inizi del decennio (di circa il 3,8% l'anno). Il rischio che aspettative di un rialzo dell'inflazione si trasmettano alle rivendicazioni salariali ha destato particolari timori nei paesi contraddistinti da rincari significativi dei prodotti alimentari.

Quanto alla possibilità di improvvisi mutamenti delle aspettative di inflazione, un insegnamento importante dell'episodio di volatilità sui mercati nel periodo maggio-giugno 2006 (Capitolo VI) e dei recenti rincari dei prodotti

... ma le aspettative potrebbero influire sulle dinamiche salariali

Le aspettative possono mutare repentinamente

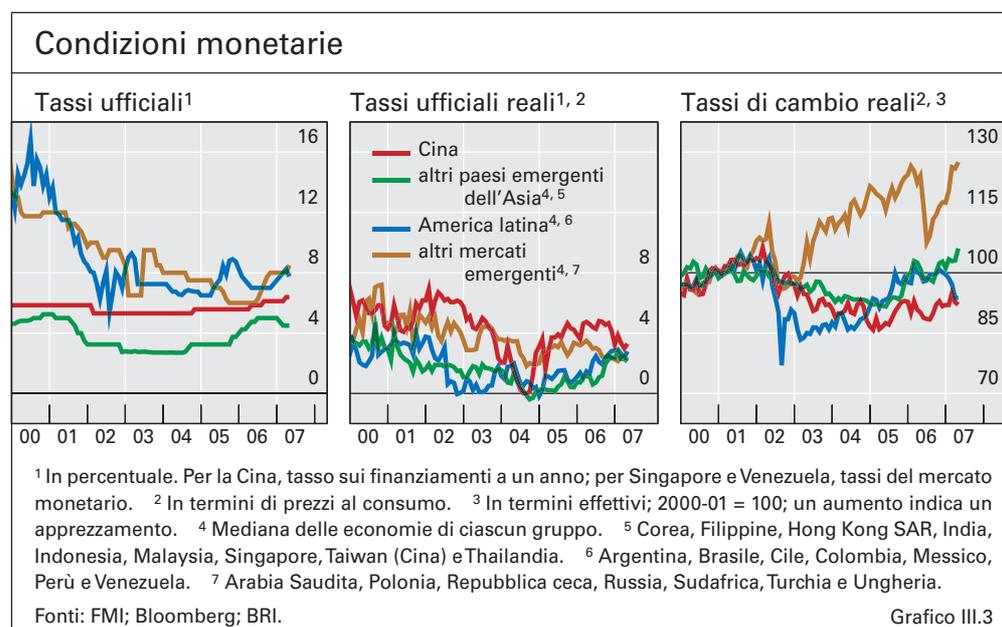
agricoli è rappresentato dal fatto che sia l'inflazione effettiva sia quella attesa possono impennarsi repentinamente fino a superare il livello obiettivo. Ne costituiscono un esempio la Turchia e il Messico. Nel caso della Turchia il suddetto episodio ha innescato un forte deprezzamento del cambio, che avrebbe aggiunto 3,5 punti percentuali all'inflazione effettiva e provocato un deciso aumento di quella attesa dagli operatori privati sia per il 2006 (al 10%, da poco più del 7%) sia per il 2007 (dal 5,6 al 7,8%). In Messico l'inflazione ha inaspettatamente superato il tetto del 4% previsto per l'intervallo obiettivo (3% ±1%) alla fine del 2006, in parte a causa del forte rincaro del granturco. Tra luglio 2006 e aprile 2007 i prezzi mondiali in dollari di tale derrata agricola sono saliti del 58%, per motivi parzialmente riconducibili all'impiego del granturco anche nella produzione di un biocarburante (l'etanolo). In seguito, l'inflazione effettiva e quella attesa in Messico sono rimaste prossime o superiori al limite obiettivo.

In sintesi, benché al momento l'inflazione nelle EME si collochi su livelli generalmente moderati, sembrano esistere diversi rischi. I vincoli di capacità costituiscono un problema potenziale in alcuni paesi; sono inoltre possibili forti rincari delle materie prime. Di conseguenza, non possono essere escluse improvvise revisioni al rialzo dell'inflazione effettiva e di quella attesa.

Politica monetaria

Su tale sfondo, dal 2004 la politica monetaria ha assunto un orientamento generalmente restrittivo. Esistono tuttavia notevoli differenze tra paesi, e in alcune economie il ritmo di inasprimento è diminuito dalla seconda metà del 2006 (grafico III.3). Un costante aumento dei tassi ufficiali è stato osservato in India (pari a 175 punti base dal dicembre 2004) e in Cina (81 punti base), dove sono state introdotte anche altre misure restrittive (si veda oltre). Negli altri paesi asiatici, tuttavia, attorno alla metà del 2006 i tassi ufficiali hanno smesso di crescere o hanno preso a calare. In alcuni casi – e più in particolare

Un moderato inasprimento monetario ...



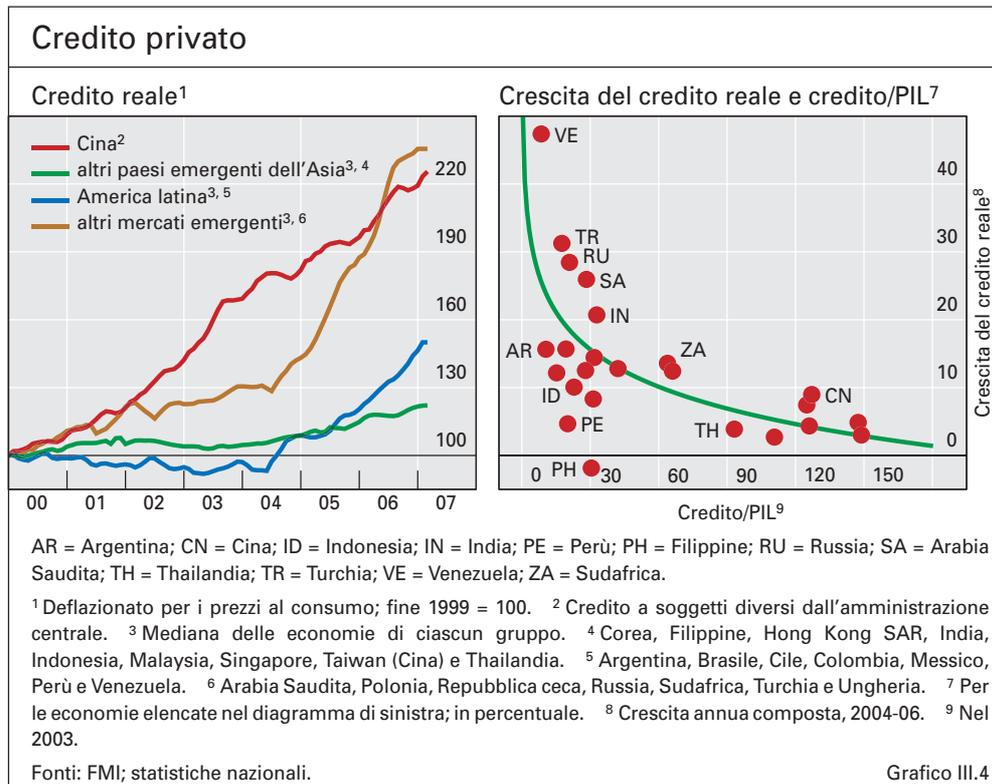
nelle Filippine, in Indonesia e in Thailandia – ciò ha costituito una risposta all'emergere di segnali di disinflazione. Un quadro eterogeneo appare evidente anche in America latina e in altre EME. La disinflazione ha indotto il Brasile e, temporaneamente, il Messico a ridurre i tassi. Tre paesi con un saldo corrente in disavanzo, che hanno avvertito pressioni al ribasso sul cambio nella fase di volatilità di maggio-giugno 2006, hanno invece dovuto innalzarli notevolmente. Si tratta di Turchia (425 punti base), Ungheria e Sudafrica (200 punti base ciascuno). Nel caso dell'Ungheria l'innalzamento è stato tuttavia indotto anche dai timori per il disavanzo di bilancio.

Gli effetti prodotti dalle suddette manovre su alcuni comuni indicatori delle condizioni monetarie sono stati disomogenei (grafico III.3, diagrammi centrale e di destra). I tassi ufficiali reali hanno iniziato a crescere alcuni anni fa in Cina e negli altri mercati emergenti. Il loro valore mediano ha mostrato una convergenza verso un livello superiore al 2% nelle altre EME asiatiche e in America latina, e al 3% in Cina e nel gruppo degli altri mercati emergenti. Occorre rilevare che i tassi di interesse reali cinesi risulterebbero negativi se si utilizzasse come *proxy* delle condizioni monetarie un tasso interbancario invece di quello sui prestiti bancari. I tassi reali sono molto inferiori rispetto ai ritmi elevati di crescita potenziale di numerose EME, a indicare che le condizioni monetarie sottostanti rimangono relativamente espansive.

La forte ascesa del credito privato in termini reali in diverse EME rafforza l'impressione di condizioni monetarie accomodanti (grafico III.4). Dalla fine del 2003, quando tutte le regioni hanno iniziato a evidenziare sensibili aumenti di tale grandezza, il credito bancario al settore privato è cresciuto a un tasso annuo composto di quasi il 9% in Cina, 5% nelle altre EME asiatiche, 15% in

... ha tuttavia esiti espansivi

La rapida crescita reale del credito privato ...



America latina e 21% nel gruppo degli altri mercati emergenti. I tassi più elevati di espansione creditizia sono stati osservati in Venezuela (47%) e in India, Russia, Arabia Saudita e Turchia (in ordine crescente, dal 21 al 31%). In alcuni paesi dell'Europa centrale e orientale questa rapida dinamica solleva particolari timori, poiché gran parte dell'indebitamento delle famiglie è denominata in valuta.

... riflette fattori strutturali e di breve periodo

La crescita del credito riflette fattori sia strutturali sia di breve periodo. Tra i primi sembra rivestire particolare importanza il processo di finanziarizzazione. Di fatto, i tassi più elevati di espansione del credito privato in termini reali sono riferibili ai paesi con un rapporto credito/PIL più basso (grafico III.4, diagramma di destra). In alcune regioni, come ad esempio l'Europa centrale, un contributo notevole è provenuto anche dalla maggiore concorrenza nel settore bancario e dal processo di integrazione finanziaria. Tra i fattori a breve termine figurano gli eccellenti risultati economici e, come illustrato più avanti, gli sforzi per contenere le pressioni al rialzo sui cambi.

L'apprezzamento modera la domanda ...

Se i tassi ufficiali e il ritmo di espansione del credito segnalano condizioni monetarie relativamente accomodanti, in alcuni paesi il significativo apprezzamento del tasso di cambio reale sembra indicare un effetto complementare di restrizione sulla domanda. Tra dicembre 2004 e marzo 2007 il tasso di cambio reale si è apprezzato di oltre il 10% in Corea, Malaysia e Thailandia e di più del 20% in Indonesia. Fuori dall'Asia, il dato cumulato riferito al Brasile per lo stesso periodo è del 34%. Contribuendo alla disinflazione e riducendo la domanda aggregata, l'apprezzamento del tasso di cambio reale può avere consentito a vari paesi di abbassare i tassi ufficiali o di adottare altre misure espansive. In alcuni casi le pressioni sembrano aver indotto le autorità ad abbassare i tassi di interesse per arginare afflussi "indesiderati" di capitali.

Benché contribuiscano alla disinflazione, tuttavia, le spinte verso un apprezzamento del cambio hanno suscitato timori per almeno tre motivi. Il primo è rappresentato dal loro effetto negativo sulla competitività e sul settore dei beni *tradable*. Il secondo consiste nel fatto che, frenando l'aumento dei tassi di interesse, possono indurre un rincaro dei beni *non-tradable* e più in particolare di quelli connessi all'edilizia residenziale. Infine, le spinte all'apprezzamento del cambio possono facilmente invertirsi e questo può richiedere forti innalzamenti del tasso ufficiale. È degno di nota che i maggiori aumenti nominali dei tassi ufficiali dagli inizi del 2006 siano stati osservati in Turchia e Sudafrica, paesi che hanno subito notevoli pressioni al ribasso sul cambio durante l'episodio di volatilità dei mercati a maggio-giugno 2006.

... ma determina pesanti interventi

Oltre ad aver consentito la fissazione dei tassi ufficiali su livelli inferiori a quelli che sarebbero stati altrimenti giustificati, le spinte all'apprezzamento hanno determinato massicci interventi sui mercati valutari. Ciò si è tradotto in un accumulo di riserve ufficiali molto ampio e persistente (Capitolo V) e nella concomitante esigenza di sterilizzare la liquidità così creata. In molti paesi, compresa la Cina, la sterilizzazione attraverso l'innalzamento della riserva obbligatoria e la vendita di titoli della banca centrale si è dimostrata sempre più difficile o soggetta a effetti collaterali indesiderati. Le riserve obbligatorie remunerate a tassi inferiori a quelli di mercato costituiscono di fatto un'imposta per le banche. In aggiunta, nei mercati non pienamente integrati la vendita di

strumenti da utilizzare a fini di sterilizzazione può sospingerne il rendimento su livelli tali da richiamare ulteriori afflussi di capitali.

Vari paesi hanno inoltre fatto ricorso a misure prudenziali per frenare la rapida espansione del credito e affrontare problemi settoriali o di stabilità finanziaria. In India sono state ad esempio aumentate le ponderazioni di rischio per i mutui ipotecari (dal 50 al 75%, incremento successivamente annullato), gli immobili commerciali (dal 100 al 150%) e il credito al consumo (dal 100 al 125%). Sono inoltre stati inaspriti i requisiti in materia di accantonamenti generali a fronte dei prestiti in determinati settori.

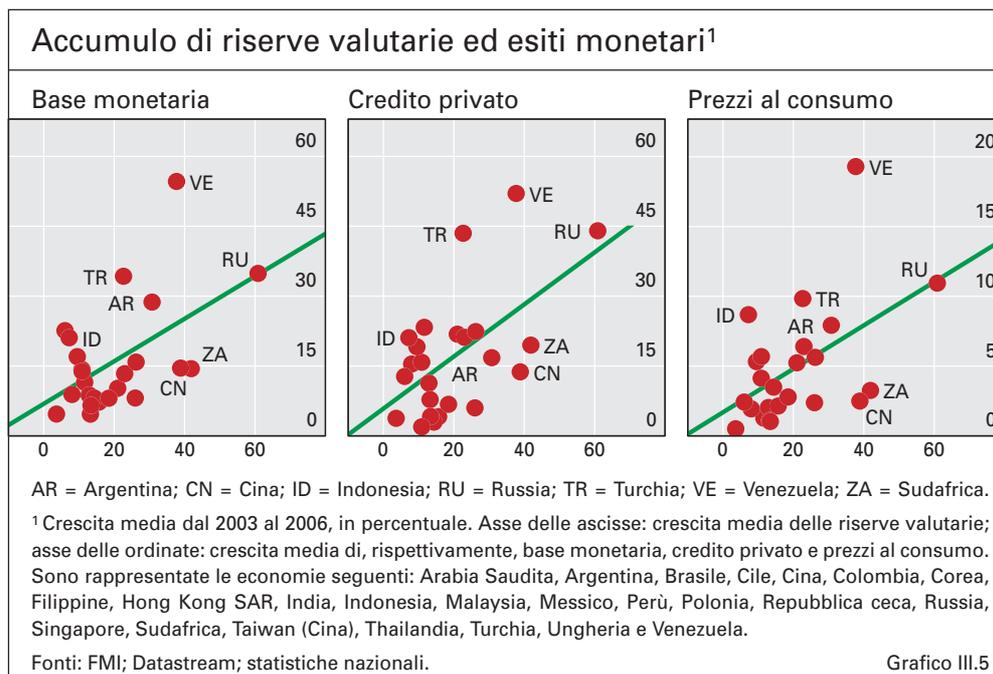
Inoltre, si è tentato di attutire gli effetti degli afflussi di capitali promuovendo i flussi in uscita e agevolando l'acquisizione o la detenzione di valuta estera da parte dei residenti. I vincoli agli investimenti esteri e alla detenzione di attività in valuta sono stati allentati lo scorso anno in Cina, Corea, India e Thailandia. Tra i provvedimenti adottati figurano l'aumento del livello massimo di depositi in valuta per le aziende residenti (Thailandia) o degli acquisti di valuta (Cina), l'introduzione di incentivi ai residenti che investono in attività immobiliari e titoli esteri (Corea) e l'innalzamento del massimale per gli investimenti di portafoglio all'estero (Cina e India). Resta comunque incerto in che misura tali provvedimenti abbiano finora attenuato le pressioni verso un apprezzamento del cambio.

Le difficoltà incontrate nel contrastare le persistenti spinte all'apprezzamento hanno indotto la Thailandia a cercare di arginare gli afflussi di capitali. In un primo momento ciò è avvenuto mediante l'introduzione di limiti alle disponibilità in titoli dei non residenti e ai prestiti dei non residenti alle istituzioni finanziarie nazionali non erogati a fronte di operazioni commerciali o di investimento. Nel dicembre 2006 è stato imposto un obbligo di riserva infruttifera sugli afflussi di capitali a breve termine, analogamente a quanto fatto in precedenza dal Cile. Da allora alcuni di questi controlli sono stati

Si ricorre anche a misure prudenziali ...

... nonché a provvedimenti per promuovere i deflussi ...

... o a controlli sui capitali



allentati in risposta alla reazione fortemente negativa dei mercati, ma le sottostanti pressioni al rialzo sul baht thailandese si sono apparentemente ridotte. Più di recente anche la Colombia ha introdotto simili controlli sui movimenti di capitali.

Fonti ufficiali e di mercato inducono a ritenere che la sterilizzazione e le misure supplementari richiamate sopra non siano state pienamente efficaci nell'assorbire la liquidità creata dagli afflussi di valuta estera. Di fatto, dal 2003 l'accumulo di riserve pare essersi accompagnato in una serie di paesi a una rapida espansione della base monetaria e del credito, nonché a un rialzo dell'inflazione (grafico III.5). Sebbene vadano interpretate con cautela, queste correlazioni semplici rafforzano l'impressione che l'effetto congiunto di condizioni monetarie relativamente accomodanti e di pressioni al rialzo sulla moneta possa comunque determinare un aumento dell'inflazione.

L'accumulo di riserve ha effetti espansivi?

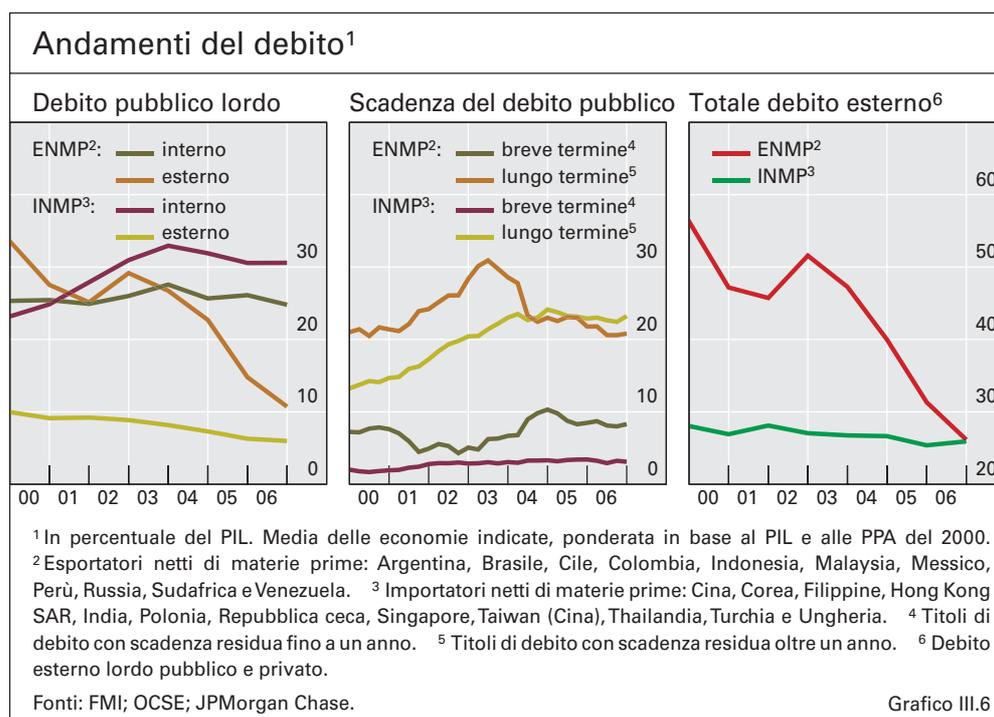
Aggiustamento fiscale a medio termine e gestione del debito

Stabilizzazione e riduzione del debito

La resilienza delle EME e la loro attrattiva agli occhi degli investitori dipendono in larga misura dalla situazione dei conti pubblici e dall'impegno al rigore fiscale. Le autorità hanno tentato attivamente di accrescere la stabilità macro-economica stabilizzando o riducendo il debito pubblico e attuando una serie di operazioni di gestione del debito intese a migliorare le condizioni di finanziamento.

Il debito pubblico lordo (grafico III.6, diagramma di sinistra, somma del debito interno e di quello esterno) è diminuito sia nelle EME che sono esportatrici nette sia in quelle che sono importatrici nette di materie prime. Il

È diminuito il debito pubblico lordo ...



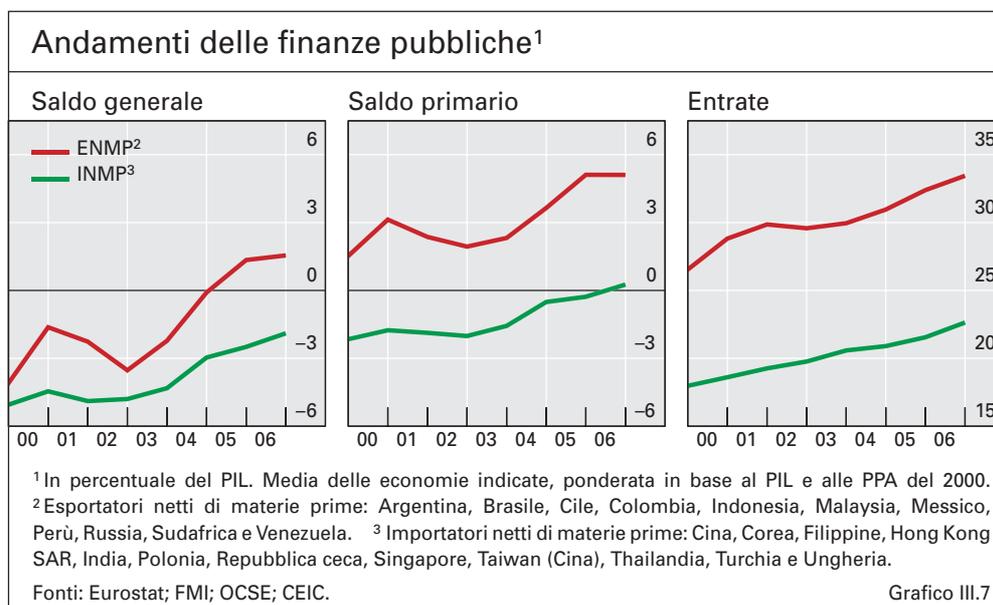
valore mediano del rapporto debito/PIL di tutte le EME è sceso di circa 14 punti percentuali, al 33%, tra il 2003 e il 2006. Il calo è stato particolarmente consistente (oltre il 10% del PIL) in Brasile, Cile, Colombia, Filippine, Indonesia, Perù, Russia, Thailandia, Turchia e Venezuela.

La minore incidenza del debito pubblico lordo sul PIL riflette in parte il vigore della crescita economica e il basso livello dei tassi di interesse, nonché – nei paesi con una quota significativa del debito denominata in valuta – l’apprezzamento della moneta nazionale. Ciò nondimeno, un presupposto più durevole per la riduzione del debito è costituito dal miglioramento dei conti pubblici. Il grafico III.7 mostra una diminuzione dei disavanzi di bilancio e un aumento delle entrate pubbliche, soprattutto nei paesi esportatori netti di materie prime. Ciò è il risultato del sensibile miglioramento della disciplina fiscale; gli avanzi primari (che non comprendono gli esborsi per interessi sul debito) sono aumentati notevolmente negli ultimi anni (grafico III.7, diagramma centrale) e hanno concorso alla riduzione del debito a partire dal 2000.

Si stima che le eccedenze primarie siano moderatamente aumentate nel 2006, e alcuni riscontri inducono a ritenere che i miglioramenti fiscali osservati finora possano essere mantenuti. Per i paesi contraddistinti da ampie entrate provenienti dall’esportazione di materie prime o da una crescita economica vigorosa la preoccupazione principale è consistita nell’evitare un corrispondente aumento della spesa ciclica. Un aspetto strettamente connesso è rappresentato dal fatto che vari paesi hanno costituito fondi di stabilizzazione per potenziare la spesa pubblica nei periodi di congiuntura sfavorevole utilizzando le entrate accumulate durante le fasi favorevoli. Alcuni paesi si sono spinti oltre il concetto di fondo di stabilizzazione congiunturale, costituendo fondi di ricchezza intesi a sostenere le generazioni future quando le risorse non rinnovabili nazionali si saranno esaurite. Ad esempio, nel febbraio 2008 l’attuale fondo petrolifero di stabilizzazione della Russia sarà scisso in due fondi separati, uno di riserva e l’altro destinato alle generazioni future. Oltre al gettito derivante dalle tasse sul greggio (che oggi affluisce al fondo petrolifero),

... grazie anche agli sforzi di risanamento fiscale

I miglioramenti dei conti pubblici possono essere mantenuti



i due nuovi fondi riceveranno gran parte delle entrate rivenienti dalla tassa sull'estrazione delle risorse minerarie applicata al petrolio e al gas, nonché i dazi riscossi sulle esportazioni di petrolio, gas e prodotti petroliferi. Il fondo di riserva sarà mantenuto su un livello pari al 10% del PIL. A Singapore, che pure non dispone di risorse minerarie, la Government Investment Corporation gestisce da molti anni l'equivalente di un fondo di ricchezza per conto dello Stato. I capitali investiti provengono dal surplus accumulato dal settore pubblico e dai contributi dei lavoratori al Central Provident Fund (un istituto previdenziale a gestione pubblica).

Le posizioni fiscali destano ancora preoccupazione

Ciò nonostante, le posizioni fiscali continuano a destare timori. In vari paesi il debito pubblico supera il 50% del PIL anche se le condizioni correnti sono insolitamente favorevoli. In passato le economie con indici di indebitamento così elevati tendevano a non superare i test di sostenibilità del debito (nel senso che i loro avanzi primari non aumentavano in modo da contrastare la crescita del debito). Anche i paesi che attualmente superano tali test potrebbero non riuscirci più se la crescita economica o i corsi delle materie prime dovessero subire un forte calo, oppure se i tassi di interesse dovessero aumentare in misura significativa per un periodo prolungato.

Gestione del debito

La sostenibilità del debito dipende dalla composizione, oltre che dall'entità dello stesso. Le passività a breve espongono i mutuatari a rischi di tasso di interesse e di rifinanziamento, mentre una quota consistente di debito denominata in valuta espone il paese al pericolo di un deprezzamento del cambio.

Le operazioni di gestione del debito per migliorare la resilienza ...

Per ridurre tali rischi e accrescere la resilienza agli shock, varie EME hanno effettuato operazioni di gestione del debito. Queste operazioni, che – come nel caso del Messico – si iscrivono talvolta in schemi formalizzati, mirano a migliorare le condizioni di finanziamento, allungare le scadenze, ridurre la posizione scoperta in valuta e accrescere il ricorso ai mercati finanziari nazionali in alternativa a quelli internazionali. A titolo esemplificativo, nel settembre 2006 la Turchia ha effettuato un'operazione di allungamento delle scadenze, lanciando un'obbligazione globale a 10 anni in cambio di titoli a breve termine con cedola più elevata e contante. Altre iniziative in questo senso sono state intese a sostituire le passività sull'estero con strumenti di debito sull'interno denominati in moneta nazionale. Benché possano accrescere nell'immediato i costi per interessi del finanziamento (al debito in moneta locale si accompagnano di norma tassi superiori rispetto a quello in valuta), tali operazioni riducono la vulnerabilità a un deprezzamento del cambio. A questo scopo, nell'agosto 2006 il Messico ha riacquistato \$12 miliardi di prestiti e obbligazioni sull'estero sostituendoli con passività in pesos. Nel contempo, le EME si sono adoperate per accrescere l'emissione di titoli a tasso fisso con scadenze più lunghe.

... allungano le scadenze e riducono il debito estero

Nell'insieme, le suddette iniziative sono riuscite in primo luogo ad allungare la scadenza media del debito pubblico non utilizzato a fini di sterilizzazione. Ciò trova riflesso nell'aumento delle passività a più lungo termine rispetto a quelle a breve tra i paesi che sono importatori netti di materie prime (grafico III.6, diagramma centrale). Va notato inoltre che la

classificazione adottata non rileva l'allungamento delle scadenze oltre l'anno, di fatto osservato in alcuni paesi e più in particolare in Messico. In secondo luogo, è diminuita la quota di debito denominata in valuta, riducendo il grado di esposizione alle oscillazioni del cambio. In Brasile la percentuale di debito esterno o collegato a valute estere, al netto delle riserve, è scesa da quasi il 39% del PIL nel 2002 a meno del 10% nel 2006 e in Turchia è passata dal 56 al 36%. I disallineamenti valutari, una delle cause principali delle crisi degli anni ottanta e novanta, sono diminuiti a livello aggregato. Grazie ai saldi di bilancio positivi, molte EME hanno potuto ridurre sia il debito pubblico sia il debito esterno totale (grafico III.6, diagrammi di sinistra e di destra), accrescendo la loro resilienza.

Flussi valutari e prezzi delle attività nelle EME

Le crisi degli anni novanta insegnano che i flussi finanziari possono incidere in misura notevole sugli andamenti macroeconomici. La crisi asiatica del 1997 fu preceduta da spinte all'apprezzamento, collegate ad afflussi di capitali, e da un basso costo del denaro che a sua volta aveva determinato un rincaro delle attività. Arresti improvvisi o inversioni di direzione degli afflussi di capitali sono stati seguiti da forti deprezzamenti del cambio, dal crollo dei prezzi delle attività e da gravi recessioni. I disavanzi di parte corrente preesistenti e le perdite connesse ai disallineamenti valutari hanno acuito questi problemi, dando talvolta origine a crisi bancarie.

Le condizioni attuali delle EME presentano alcune analogie con quelle precedenti la crisi del 1997, ad esempio per quanto concerne le spinte all'apprezzamento, il basso costo del denaro e il rincaro delle attività. Ciò nondimeno, si rilevano anche notevoli differenze. Fatte salve alcune importanti eccezioni, le spinte all'apprezzamento si sono accompagnate ad avanzi di parte corrente. Inoltre, le riserve valutarie hanno raggiunto livelli record, superiori al valore soglia convenzionale stabilito dai parametri di adeguatezza di gran parte di questi paesi.

Fatti stilizzati

I mercati emergenti dispongono oggi di abbondante liquidità in valuta. Ne sono un'indicazione il netto apprezzamento del cambio in alcuni paesi e il consistente accumulo di riserve valutarie. In una serie di EME queste ultime sono aumentate rapidamente negli ultimi anni e alla fine del 2006 erano pari a \$3 trilioni, cifra corrispondente a circa il 27% del PIL di tali paesi. All'accumulo delle riserve in Cina è riconducibile una parte consistente dell'aumento dello scorso anno (quasi il 44%), sebbene anche le quote riferite a Russia (21%), India, Corea e Brasile (5-7% ciascuno) siano state significative (tabella III.2; si veda anche il Capitolo V).

A differenza degli anni novanta, nel periodo recente la fonte principale degli afflussi di valuta sono stati gli avanzi correnti e non i flussi di capitali. Nel 2006 l'avanzo corrente aggregato delle EME è salito a oltre \$600 miliardi, mentre gli afflussi netti di capitali privati sono risultati meno della metà. Di fatto, sebbene tali afflussi in termini di dollari siano vicini ai massimi storici e

Abbondante liquidità in valuta nelle EME ...

... grazie agli avanzi di parte corrente

Bilancia dei pagamenti

In miliardi di dollari USA

	Media annua 1996-97	Media annua 1998-2003	2004	2005	2006
Economie emergenti¹					
Saldo del conto corrente	-83	93	300	512	638
Flussi netti di capitali privati	208	88	239	257	256
Flussi ufficiali netti	10	-1	-58	-123	-144
Variazione delle riserve ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asia					
Saldo del conto corrente	-12	109	172	245	340
Flussi netti di capitali privati	82	11	143	70	54
Flussi ufficiali netti	-1	-1	-7	-3	-10
Variazione delle riserve ²	-41	-112	-339	-284	-366
America latina					
Saldo del conto corrente	-53	-43	20	35	49
Flussi netti di capitali privati	86	41	13	34	10
Flussi ufficiali netti	1	10	-9	-30	-18
Variazione delle riserve ²	-22	-3	-23	-33	-47
Europa centrale e orientale					
Saldo del conto corrente	-20	-25	-59	-63	-89
Flussi netti di capitali privati	28	37	75	118	121
Flussi ufficiali netti	-1	-1	-7	-8	-5
Variazione delle riserve ²	-9	-10	-14	-48	-21
Comunità di Stati Indipendenti					
Saldo del conto corrente	-1	27	63	88	99
Flussi netti di capitali privati	-4	-1	8	38	66
Flussi ufficiali netti	-2	-5	-7	-22	-33
Variazione delle riserve ²	1	-13	-54	-76	-127
Medio Oriente					
Saldo del conto corrente	13	31	99	189	212
Flussi netti di capitali privati	9	-4	-7	-11	-6
Flussi ufficiali netti	1	-11	-34	-61	-81
Variazione delle riserve ²	-10	-11	-45	-105	-126

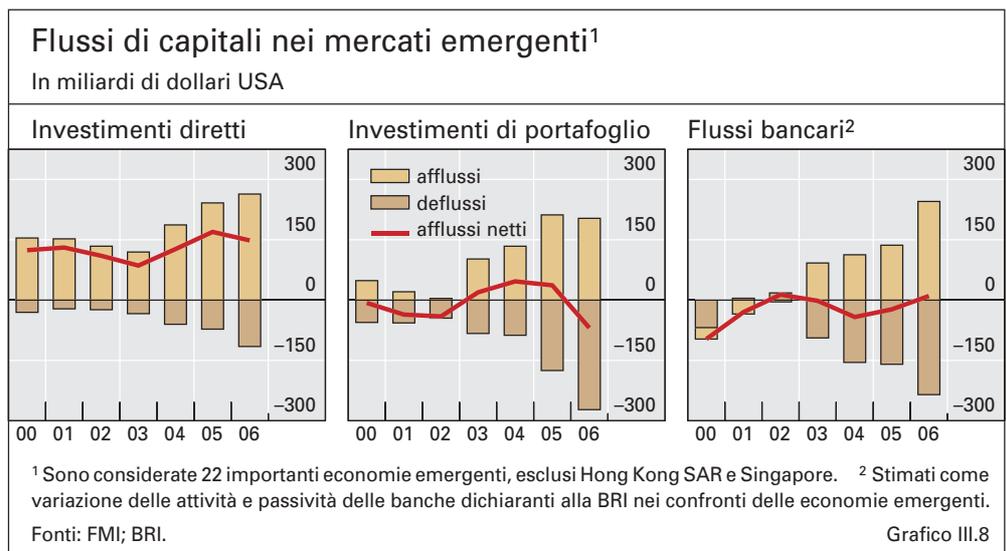
Nota: eventuali discrepanze dei saldi del conto corrente rispetto alla tabella III.1 sono ascrivibili a differenze nella copertura geografica.

¹ Comprende l'Africa. ² Un valore negativo indica un aumento.

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*.

Tabella III.2

superiori ai picchi della metà degli anni novanta, in percentuale del PIL essi sono scesi sensibilmente in alcune importanti regioni. I flussi bancari e per investimenti diretti esteri (IDE) sono ora più cospicui di quelli per investimenti di portafoglio (grafico III.8). Ciò nondimeno, in determinate aree (quali la Comunità di Stati Indipendenti e l'Europa centrale e orientale) gli afflussi di capitali sono stati particolarmente significativi. Ingenti afflussi hanno parimenti continuato a finanziare i disavanzi di parte corrente in India, Sudafrica, Turchia e Ungheria.



Questa fisionomia dei saldi a livello internazionale presenta tre implicazioni. In primo luogo, l'esistenza di ampi avanzi correnti rende le EME meno vulnerabili che in passato agli shock e agli arresti improvvisi dei flussi di capitali. Nell'episodio di volatilità sui mercati emergenti registrato nel 2006, i paesi che si sono rivelati più esposti alle turbative finanziarie sono stati quelli con ingenti disavanzi correnti. La quota elevata di IDE, piuttosto stabili, sul totale dei flussi rende inoltre meno probabile un'inversione di questi ultimi.

Minore vulnerabilità di fronte ad arresti improvvisi dei flussi

In secondo luogo, le politiche attuate da alcuni paesi implicano che gli avanzi correnti possano determinare persistenti spinte verso un apprezzamento del cambio. Alcune EME impongono ancora obblighi di deposito di valuta agli esportatori e limiti ai movimenti di capitali in uscita. Ciò comporta che cospicui quantitativi di valuta estera provenienti dagli avanzi correnti e dai flussi di capitali entrino nel mercato dei cambi. Molti paesi continuano a contrastare le spinte all'apprezzamento che ne derivano, con le conseguenze richiamate in precedenza.

Le misure ufficiali rafforzano le spinte all'apprezzamento

In terzo luogo, i flussi netti di capitali possono sottostimare la quota di partecipazione estera nelle EME, rispecchiata in particolare dagli afflussi lordi e dalle crescenti disponibilità estere di attività di tali mercati. Gli investimenti di portafoglio lordi in vari paesi sono stati di entità notevole negli ultimi anni (grafico III.8). Una stima recente mostra ad esempio che nel 2006 i flussi lordi di capitali verso le economie emergenti dell'Asia (corrispondenti a circa il 5-6% del PIL) erano vicini ai massimi della metà degli anni novanta (prima delle crisi asiatica e russa). Di conseguenza, le disponibilità estere di strumenti di debito in valuta locale sono aumentate sensibilmente in una serie di EME (Brasile, Indonesia, Malaysia, Messico, Repubblica ceca, Russia, Sudafrica, Turchia e Ungheria), anche se al di fuori dell'Europa centrale restano relativamente ridotte in termini di quota. Inoltre, la proporzione dei mercati azionari delle EME aperta agli investitori stranieri è relativamente elevata in termini di capitalizzazione di borsa (circa il 34% del totale nel dicembre 2006, sulla base dell'indice IFC). La volatilità degli indici azionari e delle componenti accessibili agli investitori esteri rende tuttavia difficile individuare una tendenza in termini di apertura a tali operatori.

Afflussi lordi significativi

Cresce la partecipazione estera nei mercati delle attività delle EME ...

Buona parte dei flussi lordi di portafoglio verso le EME è attribuibile ai grandi fondi e agli investitori istituzionali dei mercati sviluppati, oltre che agli *hedge fund*. I fondi pensione e quelli che investono in titoli a reddito fisso stanno gradualmente diversificando i rispettivi portafogli a livello internazionale, a vantaggio dei mercati emergenti, mentre il patrimonio gestito dagli *hedge fund* che seguono una strategia mirata alle EME sarebbe aumentato sensibilmente negli ultimi anni (Capitolo VI). Inoltre, gli investitori esteri possono in misura crescente assumere posizioni in attività dei mercati emergenti senza che questo trovi necessariamente riflesso nelle statistiche sui flussi di capitali. Ciò può avvenire attraverso un intenso ricorso ai derivati e più in particolare ai contratti a termine non consegnabili (*non-deliverable forward*) nelle monete delle economie emergenti.

... di riflesso a fattori esogeni ed endogeni

Vari fattori economici sembrano all'origine della maggiore partecipazione estera nei mercati delle attività dei paesi emergenti. Tra questi figurano fattori esogeni, quali ad esempio la maggiore propensione al rischio, il persistere di bassi rendimenti relativi nei mercati finanziari sviluppati e il reimpiego dei proventi petroliferi in dollari nelle EME non produttrici di petrolio. Anche taluni fattori endogeni, come i migliori fondamentali economici, hanno svolto un ruolo importante. Ad esempio, il calo del debito estero o di quello del settore pubblico (si veda sopra) ha determinato un miglioramento del merito di credito dei mutuatari sovrani, richiamando gli investitori esteri. Anche gli sviluppi tecnologici hanno promosso gli investimenti nei mercati finanziari delle EME, poiché hanno notevolmente facilitato il monitoraggio del loro andamento.

I deflussi occultano gli afflussi

L'aumento degli afflussi è stato messo in ombra dalla presenza di ingenti deflussi, di riflesso al crescente stock di attività finanziarie del settore privato delle EME, alla liberalizzazione degli investimenti all'estero e agli investimenti esteri degli enti governativi (tra cui i fondi di stabilizzazione delle materie prime o i fondi di ricchezza richiamati in precedenza). Negli ultimi due anni i deflussi lordi per investimenti di portafoglio sono stati relativamente cospicui (al confronto con le altre EME) in Arabia Saudita, Cina, Corea, Malaysia e Russia.

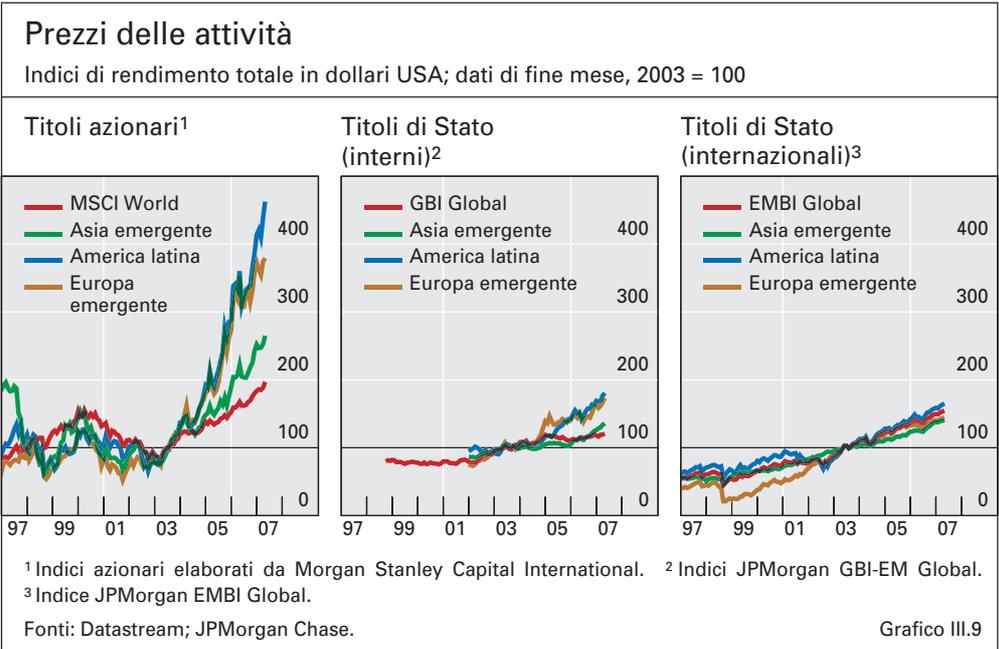
Implicazioni per i mercati delle attività nelle EME

Aumentano i rendimenti sulle attività delle EME

Alla crescente integrazione con i mercati finanziari globali si sarebbe accompagnata una notevole ascesa dei rendimenti delle attività delle EME (grafico III.9). L'incremento è stato particolarmente elevato nel caso dei titoli azionari che, nonostante episodi occasionali di volatilità, si sono rivelati ben più remunerativi delle obbligazioni sia nazionali (diagramma centrale) sia internazionali (diagramma di destra). Il differenziale di volatilità tra le azioni e le obbligazioni sembra essersi ampliato (grafico III.10) e questo potrebbe avere implicazioni macroeconomiche. Allo stesso tempo, la crescita dei prezzi delle attività ha determinato un aumento corrispondente della ricchezza finanziaria: di conseguenza, le oscillazioni di tali prezzi potrebbero influire sulla domanda aggregata in misura più significativa rispetto al passato.

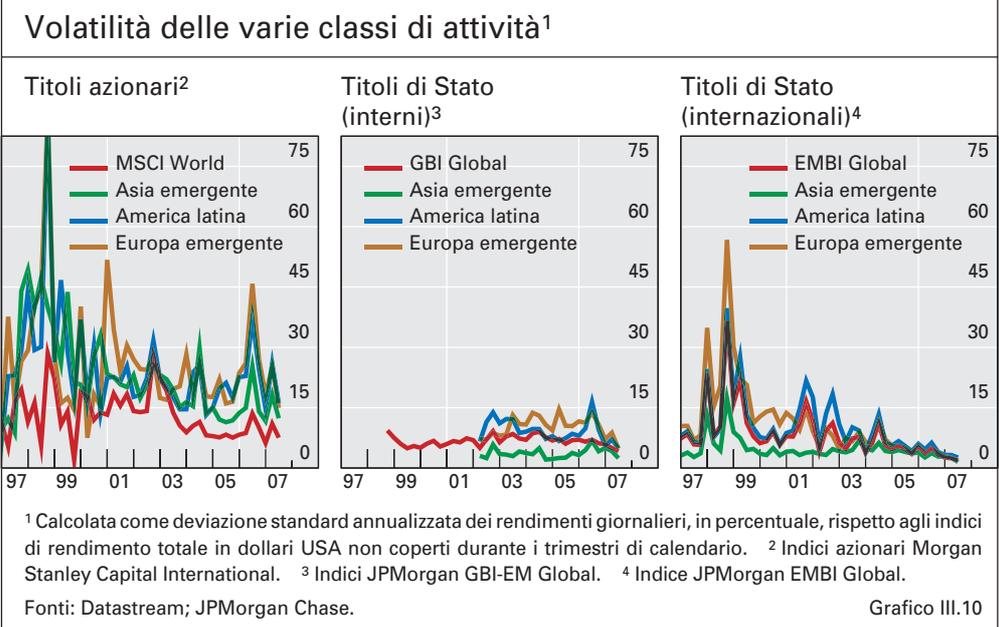
Anche la capitalizzazione di borsa è cresciuta

Per citare talune grandezze, gli indici di capitalizzazione di borsa delle EME sono aumentati notevolmente nel corso di questo decennio e corrispondono oggi in media al 79% del PIL in Asia (esclusi Hong Kong SAR e Singapore),



al 47% in America latina e al 38% nell'Europa centrale. Essi rimangono comunque inferiori alle percentuali osservate negli Stati Uniti e in Giappone (rispettivamente 124 e 108%). Studi recenti mostrano che la propensione marginale al consumo di lungo termine derivante da una variazione di valore della ricchezza azionaria è ancora relativamente ridotta negli Stati Uniti: circa un centesimo per dollaro a breve termine e 4 nel lungo periodo (a titolo di confronto, le stime corrispondenti per la ricchezza immobiliare sono di 2 e 9 centesimi per dollaro).

Gli effetti di ricchezza nelle EME potrebbero essere tuttavia inferiori, nella misura in cui le azioni sono detenute soprattutto dai segmenti più benestanti della popolazione e da soggetti esteri (e non dalle famiglie in generale, come avviene invece negli Stati Uniti e in Giappone).



I mercati immobiliari hanno un ruolo rilevante ...

Come già detto, anche gli effetti di ricchezza connessi ad altre attività, e più in particolare alle proprietà immobiliari, possono svolgere un ruolo di rilievo. L'esperienza della crisi asiatica degli anni novanta sta a indicare che la creazione di liquidità collegata agli interventi valutari può concorrere a determinare bruschi rialzi dei prezzi immobiliari e un ciclo *boom-bust* tale da produrre gravi turbative al settore economico e a quello finanziario. Questo potrebbe valere oggi per i paesi che hanno registrato una rapida crescita del credito al settore privato. Sebbene la limitatezza dei dati renda difficile una valutazione dei rischi, nel 2006 i prezzi immobiliari sono aumentati in misura significativa (con tassi quasi a due cifre, se non superiori) in Corea e Sudafrica, oltre che a Manila e Mumbai. La rapida espansione del credito induce a ritenere che i prezzi siano aumentati anche in altri mercati per i quali non sono disponibili statistiche sul valore degli immobili. In alcuni casi è emerso il timore che gli operatori esteri contribuiscano direttamente alla volatilità dei mercati immobiliari interni con i loro investimenti. In Cina ciò ha portato il governo a limitare questi ultimi. In India, invece, le autorità hanno introdotto di recente alcune restrizioni sui finanziamenti esteri nel settore immobiliare.

... ma le EME appaiono resilienti

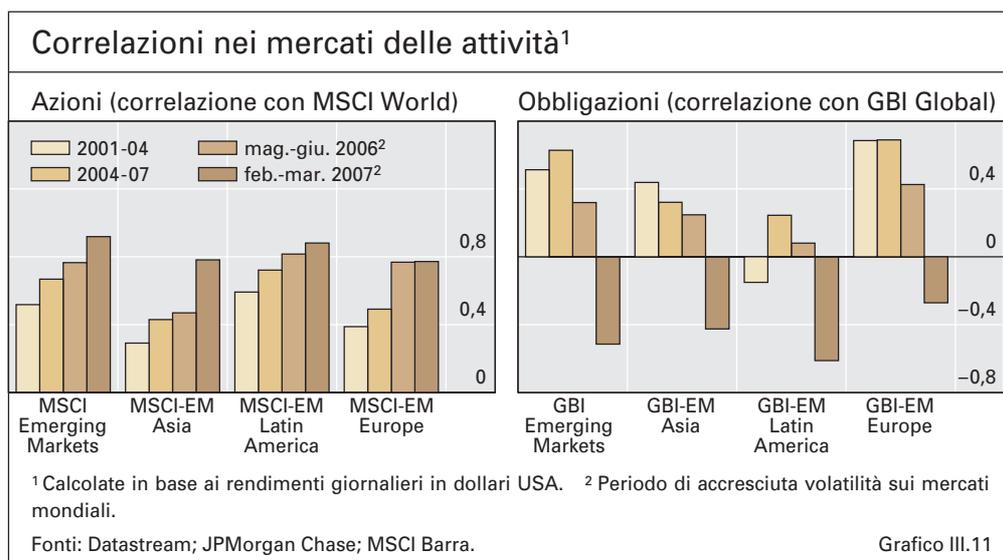
Esistono tuttavia anche motivi per ritenere che le EME siano più resilienti che in passato agli shock sui mercati immobiliari. In primo luogo, come indicato in precedenza, la crescita più rapida del credito è stata registrata nei paesi con un rapporto credito/PIL relativamente basso. In secondo luogo, in alcuni casi il rincaro delle attività immobiliari non è un fenomeno diffuso. In Corea, ad esempio, gli incrementi maggiori sembrano limitati ad alcuni quartieri benestanti e interessano quindi solo una parte ridotta della popolazione. In terzo luogo, molti paesi hanno tratto insegnamento dalle crisi degli anni novanta, rafforzando i rispettivi settori finanziari al fine di contenere i rischi.

La sempre maggiore partecipazione estera desta timori

La crescente partecipazione estera ai mercati finanziari delle EME concorre ad accrescere lo spessore e l'efficienza di tali mercati. Ciò nonostante, sono stati talora espressi due timori. Il primo è che una forte presenza estera possa accrescere la volatilità sui mercati di piccole dimensioni, allontanando i prezzi dai fondamentali dell'economia nazionale. Il secondo riguarda il pericolo che i mercati nazionali diventino più vulnerabili alle ripercussioni o al contagio degli shock esterni. Per quanto riguarda il primo timore, esistono alcuni riscontri di una "caccia ai rendimenti" (acquisto di titoli già ben remunerati) nei mercati azionari asiatici. Questo potrebbe indicare che i rendimenti di tali mercati sono stati amplificati dalla partecipazione degli investitori esteri. Inoltre, determinate strategie di investimento (come ad esempio i *carry trade*, che cercano di lucrare la maggiore remunerazione delle attività delle EME) hanno comportato sovrarendimenti persistentemente favorevoli, in evidente violazione delle condizioni di parità di arbitraggio o di tasso di interesse proprie di un mercato efficiente. Ciascuna di queste situazioni potrebbe spianare la strada a iperreazioni e a una potenziale volatilità. Un ulteriore elemento, forse ancora più pericoloso, è la possibilità che gli investitori esteri siano maggiormente inclini di quelli nazionali a strategie di "mordi e fuggi" e che questo renda più volatili i mercati delle attività.

Cresce la correlazione tra i rendimenti azionari ...

Per quanto concerne la maggiore esposizione agli shock esterni, la correlazione tra i rendimenti azionari mondiali e quelli delle EME sarebbe cresciuta



dalla metà del 2004 (in coincidenza con l'inizio del ciclo di inasprimento avviato dalla Federal Reserve) rispetto al periodo 2001-04 (grafico III.11).

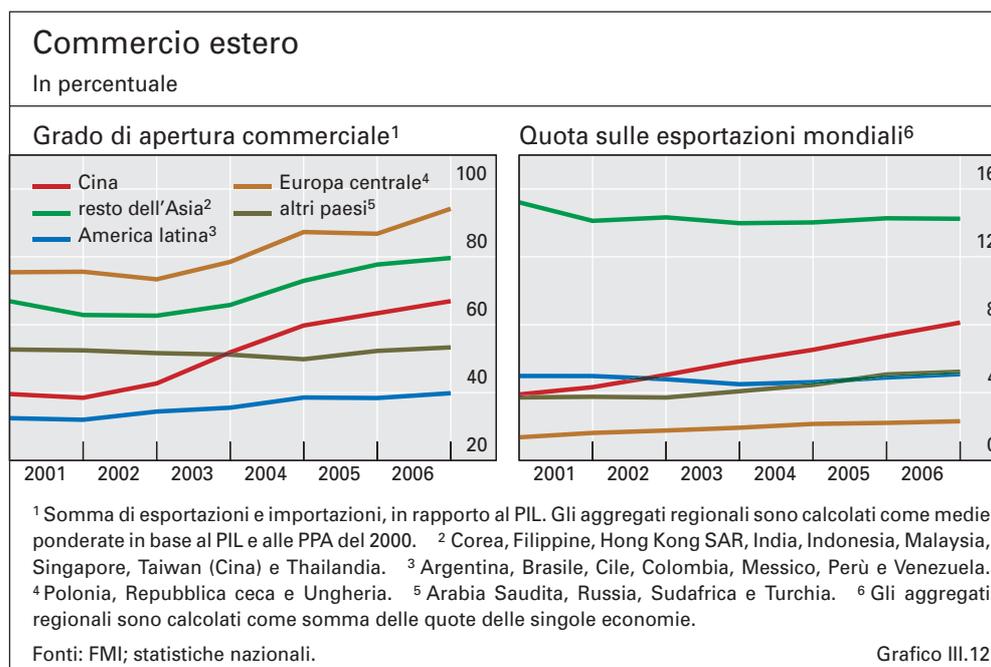
Inoltre, la suddetta correlazione è risultata ancora superiore negli episodi più recenti di volatilità sui mercati internazionali (maggio-giugno 2006 e febbraio-marzo 2007). Sebbene una correlazione di questo tipo vada interpretata con cautela, essa potrebbe indicare che i mercati azionari delle EME sono oggi più esposti agli shock esterni, soprattutto nei periodi di elevata volatilità.

Ciò nondimeno, esistono anche alcuni elementi a sostegno della tesi che la maggiore integrazione con i mercati globali non si sia accompagnata a una crescita della volatilità nei prezzi delle attività finanziarie delle EME. Anzitutto, l'aumento della correlazione tra gli indici mondiali e quelli dei mercati emergenti vale per le azioni, mentre è meno evidente nel caso delle obbligazioni (grafico III.11). Inoltre, i rapporti prezzo/utigli in molte EME non sembrano elevati rispetto a quelli dei paesi industriali. Nel periodo recente il loro valore mediano si è collocato attorno a 15, livello pressoché identico a quello dell'area dell'euro ma inferiore rispetto al 18 degli Stati Uniti. Occorre tuttavia notare che ultimamente la dispersione di questo rapporto nell'ambito delle EME è aumentata in misura considerevole e che dalla metà del 2006 si è quasi triplicata. Il rapporto prezzo/utigli è quindi molto più elevato in alcuni paesi (tra cui la Cina, dove a metà maggio risultava pari a 34) che in altri. Infine, come mostra il grafico III.10, la volatilità sui mercati è generalmente calata dalla fine degli anni novanta, quando la partecipazione estera era inferiore. Se a prima vista ciò potrebbe indicare che la presenza degli investitori stranieri non ha accresciuto la volatilità, va peraltro rilevato che il fenomeno ha riguardato anche molti altri mercati. Questo vuol dire che un aumento dell'avversione al rischio a livello globale potrebbe comunque produrre effetti significativi sulle EME.

... ma la volatilità rimane modesta

Il commercio con l'estero della Cina: fatti stilizzati e implicazioni

Dopo l'adesione all'OMC nel dicembre 2001, la Cina ha visto raddoppiare la sua quota sul totale delle esportazioni mondiali (all'8%, grafico III.12). Nel



contempo, è anche diventata una delle cinque destinazioni principali delle esportazioni provenienti dalle EME asiatiche. Alla base di questa evoluzione si trova il suo nuovo ruolo di centro manifatturiero mondiale per la produzione di beni finiti a partire da beni intermedi e strumentali importati. Tali andamenti sollevano tre interrogativi. Qual è l'influenza sulle opportunità commerciali per i paesi partner della Cina? In che modo è cambiata l'esposizione di questi partner agli shock esterni? Quali sono le implicazioni per le politiche valutarie della regione?

I cambiamenti nella struttura dell'interscambio

Tre elementi contraddistinguono il ruolo emergente della Cina nel commercio globale. In primo luogo, la Cina ha soppiantato alcune altre EME asiatiche sui mercati dei paesi industriali, ma è anche divenuta un importante sbocco per i beni di tali economie. La quota delle economie industriali avanzate (Stati Uniti, Unione europea e Giappone) sul totale delle esportazioni delle EME asiatiche è andata calando (tabella III.3), mentre quella delle esportazioni cinesi verso le economie industriali avanzate è aumentata (con la notevole eccezione del Giappone). Tra il 1996-2001 e il 2005-06 il peso della Cina sul totale delle esportazioni delle EME asiatiche è salito dal 13 al 22% e quello di queste ultime sul totale delle importazioni cinesi è passato dal 31 al 35%.

In secondo luogo, una percentuale significativa di importazioni cinesi è rappresentata da input produttivi destinati soprattutto al settore delle esportazioni. Circa il 70% di quanto viene importato dalla Cina è costituito da beni intermedi, il 57% dei quali proviene dalle EME asiatiche e dal Giappone (grafico III.13, diagramma di sinistra). Allo stesso tempo, i beni di consumo e di investimento rappresentano il 72% delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti e il 68% di quelle verso l'Unione europea. Ciò rivela una crescente integrazione verticale dei processi produttivi in Asia, in linea con il fatto che

La Cina costituisce un mercato rilevante per l'Asia ...

... e importa soprattutto input di produzione ...

Quote commerciali dei paesi asiatici				
Medie, in percentuale, rispettivamente delle esportazioni e delle importazioni totali				
	Esportazioni		Importazioni	
	1996-2001	2005-06	1996-2001	2005-06
Asia emergente esclusa la Cina ¹				
Stati Uniti	21,0	14,6	14,3	9,4
Unione europea	15,9	13,6	12,9	10,3
Giappone	10,1	8,0	17,9	13,9
Cina	12,9	21,8	13,7	18,4
Commercio interno all'Asia emergente esclusa la Cina ¹	25,2	26,4	24,4	26,5
America latina ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Medio Oriente ³	2,7	3,4	6,3	9,2
Africa ³	1,3	1,6	1,4	1,1
Cina				
Stati Uniti	19,9	21,4	11,3	7,5
Unione europea	15,6	19,3	14,6	11,3
Giappone	17,4	10,2	19,7	14,9
Hong Kong SAR	20,2	16,0	4,6	1,6
Asia emergente escluse Cina e Hong Kong SAR	12,7	14,5	30,9	34,8
America latina ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Medio Oriente ³	2,6	3,3	3,0	5,3
Africa ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Per memoria: commercio interno all'Unione europea</i>	66,9	67,5	63,4	62,6

¹ Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia.
² Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ³ Raggruppamento regionale utilizzato dalla Direction of Trade dell'FMI.

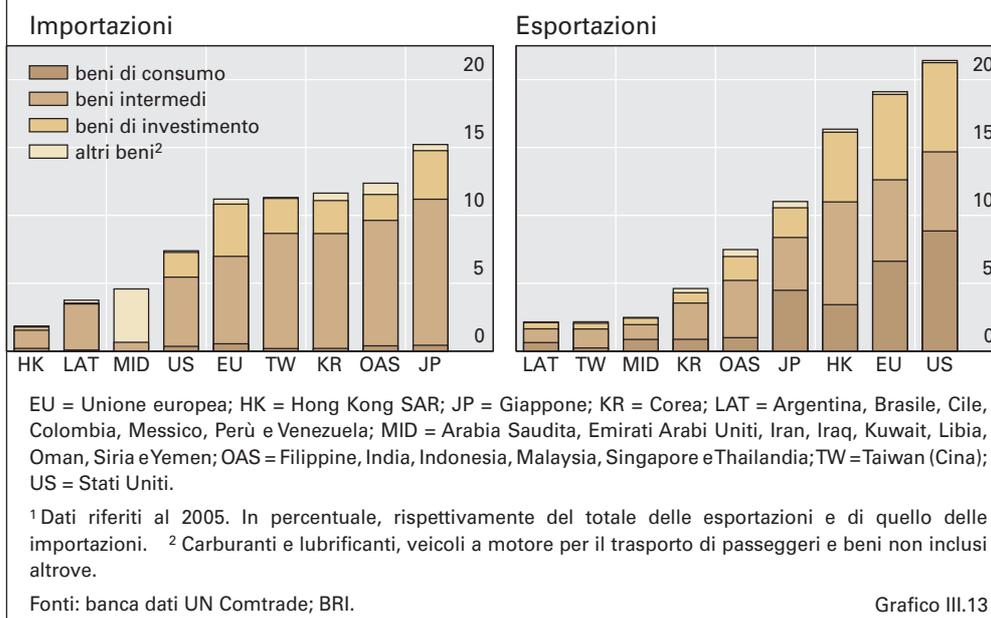
Fonti: FMI; elaborazioni BRI. Tabella III.3

taluni paesi sembrano godere di un vantaggio comparato in particolari fasi produttive. Le esportazioni cinesi hanno pertanto un contenuto di importazioni relativamente elevato e il loro valore aggiunto è conseguentemente basso. Inoltre, i margini della distribuzione rappresentano spesso una percentuale ancora superiore del prezzo finale al dettaglio delle esportazioni cinesi. Si stima ad esempio che una bambola venduta a \$20 negli Stati Uniti contenga appena 35 centesimi di valore aggiunto dalla manodopera cinese.

Un altro aspetto evidenziato dal grafico III.13 è che le relazioni commerciali della Cina vanno ben oltre le reti produttive asiatiche. In particolare, le importazioni cinesi hanno contribuito in misura significativa alla domanda di materie prime dal Medio Oriente e dall'America latina e nel periodo recente rappresentavano rispettivamente il 5 e il 3,3% circa delle esportazioni totali di queste regioni. La cifra corrispondente per l'Africa è il 7%. Alla Cina è inoltre riconducibile una percentuale significativa della domanda incrementale delle materie prime principali. A titolo di esempio, tra il 2004 e il 2006 il paese ha rappresentato in media circa il 37% della crescita annua della domanda mondiale di petrolio. Oggi è il secondo importatore di greggio in Asia dopo il

... oltre ad avere un ruolo importante sui mercati delle materie prime

Interscambio della Cina in base ai partner commerciali e al tipo di beni¹



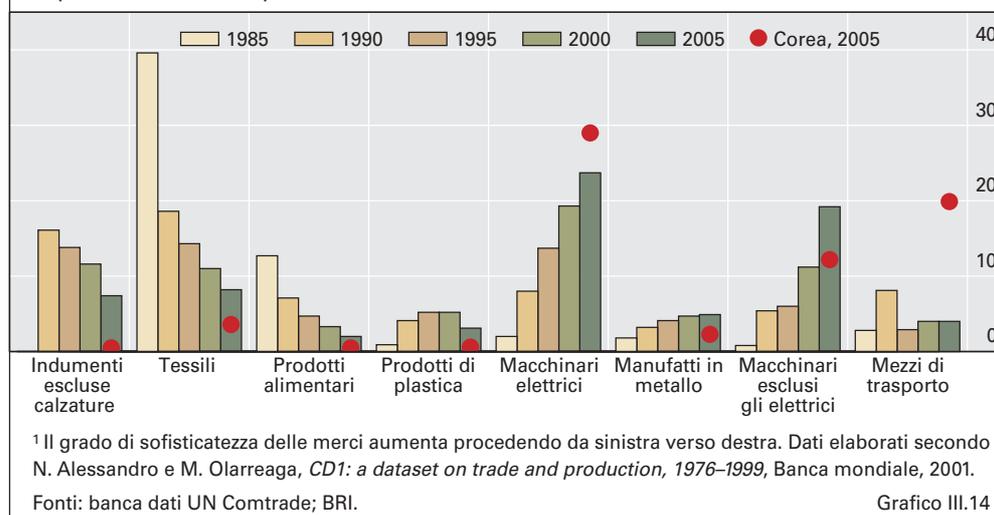
Giappone e si prevede che la domanda aumenti del 5-7% l'anno. La Cina è anche il principale consumatore mondiale di materie prime quali rame, nichel e zinco e, data la sua forte domanda di tali prodotti, ha contribuito in misura significativa al rialzo delle loro quotazioni. È verosimile che tale domanda persista per qualche tempo, poiché la Cina si trova ancora nelle fasi iniziali del processo di industrializzazione, quando gli investimenti in infrastrutture rivestono un'importanza particolare.

In terzo luogo, le esportazioni cinesi si stanno gradualmente riorientando verso i prodotti con un contenuto più elevato di tecnologia, a scapito di quelli

La risalita della scala tecnologica

Interscambio della Cina in base al livello di sofisticatezza delle merci¹

In percentuale delle esportazioni di manufatti



ad alta intensità di lavoro e minor grado di sofisticatezza. Tra il 1998 e il 2005 la quota dei beni di consumo sulle esportazioni di prodotti finali è scesa dal 48 al 32%, mentre quella dei beni di investimento è salita dal 15 al 26% (il resto è rappresentato principalmente dai beni intermedi). Anche la percentuale di manufatti sul totale delle esportazioni è aumentata, con un incremento dei beni più sofisticati, quali ad esempio i macchinari (grafico III.14). L'incentivo a risalire la scala tecnologica è stato accresciuto dall'annuncio, nel settembre 2006, di un'abolizione o riduzione degli sgravi fiscali per determinati prodotti di esportazione a basso valore aggiunto, elevato potere inquinante o alto consumo di risorse. Il governo ha inoltre investito massicciamente nella promozione delle attività di ricerca e sviluppo, anche se l'assenza di un'adeguata tutela della proprietà intellettuale resta un potenziale deterrente per le attività produttive ad alto contenuto di tecnologia.

Implicazioni a medio termine: come ha influito la Cina sulle opportunità commerciali?

La precedente analisi suggerisce che gli effetti della Cina sulle opportunità commerciali delle altre EME sono eterogenei, in quanto tale paese costituisce potenzialmente sia un concorrente sia un nuovo mercato per i beni e i servizi. Ad alcune economie latinoamericane e africane che esportano materie prime e non sono in concorrenza con la Cina, l'ingresso di quest'ultima nel commercio internazionale offre chiari benefici in termini di ragioni di scambio. Tali benefici potrebbero tuttavia essere in parte annullati nella misura in cui questi paesi importano petrolio. Ci si può attendere un effetto positivo netto anche per quelle economie che sono state soppiantate dalla Cina nelle attività a basso valore aggiunto o di assemblaggio, ma che ora le forniscono input di produzione. La concorrenza cinese potrebbe ad esempio spiazzare i computer assemblati in Corea per il mercato dei paesi industriali, ma tale impatto potrebbe essere ampiamente controbilanciato dalla maggiore domanda di componenti coreane quali i semiconduttori.

L'ingresso della Cina nel commercio internazionale è positivo per alcuni ...

D'altro canto, i paesi che sono in concorrenza con la Cina sul mercato dei beni finali e che non hanno modo di compensare con la vendita di input di produzione a tale paese vedranno ridursi le loro opportunità commerciali. La Cina ha soppiantato il Messico e l'America centrale nella fornitura di tessili e abbigliamento agli Stati Uniti e risulta sempre più competitiva sul mercato dei beni che incorporano tecnologie intermedie (prodotti elettronici ed elettrici, computer e componenti per il settore automobilistico). In alcuni altri paesi le ripercussioni negative sono imputabili anche alle politiche nazionali. A titolo di esempio: la Cina è leader mondiale nella vendita di abbigliamento sui mercati internazionali, in concorrenza diretta con l'India. Le importazioni cinesi di tessili di qualità per la produzione di questi beni sono aumentate, ma provengono principalmente dal Giappone e dalle economie di recente industrializzazione. La Cina non li importa dall'India, che pure è il secondo produttore a livello mondiale. Ciò è in parte dovuto alle restrizioni sulle esportazioni di tessili imposte dal governo indiano.

... ma per altri potrebbe rivelarsi problematico

Le opportunità commerciali a medio termine create dall'integrazione mondiale della Cina sarebbero notevolmente superiori se la domanda di

Le importazioni cinesi per il consumo interno sono ridotte

importazioni di tale paese iniziasse a riflettere la domanda interna finale, oltre che quella indotta dalle economie verso le quali esporta. Ciò non avviene ancora. I beni di consumo finali costituiscono appena il 4% delle importazioni totali della Cina e alcuni calcoli indicano che l'elasticità della domanda di importazioni ordinarie (vale a dire di quelle non destinate a un'ulteriore lavorazione nel settore delle esportazioni) rispetto alla spesa interna è insignificante. In linea con quanto sopra, la Cina sembra inoltre impegnata in un processo di sostituzione su vasta scala delle importazioni; ad esempio, di recente ha raggiunto l'autosufficienza per quanto riguarda l'acciaio.

Un interrogativo connesso a medio termine è se la rapida crescita e la domanda di materie prime e beni intermedi importati della Cina siano di per sé sostenibili. Dietro agli elevatissimi tassi di investimento cinesi potrebbero nascondersi progetti con rendimenti bassi, se non addirittura negativi. Elevati saggi di accumulazione di capitale avevano contraddistinto anche l'Est asiatico negli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta, per poi culminare nella crisi del 1997-98.

Il sovrainvestimento mette a repentaglio la crescita ...

Evidenze recenti stanno a indicare che il più agevole accesso al sistema finanziario formale da parte delle imprese cinesi di proprietà statale (*state-owned enterprise*, SOE) favorisce il sovrainvestimento e abbassa il rendimento marginale del capitale. Di fatto, la produttività delle SOE è inferiore di circa il 30% a quella delle imprese private. Si stima che una più efficiente allocazione delle risorse possa consentire alla Cina di ridurre gli investimenti in misura corrispondente al 5% del PIL e di incrementare i consumi senza penalizzare la crescita economica. Nel momento attuale le autorità cercano di contenere gli investimenti non produttivi mediante una serie di provvedimenti amministrativi, la riduzione della crescita del credito (a volte in modo selettivo) e l'inasprimento monetario. A questa azione di parte ufficiale devono tuttavia affiancarsi forze di mercato che operino anch'esse in modo efficiente e rapido per limitare gli investimenti non produttivi. È evidente che quanto più a lungo saranno tollerate queste allocazioni distorte delle risorse, tanto maggiori saranno alla fine le conseguenze.

... e fa aumentare l'esposizione delle banche

Un'implicazione connessa del facile accesso al credito è rappresentata dalla forte concentrazione delle esposizioni bancarie verso le SOE meno redditizie. Secondo dati ufficiali, circa il 40% delle SOE industriali è in perdita. Gran parte dei profitti aggregati è riconducibile a un numero relativamente ridotto di imprese, la cui fonte di finanziamento principale è costituita dagli utili non distribuiti e non dal credito bancario. Ciò vuol dire che una percentuale significativa degli impieghi delle banche cinesi potrebbe trasformarsi in sofferenze ove l'economia dovesse subire un marcato rallentamento. Questo avrebbe presumibilmente conseguenze significative anche sul piano fiscale se nel frattempo le banche cinesi non avranno accresciuto sensibilmente la loro redditività.

Non si rilevano effetti di "svuotamento"

Un'ulteriore preoccupazione sul medio periodo per i concorrenti tecnologicamente più avanzati, come la Corea, è la possibilità di ritrovarsi "svuotati" a causa della crescente tendenza a trasferire in Cina posti di lavoro del settore manifatturiero. A questo riguardo è lecito un certo ottimismo. Sebbene la Cina continui ad attrarre gran parte dei flussi di IDE verso i mercati emergenti, la

sua quota percentuale sul totale è scesa da un massimo del 39% nel 2003 al 26% nel 2006. Inoltre, con la rilevante eccezione del Giappone, di Hong Kong SAR e di Taiwan (Cina), nelle altre EME asiatiche l'incidenza della produzione manifatturiera sul PIL non è diminuita dal 1993. Questo non esclude tuttavia la possibilità che l'occupazione nel settore manifatturiero possa comunque diminuire in seguito ad aumenti di produttività, come sarebbe avvenuto negli Stati Uniti e in vari altri paesi industriali.

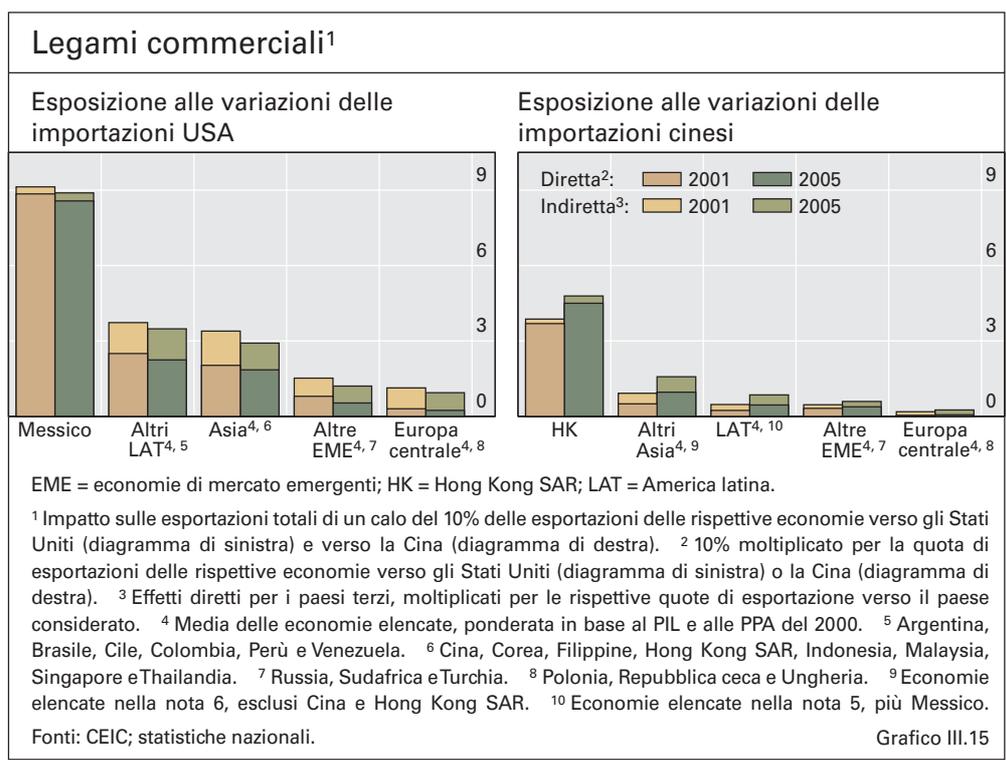
Esposizione agli shock e resilienza delle EME asiatiche (esclusa la Cina)

Il ruolo crescente della Cina nel commercio internazionale ha modificato i canali attraverso i quali gli shock dal lato della domanda estera si trasmettono alle EME e ha inoltre influito sul profilo dei comovimenti nei flussi commerciali. Un rallentamento economico negli Stati Uniti incide sulle EME asiatiche riducendo la domanda di esportazioni di tali paesi verso gli Stati Uniti (effetto di domanda diretto), ma esercita anche effetti indiretti derivanti dalla minore domanda statunitense di esportazioni cinesi. Ad esempio, un calo del 10% nelle importazioni statunitensi fa scendere direttamente dell'1,5% le esportazioni della Corea. Il medesimo shock, tuttavia, riduce anche le esportazioni della Cina del 2,1%, e questo provoca una flessione delle importazioni cinesi dalla Corea. Poste certe ipotesi, tali effetti indiretti riducono di un ulteriore 1,3% le esportazioni coreane (grafico III.15). Una decelerazione dell'economia statunitense potrebbe determinare anche un deprezzamento del dollaro rispetto alle valute asiatiche, amplificando ulteriormente gli effetti sia diretti sia indiretti.

La scarsa reattività delle importazioni cinesi di prodotti finali al variare della domanda interna, richiamata in precedenza, indica che un rallentamento in Cina influirebbe sulle economie asiatiche meno di un andamento analogo

Pesante impatto di una decelerazione negli Stati Uniti ...

... ed effetti minori di una crescita più lenta in Cina



negli Stati Uniti. Al tempo stesso, ciò implica che sarebbe più limitato anche il ruolo di cuscinetto offerto dalla Cina alle economie asiatiche in caso di shock avversi della domanda mondiale.

Implicazioni per le politiche di cambio

Un apprezzamento del renminbi sul dollaro ...

È probabile che lo sviluppo delle reti commerciali influisca sulle politiche valutarie, ma il suo impatto dipenderà dal livello di concorrenza commerciale diretta, dall'interscambio che avviene attraverso le reti produttive e dal conseguente grado di sincronizzazione del ciclo economico. Ad esempio, una maggiore domanda statunitense di esportazioni cinesi in una situazione di equilibrio richiederebbe un apprezzamento del renminbi sul dollaro. La risposta dei cambi dei vicini asiatici della Cina dipenderebbe a sua volta dalla misura in cui tali paesi sono in concorrenza con la Cina o fanno parte di una stessa rete produttiva (integrata verticalmente).

... indurrebbe i concorrenti della Cina a svalutare le loro monete rispetto a quella cinese ...

Da un lato, se sono in concorrenza con la Cina sui mercati terzi, i paesi vicini auspicheranno un calo delle proprie monete nei confronti del renminbi. Un indicatore in questo senso è costituito dal grado di sovrapposizione dei beni esportati, che tra il 1998 e il 2005 è salito dal 50 al 55% nel caso di Cina e Thailandia e dal 44 al 56% in quello di Cina e Corea. Per contro, la Cina non è affatto in concorrenza con gran parte delle economie latinoamericane (a eccezione del Messico).

... mentre una maggiore sincronia potrebbe incoraggiare un aggancio al renminbi

Dall'altro lato, nella misura in cui sono collegati alla Cina per il tramite delle reti produttive (come indicato in precedenza), i vicini asiatici vedranno crescere la domanda delle loro esportazioni verso tale paese e per evitare squilibri esterni o un surriscaldamento dell'economia saranno pertanto incoraggiati a consentire che la loro moneta si apprezzi assieme al renminbi. Il maggiore sincronismo ciclico risultante dall'esistenza delle reti produttive tenderebbe quindi a collegare più strettamente le valute dell'Est asiatico a quella cinese. Tale effetto potrebbe tuttavia risultare attenuato nella misura in cui i flussi commerciali non sono sensibili alle variazioni del cambio.

Il ruolo crescente della Cina quale importante paese commerciale ha già esercitato un impatto considerevole sull'economia mondiale. Il modo in cui il paese riuscirà a conseguire una crescita sostenibile avrà conseguenze rilevanti per il resto del mondo negli anni a venire.