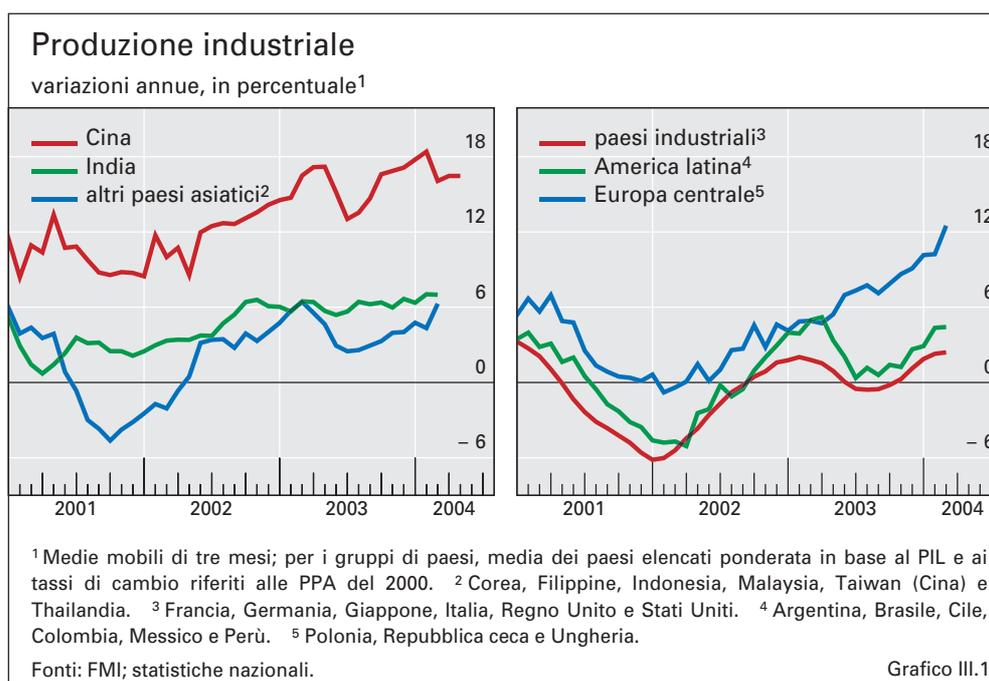


III. Gli andamenti nelle economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

L'abbondante liquidità mondiale, che ha rispecchiato condizioni monetarie accomodanti e un'accresciuta propensione al rischio degli investitori sui mercati finanziari internazionali, ha irrobustito la crescita delle economie emergenti a partire dalla metà del 2003. Nello stesso tempo, si sono esauriti gli effetti negativi prodotti da una serie di shock. Tuttavia, nell'aprile 2004 è intervenuta una marcata inversione di tendenza, caratterizzata da un netto rialzo dei tassi a lungo termine, dall'ampliarsi dei differenziali di credito sui mercati emergenti e dal ripiegamento dei corsi azionari.

Durante la fase di espansione, iniziata verso la fine del 2001, la Cina ha assunto un importante ruolo di sostegno dell'attività economica globale, grazie a una crescita della produzione industriale costantemente superiore a quella di altri paesi e regioni (grafico III.1). Le restanti economie asiatiche hanno in gran parte beneficiato di un recupero della crescita dopo il contenimento dell'epidemia di SARS. Per contro, in America latina i tassi di sviluppo sono stati più differenziati, nonostante l'impulso impartito dal rafforzarsi della domanda negli Stati Uniti, dai forti rincari delle materie prime e dalla progressiva distensione monetaria. Nel primo trimestre 2004 la crescita era ancora modesta in Brasile, risultava significativamente aumentata in Messico e procedeva a livelli sostenuti in Argentina. Per quanto concerne l'Europa



Crescita del prodotto, inflazione e saldi di parte corrente									
	PIL reale ¹			Prezzi al consumo ^{1,2}			Saldi del conto corrente ³		
	Media 1999-2002	2003	2004	Media 1999-2002	2003	2004	Media 1999-2002	2003	2004
Asia ⁴	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
Cina	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Corea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Hong Kong SAR	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
India	5,1	8,1	6,8	4,3 ⁵	5,4 ⁵	5,0 ⁵	-0,1	0,8	-0,1
Altri paesi asiatici ⁶	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
America latina ^{4,7}	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentina	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brasile	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
Messico	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
ECO ^{4,8}	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Russia	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Turchia	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
Africa	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Medio Oriente	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Per memoria: paesi del G7</i>	<i>2,2</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>1,7</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,5</i>

Nota: le cifre per il 2004 sono basate su *Consensus Forecast* di maggio e su *World Economic Outlook* dell'FMI.

¹ Variazioni annue, in percentuale. ² Per l'America latina, valori di fine periodo. ³ In percentuale del PIL. ⁴ Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. ⁵ Prezzi all'ingrosso. ⁶ Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁷ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁸ Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

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

centrale e orientale (ECO), le prospettive di adesione all'Unione europea e una domanda vigorosa in altre regioni hanno determinato un netto aumento della produzione industriale in Polonia, nella Repubblica ceca e in Ungheria. Le previsioni prevalenti per il 2004 (tabella III.1) sono orientate verso un pronunciato recupero dell'attività in America latina e un'ulteriore forte espansione nelle altre principali aree.

La crescita si è accompagnata a massicci e diffusi rincari del petrolio e di altre materie prime, indotti in parte dal perdurante, forte incremento della produzione industriale in Cina. Anche se la traslazione sui prezzi finali è stata contenuta fino a epoca recente, nelle economie emergenti il rischio di deflazione si è affievolito. In Cina l'inflazione ha assunto valori positivi verso la fine del 2003, e in vari paesi asiatici il rincaro delle materie prime impiegate come fattori della produzione sta riducendo i margini o determinando pressioni al rialzo sui prezzi. Il timore che le spinte inflazionistiche provocassero un superamento dell'obiettivo di inflazione ha comportato una stretta monetaria in Messico e un temporaneo arresto della tendenza calante dei tassi di interesse in Brasile. I più elevati prezzi delle materie prime hanno inoltre concorso a determinare avanzi correnti in alcuni paesi e un recupero delle ragioni di scambio in Africa.

Il contesto economico mondiale ha svolto un ruolo importante per gli sviluppi nelle economie emergenti durante il 2003. La ripresa degli afflussi di capitali e la netta flessione degli spread creditizi hanno fornito un sostegno ad alcuni paesi fortemente indebitati, ma hanno altresì esercitato pressioni al rialzo sui cambi, specie in Asia, e gli interventi sui mercati valutari sono stati massicci. In alcuni casi, tali interventi hanno accelerato la crescita degli aggregati monetari e creditizi. Anche il netto rincaro delle materie prime ha avuto effetti rilevanti in vari paesi, generando in alcuni un aumento delle entrate, in altri un rialzo dei costi di produzione o dell'inflazione.

Ripresa degli afflussi di capitali

I flussi di capitali raggiungono i livelli più alti dal 1996

Lo scorso anno gli afflussi netti di capitali privati nelle 21 maggiori economie emergenti sono ammontati, secondo stime, a circa \$170 miliardi (tabella III.2), il livello più alto dopo il massimo di oltre \$200 miliardi toccato nel 1996. Rispetto al 2002 sono considerevolmente aumentati i flussi per investimenti sia di portafoglio (azioni e obbligazioni) sia di altra natura (prestiti di banche commerciali e di altre istituzioni). Per contro, gli investimenti diretti esteri (IDE) hanno continuato a calare, e la loro quota sul totale è scesa al disotto del 45%, contro una media del 70% negli anni novanta. Lo scorso anno gran parte dei flussi si è diretta verso l'Asia, dove la sola Cina ha assorbito più del 60% degli IDE affluiti all'insieme dei mercati emergenti. Brasile, Cina, Corea e India sono stati importanti destinatari degli investimenti di portafoglio, mentre i paesi dell'Asia e dell'ECO hanno beneficiato di una ripresa dei flussi creditizi.

I flussi obbligazionari, azionari e creditizi sono rimasti consistenti agli inizi del 2004, e nel prosieguo dell'anno dovrebbero aumentare ulteriormente rispetto al 2003. In base alle stime, nel primo trimestre 2004 i mutuatari dei mercati emergenti hanno emesso sui mercati internazionali obbligazioni e notes per \$26 miliardi. Fino ad aprile 2004 l'aumento dei flussi di capitali si è accompagnato a una minore volatilità e a un pronunciato calo degli spread sulle obbligazioni sovrane, in particolare su quelle a più basso rating.

Alla ripresa degli afflussi di capitali negli ultimi anni hanno fatto riscontro un aumento degli avanzi correnti in Asia, la correzione degli ingenti deficit in America latina e minori eccedenze nell'ECO. Nel 2003, ad esempio, tutte e tre le principali regioni emergenti hanno registrato avanzi correnti aggregati. Il concomitante incremento degli afflussi di capitali privati e degli attivi correnti solleva la questione dell'utilizzo dei fondi incanalati verso le economie emergenti. Durante gli ultimi tre anni i saggi di investimento sono rimasti in media costanti. Vi è stato invece un netto aumento delle riserve valutarie a partire dal 2001, e ciò starebbe a indicare che una parte significativa degli afflussi è andata ad accrescere le disponibilità ufficiali (aspetto, questo, che verrà trattato più avanti).

Quali fattori hanno influito sui recenti afflussi di capitali?

I rinnovati afflussi finanziari, insieme alla compressione degli spread obbligazionari, fanno emergere interrogativi circa la loro sostenibilità. Nella misura in cui riflettono progressi sul piano macroeconomico e strutturale – ossia, nel caso in cui le migliorate grandezze fondamentali attraggono capitali verso le economie emergenti (fattori "pull", o endogeni) – i maggiori afflussi

Flussi netti di capitali privati verso le economie di mercato emergenti				
in miliardi di dollari USA				
	Media annua 1990-2000	2001	2002	2003 ¹
Economie di mercato emergenti²				
Flussi totali	111	57	66	171
Investimenti diretti	76	129	96	76
Investimenti di portafoglio ³	50	-21	-28	29
Altri ⁴	-15	-51	-3	66
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-24	45	107	142
<i> variazione delle riserve⁵</i>	-56	-89	-177	-282
Asia⁶				
Flussi totali	35	31	41	111
Investimenti diretti	35	42	47	45
Investimenti di portafoglio ³	12	-12	-18	36
Altri ⁴	-12	1	12	30
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	14	66	99	123
<i> variazione delle riserve⁵</i>	-37	-82	-151	-215
America latina⁷				
Flussi totali	62	36	-3	16
Investimenti diretti	34	59	34	24
Investimenti di portafoglio ³	30	1	-13	-5
Altri ⁴	-2	-24	-24	-3
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-39	-47	-8	9
<i> variazione delle riserve⁵</i>	-11	3	0	-27
ECO⁸				
Flussi totali	20	-10	28	43
Investimenti diretti	12	16	14	6
Investimenti di portafoglio ³	9	-2	4	-2
Altri ⁴	-1	-24	10	39
<i>Per memoria: saldi del conto corrente</i>	-2	27	16	12
<i> variazione delle riserve⁵</i>	-12	-7	-23	-33

¹ Stime dei flussi di capitali basate sulle statistiche nazionali di bilancia dei pagamenti e sui dati dell'IIF.
² Comprende le economie asiatiche, latino-americane e dell'ECO elencate in nota, nonché il Sudafrica.
³ Attività e passività in strumenti di debito e titoli azionari. ⁴ Comprende i flussi netti (esclusi i derivati finanziari) intermediati da banche commerciali e altri operatori privati. ⁵ Un valore negativo indica un incremento. ⁶ Cina, Corea, Filippine, India, Indonesia, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia.
⁷ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁸ Polonia, Repubblica ceca, Russia, Turchia e Ungheria.

Fonti: banche centrali; FMI; Institute of International Finance (IIF). Tabella III.2

e le favorevoli condizioni di finanziamento esterno potrebbero essere durevoli. Se invece sono da ricondurre al basso livello dei tassi di interesse nei paesi industriali, all'abbondante liquidità mondiale e alla maggiore propensione al rischio degli investitori (fattori "push", o esogeni), una variazione di queste condizioni nei paesi industriali potrebbe riacutizzare i timori riguardo alle vulnerabilità dei paesi emergenti.

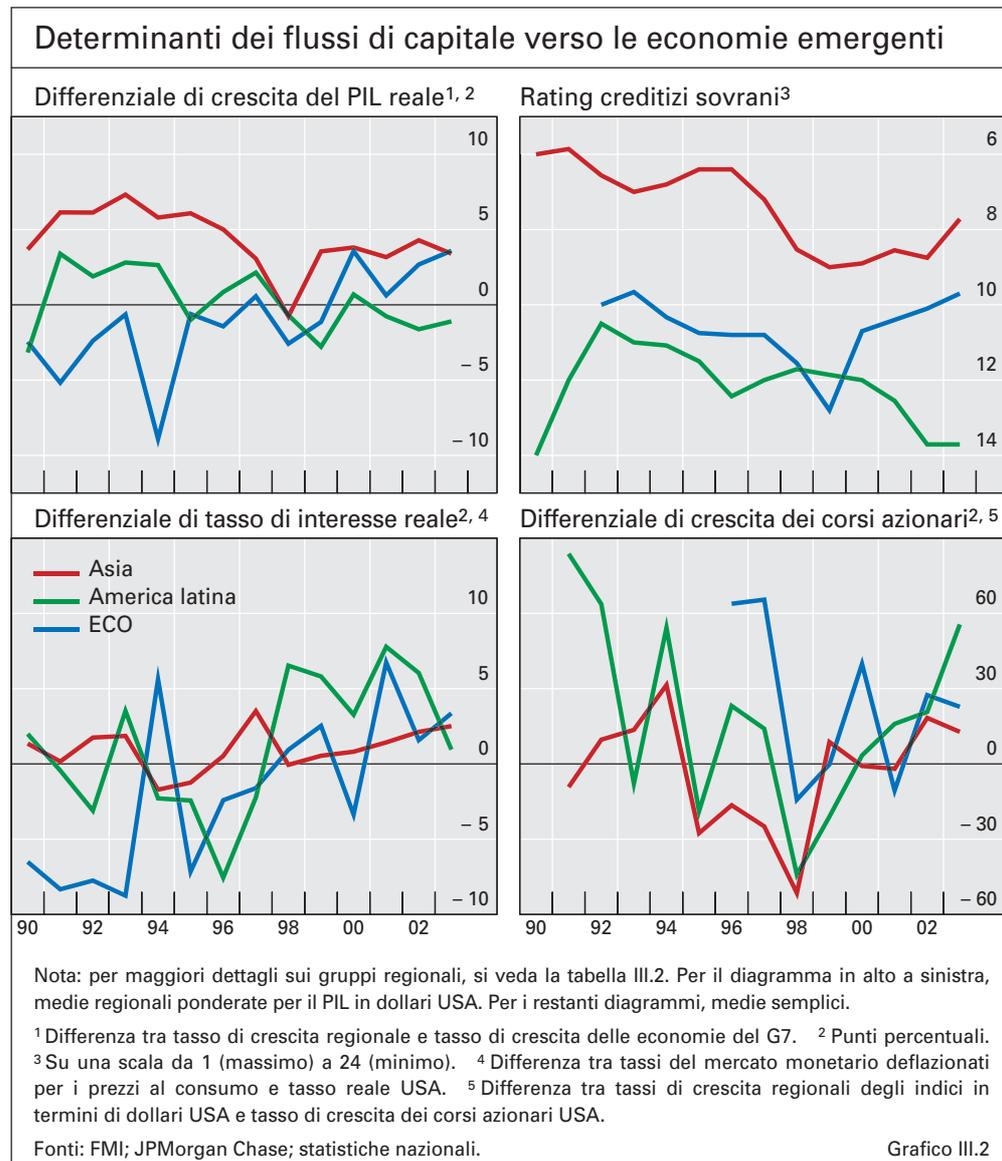
Determinanti dei recenti afflussi di capitali

L'evidenza empirica offre indicazioni contrastanti quanto all'importanza relativa dei fattori "pull" e "push" nel determinare i recenti afflussi di capitali alle

Crescita economica e privatizzazioni influiscono sugli IDE ...

economie emergenti. Se si eccettua la dinamica relativa della crescita, la quale influisce su tutte le categorie di flussi, i fattori che incidono sugli IDE sembrano disgiunti da quelli che agiscono sui flussi creditizi e di portafoglio.

I flussi di IDE verso l'America latina sono in calo dal 1999, in gran parte a causa della più lenta crescita (grafico III.2, diagramma in alto a sinistra) riconducibile alla crisi in Argentina e al rallentamento in Brasile e Messico. In alcuni paesi hanno pesato anche i ritardi nel processo di privatizzazione. Di conseguenza, gli eventi connessi alle crisi in America latina potrebbero avere amplificato i rischi, prima latenti, degli impieghi nei mercati emergenti e in particolare – per quanto concerne gli IDE – il rischio di una possibile risoluzione di contratti privati. Sono invece proseguiti i flussi di IDE verso le economie asiatiche emergenti, specie verso la Cina, grazie ai migliorati risultati economici e alle riforme strutturali. Fattori analoghi hanno influito positivamente anche sulle economie dell'ECO. Tuttavia, il totale cumulativo degli IDE verso tale regione, che dal 1995 si era aggirato in media annua intorno al 3-6% del PIL, ha raggiunto livelli tali da rendere difficile l'assorbimento di una



loro ulteriore espansione. Inoltre, la privatizzazione di aziende statali – e in particolare la vendita di banche commerciali a istituzioni estere – era stata per lo più completata entro il 2002. Per tutte queste ragioni, lo scorso anno gli afflussi di IDE verso l'ECO hanno subito una netta contrazione.

Studi approfonditi, quali ad esempio i rapporti pubblicati recentemente dal Comitato sul sistema finanziario globale e dal Capital Markets Consultative Group dell'FMI, hanno stabilito che negli ultimi dieci anni gli IDE si sono spostati verso paesi dotati di grandi mercati interni (anche nei settori finanziario e dei servizi), oppure partecipanti ad accordi di libero scambio o di integrazione commerciale a livello regionale. Questo riorientamento dei flussi ha finora privilegiato Brasile, Cina, Messico e i paesi dell'ECO candidati all'ingresso nella UE, e potrebbe in futuro favorire anche l'India (si veda oltre).

... favorendo le economie grandi o inserite in regimi di integrazione commerciale

Rispetto agli IDE i flussi di portafoglio sono stati molto meno stabili e maggiormente soggetti all'impatto di fattori internazionali. Il calo degli investimenti obbligazionari e azionari nel 2001 e nel 2002 è pertanto riconducibile non solo alle condizioni dell'economia reale (minore espansione nei paesi industriali, crisi in Argentina e Turchia e più deboli prospettive di crescita), ma anche a fattori connessi con i mercati finanziari, come ad esempio le conseguenze dello scoppio della bolla speculativa nel settore tecnologico e delle telecomunicazioni, nonché a un'accresciuta avversione al rischio degli investitori. Anche l'impennata degli afflussi di portafoglio nel 2003 sembra risultare dall'effetto congiunto di tali fattori. Fra quelli specificamente interni sono da annoverare i migliori rating creditizi in molte economie emergenti (grafico III.2, diagramma in alto a destra), i crescenti prezzi delle materie prime e la prospettiva che i mercati azionari emergenti avrebbero beneficiato del consolidamento della crescita mondiale. Questa aspettativa ha contribuito a sostenere il forte rialzo dei corsi azionari nelle economie emergenti (grafico III.2, diagramma in basso a destra).

I flussi di portafoglio reagiscono a fattori sia esogeni che endogeni ...

Nondimeno, un ruolo importante è stato svolto anche dalle favorevoli condizioni di liquidità sui mercati finanziari internazionali. Il bassissimo livello dei tassi di interesse ufficiali nei principali paesi industriali ha indotto gli investitori a cercare impieghi remunerativi nei mercati emergenti, caratterizzati da rendimenti obbligazionari e tassi reali a breve superiori (grafico III.2, diagramma in basso a sinistra) e da quotazioni azionarie in più rapida ascesa rispetto alle economie industriali. Fattori quali la bassa dispersione degli spread fra le obbligazioni dei mercati emergenti con diverso merito di credito sono inoltre indicativi di una maggiore propensione al rischio degli investitori dei paesi industriali (Capitolo VI).

... ma anche all'abbondante liquidità

Per la prima volta dalla metà degli anni novanta, nel 2003 il saldo degli altri flussi di capitali privati (per lo più prestiti di banche commerciali e crediti mercantili concessi da altri prestatori del settore privato) è risultato positivo. Come nel caso degli investimenti di portafoglio, anche i flussi creditizi hanno privilegiato le economie che hanno fruito di un innalzamento dei rating e di una crescita relativamente più sostenuta. Ad alimentare i maggiori afflussi di crediti verso l'Asia e l'ECO ha contribuito parimenti la presenza in tali regioni di tassi di interesse superiori a quelli dei paesi industriali.

Migliori rating creditizi e più alti tassi di interesse attraggono fondi

La questione della sostenibilità dei flussi di capitale

I rischi di un'inversione dei flussi di capitali ...

La ricomposizione dei flussi finanziari a favore di prestiti e investimenti di portafoglio più volatili solleva interrogativi sulla loro vulnerabilità di fronte a un possibile rovesciamento della situazione. Per esempio, dall'aprile 2004 gli spread delle obbligazioni sovrane si sono ampliati considerevolmente, in parte a seguito delle aspettative di un rialzo dei tassi di interesse negli Stati Uniti. In alcuni paesi è altresì salito il differenziale di interesse tra obbligazioni interne e corrispondenti titoli del Tesoro USA. L'accresciuta volatilità sui mercati finanziari e il marcato aumento degli spread sulle emissioni sovrane fra metà aprile e metà maggio 2004 mostrano come possa rapidamente deteriorarsi il clima di mercato nei confronti di paesi con una situazione fiscale incerta o elevati livelli di debito pubblico. Inoltre, per le economie emergenti con titoli di debito a tasso variabile oppure denominati in valuta estera o ad essa ancorati, gli oneri finanziari potrebbero aumentare in presenza di una risalita dei tassi o di un deprezzamento delle rispettive monete.

... sono mitigati dai migliori risultati economici ...

Nello stesso tempo a mitigare questi rischi intervengono vari fattori, alcuni dei quali verranno trattati in seguito con maggior dettaglio. La ripresa mondiale si è rafforzata ed estesa; i prezzi delle materie prime sui mercati internazionali hanno registrato netti rialzi. Le favorevoli condizioni del finanziamento esterno hanno consentito a molte economie di soddisfare una parte significativa del loro fabbisogno per quest'anno. Alcuni paesi fortemente indebitati – fra cui Brasile, Messico e Turchia – hanno approfittato della propizia situazione di mercato per migliorare il profilo debitorio, abbassando i costi dell'indebitamento, allungando le scadenze, riducendo la quota a breve del debito estero e quella indicizzata ai tassi a breve e al cambio. Anche la bassa inflazione, le accresciute riserve valutarie e il precedente passaggio a regimi di cambio flessibile dovrebbero concorrere a ridurre le vulnerabilità. Brasile, Turchia e alcuni altri paesi hanno inoltre mantenuto politiche di bilancio restrittive e hanno continuato ad attuare riforme strutturali e di altra natura.

... ma alcuni paesi restano vulnerabili

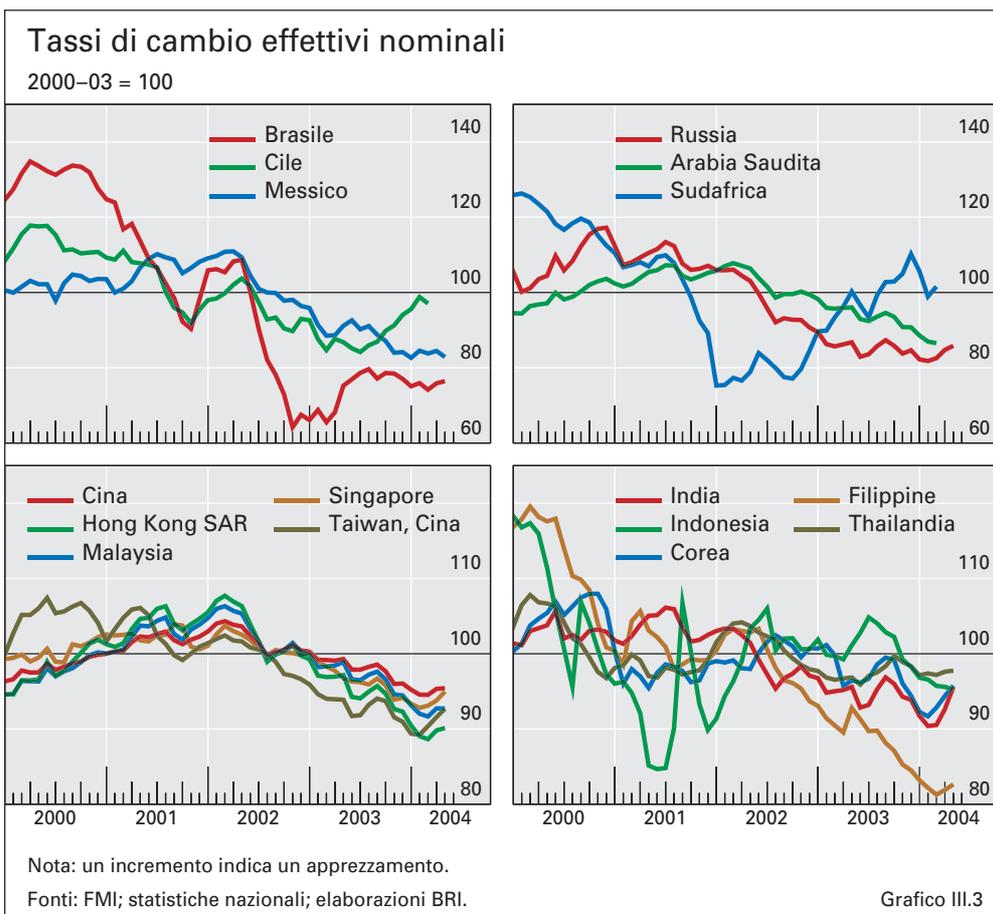
Tuttavia, in altri paesi si è assistito a un allentamento dell'indirizzo fiscale e a una perdita di slancio nel processo di aggiustamento o a un'espansione significativa del credito al settore privato. In tali paesi le vulnerabilità di fondo – ora dissimulate dal facile accesso al credito – potrebbero divenire più palesi se le condizioni di finanziamento esterno dovessero deteriorarsi.

Tassi di cambio e accumulazione di riserve

Risposte sul piano delle politiche

I cambi hanno avuto la tendenza ad apprezzarsi ...

La risposta ai rincari delle materie prime e all'aumento degli afflussi di capitali è variata a seconda dei paesi. Alcuni hanno consentito alle rispettive valute di apprezzarsi in misura compatibile con gli obiettivi di inflazione. Ad esempio, nel 2003 il real brasiliano e il peso cileno hanno recuperato nettamente terreno dopo un consistente deprezzamento. Anche il rublo russo e il rand sudafricano si sono rafforzati durante tutto il 2003, sostenuti dalla crescita delle esportazioni e degli afflussi di capitali. Di conseguenza, lo scorso anno il



tasso di cambio effettivo nominale delle valute di Brasile, Cile e Sudafrica si è apprezzato (grafico III.3, diagrammi superiori).

In altre economie sono stati allentati i vincoli ai deflussi di capitali, o imposti limiti agli afflussi, con l'obiettivo di moderare l'apprezzamento del cambio. Ad esempio, lo scorso anno la Cina ha abolito le restrizioni valutarie sui viaggi individuali all'estero, ha incoraggiato determinate categorie di imprese nazionali a investire in altri mercati e ha introdotto un nuovo regime che dovrebbe incentivare gli investitori istituzionali del paese ad accrescere le loro posizioni creditorie sull'estero. Per contenere gli afflussi, le autorità hanno temporaneamente sospeso l'autorizzazione di nuovi investimenti nel quadro del regime previsto per gli investitori istituzionali esteri qualificati e hanno posto massimali giornalieri alla conversione di dollari in valuta nazionale da parte di soggetti privati. Analogamente, l'India ha liberalizzato gli investimenti delle proprie imprese e istituzioni finanziarie in attività sull'estero, consentito alle aziende il rimborso anticipato di debiti in valuta e permesso ai residenti di detenere depositi in monete diverse da quella nazionale. Nel settembre 2003 la Thailandia ha imposto limiti agli impieghi a breve in baht dei non residenti e, successivamente, anche all'ammontare e alla scadenza dei loro depositi in moneta nazionale. Al fine di frenare le speculazioni valutarie, la Corea ha introdotto restrizioni (poi in parte mitigate) sui mercati dei "non-deliverable forward" (NDF).

... e i paesi hanno consentito un maggior deflusso di capitali

Consistente aumento delle riserve in Asia

Un'ulteriore risposta è consistita negli interventi sui mercati valutari, che lo scorso anno si sono tradotti in una significativa accumulazione di riserve in tutte le principali regioni (tabella III.3). Fra gli inizi del 2003 e i primi mesi del 2004 le disponibilità ufficiali totali dei paesi asiatici emergenti sono cresciute di oltre \$350 miliardi. Cina, Corea, India e Taiwan, Cina (di seguito, Taiwan) hanno concorso nell'insieme a oltre l'85% di tale incremento. Diverse sono state le motivazioni alla base di questa espansione per le varie economie dell'Asia (Capitolo V), ma un ruolo importante è stato svolto dagli interventi delle banche centrali tesi a contrastare l'apprezzamento sul dollaro USA in presenza di massicci afflussi di natura per lo più speculativa. In Cina, ad esempio, dall'inizio dello scorso anno le riserve sono aumentate in media di oltre \$10 miliardi al mese. Anche paesi con regimi di cambio più flessibile (Corea, India e Thailandia) sono intervenuti per contenere l'ascesa delle rispettive monete. Dato l'indebolimento del dollaro sulle altre principali valute dagli inizi del 2002, i tassi di cambio ponderati per l'interscambio di gran parte delle economie asiatiche si sono deprezzati in misura significativa nell'ultimo biennio (grafico III.3, diagrammi inferiori).

Ingente accumulo di riserve in America latina

Le riserve sono cresciute notevolmente anche in America latina, e soprattutto nei paesi favoriti dai rincari delle materie prime e dai maggiori afflussi di capitali. In Messico, le autorità hanno introdotto un particolare meccanismo (vendita in asta del 50% dell'incremento delle disponibilità ufficiali durante un dato periodo di computo) inteso a contrastare l'accumulo di riserve internazionali, dovuto in gran parte alle crescenti entrate della compagnia petrolifera statale che dovevano essere cedute alla banca centrale.

Riserve valutarie ¹						
in miliardi di dollari USA						
	1996	2000	2001	2002	2003	Marzo 2004
Asia ²	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
Cina	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Corea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Hong Kong SAR	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
India	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Taiwan, Cina	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
America latina ³	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentina	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasile	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Messico	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Europa centrale ⁴	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russia	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Sudafrica	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

¹ Dati di fine periodo; per le regioni, somma dei paesi elencati in nota. ² Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ³ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁴ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.3

Quanto al Brasile, nel marzo 2004 le sue disponibilità in valuta superavano \$50 miliardi, sebbene riferibili per quasi la metà ai fondi ricevuti in prestito dall’FMI. In Argentina le autorità hanno cercato di ricostituire parte delle riserve perdute dopo la crisi del 2001. Nell’ECO le disponibilità ufficiali sono cresciute in misura relativamente contenuta. Fatta eccezione per una breve fase di deprezzamento del rublo nel terzo trimestre dello scorso anno, la banca centrale russa ha continuato ad acquistare sul mercato dei cambi eccedenze di introiti petroliferi per un ingente ammontare. In Sudafrica, alla chiusura delle posizioni a termine agli inizi del 2004 ha fatto seguito un aumento delle riserve detenute presso la banca centrale.

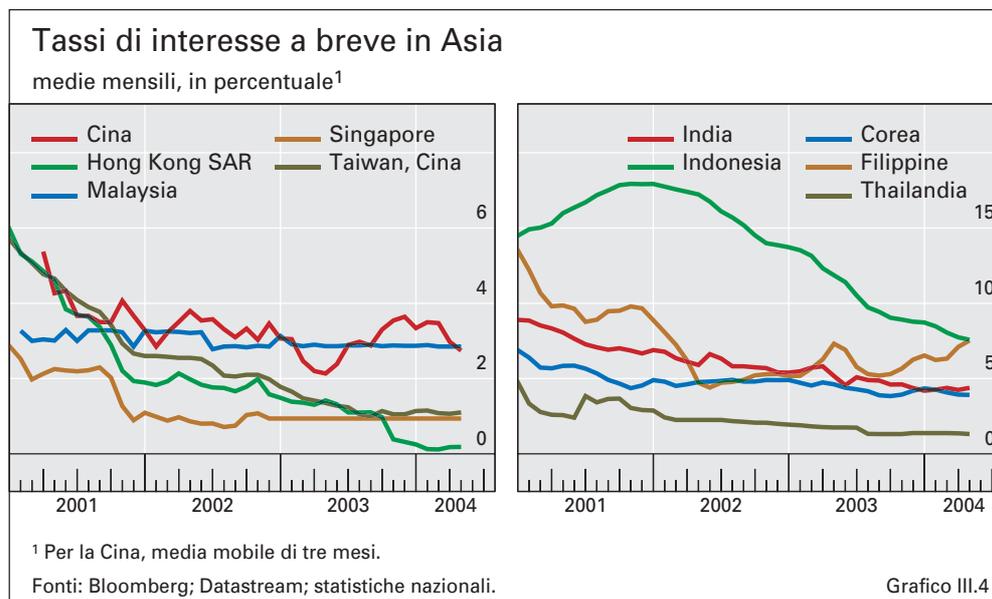
Sfide per il futuro

L’accumulo di riserve pone le banche centrali di fronte a vari problemi sul piano interno (per una trattazione delle implicazioni internazionali, si veda il Capitolo V). Ad esempio, esso complica il mantenimento dell’indirizzo monetario desiderato. Nella misura in cui non sono pienamente sterilizzate, le acquisizioni di riserve da parte delle banche centrali possono determinare un inopportuno allentamento monetario. Nondimeno, questo rischio sembra finora contenuto. Poiché l’inflazione è rimasta moderata in gran parte dell’Asia, molti paesi hanno diminuito o mantenuto bassi i tassi di interesse (grafico III.4). Di conseguenza, il desiderio delle banche centrali di allentare le condizioni monetarie ha ridotto la necessità di sterilizzare le suddette acquisizioni. Tuttavia, in alcuni casi le banche centrali hanno intensificato gli sforzi di sterilizzazione vendendo titoli di Stato o di propria emissione. Pertanto, se si eccettuano la Cina – e anche Hong Kong SAR (di seguito, Hong Kong), dove perdura la deflazione – la crescita della base monetaria e della moneta in senso ampio in eccesso rispetto al prodotto sembra essersi mantenuta entro limiti ristretti (tabella III.4).

Molti paesi sono riusciti a evitare un inopportuno allentamento monetario

Tuttavia, gli interventi su vasta scala – se protratti nel tempo – potrebbero comunque generare importanti sfide di politica monetaria sul piano interno. In

Ma permangono problemi potenziali



Aggregati monetari: crescita eccedente il PIL nominale ¹						
	Base monetaria ²			Moneta in senso ampio		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asia ³	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
Cina	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Corea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Hong Kong SAR	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
India	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Taiwan, Cina	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Altri paesi asiatici ⁴	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
America latina ^{3, 5, 6}	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
ECO ^{3, 7}	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

¹ Tassi di crescita degli aggregati monetari rispetto a quelli del PIL nominale; valori di fine periodo.
² Circolante più depositi bancari presso la banca centrale. ³ Media ponderata dei paesi elencati, basata sul PIL e sui tassi di cambio riferiti alle PPA del 2000. ⁴ Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁶ La notevole espansione della base monetaria nel 2002 è dovuta principalmente al Brasile (119%). ⁷ Bulgaria, Croazia, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali. Tabella III.4

primo luogo, l'accumulo di riserve potrebbe a un certo punto pregiudicare la capacità delle banche centrali di contenere la futura espansione monetaria. L'esperienza cinese solleva interrogativi al riguardo. Nonostante gli interventi di sterilizzazione attuati dalla banca centrale, la base monetaria è cresciuta rapidamente negli ultimi due anni, aumentando la capacità di prestito delle banche. Nello stesso tempo, una sostenuta domanda di credito, unitamente alla maggiore capacità e volontà delle banche di erogare finanziamenti, ha contribuito a una forte crescita degli aggregati creditizi e monetari ampi. Per contrastare tali pressioni, la banca centrale ha innalzato l'obbligo di riserva di 1½ punti percentuali a partire dal settembre 2003, avvalendosi ripetutamente della "window guidance" per indurre gli istituti di credito a limitare gli eccessivi finanziamenti a determinati settori. Essa ha inoltre inasprito la politica monetaria, aumentando i tassi di interesse sulle operazioni di sconto e di anticipazione non garantita e innalzando di un altro mezzo punto l'obbligo di riserva imposto alle banche in situazione precaria.

In altri paesi il massiccio accumulo di riserve aveva già comportato crescenti difficoltà tecniche, ad esempio nel reperimento di strumenti idonei ad assorbire l'eccesso di liquidità. Sul finire dello scorso anno la Reserve Bank of India – che in passato aveva acquistato una quota significativa delle emissioni pubbliche – ha dovuto far fronte a una carenza di strumenti per le operazioni di sterilizzazione. Per superare questo problema, il governo ha iniziato a emettere – nel quadro di speciali programmi per la stabilizzazione del mercato ed entro determinati limiti – titoli obbligazionari ad uso esclusivo degli interventi di sterilizzazione della banca centrale.

Una seconda importante sfida per la politica monetaria origina dal fatto che la percezione di una moneta sottovalutata, in combinazione con interventi

Difficoltà tecniche
nella sterilizzazione
delle riserve

valutari e un accumulo di riserve, può esercitare notevoli effetti espansivi sull'economia, anche in presenza di un'effettiva sterilizzazione. La rapida crescita degli afflussi di capitali e degli investimenti registrata lo scorso anno in Cina fornisce una riprova di tali effetti. Inoltre, in varie altre economie asiatiche i differenziali di interesse rispetto ai titoli in dollari USA sono recentemente diminuiti, di riflesso alle crescenti attese di un apprezzamento del cambio. In India, ad esempio, lo scarto dei rendimenti a lungo termine è sceso da oltre 5 punti percentuali agli inizi del 2001 a meno di 2 nel febbraio 2004. Nel primo trimestre di quest'anno gli spread erano prossimi allo zero o addirittura negativi a Hong Kong, in Malaysia e Thailandia. Il calo dei differenziali, associato a ingenti afflussi di capitali a breve, ha contribuito a un forte rialzo dei corsi azionari e alla rapida espansione del credito nei settori dei beni di consumo e dell'edilizia residenziale.

Un tasso di cambio sottovalutato può avere effetti espansivi ...

In terzo luogo, l'accumulo di riserve espone il sistema finanziario a vari rischi. Per esempio, nella misura in cui gli sforzi per contrastare l'apprezzamento del cambio si rivelano insostenibili, i massicci investimenti nei settori dei beni tradable potrebbero rivelarsi, a posteriori, un'errata allocazione di risorse. L'esperienza di precedenti boom degli investimenti nell'Est asiatico mostra come tali squilibri rischino di determinare un eccesso di capacità, con conseguenze negative per la crescita nel medio periodo. Inoltre, il calo degli spread sui rendimenti a lungo termine e i connessi influssi espansivi potrebbero innescare un ciclo di "boom and bust". Tale rischio è particolarmente elevato nelle economie esposte ad afflussi di capitali speculativi, poiché questi potrebbero subire un'inversione, determinando una brusca caduta dei prezzi delle attività e del cambio. La relativa illiquidità dei mercati finanziari e, in alcuni casi, il ruolo chiave svolto dagli investitori esteri sui mercati azionari potrebbero rendere talune economie particolarmente vulnerabili a siffatti rischi.

... con rischi di sovrainvestimento

Un ulteriore rischio è rappresentato dall'esposizione delle banche centrali a potenziali perdite future derivanti dall'accumulazione di riserve. Attualmente, i tradizionali costi di detenzione delle riserve sembrano contenuti a causa del livello molto basso dei tassi di interesse interni. Secondo alcune valutazioni, nel 2002 tali costi sarebbero stati inferiori rispettivamente al 1/2 e all'1% del PIL in India e nelle Filippine, e addirittura negativi in Corea e a Hong Kong. Nondimeno, un aumento dei tassi di interesse interni innalzerebbe notevolmente i costi della sterilizzazione. Inoltre, le abbondanti riserve valutarie spongono il settore ufficiale a significativi rischi di cambio.

Rischi potenziali per le banche centrali

Domanda e spesa delle famiglie alimentate dal credito

È opinione sempre più diffusa che in molti paesi, specie quelli con crescenti avanzi di parte corrente, le strategie di crescita imperniate sulle esportazioni offrano notevoli vantaggi iniziali, ma siano anche soggette ad alcune limitazioni intrinseche. Nel corso del tempo, lo stimolo della domanda interna potrebbe rivelarsi una naturale integrazione. Questa diversa prospettiva ha interessato massimamente l'Asia e l'ECO. Per contro, maggiori risparmi si sono resi necessari in America latina, dove i saldi del conto corrente da negativi sono di recente divenuti positivi.

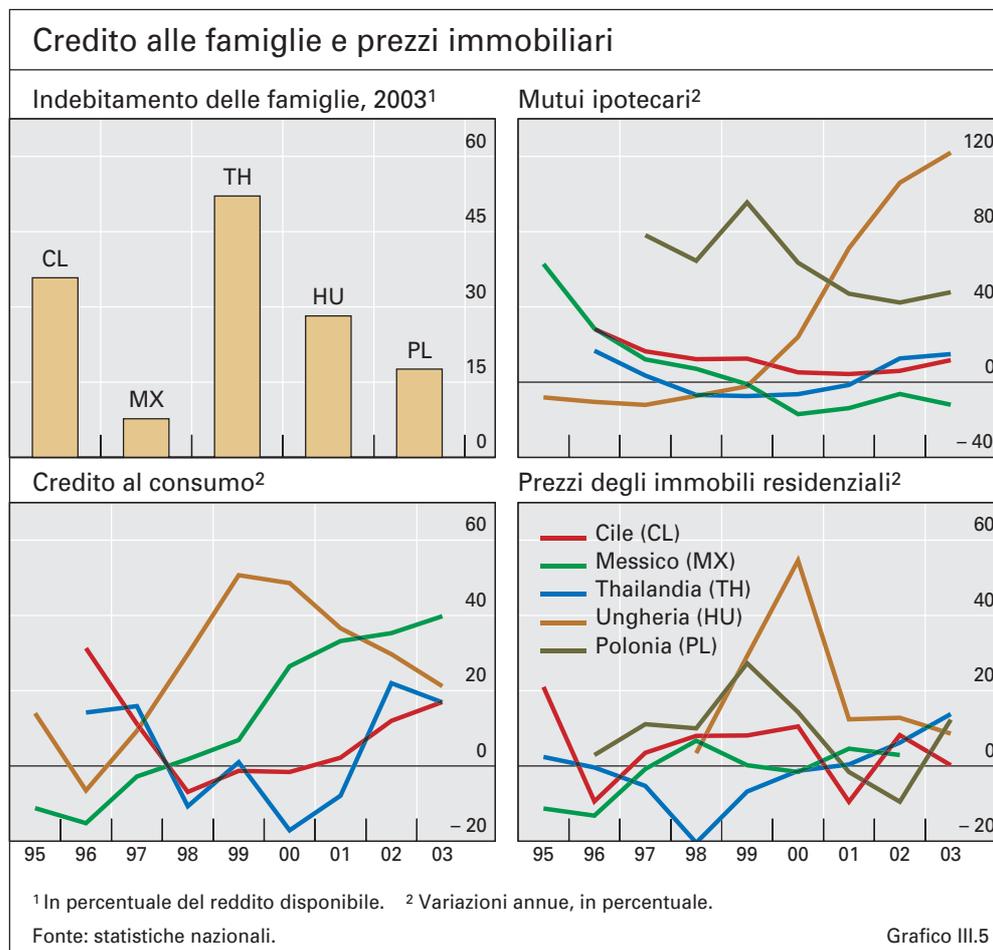
La domanda interna potrebbe divenire prioritaria

L'attenzione si è focalizzata sulla crescita dei consumi ...

Sullo sfondo della protratta debolezza della spesa per investimenti in molte economie emergenti, dopo la netta flessione intervenuta a seguito delle crisi asiatica e russa nel 1997-98, l'attenzione si è fissata sulle politiche di stimolo della spesa per consumi. L'incidenza dei consumi sul PIL è aumentata in misura significativa in Asia: tra il 1997 e il 2003 è cresciuta di 3 punti percentuali in Cina (salendo al 61%), di 8 punti in Corea (al 78%) e a Singapore (al 55%), e di 12 punti in Indonesia (all'81%). Anche nell'ECO la quota media dei consumi ha segnato un forte recupero. In America latina, invece, essa è in calo dal 2001, ma il declino è rallentato lo scorso anno grazie al rinnovato slancio dei consumi in alcune delle economie maggiori, in particolar modo Argentina e Messico.

... sostenuta dal credito bancario

L'aumento dei consumi, dovuto in gran parte ai minori tassi di interesse, è stato alimentato dall'espansione del credito bancario alle famiglie e dalle migliori condizioni di liquidità a livello mondiale nel 2003. Spesso incentivato dall'azione di governo, e talvolta sospinto dalla concorrenza e dall'innovazione finanziaria indotta dall'ingresso di banche estere, il credito alle famiglie (prestiti ipotecari e/o crediti al consumo, compresi scoperti a fronte di carte di credito) è aumentato in Cina, Corea, Thailandia, ECO, Russia e, in certa misura, Messico (grafico III.5). La crescente importanza del credito al consumo è rispecchiata anche dalla configurazione degli IDE, in seguito all'avvento di



operatori stranieri nei settori delle carte di credito e del commercio al dettaglio in diverse economie di mercato emergenti (ad esempio Brasile, Messico ed ECO).

L'espansione del credito nelle economie dell'ECO e in Russia è particolarmente sorprendente. Nell'ECO il credito alle famiglie è aumentato molto rapidamente. Ad esempio, in Ungheria i prestiti ipotecari sono cresciuti mediamente dell'81% tra il 2000 e il 2003, e il credito al consumo del 32% tra il 1998 e il 2003. In Russia il credito ipotecario è salito del 118% lo scorso anno, e quello al consumo del 48%, seppure partendo da un basso livello.

I maggiori prestiti alle famiglie delle economie emergenti favoriscono la proprietà abitativa, fornendo altresì una fonte di finanziamento alternativa al settore informale. Nei paesi in cui le infrastrutture per l'intermediazione del credito alle famiglie non sono ben sviluppate, il credito stesso risulta in effetti ancora razionato: solo una quota esigua (e ad alto reddito) della popolazione vi ha accesso, e i tassi di interesse sono spesso proibitivi.

Vi sono motivi di ritenere che il credito alle famiglie continui a crescere nei prossimi anni. In primo luogo, esso ha costituito un importante fattore di diversificazione per i settori finanziari che hanno fatto eccessivo affidamento sull'attività di prestito alle imprese. In secondo luogo, nei paesi in cui questo tipo di impieghi è stato per lo più assente fino ad epoca recente (spesso a causa di restrizioni creditizie), la "domanda repressa" di credito continua a essere elevata. In terzo luogo, l'espansione del credito si è accompagnata a un generalizzato incremento del reddito e della ricchezza delle famiglie. Quest'ultima è stata sospinta in particolare dall'aumento dei corsi azionari, che ha permesso alle famiglie di mantenere livelli di indebitamento più elevati.

Nondimeno, la rapida espansione del credito comporta rischi che potrebbero non essere gestiti in maniera adeguata, come ad esempio la possibilità che le famiglie dilatino eccessivamente la propria esposizione e non riescano quindi a far fronte al servizio del debito. Tali difficoltà sarebbero chiaramente accentuate da un eventuale ciclo di "boom and bust" del mercato immobiliare.

Rischi di sovraindebitamento

Fra le economie di mercato emergenti vi sono ampie divergenze in termini di vulnerabilità delle famiglie ai più elevati livelli di debito. In Messico e nell'ECO questa sembra destare minori preoccupazioni per almeno tre motivi. Primo, l'incidenza del credito al settore privato sul PIL nominale è ancora bassa. A titolo esemplificativo, si consideri che nel 2003 essa ammontava a circa il 16% in Messico e al 33-42% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria, contro il 64% in Cile, il 90% in Thailandia e il 112% in Corea; inoltre, sono inferiori anche i corrispondenti rapporti indebitamento/reddito delle famiglie (grafico III.5). Secondo, in molti di questi paesi le banche sono più solide rispetto ad alcuni anni fa, quando le crisi avevano ridimensionato i settori finanziari. Terzo, una quota importante dei crediti è erogata da istituzioni estere che impiegano più efficaci tecniche di gestione del rischio. Ad esempio, nel 2002 la percentuale degli impieghi di banche straniere (con partecipazione estera pari ad almeno il 50%) sul totale delle attività del settore bancario superava l'80% in Messico

Rapida espansione del credito nell'ECO

Il credito alle famiglie è destinato a crescere ulteriormente

Ma una rapida espansione del credito potrebbe comportare rischi ...

... fra cui gli alti livelli di debito delle famiglie ...

e oscillava tra il 67 e il 90% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria, rispetto al 6% della Thailandia e al 32% della Corea.

... che hanno suscitato timori in Corea e Thailandia

Per contro, l'impennata delle esposizioni debitorie a fronte di carte di credito ha suscitato forte preoccupazione in Corea e Thailandia. In quest'ultimo paese il numero di carte di credito bancarie ha raggiunto lo scorso anno quota 4,2 milioni, con un aumento del 23% rispetto al 2002, mentre le passività in essere sono cresciute nello stesso periodo del 33% (a quasi \$2 miliardi, ossia l'1,3% del PIL del 2003). Sono inoltre in circolazione anche diversi milioni di carte emesse da istituti non bancari. Si stima che le sofferenze collegate a carte di credito siano ancora basse (3-4% del debito totale). Nondimeno, con un provvedimento preventivo entrato in vigore nell'aprile 2004, la Banca di Thailandia ha introdotto una serie di limitazioni all'emissione di carte di credito.

In Corea il boom delle carte di credito si è già concluso

Se la Thailandia è ancora in pieno boom delle carte di credito, la Corea ne sta già sperimentando le conseguenze. Dopo diversi anni di rapida espansione degli utilizzi, i consumatori coreani hanno cominciato a incontrare difficoltà di rimborso, specie per gli anticipi in contanti da restituire a fine mese. Molti consumatori hanno fatto fronte alle loro obbligazioni attingendo al credito disponibile su altre carte, peggiorando così sia la propria esposizione che quella dei loro creditori. Alla fine del 2003 il tasso medio di insolvenza dei titolari di carte in Corea (crediti scaduti da almeno un mese in percentuale del totale delle attività amministrate) è salito al 14%, contro il 6% circa dell'anno precedente. Sempre nel 2003 gli otto emittenti locali di carte hanno segnalato perdite nette pari a quasi l'1,7% del PIL di quell'anno, dopo i profitti realizzati nel 2002. Inoltre, i loro coefficienti di adeguatezza patrimoniale sono divenuti negativi, scendendo dal 13 al -5,5% nello stesso periodo, nonostante i significativi aumenti di capitale.

Rischi di surriscaldamento dei mercati immobiliari

Surriscaldamento dei mercati immobiliari in Asia

Il surriscaldamento dei mercati immobiliari nelle economie emergenti non è un fenomeno generalizzato, ma circoscritto ad alcune realtà o economie. A Shanghai, per esempio, i prezzi degli immobili hanno fatto registrare progressi a due cifre per tre anni consecutivi (nel 2003 +18% rispetto all'anno precedente), ma in altre aree urbane della Cina i rincari sono stati modesti. Nella capitale della Corea i prezzi avevano subito un brusco aumento nel 2002, rientrato poi in parte grazie all'adozione di misure volte a contenere le speculazioni immobiliari. Dal febbraio 2003 essi hanno segnato nuovi incrementi, ma sembrano essersi stabilizzati dopo l'annuncio di ulteriori provvedimenti di lotta alla speculazione, effettuato in ottobre dal governo. In Thailandia i prezzi immobiliari sono in ascesa dal 2001 e i più recenti indicatori disponibili mostrano una sensibile accelerazione nell'attività del settore. Nell'ultimo trimestre 2003 un indice del valore delle transazioni fondiari era balzato del 142% (su base annua), mentre un indicatore dell'attività edilizia aveva guadagnato quasi il 55% (sempre su base annua). Nondimeno, i valori locativi hanno accusato una flessione in seguito alla maggiore offerta di alloggi venutasi a creare con l'allentamento delle condizioni finanziarie, mentre è cresciuta la quota degli immobili inoccupati sul mercato delle locazioni, poiché gli affittuari sono stati

incentivati ad acquistare la propria abitazione. Anche in Messico si è osservato un calo analogo nei valori locativi. I prezzi della proprietà immobiliare in diverse economie dell'ECO sono stati altamente volatili: ad esempio, in Ungheria i rincari hanno toccato il picco del 55% nel 2000, per rallentare al 9% nel 2003.

Linee di azione e questioni irrisolte

Vi sono due modi per affrontare le vulnerabilità che potrebbero sorgere da una rapida espansione del credito alle famiglie. Il primo consiste nell'imporre restrizioni amministrative mirate al fine di contenere la crescita in taluni mercati o la volatilità dei prezzi. Per limitare le speculazioni sui mercati immobiliari coreani, ad esempio, nell'ottobre 2003 una commissione governativa ha proposto di aumentare sensibilmente l'aliquota fiscale sulle plusvalenze immobiliari realizzate da proprietari di almeno tre unità abitative. Per ridurre la vulnerabilità del settore finanziario, Corea e Thailandia hanno introdotto massimali sul rapporto credito/valore commerciale applicato ai mutui ipotecari (destinati agli immobili di lusso). Nel settore delle carte di credito, tra i provvedimenti adottati figurano la restrizione e la penalizzazione delle prassi aggressive di marketing, il blocco delle emissioni di nuove carte, nonché l'introduzione di limiti di fido (basati sul reddito) e di piani prestabiliti di rimborso del debito utilizzato. In più occasioni, inoltre, agli istituti operanti in tale settore è stato richiesto di aumentare gli accantonamenti a fronte delle perdite collegate a questo tipo di esposizioni.

Vincoli regolamentari mirati limitano le vulnerabilità

L'adozione di vincoli regolamentari mirati potrebbe essere giustificata dalle imperfezioni del mercato; in diverse economie emergenti, ad esempio, si ritiene che i mercati immobiliari siano particolarmente esposti alla speculazione. Siffatte restrizioni erano molto diffuse qualche decennio fa, e vari paesi avanzati le applicano tuttora.

Un ulteriore approccio consiste nel fare affidamento sulla disciplina di mercato, che dovrebbe favorire la sopravvivenza delle società ben gestite. In presenza di una disciplina efficace, i mutuatari con minore qualità creditizia avranno maggiori difficoltà ad accedere al credito. Inoltre, un creditore che assuma un rischio eccessivo sarà soggetto a costi di finanziamento più elevati (o a declassamenti del rating), o potrebbe incorrere in perdite tali da essere costretto ad abbandonare il mercato. I recenti sviluppi indicano tuttavia che la disciplina di mercato può essere pregiudicata da quattro fattori.

La disciplina di mercato può rafforzare il sistema finanziario ...

Primo, nei mercati emergenti di solito i prestatori non dispongono di dati adeguati circa l'affidabilità creditizia dei mutuatari. Ad esempio, sebbene esistano meccanismi per la raccolta di informazioni sui debitori (come i dati sulle insolvenze), queste sono talvolta incomplete o non vengono condivise fra le principali istituzioni finanziarie per ragioni concorrenziali. Diversi paesi emergenti stanno pertanto provvedendo a istituire centrali private dei rischi o a migliorare la loro efficacia per ovviare a questi problemi. Secondo, il settore del credito al consumo – ivi comprese le carte di credito – è molto redditizio, e i prestatori sono quindi fortemente incentivati ad adottare strategie aggressive per accaparrarsi quote di mercato. L'espansione di questo settore nelle economie emergenti è stata alimentata anche dall'innovazione finanziaria, che ha facilitato l'accesso al credito a basso costo, come la cartolarizzazione

... ma quattro fattori possono pregiudicarne l'efficacia

sui mercati internazionali dei saldi di carte di credito interne. Terzo, in alcuni paesi i prestatori sembrano trascurare il rischio di sovraindebitamento degli affidati. Ad esempio, alcuni emittenti hanno offerto le carte senza verificare preventivamente il merito di credito dei titolari, tra i quali figuravano individui senza alcuna fonte di reddito. Quarto, i governi si sono mostrati talvolta riluttanti a lasciar fallire istituzioni finanziarie che avevano dato prova di negligenze nell'attività di fido, temendo possibili ricadute di tali fallimenti sul sistema finanziario o sui mutuatari. Ciò solleva la questione del "moral hazard".

Boom economico in Cina e India

Origini della recente espansione in Cina

Boom degli investimenti in Cina nel 2003

La sostenuta crescita della Cina è stata una componente fondamentale della ripresa dell'intera area emergente nel 2003. Nonostante l'effetto frenante della SARS nella prima metà dell'anno, la produzione industriale è cresciuta del 16%, dal 13% del 2002. L'accelerazione è stata trainata dalla spesa per investimenti fissi, specie nei settori siderurgico, dell'alluminio, del cemento e dell'edilizia. Se gli investimenti in nuovi progetti sono cresciuti di un modesto 10%, quelli in progetti già pianificati negli anni precedenti hanno segnato un aumento di oltre il 50%. L'espansione degli investimenti sembra acquistare ulteriore vigore quest'anno: nel primo trimestre 2004 la spesa nominale in conto capitale di imprese private e pubbliche è salita di almeno il 40% su base annua.

I consumi sono stati vigorosi

La crescita è stata sorretta anche dai consumi, poiché l'aumento del credito bancario e dei redditi delle famiglie ha favorito la spesa per autoveicoli e altri beni di consumo ad alto valore. Anche le politiche fiscali hanno continuato a stimolare l'attività economica. Se verso la fine del 2003 le cospicue entrate pubbliche hanno ridotto al 2,5% l'incidenza del disavanzo di bilancio sul PIL, la spesa pubblica per interventi di assistenza in connessione con l'epidemia di SARS ha rafforzato la domanda nel primo semestre. Il ricorso a misure di stimolo fiscale dovrebbe scendere quest'anno; il governo ha annunciato un calo delle emissioni obbligazionarie destinate ad accrescere la spesa in infrastrutture.

Crescono sia le esportazioni che le importazioni

Le esportazioni hanno registrato un'impennata (quasi il 35% nel 2003), grazie al forte aumento della domanda USA. L'anticipazione delle forniture da parte degli esportatori in vista della riduzione degli sgravi fiscali sull'IVA a partire dal gennaio 2004 ha impresso uno slancio temporaneo. Dato che il boom degli investimenti e delle esportazioni dipendeva ampiamente dalla trasformazione dei fattori produttivi, esso si è associato a un incremento ancor maggiore delle importazioni (40%), specie di materie prime, semilavorati, macchinari e attrezzature (tabella III.5). La quota della Cina sul consumo globale di tali prodotti è accelerata nettamente. Ad esempio, nel 2003 il paese ha concorso per il 42% ai consumi mondiali di carbone, il 34% a quelli di minerali ferrosi, il 20% a quelli di rame e il 7% ai consumi petroliferi. Di conseguenza, il saldo attivo della bilancia commerciale è sceso l'anno scorso

Interscambio della Cina						
variazioni annue, in percentuale						
	Esportazioni			Importazioni		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Totale	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
di cui:						
prodotti di base	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
materie grezze	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
combustibili minerali	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
prodotti chimici e affini	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
prodotti trasformati	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
manufatti	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
macchine e mezzi di trasporto	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Fonti: CEIC; statistiche nazionali.

Tabella III.5

a \$25 miliardi ed è divenuto negativo nel primo trimestre di quest'anno. Sebbene il contributo diretto dell'interscambio netto alla crescita sia stato quasi nullo nel 2003, gli ingenti proventi da esportazioni si sono trasmessi alla domanda interna tramite un aumento dei profitti delle imprese e del reddito disponibile delle famiglie.

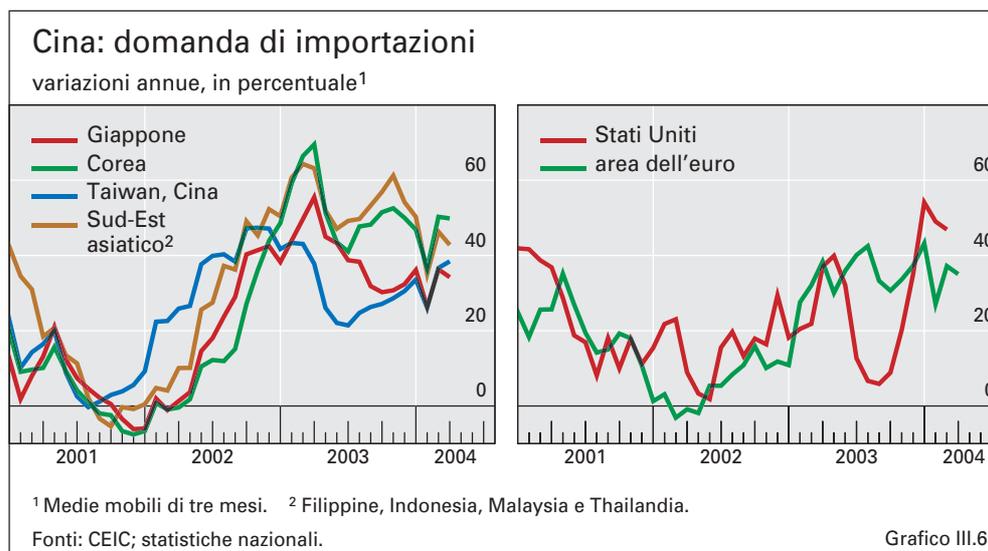
Implicazioni regionali e mondiali

La rapida espansione della Cina rispecchia il ruolo di leader mondiale assunto negli ultimi anni nell'offerta di manufatti. La sua quota nel settore manifatturiero globale è salita l'anno scorso al 7%, con una parte crescente del valore aggiunto riconducibile alle esportazioni. I bassi costi del lavoro e i miglioramenti di produttività hanno rafforzato la competitività del paese. Di conseguenza, la sua incidenza sul totale mondiale delle esportazioni di merci è raddoppiata negli ultimi tre anni, sfiorando l'8% nel 2003. Allo stesso tempo, la maggiore integrazione verticale dei processi produttivi ha intensificato le importazioni dai paesi limitrofi e favorito l'interscambio nel continente.

L'impatto del recente boom della Cina presenta ampi divari fra le diverse economie e regioni, e i paesi strettamente integrati alle industrie cinesi di trasformazione orientate all'export ne hanno tratto notevole beneficio. Le importazioni da Corea, Giappone e Taiwan, ad esempio, sono cresciute tra il 30 e il 50% l'anno scorso (grafico III.6, diagramma di sinistra). Le vendite alla Cina hanno contribuito al rilancio della spesa nipponica per investimenti, mentre i flussi commerciali e turistici provenienti dal paese hanno avuto un ruolo centrale nel costante rientro di Hong Kong dalla deflazione. Le importazioni cinesi da altre economie emergenti dell'Asia orientale hanno segnato anch'esse forti aumenti nel 2003, e ciò ha accresciuto nettamente il contributo del paese alla crescita delle esportazioni di tali economie. Nondimeno, in una prospettiva di lungo termine, la Cina ha parimenti esercitato pressioni concorrenziali sugli altri paesi innalzando la sua quota sui mercati industriali, specie nei comparti a basso valore aggiunto in cui altre economie est-asiatiche avevano in precedenza goduto di vantaggi competitivi.

La Cina è leader mondiale nel settore manifatturiero ...

... e ciò influisce sui suoi partner commerciali ...



... fino all'America latina

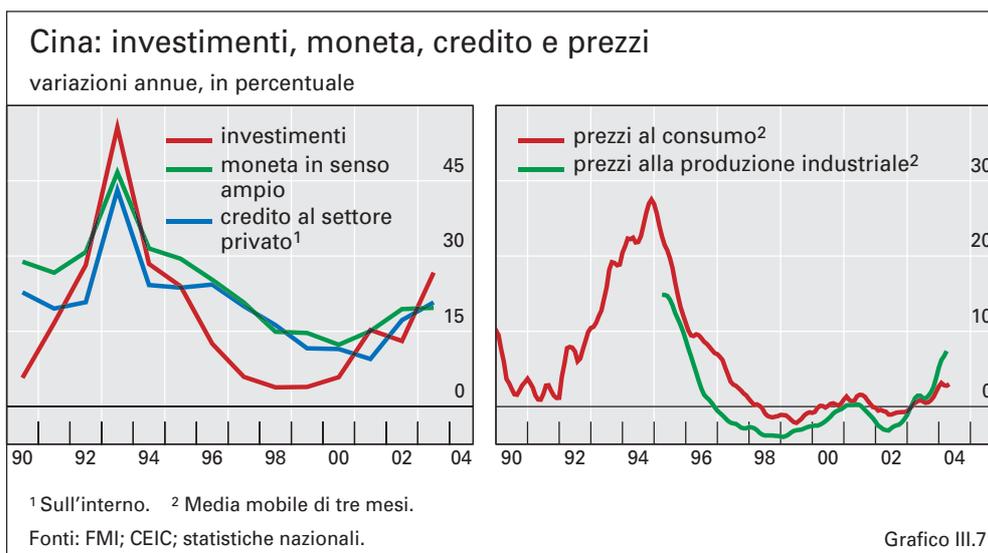
Anche altre regioni hanno beneficiato della forte domanda cinese. Ad esempio, le importazioni dal Brasile – alimentate dalla domanda di materie prime – sono cresciute nel 2003 dell'80% in termini nominali. Anche quelle dagli Stati Uniti e dall'area dell'euro hanno registrato un'ascesa significativa l'anno scorso (grafico III.6, diagramma di destra), sebbene l'impatto sull'attività produttiva di queste economie sia stato contenuto, giacché la Cina copre solo il 3-4% dei loro mercati di sbocco. Di riflesso alla crescente domanda di importazioni, il deficit commerciale con il resto dell'Asia si è ampliato di circa \$30 miliardi tra il 2000 e il 2003. Al tempo stesso, le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti sono salite del 22% l'anno scorso, spingendo l'avanzo della bilancia commerciale cinese con gli USA a oltre \$100 miliardi e accrescendo le pressioni protezionistiche negli Stati Uniti (Capitoli II e V).

Sostenibilità dell'attuale espansione

I rischi di sovrainvestimento restano elevati

Il rapidissimo aumento della spesa per investimenti fissi registrato l'anno scorso potrebbe essere una particolare fonte di vulnerabilità. Al livello di 0,45 il rapporto investimenti/PIL della Cina è uno dei più elevati al mondo. Ciò rischia non solo di surriscaldare l'economia nel breve termine, ma – qualora perdurasse – anche di condurre a una situazione di sovrainvestimento e di bassi rendimenti nel medio periodo. L'espansione degli investimenti si è tra l'altro concentrata in buona parte nelle imprese a capitale pubblico, dove i rendimenti sono inferiori a quelli del settore privato. Ciò potrebbe comportare un aumento della capacità eccedente e l'intensificarsi delle forze deflazionistiche di lungo periodo nell'economia. Inoltre, nella misura in cui i saggi di investimento attuali sono insostenibili, la domanda interna potrebbe rallentare in futuro, aumentando la dipendenza dalle esportazioni per mantenere alto il livello di crescita.

Anche la fragilità finanziaria è fonte di timore, poiché gli investimenti sono stati alimentati da una forte espansione del credito bancario (grafico III.7, diagramma di sinistra). Sono inoltre cresciuti a ritmo elevato (45% nel 2003)



i prestiti al settore immobiliare, in gran parte destinati a promotori. Tali crediti si sono associati a pronunciati rincari dei fabbricati nelle maggiori aree metropolitane come Shanghai. La risposta delle autorità lo scorso anno si è concretizzata nell'emanazione di direttive volte a limitare gli impieghi bancari al settore immobiliare e a quello privato destinati alla costruzione di residenze secondarie o di lusso. Un'ampia liquidità eccedente ha inoltre incoraggiato le banche ad aumentare i prestiti al consumo, per i quali i criteri di affidamento sono meno stringenti. Questi sviluppi potrebbero implicare in futuro un aumento sia dei tassi di insolvenza sia delle sofferenze nel sistema bancario, la cui incidenza è stata stimata lo scorso anno al 15% degli impieghi totali.

Un altro rischio potenziale è rappresentato dall'alta inflazione. L'attuale fase espansiva si è basata sull'uso intensivo di risorse, provocando penurie diffuse di metalli, energia e altri fattori produttivi di base nell'economia. Nel 2003, ad esempio, il consumo di acciaio della Cina ha concorso per il 90% all'aumento della domanda globale del metallo, superando l'offerta interna. Anche il consumo di nichel e rame ha sopravanzato di un ampio margine l'offerta del paese.

Questi sviluppi hanno posto fine alla deflazione e determinato un picco dell'inflazione dei prezzi al consumo (grafico III.7, diagramma di destra). Con rincari dell'ordine del 25-80% per l'acciaio e altri metalli, nel marzo 2004 l'inflazione dei prezzi alla produzione industriale risultava persino superiore. In passato questa era rimasta generalmente al disotto dell'inflazione dei prezzi al consumo, di riflesso agli ingenti guadagni di produttività e all'incapacità delle imprese di trasferire sui prezzi l'aumento dei costi a causa della debole domanda. La situazione sembra essere cambiata l'anno scorso: le aspettative di inflazione si sono rafforzate, e ciò ha indotto le imprese ad aumentare il ricarico dei costi. Vale inoltre la pena di rammentare che, storicamente, i cicli dei prezzi in Cina si sono strettamente associati a quelli della crescita della moneta e degli investimenti (grafico III.7, diagramma di sinistra). Una brusca accelerazione degli investimenti e del credito nei primi anni novanta aveva

Ma altri rischi provengono dall'aumento del credito ...

... dal surriscaldamento dell'economia e dall'inflazione

Le crescenti pressioni inflazionistiche ...

condotto ad alti tassi di inflazione, mentre il successivo inasprimento monetario era sfociato in un prolungato periodo di deflazione. Anche l'attività economica era rallentata portandosi su un ritmo più sostenibile.

... conducono al varo di misure per raffreddare l'economia

Consapevoli di questi rischi, le autorità hanno recentemente intrapreso riforme per rafforzare il sistema bancario, nonché una serie di iniziative per raffreddare l'economia. Nel dicembre 2003 il governo ha ricapitalizzato due delle quattro principali banche commerciali a controllo statale, utilizzando \$45 miliardi di riserve valutarie. Nell'intento di migliorare la governance, si prevedono la quotazione in borsa dei due istituti e il collocamento dei titoli azionari presso investitori privati. Misure analoghe sono in cantiere per le restanti due banche.

Nel settembre 2003 la banca centrale ha parimenti cominciato ad adottare un orientamento monetario restrittivo, aumentando a più riprese gli obblighi di riserva e inasprendo i controlli amministrativi al fine di limitare il finanziamento degli investimenti in taluni settori. Nel rendere nota l'intenzione di pervenire a una crescita più lenta ed equilibrata, il governo ha abbassato le previsioni di crescita del PIL per il 2004 al 7%, annunciando al tempo stesso il graduale abbandono di progetti di edilizia pubblica insieme a misure volte a promuovere i redditi rurali.

Gli effetti devono ancora essere avvertiti

Ciò nonostante, i dati per il primo trimestre 2004 segnalano un'accelerazione della crescita. Anche l'espansione del credito bancario (oltre il 20% in marzo) e l'inflazione sono rimaste a livelli elevati. La domanda di investimenti continua a dilatarsi, di riflesso in parte a progetti già pianificati e al netto calo dei tassi di interesse. Per scongiurare un surriscaldamento dell'economia potrebbero pertanto rendersi necessarie ulteriori misure restrittive.

Accelerazione della crescita in India

L'India è il secondo paese asiatico in termini di crescita nel 2003

L'anno scorso l'economia indiana è cresciuta di oltre l'8%, il tasso di espansione più rapido in Asia dopo la Cina. Essa ha beneficiato della forte ripresa del settore agricolo – favorita da una stagione monsonica propizia – e del costante recupero di quello industriale, che si era finora mosso in ritardo. Il terziario, che rappresenta oltre il 55% del PIL, è aumentato dell'8%. Dal lato della domanda gli accresciuti redditi rurali, i bassi tassi di interesse e corsi azionari in salita hanno sostenuto la spesa per consumi e investimenti. Le previsioni di crescita per i prossimi due anni restano elevate.

Le condizioni favoriscono il protrarsi di alti tassi di crescita

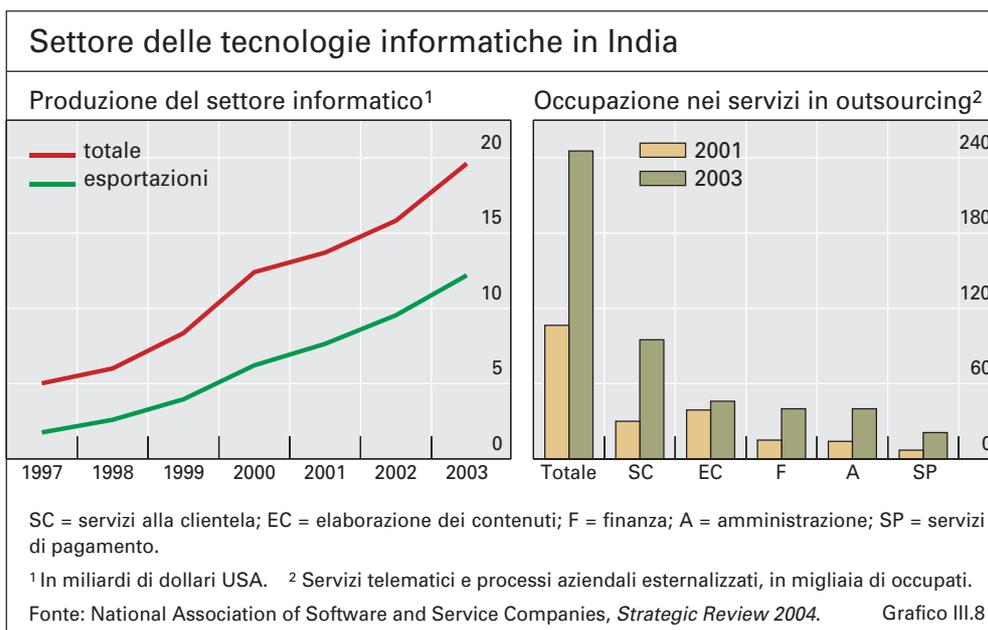
Il recente ottimismo rispecchia diversi fattori. L'accresciuta concorrenza dall'estero ha indotto molte imprese ad avviare piani di ristrutturazione, aumentando la redditività. Gli utili netti delle grandi società sono cresciuti a un ritmo annuo del 30% negli ultimi due trimestri del 2003. Le autorità hanno varato misure volte ad accelerare le privatizzazioni, ridurre i dazi all'importazione e aprire ulteriormente l'economia agli investitori esteri. Il saldo del conto corrente è positivo dal 2001, e gli afflussi netti di investimenti diretti esteri e di portafoglio sono più che raddoppiati dal 2002, sebbene rimangano ben al disotto di quelli della Cina. Inoltre, l'aumento del reddito e il miglior accesso al credito bancario negli ultimi due anni hanno rafforzato il potere di acquisto delle famiglie, sospingendo il consumo di beni durevoli e gli investimenti immobiliari.

A migliorare le prospettive economiche dell'India è intervenuto un altro importante fattore, ossia la crescita dell'industria del software e di altri comparti collegati ai servizi. Beneficiando di vantaggi di costo e di una manodopera numerosa e altamente specializzata, oltretutto dei tagli di spesa attuati dai paesi industriali, l'India ha attratto quote crescenti del mercato globale del software e dei servizi in outsourcing. Di conseguenza, i settori delle tecnologie informatiche sono cresciuti rapidamente negli ultimi cinque anni, aumentando la loro incidenza sul PIL al 4% e contribuendo in misura significativa alle esportazioni (grafico III.8, diagramma di sinistra). Secondo le previsioni, i proventi dell'attività di outsourcing sarebbero dovuti salire di oltre il 50%, fino a raggiungere nel 2003 quota \$4 miliardi. Il potenziale di crescita è ampio, se si considera la forte espansione di questo comparto prevista a livello mondiale per i prossimi dieci anni.

La crescita delle industrie del software e dell'outsourcing migliora le prospettive economiche

I servizi offerti dall'India in outsourcing hanno destato timori circa le loro possibili ricadute sull'occupazione, specie negli USA, che rappresentano il più importante mercato di sbocco per l'economia indiana in questo comparto. Tali timori hanno indotto alcune autorità locali statunitensi a imporre restrizioni sul trasferimento di attività lavorative verso centri a basso costo (un analogo disegno di legge è in discussione a livello federale). Tuttavia, sebbene la crescita dei posti di lavoro in diversi campi dell'esternalizzazione dei processi aziendali in India sia più che raddoppiata negli ultimi due anni (grafico III.8, diagramma di destra), essa appare esigua se raffrontata al numero degli impieghi persi negli Stati Uniti. Anche ipotizzando una crescita elevata dello spostamento di posti di lavoro dagli USA nei prossimi anni, secondo alcune stime la corrispondente incidenza sul totale dell'occupazione statunitense rimarrebbe probabilmente al di sotto dell'1% fino al 2010. Inoltre, l'outsourcing può generare guadagni considerevoli nei paesi industriali riducendo i costi, e potrebbe contribuire ad alleviare il problema di eventuali carenze di manodopera in futuro.

L'outsourcing indiano rappresenta ancora una quota esigua dell'occupazione mondiale



Permangono altre sfide importanti

Tuttavia, la sostenibilità degli elevati livelli di crescita in India pone alcune sfide. Considerato che le stime di crescita potenziale si aggirano intorno al 6%, il mantenimento degli attuali ritmi – più elevati – richiederà un aumento del saggio di investimento (ora al 24% del PIL) o una sostanziale crescita della produttività. Un'ulteriore apertura dell'economia agli investimenti esteri favorirebbe entrambi. In India occorre inoltre migliorare le infrastrutture e accelerare la privatizzazione delle imprese pubbliche. In aggiunta, il disavanzo di bilancio – pari a oltre il 9% del PIL – resta altissimo. Ciò ha contribuito all'elevato livello dei tassi di interesse reali e allo spiazzamento di investimenti privati più produttivi.

Mercati e prezzi delle materie prime

Sviluppi recenti e tendenze di lungo periodo

Netto aumento dei prezzi delle materie prime

L'anno scorso i prezzi delle materie prime sono nuovamente cresciuti in termini di dollari USA: nella primavera 2004 l'aumento superava il 70% rispetto ai minimi toccati a fine 2001 (tabella III.6). I rincari del greggio si sono già riverberati sui prezzi al dettaglio dell'energia nei paesi industriali (Capitolo II), mentre quelli delle materie prime non petrolifere hanno sospinto i prezzi alla produzione "a monte", senza peraltro incidere in misura significativa su quelli globali al dettaglio. Nondimeno, alcuni analisti vedono nell'impennata dei prezzi una più generale conferma delle aspettative inflazionistiche, nonché un segnale della possibile imminente conclusione del periodo di bassa inflazione mondiale. Secondo altri, se il rincaro dei prodotti primari non petroliferi è il sintomo di un aumento della domanda, esso non rappresenta tuttavia un indicatore affidabile della futura dinamica dell'inflazione, vista la sua bassa incidenza sui costi totali. L'analisi dell'andamento dei prezzi dei prodotti di base in un'ottica di più lungo periodo induce a ritenere che gli aumenti non abbiano ancora raggiunto il punto massimo. Essa solleva inoltre alcuni interrogativi circa il modo in cui ciò potrebbe influire sulle prospettive di crescita dei paesi esportatori di materie prime. In particolare, alcuni paesi africani – che fanno ampio affidamento sulle esportazioni di greggio o di prodotti non petroliferi – disporranno di un'opportunità unica per trasformare i miglioramenti delle ragioni di scambio in una più elevata crescita sostenibile.

Prezzi di alcune merci (marzo 2004)							
in termini di dollari USA, dicembre 2001 = 100							
Totale	Petrolio	Prodotti non petroliferi	Materiali industriali	Alimentari	Cotone	Soia	Frumento
172	182	157	162	133	169	219	136
Lana	Carbone	Minerali ferrosi	Alluminio	Rame	Piombo	Nichel	Zinco
141	140	126	123	204	182	259	145

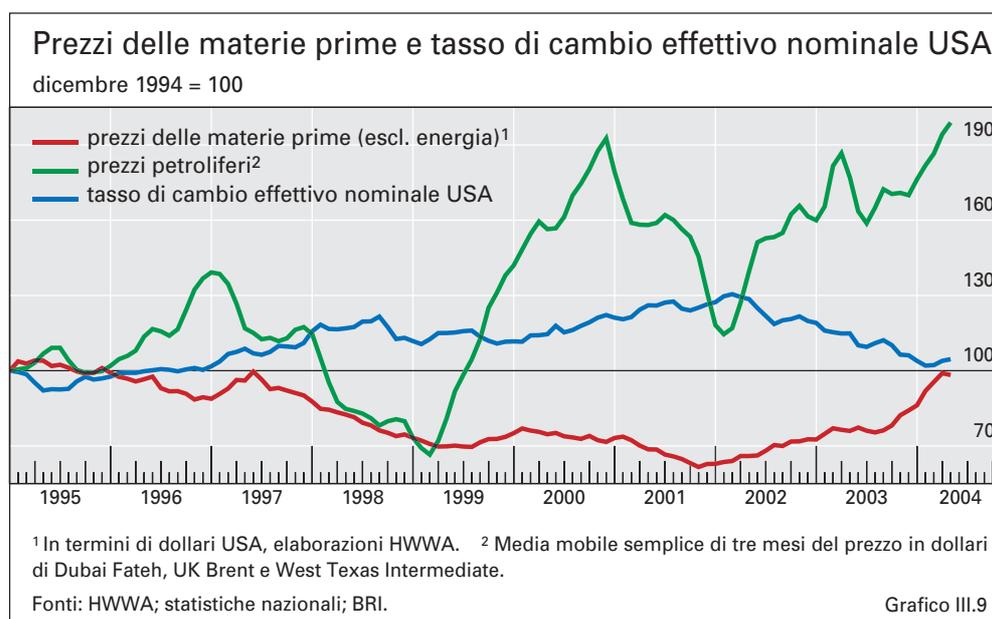
Fonti: FMI; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA). Tabella III.6

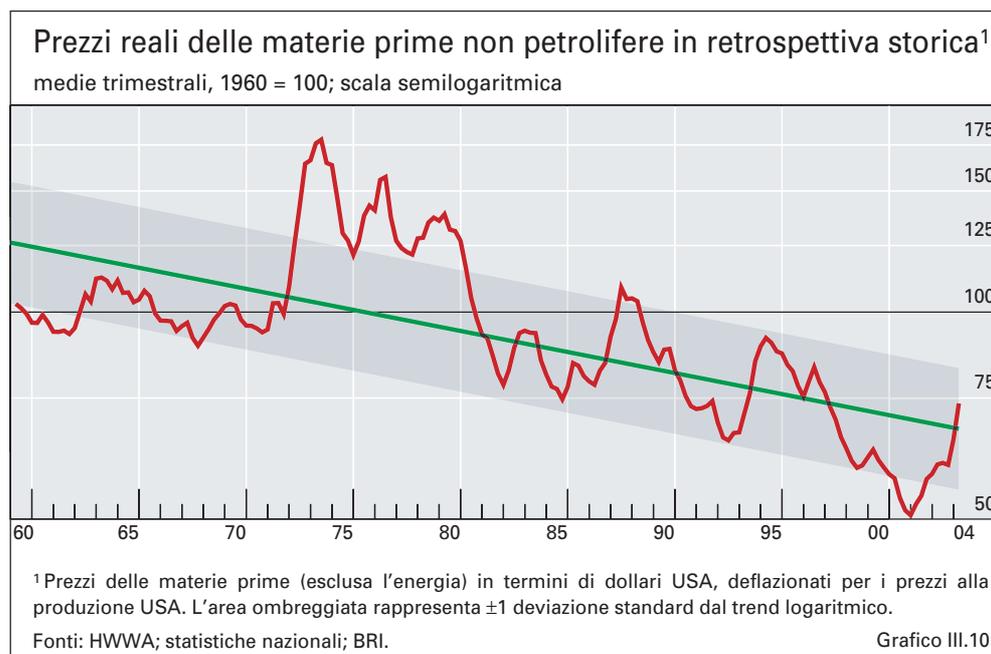
In contrasto con le aspettative espresse dalle quotazioni a termine, il prezzo del greggio ha segnato un brusco aumento a partire dalla metà del 2003 (grafico III.9). Una causa è stata l'imprevista ascesa della domanda (soprattutto in Cina, ma anche in altre economie asiatiche emergenti e negli Stati Uniti). Inoltre, i ritardi nel ripristino delle esportazioni petrolifere dall'Iraq e le tensioni politiche in Nigeria e Venezuela hanno teso a ridurre l'offerta. L'inatteso aumento della domanda, unitamente al persistere di una differenza negativa tra quotazioni a termine e a pronti ("deporto"), ha compresso le scorte commerciali ai minimi storici, innalzando la volatilità dei prezzi. Sebbene la produzione in Iraq sia stata ora riportata ai livelli di prima della guerra, i prezzi del petrolio in dollari USA rimarranno probabilmente elevati e quest'anno potrebbero persino aumentare ancora, viste le prospettive di ripresa della crescita globale e i più forti timori di attacchi terroristici agli impianti petroliferi. Gli effetti della decisione dell'OPEC di ridurre la produzione dal 1° aprile di quest'anno sono incerti, se si considera che la maggioranza dei paesi membri continua a estrarre quantità superiori a quelle convenute e che da allora l'Arabia Saudita va incoraggiando altri produttori ad accrescere l'offerta.

I rincari del greggio rispecchiano una domanda sostenuta ...

Va tuttavia sottolineata la difficoltà di formulare previsioni accurate sui prezzi futuri del petrolio in quanto, vista l'elevata incertezza della domanda e dell'offerta, la domanda netta può oscillare vistosamente. Ad esempio, l'aumento dell'offerta previsto per i prossimi cinque anni dipende da nuovi sostanziali investimenti nella capacità produttiva e negli oleodotti. Dal lato della domanda, l'aumento graduale dell'incidenza dei servizi sul PIL e l'accresciuta efficienza energetica dovrebbero contribuire a moderare i consumi di petrolio. Tuttavia, qualora dovesse proseguire la redistribuzione del PIL mondiale in favore della Cina e dell'India (dove l'efficienza energetica è ancora relativamente bassa), la domanda di petrolio – e con essa i prezzi – potrebbe aumentare più di quanto non sia attualmente previsto. Infatti, pur rappresentando appena il 7% del consumo mondiale di greggio, la Cina ne è

... ma le tendenze di medio termine sono incerte





già il secondo importatore mondiale. Considerando inoltre che la quota dei paesi dell'OPEC sulla produzione globale è destinata ad aumentare nel medio termine (visto che essi controllano più del 60% delle riserve totali di petrolio), non si può escludere un'inversione della tendenza al ribasso del prezzo reale osservata dal 1980.

Anche i prezzi non petroliferi hanno segnato una ripresa ...

Nonostante la recente ascesa, i prezzi nominali in dollari delle materie prime non petrolifere sono in pratica agli stessi livelli di 40 anni fa. Ciò implica che, in termini reali (ossia, deflazionati con un indice dei prezzi alla produzione o dei valori unitari delle esportazioni nei paesi industriali), essi hanno subito negli ultimi quattro decenni una flessione annua di quasi l'1,5%. Ciò non si discosta molto dalla tendenza osservata negli ultimi 150 anni. Visti in questa prospettiva di più lungo termine, i prezzi hanno toccato i minimi storici a fine 2001 (grafico III.10). Pertanto, una ragione della recente ripresa potrebbe risiedere nella loro tendenza a far ritorno, seppure con lentezza, alla dinamica di lungo periodo.

... dovuta in parte alla debolezza del dollaro

Tuttavia anche altri fattori hanno svolto un ruolo significativo. Dalla fine del periodo di Bretton Woods i prezzi reali delle materie prime hanno generalmente seguito un andamento inverso a quello del cambio effettivo del dollaro USA. Ciò è stato particolarmente evidente durante la prima metà degli anni ottanta e la seconda degli anni novanta, quando l'apprezzamento del dollaro e gli alti tassi di interesse reali avevano costretto i produttori di materie prime non petrolifere ad aumentare l'offerta per far fronte al servizio del debito in dollari. Le conseguenti pressioni al ribasso sui prezzi delle materie prime erano state amplificate da un calo della domanda nei paesi con la moneta in deprezzamento. Per contro, nel più recente periodo di debolezza della valuta USA l'accresciuta domanda degli importatori, combinata con una minore offerta, ha causato un aumento dei prezzi, cui hanno contribuito la pronunciata espansione dell'industria manifatturiera (un settore ad alta intensità di materie prime) in Cina e, più recentemente, negli Stati Uniti. Inoltre, i rincari del

greggio (un importante input per la produzione di numerosi beni primari) hanno intensificato le pressioni al rialzo sui prezzi.

Quali sono le prospettive a breve e a medio termine per i prezzi delle materie prime non petrolifere? Anche se la domanda di questi prodotti è destinata ad aumentare ulteriormente quest'anno con il diffondersi della ripresa mondiale ad altri paesi, taluni fattori dal lato dell'offerta potrebbero esercitare un effetto frenante. L'anno scorso, ad esempio, le giacenze di alcuni metalli sono scese ai minimi storici e la minore offerta di certi prodotti alimentari causata dalle condizioni atmosferiche ha determinato una straordinaria accelerazione dei prezzi. Inoltre, quest'ultima sembra essere stata acuita dagli acquisti speculativi di investitori che ricorrono alle materie prime per coprirsi dal deprezzamento del dollaro. Con il naturale aggiustamento della domanda e dell'offerta, tuttavia, quasi tutte queste forze potrebbero perdere parte del loro peso nel prosieguo dell'anno. In aprile, per esempio, i prezzi dei metalli sono calati in risposta sia all'accumulo di scorte sia alle voci di un possibile inasprimento del credito bancario in Cina.

Oltre il prossimo anno le prospettive per i prezzi delle materie prime non petrolifere sono ancora più incerte. Da una parte, visto il ruolo preminente assunto dalla Cina nella produzione manifatturiera e nel consumo di prodotti di base, tali prezzi potrebbero aumentare a medio termine rispetto a quelli dei manufatti, invertendo forse la tendenza negativa osservata in passato. Dall'altra, numerose analisi empiriche sulla dinamica dei prezzi delle materie prime negli ultimi 150 anni non hanno permesso di individuare discontinuità in questa tendenza negativa. È vero che nel breve periodo l'elasticità dell'offerta di prodotti primari è piuttosto bassa e che le fluttuazioni della domanda possono ripercuotersi fortemente sui prezzi relativi ma, a più lungo termine, la domanda e l'offerta tendono a reagire a queste variazioni, ripristinando così la tendenza.

Potenziali implicazioni sul piano delle politiche

Il trend discendente di lungo periodo dei prezzi delle materie prime non petrolifere ha comportato un corrispondente calo dei redditi reali disponibili percepiti dagli esportatori di queste merci. Un aspetto forse ancor più importante è che la volatilità dei prezzi – dominando le tendenze di lungo periodo sia del petrolio che dei prodotti primari non petroliferi – rende estremamente arduo prevederne le oscillazioni a breve termine. Infatti, come si evince dal grafico III.11, vi è una correlazione positiva tra l'incidenza delle materie prime sul totale delle esportazioni e la volatilità del PIL nei vari paesi.

L'attuazione di appropriate politiche potrebbe contribuire a risolvere il problema? Alcuni ritengono che l'adozione di un regime di cambio flessibile possa assorbire gli shock, poiché l'apprezzamento (deprezzamento) della moneta in risposta a un aumento (calo) dei prezzi delle esportazioni attenuerebbe l'impatto sull'economia interna. Di fatto, l'esperienza dei paesi africani esportatori di materie prime con valute legate all'euro (in precedenza, al franco francese) mostra che le variazioni delle ragioni di scambio hanno avuto sul prodotto ricadute più gravi rispetto ai paesi con regimi di cambio flessibile.

Nonostante una possibile moderazione dei prezzi quest'anno ...

... il trend negativo di medio termine potrebbe affievolirsi

Incertezza delle prospettive per i prezzi non petroliferi

La sfida della volatilità dei prezzi

Un sistema di cambi flessibili potrebbe assorbire gli shock ...

prime. Prendendo a modello il Fondo petrolifero della Norvegia, considerato da molti come il più avanzato e sofisticato schema di questo tipo, diversi paesi emergenti hanno creato (o stanno esplorando la possibilità di creare) fondi di stabilizzazione come primo passo per ridurre la prociclicità della politica di bilancio. Il Cile, ad esempio, diversi anni fa ne ha istituito uno per il rame, che è ora integrato negli obiettivi a medio termine per la politica fiscale del governo. Il Fondo di stabilizzazione del petrolio dell'Algeria è più recente, ma ha già contribuito a consolidare il saldo statale nonostante la volatilità dei prezzi del greggio. Nondimeno, con un prezzo corrente ben al di sopra di quello di riferimento previsto nello schema, e date le forti pressioni politiche per soddisfare i bisogni della collettività e aumentare la spesa in costruzioni, l'anno in corso potrebbe essere cruciale per valutare l'idoneità del Fondo a stabilizzare la politica di bilancio.

... potrebbe essere ridotta con l'adozione di norme mirate