

### III. Le economie di mercato emergenti

#### Aspetti salienti

Tutte le principali regioni emergenti hanno registrato una crescita eccezionalmente sostenuta nell'ultimo anno (tabella III.1). I già vivaci ritmi di espansione osservati nel 2003 sono stati superati e si è potuto osservare un migliore equilibrio fra domanda interna ed estera. In effetti, le condizioni globali hanno continuato a essere eccezionalmente favorevoli sia per le esportazioni di queste economie che per gli afflussi di capitali. La fiducia di consumatori e investitori è aumentata fortemente in tutta l'area emergente. A seguito dei

Crescita del prodotto e inflazione <sup>1</sup>								
	PIL reale				Prezzi al consumo <sup>2, 3</sup>			
	Media 1995-2003	2004	2005		Media 1995-2003	2004	2005	
			Primo trimestre	Previsione			Primo trimestre	Previsione
Asia <sup>4</sup>	6,6	7,8	7,3	7,2	4,2	4,4	3,7	3,9
Cina	8,5	9,5	9,5	8,9	3,0	3,9	2,8	3,2
Corea	5,1	4,6	2,7	4,0	3,9	3,6	3,2	3,2
India	5,9	7,1	6,7	7,1 <sup>5</sup>	5,2	6,7	5,1	5,6 <sup>5</sup>
Altri paesi asiatici <sup>4, 6</sup>	3,6	6,0	4,7	4,8	5,8	3,4	4,3	4,2
America latina <sup>4, 7</sup>	2,0	5,9	4,3	4,3	11,2	6,6	6,6	6,3
Argentina	0,4	9,1	8,3	6,8	4,8	6,1	9,1	10,0
Brasile	2,1	5,2	3,8	3,6	9,3	7,5	7,5	6,5
Messico	2,5	4,4	2,4	3,9	16,6	5,2	4,4	4,0
Europa centrale <sup>4, 8</sup>	3,7	4,8	3,3	4,0	10,2	3,9	3,1	2,4
Russia	2,4	7,1	6,0	5,8	49,5	10,2	12,9	11,6
Turchia	3,7	8,9	0,1	5,7	64,9	10,6	8,6	8,0
Africa	3,7	5,1	...	5,0	15,6	7,7	...	7,7
Medio Oriente	4,1	5,5	...	5,0	9,2	8,3	...	8,6
Totale <sup>4, 9</sup>	5,2	7,2	6,2	6,3	9,4	5,4	5,0	5,0
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>

Nota: le previsioni e la maggior parte dei dati sul PIL per il primo trimestre 2005 sono basate sulle previsioni di Consensus Economics pubblicate in maggio, JPMorgan Chase e sul *World Economic Outlook* dell'FMI.

<sup>1</sup> Variazioni medie annue, in percentuale. <sup>2</sup> Per l'America latina, valori di fine periodo. <sup>3</sup> Per l'India, prezzi all'ingrosso. <sup>4</sup> Media ponderata dei paesi riportati in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>5</sup> Riferite all'esercizio finanziario iniziato in aprile. <sup>6</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>7</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>8</sup> Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. <sup>9</sup> Insieme delle economie indicate, esclusi Africa e Medio Oriente.

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

rapidi tassi di crescita molte risorse di importanza critica, quali il petrolio, sono state soggette a tensioni. Tuttavia, in netto contrasto con il passato, i rincari del greggio non hanno condotto a marcati incrementi dell'inflazione. I tassi di interesse in Asia e in altre regioni sono rimasti contenuti, anche perché le pressioni al rialzo sui cambi potrebbero aver incoraggiato un allentamento della politica monetaria più incisivo di quanto non sarebbe stato altrimenti.

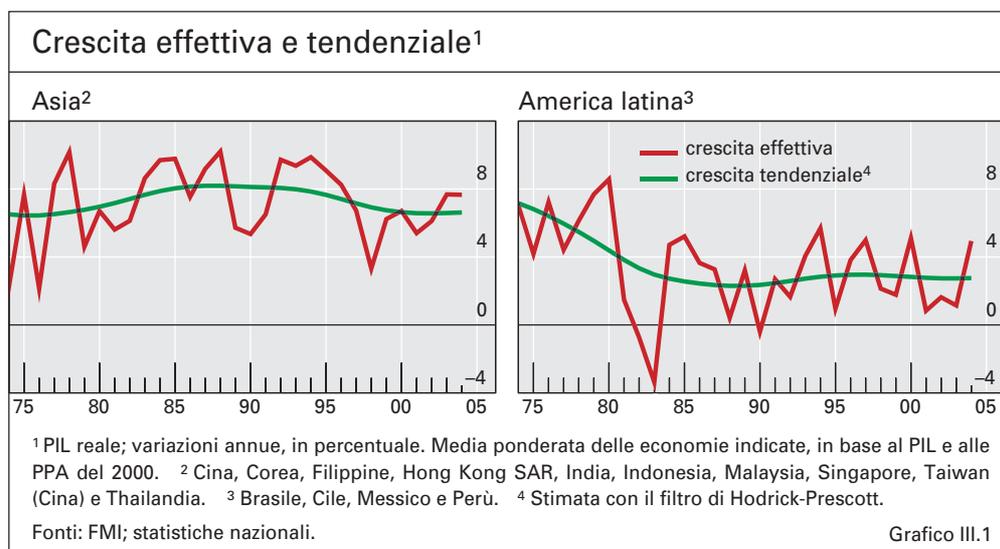
In tale contesto, si pone il quesito se i paesi emergenti siano divenuti più resistenti agli shock. Diverse considerazioni fanno propendere per una risposta affermativa. Primo, vista la crescente importanza della domanda interna, non è da escludere che l'espansione perduri anche in presenza di un indebolimento della domanda estera. Secondo, le posizioni di bilancio sono migliorate sensibilmente, anche grazie al varo di riforme legislative e allo sviluppo di mercati obbligazionari locali. Terzo, l'inflazione sembra essersi ulteriormente stabilizzata, in taluni casi di riflesso all'accresciuta credibilità delle politiche monetarie; e nella misura in cui i paesi sono oggi meno vincolati a obiettivi espliciti di cambio, risultano meno vulnerabili agli shock. Quarto, nella maggior parte delle economie dell'area la bilancia corrente si è rafforzata. Quinto, la *performance* delle banche è anch'essa migliorata.

Si tratta di progressi oggettivi, che potrebbero tuttavia derivare da fattori ciclici favorevoli. Un rallentamento globale rischierebbe ad esempio di vanificare taluni dei miglioramenti conseguiti negli ultimi tempi, così come un eventuale inasprimento monetario nelle economie industriali potrebbe frenare gli afflussi di capitali, riassorbire i recenti apprezzamenti del cambio o creare problemi di finanza pubblica. Per converso, in alcuni paesi gli attuali tassi di crescita, qualora fossero mantenuti, potrebbero innalzare le aspettative inflazionistiche. In diverse economie l'incidenza delle passività a breve sul totale del debito estero resta elevata, quantunque i cospicui livelli delle riserve valutarie ufficiali abbiano notevolmente ridotto i connessi margini di rischio. Infine, i sistemi bancari continuano a mostrare talune fragilità, e in qualche caso potranno rendersi necessari ritocchi al quadro normativo.

## Sviluppi recenti

Crescita  
eccezionale nel  
2004 ...

L'attuale fase di espansione, iniziata sul finire del 2001, ha interessato la quasi totalità delle economie di mercato emergenti (tabella III.1). Nella maggior parte dei paesi il prodotto è aumentato lo scorso anno a ritmi sostenuti, che sembrano aver superato i tassi di crescita tendenziale degli ultimi due anni (grafico III.1). Nonostante taluni shock intervenuti di recente, come i rincari petroliferi, quest'anno la crescita media dell'area dovrebbe restare stabilmente superiore al 6%. In Asia l'espansione è stata trainata da Cina e India, ma altre economie seguono a ruota. Fra i paesi latinoamericani, Argentina, Brasile e Messico hanno segnato forti recuperi, e in diverse economie della regione la crescita effettiva ha superato quella tendenziale. In tutti i principali paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO) le prospettive per il 2005 indicano alti tassi di sviluppo, malgrado il recente rallentamento. Inoltre, lo scorso anno l'espansione ha evidenziato una ripresa in Turchia e si è mantenuta su livelli



elevati in Russia. L'attività economica ha registrato un'accelerazione anche nella gran parte dei paesi africani.

Ad alimentare la crescita delle economie di mercato emergenti nel 2004 sono intervenuti diversi fattori. In primo luogo, le condizioni della domanda globale hanno favorito in misura considerevole l'intera area, grazie soprattutto alla robusta espansione di Stati Uniti e Cina. Le esportazioni di molti paesi

... alimentata da una forte domanda globale ...

Saldi di bilancia dei pagamenti									
in miliardi di dollari USA									
	Conto corrente			Flussi netti di capitali privati <sup>1</sup>			Variazione delle riserve <sup>2</sup>		
	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004	Media 1990-96	Media 2000-03	2004
Asia	-10,3	120,7	184,9	47,1	2,9	148,4	43,8	141,6	363,4
Cina	5,1	29,8	68,7	20,8	30,5	110,7	12,6	62,1	206,7
Corea	-7,1	9,4	27,6	11,4	10,2	13,8	2,6	20,2	43,7
India	-4,4	1,9	-3,9	5,6	14,7	24,7	2,4	16,4	27,5
Altri paesi asiatici <sup>3</sup>	-3,9	79,6	92,5	12,8	-52,5	-0,8	26,2	42,8	85,5
America latina <sup>4</sup>	-28,6	-21,5	20,8	50,2	24,9	-5,1	16,3	9,2	21,1
Brasile	-6,0	-12,7	11,7	18,2	15,0	-3,6	7,3	3,6	3,6
Messico	-14,8	-14,9	-8,6	20,3	21,5	12,9	1,9	6,7	5,0
Europa centrale <sup>5</sup>	-6,1	-15,0	-18,0	3,2	18,0	18,4	7,8	5,1	7,7
Russia	8,6	36,3	60,1	8,8	-9,8	-3,4	5,2	16,2	47,6
Turchia	-1,7	-4,1	-15,5	3,5	1,1	18,0	1,7	2,7	1,7
Sudafrica	0,5	-0,5	-7,0	1,1	2,0	9,9	-0,0	0,0	6,6
Totale <sup>6</sup>	-72,7	130,8	277,3	116,1	24,8	155,3	89,3	176,1	454,6
<i>Per memoria: paesi esportatori di petrolio<sup>7</sup></i>	<i>-8,9<sup>8</sup></i>	<i>53,2</i>	<i>120,4</i>	<i>37,3</i>	<i>-16,2</i>	<i>-18,9</i>	<i>9,5<sup>9</sup></i>	<i>26,5</i>	<i>60,6</i>

<sup>1</sup> Investimenti diretti e di portafoglio, derivati finanziari e altri investimenti esclusi quelli di autorità monetarie e governi. Dati parzialmente stimati. <sup>2</sup> Un valore positivo indica un incremento. <sup>3</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. <sup>4</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>5</sup> Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. <sup>6</sup> Totale delle regioni e dei paesi indicati, più Arabia Saudita e Israele. <sup>7</sup> Arabia Saudita, Indonesia, Messico, Russia e Venezuela. <sup>8</sup> 1994-1996. <sup>9</sup> 1996.

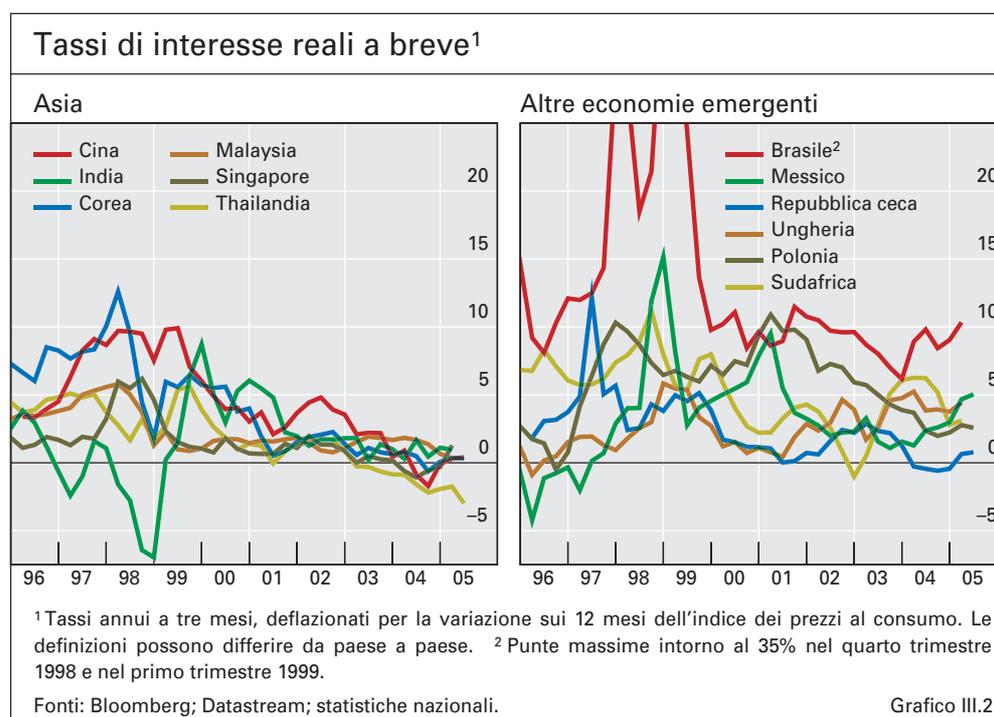
Fonti: FMI; statistiche nazionali.

Tabella III.2

hanno fatto registrare incrementi nell'ordine del 20-40%. In Asia, nonostante il lieve rallentamento ciclico che ha colpito i settori delle tecnologie informatiche nella seconda metà dell'anno, le esportazioni hanno continuato ad aumentare a ritmo sostenuto, di riflesso all'accresciuta domanda di prodotti non elettronici da parte di Stati Uniti e Cina. Parimenti vivace è stata la richiesta di materie prime prodotte da America latina, Russia e Sudafrica. Il vigore delle esportazioni ha contribuito a migliorare i saldi di parte corrente; nel 2004 il surplus dell'area emergente nel suo complesso ha addirittura raggiunto un nuovo record di \$277 miliardi (tabella III.2). Se tale eccedenza è in buona parte riconducibile all'Asia, diversi paesi latinoamericani hanno anch'essi registrato avanzi significativi, grazie ai quali hanno potuto ridurre il debito esterno e ricostituire lo stock di riserve. I paesi dell'Europa centrale, viceversa, hanno continuato a riportare ampi disavanzi del conto corrente.

... ingenti afflussi di capitali ...

In secondo luogo, i più robusti indicatori macroeconomici interni hanno migliorato il merito di credito di molti paesi. Interagendo con un'abbondante liquidità mondiale, ciò ha determinato un aumento dei flussi di capitali privati verso le economie emergenti. Lo scorso anno si è assistito a un significativo incremento dei fondi affluiti alla Cina, dove gli ingenti investimenti diretti effettuati dall'estero si sono accompagnati a una netta espansione di quelli di portafoglio e dei prestiti di banche commerciali; a tali dinamiche hanno forse contribuito le aspettative di un apprezzamento del renminbi. L'aumento è stato forte anche per gli investimenti diretti esteri verso Corea e India; quest'ultimo paese ha beneficiato inoltre di elevati investimenti di portafoglio. Nel 2004 i flussi di capitali al Sud-Est asiatico hanno parimenti segnato una ripresa, benché siano ancora scarsi rispetto ai livelli osservati prima delle crisi finanziarie del 1997-1998. Talune economie dell'America latina hanno rimborsato debiti sull'estero e rifinanziato a tassi più favorevoli parte delle onerose passività in



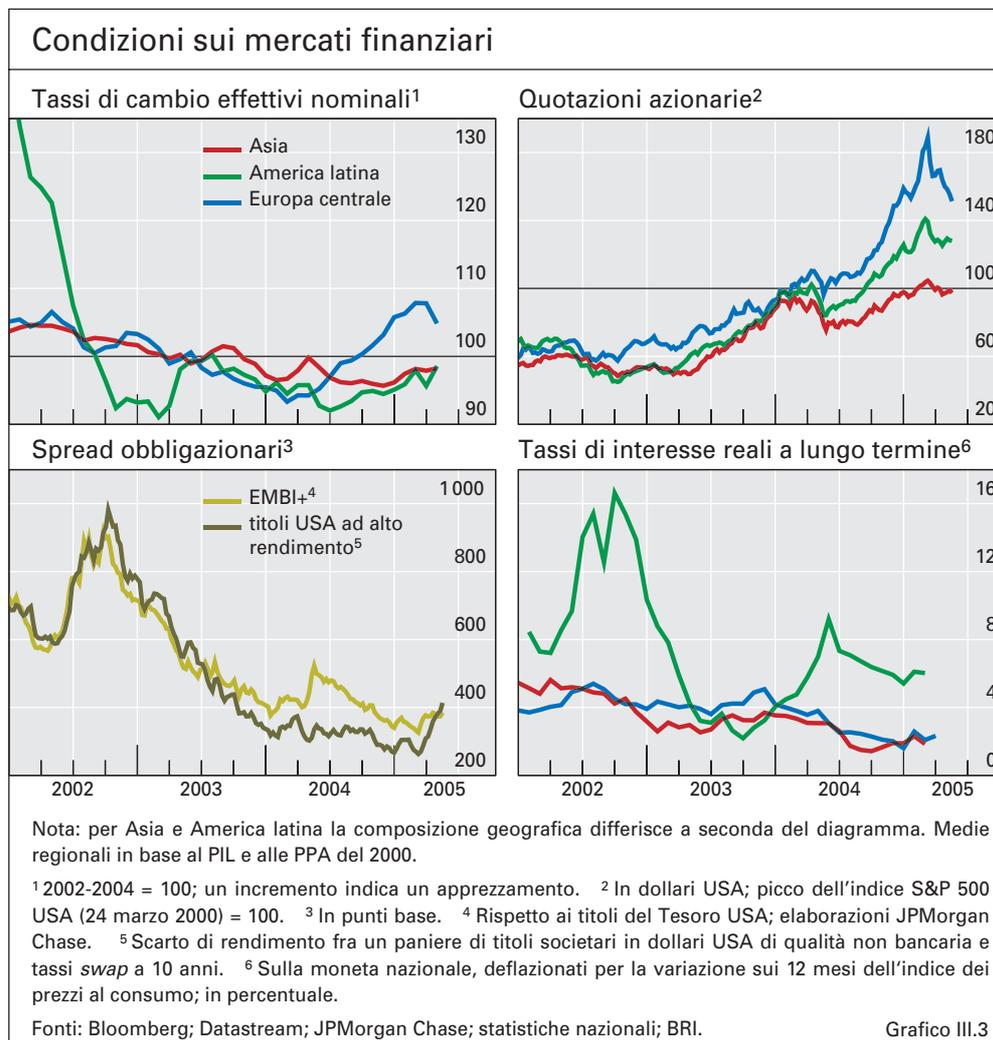
essere; nondimeno, nei principali paesi della regione i capitali netti in entrata si sono assottigliati. Gli afflussi di capitali all'Europa centrale sono rimasti sostenuti, e quelli al Sudafrica sono aumentati.

In terzo luogo, la domanda interna ha segnato recuperi in tutta l'area emergente. Malgrado gli inasprimenti attuati di recente da talune banche centrali, la politica monetaria ha continuato ad assecondare la domanda un po' ovunque, nonostante i segnali di un significativo incremento nel grado di utilizzo della capacità produttiva. Negli ultimi tre anni i tassi di interesse reali a breve termine sono stati prossimi allo zero o negativi in quasi tutti i paesi dell'Asia (grafico III.2, diagramma di sinistra). Anche in buona parte dell'America latina e nell'Europa centrale essi rimangono bassi rispetto ai parametri storici. In molti paesi – e in particolar modo quelli asiatici – le spinte al rialzo sul cambio potrebbero aver determinato tassi ufficiali inferiori a quelli che sarebbero altrimenti prevalsi, come forse testimoniano le ulteriori flessioni in termini reali dei rendimenti obbligazionari a lunga e l'aumento dei listini azionari (grafico III.3).

In Asia le più agevoli condizioni di finanziamento e la rinnovata fiducia degli investitori si sono tradotte in un aumento della spesa in conto capitale. Pur rimanendo inferiori ai livelli osservati prima delle crisi del 1997-1998, i saggi

... e una vivace domanda interna

Maggiori investimenti in Asia ...



di investimento sono aumentati in diversi paesi del Sud-Est asiatico nel 2004. In Cina, le misure di inasprimento monetario e amministrativo hanno rallentato sensibilmente la crescita nominale degli investimenti fissi. Ciò nonostante, la quota degli investimenti in beni strumentali sul PIL è ancora salita, al 51% in termini nominali, rispetto al 47% del 2003, e in taluni settori “caldi” – come quello immobiliare – l’attività di investimento è proseguita a ritmi serrati. Inoltre, le spese in conto capitale per progetti concernenti settori non interessati da surriscaldamento avrebbero registrato un balzo, anche per effetto di una diversione della domanda indotta da provvedimenti amministrativi. Secondo calcoli basati su dati macroeconomici, la redditività di taluni investimenti si è rivelata insolitamente bassa. Al tempo stesso, i consumi privati sono risaliti e le esportazioni sono rimaste vigorose.

... e ripresa della  
domanda in  
America latina

Nel 2004 l’America latina ha messo a segno un sorprendente recupero della domanda interna. I consumi privati sono tornati ad aumentare in Argentina, Brasile e Venezuela dopo il crollo seguito alle recenti crisi, e si sono ulteriormente rafforzati in Cile e Messico. In diversi paesi i tassi reali di crescita degli investimenti hanno oscillato fra il 10 e il 40%. Una situazione analoga è osservabile nei principali PECO, con ritmi di accelerazione compresi tra il 5 e il 10% in Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. In Russia, nel periodo in esame la domanda interna è stata trainata principalmente dai consumi, mentre gli investimenti sono calati. In Turchia il ripristino della fiducia seguito alla recente crisi finanziaria si è accompagnato a una netta ripresa della domanda interna.

I problemi posti  
dall’inflazione ...

Nondimeno, gli attuali ritmi di espansione hanno posto alle autorità problemi su diversi fronti. La forte domanda e i rincari delle materie prime lo scorso anno hanno accresciuto l’inflazione in diverse economie emergenti. In Asia, ad esempio, sebbene l’inflazione media del 2004 si sia attestata appena al di sopra di quella del periodo 1995-2003, vari paesi hanno fatto registrare incrementi del costo della vita (tabella III.1). In Cina l’inflazione dei prezzi al consumo si è portata al di sopra del 5% nel terzo trimestre, per poi scendere nei mesi successivi; i prezzi alla produzione, per converso, continuano a crescere a ritmo sostenuto. Situazione analoga in India: dopo aver toccato l’8% nel 2004, i prezzi sono rallentati agli inizi del corrente anno. In America latina e nei PECO l’inflazione è rimasta bassa rispetto ai parametri storici; nel primo trimestre 2005, però, l’Argentina ha visto aumentare le pressioni sui prezzi, e in aprile l’inflazione è salita anche in Brasile.

... conducono a  
inasprimenti della  
politica monetaria

Di conseguenza, alcuni paesi hanno dovuto inasprire l’orientamento monetario. Cina e India hanno fatto ricorso a strumenti sia diretti, innalzando gli obblighi di riserva applicati alle banche, sia indiretti, elevando i saggi ufficiali. La Thailandia ha accresciuto sensibilmente i tassi di interesse dall’agosto 2004 al fine di ridurre il rischio di pressioni inflazionistiche. Nell’aprile 2005 le Filippine e l’Indonesia hanno aumentato il costo del denaro di 25 punti base. I tassi di interesse sono saliti anche in diversi paesi latinoamericani, fra cui Brasile e Messico.

Apprezzamento del  
cambio ...

Inoltre, i considerevoli avanzi di bilancia dei pagamenti hanno esercitato spinte al rialzo sulle monete dei paesi con tassi di cambio flessibili. In tutte le regioni ciò si è rispecchiato nel 2004 in più pronunciati apprezzamenti nei

confronti del dollaro (o dell'euro, per l'Europa centrale) rispetto agli anni passati. Nondimeno, come si vedrà nel Capitolo V, le autorità di gran parte delle economie asiatiche hanno continuato a intervenire sui mercati dei cambi al fine di limitare l'apprezzamento delle rispettive valute o mantenere la fissità del cambio. Di conseguenza, le riserve valutarie nell'insieme dei paesi emergenti dell'Asia sono cresciute a ritmi senza precedenti (tabella III.2). In termini effettivi nominali, pertanto, i tassi di cambio asiatici hanno perlopiù seguito a deprezzarsi durante buona parte del 2004, per poi invertire la tendenza agli inizi di quest'anno (grafico III.3, diagramma superiore di sinistra). Come notato in precedenza, l'accumulo di riserve pare essersi accompagnato a una politica monetaria meno restrittiva di quanto sarebbe stato altrimenti opportuno.

All'acuirsi delle pressioni inflazionistiche potrebbe rendersi necessaria un'inversione di tale orientamento accomodante. Fra l'altro, la rapida crescita del credito alle famiglie osservata lo scorso anno in molti paesi, unitamente a un rincaro dei prezzi immobiliari (si veda oltre), potrebbe indurre le banche centrali ad accelerare la stretta monetaria. E non è da escludere un ripensamento delle politiche di intervento. I crescenti costi di detenzione delle riserve comportano oneri di natura fiscale – e forse perdite di bilancio, qualora si rendesse inevitabile un apprezzamento delle valute. La percezione degli operatori secondo cui tali massicci interventi sul mercato dei cambi potrebbero non essere sostenibili rischia inoltre di provocare ingenti afflussi speculativi a breve termine. Verso la fine del 2004, per citare due esempi, i capitali affluiti al mercato azionario indiano sarebbero aumentati bruscamente, e le aspettative di un apprezzamento della valuta avrebbero indotto i residenti coreani a rimpatriare fondi investiti all'estero.

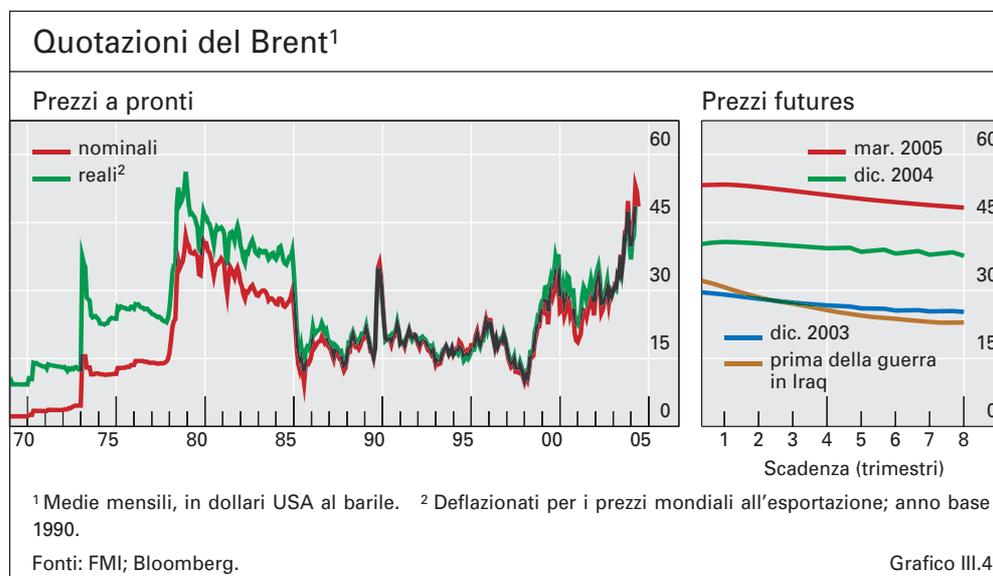
... con vincoli sugli interventi

### Alti prezzi delle materie prime: cause ed effetti

Le dinamiche dei prezzi delle materie prime hanno esercitato un influsso importante sulle economie emergenti. Dagli inizi del 2002 i corsi petroliferi sono cresciuti del 150% in termini di dollari USA. L'aumento è stato particolarmente pronunciato nel 2004, quando i prezzi del greggio hanno segnato a più riprese nuovi massimi storici, prima di tornare a scendere a metà marzo di quest'anno (grafico III.4). Nondimeno, in termini reali essi restano al disotto dei livelli osservati durante la seconda crisi petrolifera del 1979. Anche le quotazioni reali dei metalli hanno segnato un netto recupero rispetto ai minimi degli ultimi anni novanta, benché i loro livelli attuali non superino quelli toccati agli inizi del decennio scorso (grafico III.5, diagramma di sinistra). I prezzi di importanti input industriali, quali rame, piombo e carbone, che erano aumentati in misura modesta nel 2003, sono in rapida ascesa dai primi mesi del 2004.

A determinare l'andamento dei prezzi delle materie prime hanno contribuito diversi fattori comuni. La forte espansione mondiale del settore manifatturiero ha innalzato la domanda di input primari e, date le basse elasticità dell'offerta nel breve periodo, ha fatto lievitare i prezzi. Per ciò che concerne i corsi petroliferi, fondamentale è stata la sempre maggiore

L'eccezionale domanda di petrolio ...



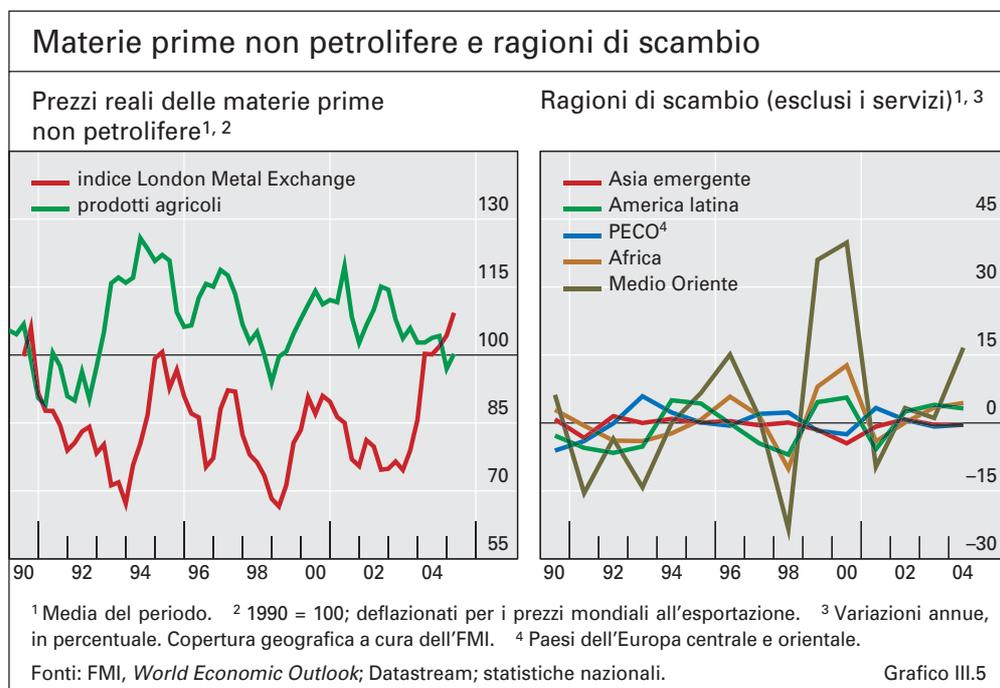
concentrazione della crescita globale nelle economie asiatiche ad alto consumo di petrolio. Così, la crescita della domanda mondiale di greggio è accelerata da meno dell'1% nel 2002 al 3½% nel 2004. Circa un terzo dell'aumento dello scorso anno è riconducibile alla Cina, e un ulteriore 17% ad altre economie dell'Asia.

... e rigidi vincoli dal lato dell'offerta ...

Al tempo stesso, malgrado l'aumentata produzione dei paesi non aderenti all'OPEC, l'offerta mondiale di greggio si è progressivamente fatta più scarsa, di riflesso a un lungo periodo di bassi investimenti nel settore petrolifero. La capacità inutilizzata dell'OPEC (escluso l'Iraq) è scesa negli ultimi mesi a livelli bassissimi, toccando 1-2 milioni di barili al giorno, il 2% circa dell'offerta mondiale. Le condizioni di mercato tese hanno esacerbato la reazione dei corsi petroliferi a recenti fattori avversi, quali le crescenti incertezze circa l'offerta dal Medio Oriente e le ricorrenti difficoltà di produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC. Ad ampliare ulteriormente il differenziale di prezzo fra petrolio leggero e pesante hanno altresì concorso i temporanei vincoli a livello di trasformazione del greggio più pesante in carburante per mezzi di trasporto. Tra il 2003 e metà ottobre 2004 lo scarto fra i corsi *benchmark* del Brent (leggero) e del Dubai (pesante) è aumentato da meno di \$3 a circa \$14 il barile, per poi tornare a piegare decisamente verso il basso nei mesi più recenti.

... potrebbero comportare un cambiamento di fondo nelle prospettive di prezzo

Le aspettative secondo cui i corsi petroliferi rimarranno elevati a medio termine hanno parimenti prodotto un forte impatto. Nella fase iniziale del ciclo, quando i prezzi a pronti del greggio erano stati spinti verso l'alto, quelli dei *futures* erano cresciuti meno rapidamente, o addirittura calati, nell'aspettativa che lo shock si rivelasse momentaneo. Ad esempio, nel febbraio 2003 il prezzo a pronti del Brent superava del 27% il prezzo a un anno. Per contro, negli ultimi mesi le quotazioni a pronti e a termine hanno avuto la tendenza a muoversi in sincronia. Lo spostamento verso l'alto delle curve dei *futures* lungo l'intera gamma di scadenze dagli inizi del 2003 (grafico III.4, diagramma di destra) sta a indicare un mutamento nelle prospettive di fondo circa il livello dei corsi petroliferi.



Un altro fattore è stato il ruolo svolto dagli attuali bassi livelli dei tassi di interesse reali. In presenza di rendimenti costantemente bassi o decrescenti sulle attività finanziarie e di un aumento nel “valore di scarsità” del petrolio, taluni investitori non commerciali sono stati sempre più attratti dai mercati delle materie prime. L'accresciuto impiego di queste ultime a fini di copertura contro futuri deprezzamenti del dollaro potrebbe aver accentuato tale tendenza. La crescente importanza di questa classe di investitori è testimoniata anche dal forte aumento registrato di recente nelle loro posizioni in contratti *futures* su petrolio. Basti pensare che le posizioni lunghe al New York Mercantile Exchange – il principale mercato *futures* del greggio – si sono più che triplicate tra il gennaio 2002 e il marzo 2005, e che la quota degli investitori non commerciali è aumentata da circa un quarto a due quinti (Capitolo VI).

Il considerevole aumento dei prezzi ha migliorato le ragioni di scambio nella maggior parte dei paesi esportatori di materie prime (grafico III.5, diagramma di destra). Si stima che lo scorso anno i rincari petroliferi abbiano fruttato ai paesi esportatori di greggio una somma superiore all'8% del loro prodotto interno lordo. Anche per i principali paesi esportatori di materie prime non petrolifere – quali Brasile e Cile – i proventi sono stati considerevoli. In Cile, ad esempio, gli introiti per le vendite di rame sono aumentati nel 2004 di oltre l'80%. Anche diverse economie africane hanno realizzato guadagni significativi dalle esportazioni di prodotti primari.

In passato, segnatamente durante il secondo shock petrolifero nel 1979, le economie esportatrici di petrolio avevano incontrato difficoltà nel gestire i proventi straordinari ottenuti dalle vendite di greggio. Nel convincimento che questi ultimi fossero permanenti, molti paesi avevano incrementato la spesa pubblica strutturale. Allorché emerse la natura temporanea di tali introiti, cominciarono a manifestarsi squilibri di finanza pubblica. Ad aggravare la situazione intervennero a più riprese l'apprezzamento delle valute e una

Miglioramenti nelle ragioni di scambio per gli esportatori ...

perdita di competitività. Quando poi durante gli anni ottanta i corsi petroliferi subirono un crollo, numerosi paesi esportatori finirono col trovarsi in difficoltà.

... gestiti meglio  
che in passato

Durante il ciclo attuale, tuttavia, diversi paesi esportatori sembrano aver gestito in maniera migliore gli introiti straordinari derivanti dai rincari delle materie prime. Una ragione di ciò risiede negli strumenti (come i fondi di stabilizzazione) e nelle specifiche regole di bilancio di cui molti paesi si sono dotati per far fronte alla volatilità del gettito fiscale. Lo scorso anno, ad esempio, il Messico ha trasferito all'apposito fondo di stabilizzazione istituito nel 2000 entrate petrolifere in eccesso per \$1 miliardo, accantonando inoltre un'alta percentuale di tali introiti per futuri investimenti infrastrutturali, anche nel settore petrolifero. Nel dicembre scorso il saldo del fondo di stabilizzazione creato dall'Algeria agli inizi del 2000 era salito nettamente in rapporto al PIL. Anche la Russia ha istituito un fondo analogo nel 2004. Un secondo aspetto positivo è che molti paesi esportatori hanno impiegato buona parte dei proventi per estinguere passività in essere. In Arabia Saudita il governo dal 2002 ha ridotto di 32 punti percentuali il rapporto debito pubblico/PIL, e anche Algeria e Russia hanno abbattuto in misura significativa il debito in essere. Nella misura in cui i proventi straordinari dei fondi di stabilizzazione del petrolio sono stati investiti all'estero o impiegati per rimborsare prestiti pubblici, essi potrebbero aver anche contribuito a contenere nel breve periodo l'apprezzamento del cambio.

Nei paesi esportatori di materie prime la combinazione di una vigorosa domanda globale e di forti rincari generalizzati delle materie di base rischia di condurre a un'espansione della capacità produttiva che potrebbe in seguito rivelarsi non redditizia. L'esperienza insegna che qualora l'ampliamento dell'offerta dovesse sopravvenire dopo che la domanda ha iniziato a flettere, l'inversione dei prezzi potrebbe essere brusca e pronunciata. Le crescenti interrelazioni tra mercati finanziari e mercati delle materie prime potrebbero acuire ulteriormente le volatilità di prezzo. Siffatte considerazioni spiegano in parte perché gli investimenti nei settori della produzione di materie prime sono rimasti modesti, nonostante i maggiori profitti.

Gli effetti dei rincari  
petroliferi ...

Nei paesi importatori di greggio, per converso, i più alti prezzi petroliferi aumentano l'inflazione e riducono la domanda aggregata. L'Asia tende a essere colpita in modo particolarmente severo a causa della sua elevata dipendenza dalle importazioni di petrolio e della maggiore incidenza di tale input sul prodotto (tabella III.3). Stime dell'Agenzia internazionale per l'energia indicano che un rincaro protratto di \$10 il barile potrebbe indurre un calo nella crescita del PIL asiatico di quasi 1 punto percentuale un anno dopo lo shock, nonché un aumento dell'inflazione di 1½ punti.

... sono limitati

Per la maggior parte dei paesi emergenti importatori gli effetti dei rincari petroliferi sul prodotto sembrano essere rimasti finora modesti. In parte ciò è dovuto al fatto che la forte domanda globale e la generalizzata ascesa nei prezzi delle esportazioni asiatiche hanno limitato gli effetti negativi sulle ragioni di scambio. Ad esempio, i prezzi delle esportazioni delle economie asiatiche sono aumentati di oltre il 7% negli ultimi due anni, contro un calo di circa l'1% nel 2000-2002.

Incidenza del petrolio						
	Importazioni nette <sup>1</sup>			Consumi <sup>2</sup>		
	1995	2000	2003	1995	2000	2003
Asia	1,1	2,2	2,2	0,15	0,15	0,14 <sup>3</sup>
Cina	0,2	1,3	1,5	0,18	0,17	0,15
Corea	2,4	4,2	3,8	0,14	0,12	0,11
India	1,9	3,1	2,8	0,16	0,16	0,15 <sup>3</sup>
Altri paesi asiatici <sup>4</sup>	0,6	1,5	1,9	0,14	0,15	0,15 <sup>3</sup>
America latina <sup>5</sup>	-1,2	-2,1	-2,4	0,12	0,12	0,12 <sup>3</sup>
Europa centrale <sup>6</sup>	1,5	2,0	1,4	0,10	0,09	0,08 <sup>3</sup>
Per memoria: G7	0,5	0,9	0,9	0,06	0,05	0,05

<sup>1</sup> Petrolio, derivati petroliferi e prodotti correlati (classificazione SITC rev. 3), in percentuale del PIL nominale. Valori negativi indicano che le esportazioni superano le importazioni. <sup>2</sup> Barili per unità di PIL a prezzi e a tassi di cambio del dollaro USA del 1995. <sup>3</sup> 2002. <sup>4</sup> Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. <sup>6</sup> Polonia, Repubblica ceca e Ungheria.

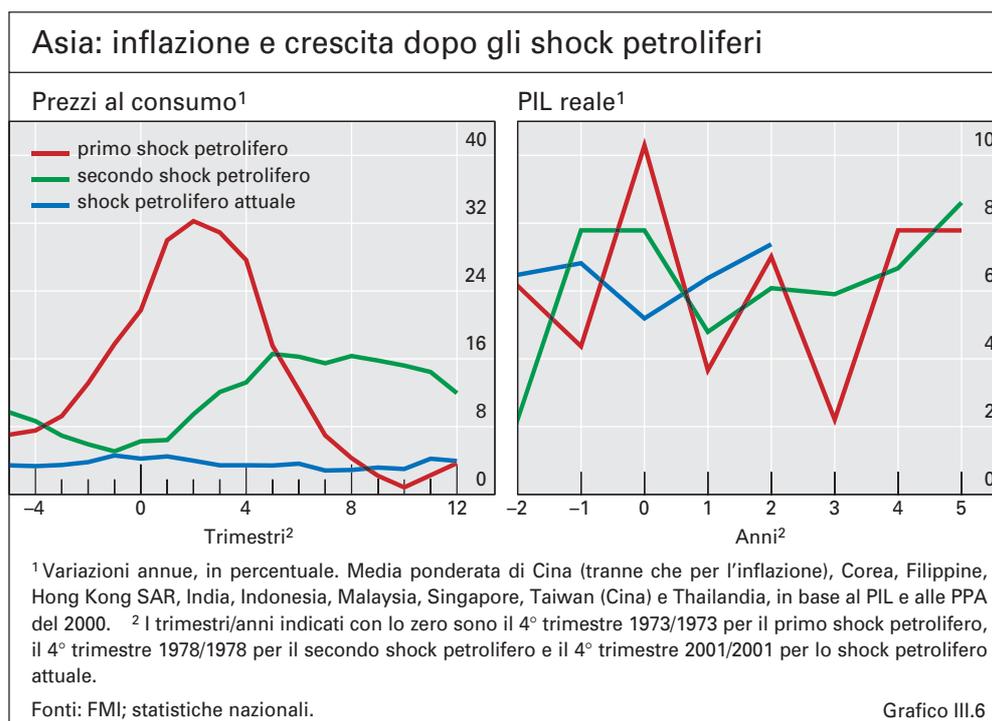
Fonti: OMC; ONU, *Commodity Trade Statistics*; Energy Information Administration USA; statistiche nazionali. Tabella III.3

Indubbiamente, tali sviluppi avrebbero potuto far aumentare ancor più l'inflazione interna. Come rilevato in precedenza, sebbene l'indice generale dei prezzi sia di fatto salito in diversi paesi (anzitutto India e Filippine), l'impatto è rimasto contenuto, specie se lo si raffronta a quelli osservati in occasione delle due crisi petrolifere del 1973 e del 1979, quando le conseguenti pressioni inflazionistiche si erano estese all'intero continente (grafico III.6).

Inflazione relativamente bassa ...

Vi sono varie ragioni alla base di questo impatto moderato. Anzitutto, le diverse dinamiche del ciclo. Nei precedenti episodi l'inflazione stava già accelerando prima che i prezzi del greggio cominciassero ad aumentare sensibilmente; lo shock negativo dal lato dell'offerta coincise quindi con

... a causa della differente posizione ciclica ...



un'inflazione molto maggiore. Per converso, nella situazione attuale l'aumento delle quotazioni del greggio è intervenuto dopo diversi anni di bassa inflazione. Nella misura in cui le aspettative inflazionistiche sono meglio ancorate, ciò potrebbe aver contribuito a ridurre gli effetti indotti (si veda oltre).

... e di ingenti  
sussidi petroliferi  
in Asia

Secondo, diversi governi asiatici fissano per il petrolio un prezzo amministrato. In questi casi, i rincari sui prezzi interni sono stati pertanto differiti, il che si configura in pratica come un sussidio fiscale diretto. Alcuni paesi hanno anche ridotto le imposte sulle importazioni e sulle vendite di greggio per compensare in parte i maggiori prezzi internazionali. Lo scorso anno i sussidi petroliferi sono rimasti particolarmente elevati in India, Indonesia, Malaysia e Thailandia. Misure di questo tipo finiscono con l'indebolire le posizioni di bilancio, affievolire gli incentivi a limitare l'uso di greggio e acuire così la dipendenza dal petrolio. Per questo motivo negli ultimi tempi molte economie asiatiche hanno cominciato a traslare sui consumatori i rincari petroliferi. Infine, in alcuni paesi con tassi di cambio flessibili l'apprezzamento della valuta rispetto al dollaro potrebbe aver contribuito a contenere l'impatto diretto degli accresciuti prezzi del greggio.

### Fattori che incidono sulla resilienza agli shock esogeni

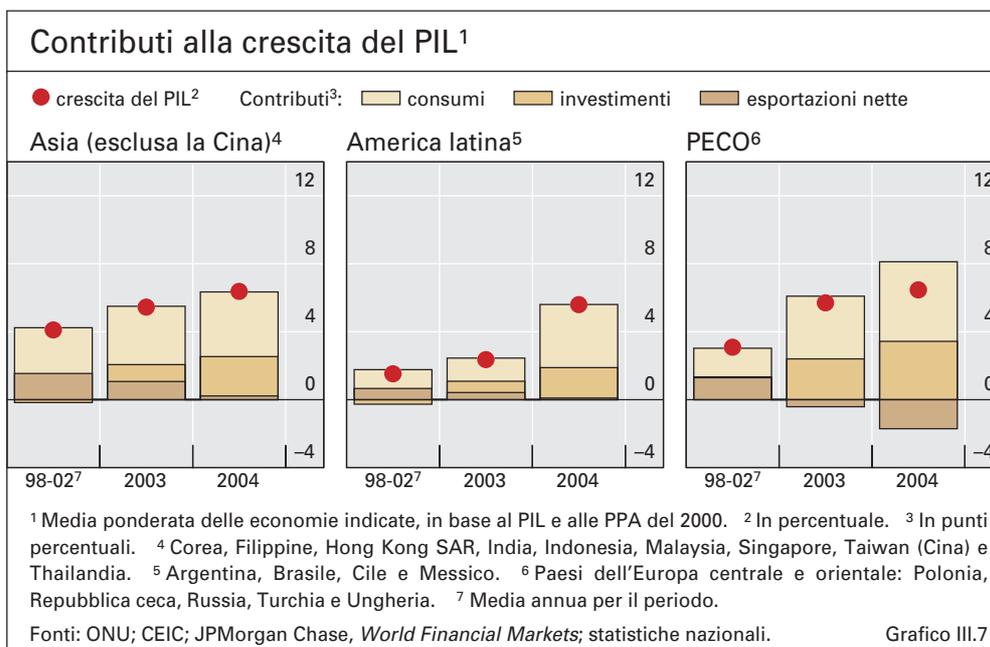
In molte economie emergenti le autorità si trovano confrontate con una struttura fiscale ancora relativamente debole, un assetto di politica monetaria più formalizzato ma tutto sommato recente, e un'alta esposizione agli shock finanziari esterni. Malgrado ciò, negli ultimi due anni sono intervenuti diversi sviluppi che potrebbero aver migliorato la resistenza di questi paesi a shock esogeni.

Ruolo dei più solidi  
bilanci societari ...

Anzitutto, nell'ultimo biennio la domanda interna ha svolto un ruolo molto più importante che in passato (grafico III.7), e ciò potrebbe attenuare l'impatto sulla crescita esercitato da una brusca frenata della domanda globale; inoltre, la sostenibilità della domanda interna potrebbe essere favorita dal fatto che essa si è accompagnata a riforme strutturali volte a stimolare gli investimenti nel settore privato. In Asia la crescita ha fatto seguito a un periodo di ristrutturazioni societarie durante il quale le imprese hanno ridotto lo stock di debito e migliorato la redditività. Nel settore manifatturiero della Corea, ad esempio, il rapporto fra debito e capitale proprio è sceso da quasi il 400% a fine 1997 a circa il 100% a fine marzo 2004. In India la spesa delle imprese è stata sostenuta da risultati economici di tutto rispetto. In America latina la fiducia degli investitori è migliorata sostanzialmente dopo il varo di importanti riforme strutturali. La spesa in conto capitale di Cile e Messico, per citare due paesi, ha beneficiato di una significativa accelerazione della crescita della produttività. Per i PECO il fattore propulsivo degli ultimi anni è stato il processo di convergenza nell'Unione europea, che ha intensificato gli afflussi di capitale e favorito gli investimenti esteri nella regione.

... e della spesa  
delle famiglie

Secondo, nella dinamica della domanda interna le famiglie hanno rivestito un ruolo più importante rispetto a precedenti cicli economici. In particolare, negli ultimi anni molti paesi con un insufficiente stock di abitazioni hanno registrato un forte aumento degli investimenti residenziali (grafico III.8) e della



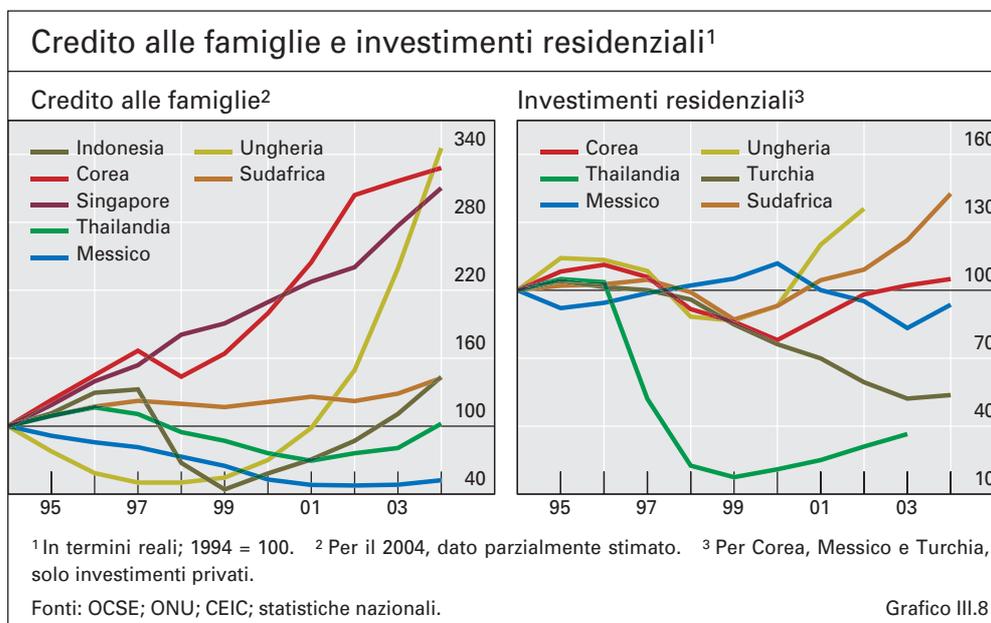
spesa in beni durevoli delle famiglie. Se da un lato i bassi tassi sui crediti ipotecari e al consumo hanno incoraggiato queste ultime a indebitarsi, dall'altro le stesse banche sono divenute più propense a concedere prestiti alle famiglie in seguito alle perdite sui prestiti alle imprese subite durante e dopo le crisi asiatiche. Fra gli altri fattori rilevanti figurano la liberalizzazione dei mercati del credito e l'accresciuta concorrenza nell'attività al dettaglio, spesso per impulso delle banche estere.

Nei paesi in cui il rapporto debito/reddito delle famiglie rimane basso e il sistema bancario è ben premunito contro le nuove tipologie di rischio connesse con le esposizioni nei settori immobiliare e delle carte di credito, i finanziamenti alle famiglie potrebbero senz'altro espandersi ulteriormente senza originare difficoltà. Inoltre, in molti casi la domanda di abitazioni e di beni di consumo durevoli sembra essere trainata da fattori di lungo periodo, quali i crescenti redditi delle famiglie, il processo di urbanizzazione e la percezione sempre più diffusa che la proprietà della casa è ormai divenuta un'opzione realistica. In India, ad esempio, siffatta tendenza è stata sostenuta dal progressivo ampliamento della fascia di popolazione a medio reddito. In parte il credito alle famiglie è di fatto finanziamento alle piccole imprese, e ciò potrebbe rispecchiare la crescente importanza del terziario. Un altro fattore che ha assunto particolare rilevanza in America latina è stato il recente calo nella volatilità dei tassi di interesse, che in passato aveva inibito lo sviluppo di un mercato dei mutui ipotecari.

Non mancano tuttavia rischi potenziali. Il primo è quello di un indebitamento eccessivo da parte delle famiglie. Un forte incremento nel rapporto debito/reddito potrebbe incidere sulla spesa futura del settore. È quanto accaduto in Corea, dove l'aggiustamento ha provocato un calo dello stock di debito in rapporto al reddito da circa il 64% nel 2002 – quando la bolla delle carte di credito aveva raggiunto il culmine – al 60% di fine 2004; dopo diversi trimestri di flessione, i consumi privati sono tornati a crescere solo nell'ultimo

La forte domanda delle famiglie è in parte strutturale ...

... ma comporta un rischio di sovra-indebitamento



scorcio del 2004. Un altro rischio è che la forte espansione del credito alle famiglie possa condurre a rialzi eccessivi delle quotazioni immobiliari. In Thailandia, ad esempio, i prezzi dei fabbricati residenziali e commerciali sono in rapida crescita dal 2003. Nel primo trimestre 2005 gli immobili in Cina aumentavano a ritmi annui prossimi al 10%, e addirittura del 20% circa a Shanghai. Da notare infine che una flessione del mercato immobiliare si ripercuoterebbe sul settore finanziario (si veda oltre).

Un terzo sviluppo è stata l'accresciuta esposizione verso la Cina. Tra il 2000 e il 2004 l'avanzo commerciale aggregato delle principali economie emergenti nei confronti di questo paese è passato da circa \$7 a 30 miliardi. Se a causa della prossimità e delle complementarità commerciali l'impatto è stato maggiore sulle economie asiatiche, esso è risultato importante anche nell'America latina. In aggiunta, la Cina ha contribuito al miglioramento delle ragioni di scambio di moltissimi esportatori di materie prime.

Nondimeno, la crescente penetrazione cinese in specifici mercati dell'export potrebbe altresì creare problemi ad altre economie emergenti. Dopo l'abolizione dei contingenti agli inizi del 2005, le esportazioni di prodotti tessili dalla Cina sono aumentate drasticamente. Da rilevare inoltre che, dati i vantaggi di costo e di produttività, la quota di esportazioni tessili sia dalla Cina che dall'India è destinata a crescere ulteriormente, sottoponendo a forti pressioni altri paesi esportatori di tali prodotti.

#### *Minore vulnerabilità fiscale?*

Diverse economie emergenti hanno ridotto lo scorso anno il rapporto deficit/PIL (tabella III.4). In Asia, ad esempio, i disavanzi medi risultano diminuiti dagli alti livelli toccati nel 2001 e 2002, quando molti paesi avevano adottato misure di stimolo fiscale per sostenere la domanda interna. Ciò nonostante, India e Filippine continuano a presentare ingenti squilibri di bilancio, e l'incidenza del debito sul PIL è in qualche caso aumentata. In Cina, sebbene i convenzionali

Maggiore esposizione verso la Cina

Saldi di bilancio, debito pubblico e debito estero <sup>1</sup>								
in percentuale del PIL								
	Saldo di bilancio			Debito pubblico			Debito estero totale	
	2002	2003	2004	1997	2000	2004	2000	2004
Asia <sup>2</sup>	-4,4	-4,1	-3,5	26	41	43	27	21
Cina	-3,0	-2,5	-1,5	11	22	25	14	14
India <sup>3</sup>	-9,5	-9,4	-9,1	59	66	78	25	19
Altri paesi <sup>2, 4</sup>	-1,8	-2,0	-1,8	25	55	45	58	41
America latina <sup>2, 5</sup>	-2,8	-2,5	-0,9	37	45	59	37	43
Argentina	-1,5	0,5	2,7	35	46	121	55	111
Brasile	-4,6	-5,1	-2,7	34	49	52	36	34
Messico	-1,2	-0,6	-0,4	47	42	44	26	21
Europa centrale <sup>2, 6</sup>	-5,2	-6,5	-4,3	40	36	45	45	42
Russia	1,3	1,5	3,0	54	56	20	67	36
Sudafrica	-0,7	-2,5	-2,1	49	44	38	28	19
Turchia	-12,6	-8,8	-3,9	53	57	81	60	53

<sup>1</sup> Le definizioni differiscono da paese a paese. Alcuni dati per il 2004 sono stime e proiezioni. <sup>2</sup> Media ponderata dei paesi indicati, in base al PIL e alle PPA del 2000. <sup>3</sup> Per il debito pubblico, debito delle amministrazioni centrali e di quelle degli Stati federati, con esercizi finanziari iniziati in aprile. <sup>4</sup> Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia. <sup>5</sup> Argentina, Brasile, Cile, Messico e Perù. <sup>6</sup> Polonia, Repubblica ceca (eccettuato il debito estero) e Ungheria.

Fonti: Banca asiatica di sviluppo; Commissione economica per l'America latina e i Caraibi (CEALC); Commissione europea, *Economic Forecasts*; FMI; Institute of International Finance (IIF); JPMorgan Chase, *Emerging Markets Debt and Fiscal Indicators*; Moody's; statistiche nazionali.

Tabella III.4

indici fiscali siano migliorati, essi non riflettono le cospicue passività eventuali derivanti dal costo effettivo e potenziale delle ristrutturazioni bancarie (si veda oltre).

Significativi miglioramenti nei conti pubblici sono stati osservati di recente in America latina, specie nei paesi esposti ai mercati internazionali dei capitali. In Argentina l'avanzo primario del governo federale è salito da poco più del 2% del PIL nel 2003 al 4% nel 2004, ben oltre l'obiettivo del 2½% concordato con l'FMI. Nel gennaio 2005 il governo ha rilanciato il programma di ristrutturazione del debito annunciato lo scorso anno; il suo buon esito avrebbe un notevole impatto sulla posizione di bilancio a medio e a lungo termine del paese. Analogamente, con un avanzo primario che nel 2004 ha superato il 4½% del PIL, il Brasile ha registrato per la prima volta nell'ultimo decennio un calo nell'incidenza del debito pubblico. I rapporti debito pubblico/PIL sono diminuiti anche in Cile, Messico e Perù, che hanno incrementato il loro avanzo primario o utilizzato parte degli introiti derivanti dai rincari delle materie prime per rimborsare passività in essere.

In diversi casi è inoltre migliorata la composizione del debito, come testimonia l'accresciuto ricorso all'indebitamento interno a scapito di quello estero nei paesi fiscalmente vulnerabili. È il caso di Brasile e Messico, la cui quota di emissioni interne sul totale del debito in essere è aumentata di circa 5 punti percentuali lo scorso anno. Un ulteriore indicatore della migliorata composizione del debito è il calo registrato da taluni paesi nell'incidenza delle passività a breve sul debito interno complessivo, che ha attenuato il rischio di rifinanziamento. Inoltre, le autorità fiscali di alcune economie hanno potuto

Bassi disavanzi di bilancio in America latina

Migliore composizione del debito

ridurre la loro esposizione al rischio valutario diminuendo la quota delle passività collegate all'andamento del cambio. È quanto accaduto ad esempio in Brasile, dove le obbligazioni indicizzate al dollaro sono scese dal 37% del debito totale interno a fine 2002 al 10% della fine dello scorso anno.

Analogamente, i conti pubblici della Turchia sono sensibilmente migliorati dopo la crisi del 2001. Nel 2004 l'avanzo primario del settore pubblico allargato è salito al 6½% del PIL, e le autorità hanno altresì ridotto la quota delle obbligazioni legate al cambio, passata dal 36% del debito totale interno di fine 2001 al 18% di fine 2004. Grazie ai progressi conseguiti sul versante fiscale, nel maggio scorso il paese ha potuto negoziare con l'FMI un nuovo programma di sostegno.

Diverso è il caso dell'Europa centrale, dove gli squilibri fiscali permangono ampi. Nel 2004 l'Ungheria ha ridotto il disavanzo al 4½% del PIL, da oltre il 7% del 2002-2003. Il deficit della Polonia è stato inferiore al previsto grazie alla forte crescita economica, ma resta elevato.

In Africa le finanze pubbliche sono in generale migliorate lo scorso anno grazie alla maggiore crescita, ai rincari delle materie prime e – in diversi casi – agli sforzi per disciplinare la gestione dei conti pubblici. Il Governo sudafricano ha seguito una politica fiscale espansiva, incrementando la spesa pubblica in infrastrutture e servizi sociali.

A giustificare l'ottimismo circa la sostenibilità dei recenti miglioramenti è l'approvazione di leggi di "responsabilità fiscale" finalizzate a rafforzare la disciplina di bilancio in vari paesi. Un esempio degno di nota è il Cile, che nel 2000 ha introdotto una norma che prevede il mantenimento di un avanzo strutturale pari all'1% del PIL. Tale norma è stata osservata sia durante le fasi di rallentamento ciclico che nei periodi di svolta ascendente. Lo scorso anno, per effetto dei rincari del rame, l'avanzo di bilancio complessivo del paese ha superato il 2% del prodotto. Analogo risultato è stato conseguito in Brasile con la legge di responsabilità fiscale varata nel 2000, che aveva stabilito obiettivi in termini di avanzo primario per ogni livello dell'amministrazione e vietato programmi strutturali di spesa privi della relativa copertura. Tale legge, che ha avuto l'effetto di separare la manovra di bilancio dai cicli elettorali, ha probabilmente accresciuto la fiducia degli investitori, contribuendo a ridurre l'elevato premio al rischio che il paese era costretto a pagare sulle passività in valuta. Leggi di responsabilità fiscale sono state di recente introdotte anche in altri paesi, fra cui Colombia, India e Perù.

Alcune considerazioni inducono tuttavia a moderare l'ottimismo riguardo alla sostenibilità del riequilibrio nei conti pubblici. Negli ultimi due anni le autorità fiscali hanno beneficiato di condizioni economiche estremamente favorevoli: mentre gli alti ritmi di crescita alimentavano il gettito tributario, i bassi tassi di interesse interni ed esteri – combinatisi con l'apprezzamento del cambio – hanno ridotto marcatamente gli oneri per il servizio del debito. Inoltre, in diversi paesi lo stock di debito è ancora troppo alto, come alta è, in alcuni casi, la quota dei prestiti a tasso variabile e a breve termine sul debito interno totale, una fonte significativa di rischio nel momento in cui cesserà l'attuale orientamento monetario accomodante. In Brasile e Turchia, ad esempio, a fine 2004 l'incidenza del debito a tasso variabile si aggirava

Sostenibilità dei  
miglioramenti nei  
conti pubblici

rispettivamente intorno al 50 e 40%. In Asia, considerati i pesanti costi connessi con il finanziamento dei sussidi petroliferi, i conti pubblici rimangono particolarmente esposti a potenziali rincari del greggio.

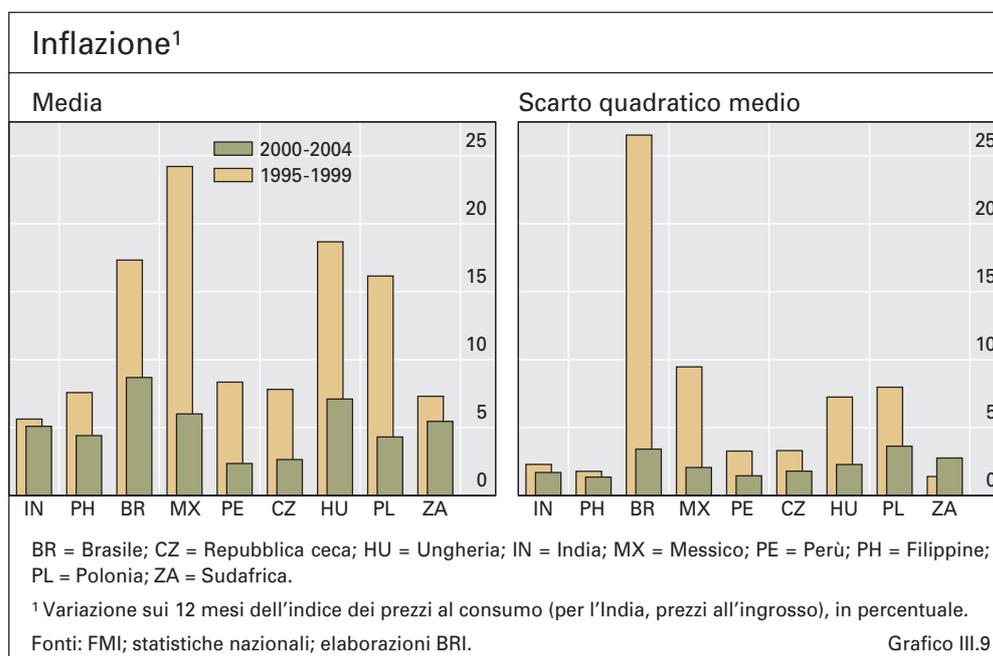
### Un'inflazione più stabile?

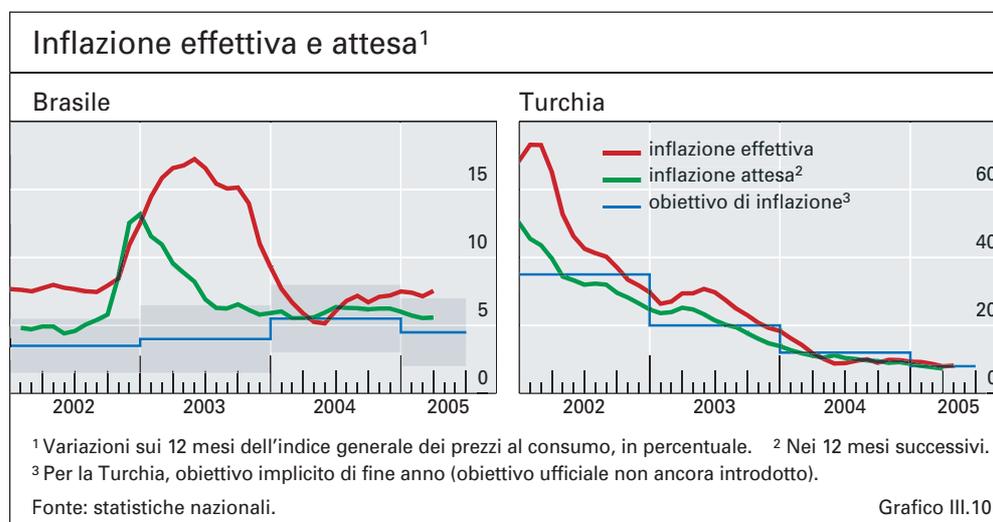
Il tasso medio di inflazione nel complesso dell'area emergente è sceso dal 13% della seconda metà degli anni novanta al 5½% nel 2000-2004. I cali più rilevanti hanno interessato i paesi con tassi di inflazione storicamente medio-alti (grafico III.9). Al tempo stesso, la variabilità dell'inflazione è calata nettamente nella quasi totalità dell'area. Nella misura in cui l'inflazione è considerata sotto controllo, ciò potrebbe accrescere la fiducia degli investitori e ridurre i premi al rischio sul debito delle economie emergenti. Un'inflazione contenuta dovrebbe inoltre fornire alle banche centrali più ampi margini di flessibilità per rispondere agli shock reali, inclusi quelli dei prezzi relativi.

Come si è visto nel Capitolo II, a portare l'inflazione su bassi livelli hanno concorso vari fattori globali: l'accresciuta contendibilità dei mercati, la ridotta trasmissione delle oscillazioni del cambio e dei prezzi delle materie prime sui prezzi finali al consumo e, in alcuni casi, i significativi guadagni di produttività. Di conseguenza, negli ultimi anni l'inflazione di fondo è rimasta bassa in molte economie emergenti (grafico II.4 del Capitolo II). Tuttavia, la più lenta progressione dei prezzi in queste economie rispecchia anche il maturare di nuovi approcci di politica monetaria, laddove le autorità hanno adottato obiettivi espliciti di inflazione o hanno comunque accresciuto il proprio impegno per il controllo dell'inflazione. Nelle 12 principali economie emergenti sinora passate a regimi formali di *inflation targeting* il tasso di inflazione è sceso mediamente al 5%, contro l'11% dei tre anni precedenti l'adozione.

I cambiamenti nei regimi monetari favoriscono un calo dell'inflazione

In vari casi le più rigorose politiche fiscali e monetarie sembrano essersi tradotte sia in una crescente credibilità delle autorità sia in un calo delle





Aumenta la credibilità delle banche centrali

aspettative inflazionistiche. Ad esempio, i tassi obbligazionari a lunga di molti paesi – specie in America latina – sono divenuti più stabili negli ultimi anni. Per giunta, le aspettative inflazionistiche appaiono diminuite in modo particolare proprio laddove erano state alte e volatili. In Brasile, una combinazione di politiche fiscali e monetarie stringenti ha riportato l'inflazione entro l'obiettivo, dopo il superamento nel 2002; inoltre, il settore privato ha reagito con prontezza abbassando sensibilmente le previsioni in materia di inflazione (grafico III.10). Un fenomeno simile è stato osservato in Turchia, che negli ultimi mesi è riuscita a stabilizzare su percentuali a una cifra sia l'inflazione effettiva che quella attesa. Nondimeno, in entrambi i casi i tassi di interesse reali restano alti, e ciò indica che il rischio inflazionistico continua a essere presente nella percezione degli operatori finanziari, sebbene le aspettative siano mediamente molto più basse.

#### *Minore vulnerabilità esterna?*

Le eccedenze di parte corrente e le riserve in valuta delle economie emergenti sono aumentate anche di riflesso a politiche macroeconomiche più responsabili ed equilibrate. I rapporti debito estero/PIL sono diminuiti (tabella III.4), insieme agli indici del servizio debitorio. In Cile, ad esempio, la banca centrale ha utilizzato riserve ufficiali per rimborsare passività in valuta sull'interno con scadenza entro l'anno. Anche la Russia si è avvalsa di parte delle sue riserve per ridurre il debito con l'FMI. La conseguenza di questi progressi è stata una serie di innalzamenti dei rating sovrani nella seconda metà del 2004.

Possibile svolta nel ciclo del credito

La principale vulnerabilità risiede forse in un'eventuale svolta del ciclo creditizio a livello internazionale, che potrebbe provocare al tempo stesso un peggioramento delle ragioni di scambio e un ampliamento degli *spread* creditizi. Un secondo ordine di problemi concerne l'incidenza del debito estero a breve su quello totale, tuttora relativamente alta in diversi paesi emergenti. Nel 2004 essa era in media dell'11% in Asia e del 13% in America latina (pari al 3 e 6% dei PIL rispettivi). Varie ragioni possono essere addotte a spiegazione di ciò: gli emittenti privati potrebbero non avere facile accesso al credito estero a lungo termine, e il finanziamento a breve potrebbe apparire più

conveniente. Inoltre, per ridurre la vulnerabilità connessa al debito estero alcuni governi paiono aver fatto maggiore affidamento sull'accumulo di riserve in valuta che non sull'allungamento delle scadenze delle proprie passività.

L'accumulo di riserve in valuta nel 2004 è stato particolarmente marcato in Asia ma risulta significativo anche in altre regioni emergenti. I connessi costi di finanziamento sono stati ridotti grazie ai tassi di interesse interni relativamente bassi. In Brasile la banca centrale si è adoperata per acquisire riserve in valuta estera in vista della decisione del governo di cessare il programma con l'FMI nel marzo 2005. In molte economie emergenti, tuttavia, l'accumulo di riserve estere supera ormai i consueti parametri di adeguatezza. A fine 2004 il rapporto fra riserve lorde e debito estero a breve si situava in quasi tutta l'area ben al disopra del valore soglia convenzionale di 1. In risposta a tale stato di cose, e in considerazione dei costi di detenzione delle riserve, il Messico ha cercato di limitarne l'accumulo: al raggiungimento di una determinata soglia, una parte dell'incremento delle riserve ufficiali viene automaticamente posta in vendita.

Rischi connessi  
con le riserve

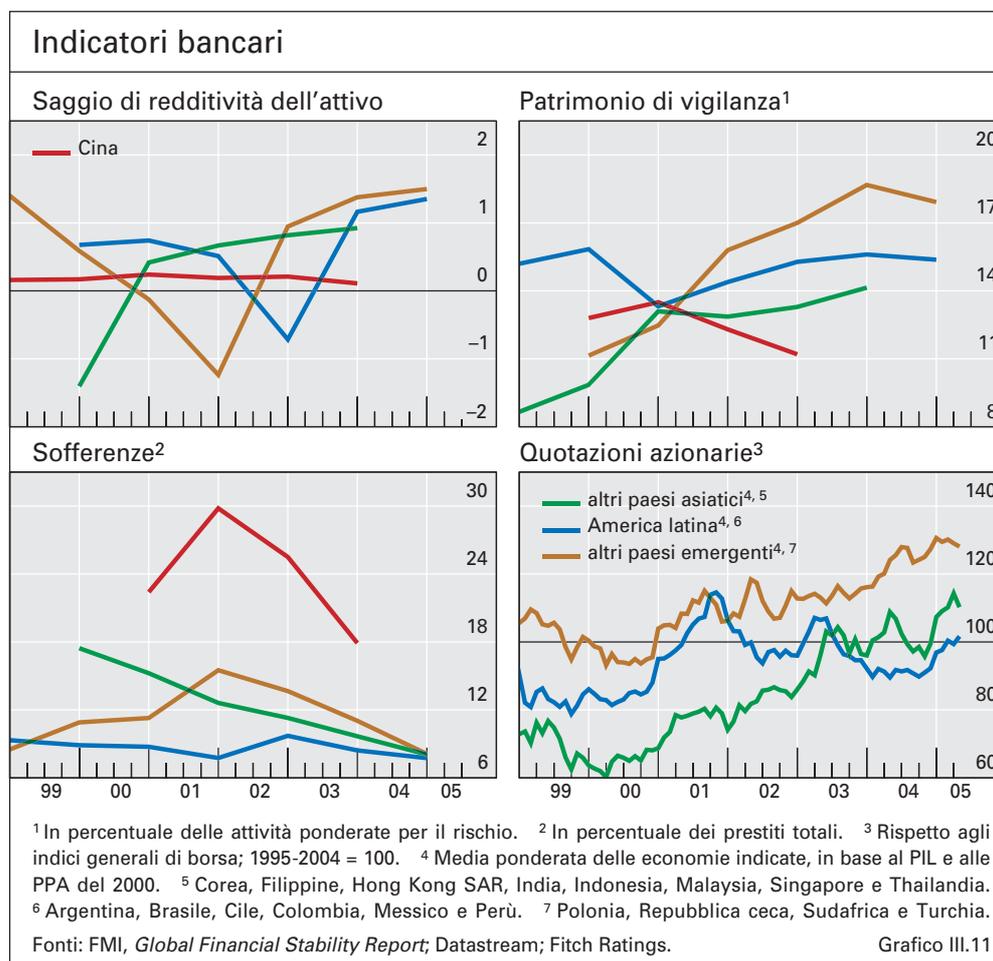
### Maggiore solidità dei sistemi bancari?

Le prospettive a medio termine per le economie emergenti hanno beneficiato di un significativo e diffuso miglioramento della *performance* dei sistemi bancari. In primo luogo, è in genere aumentata la redditività dell'attivo (grafico III.11, diagramma in alto a sinistra). Ciò vale in particolare per il 2004, quando i profitti delle banche di vari paesi emergenti hanno toccato livelli record. Fattori ciclici, quali la forte espansione e i bassi tassi di interesse globali, hanno indubbiamente contribuito a sospingere la redditività. In India, ad esempio, la robusta domanda e la ripresa dell'industria hanno accresciuto l'attività di prestito e i relativi introiti da interessi, mentre la discesa dei tassi a lunga fra il 2001 e il 2004 aveva consentito alle banche di lucrare dalla vendita di titoli di Stato. In diversi paesi si stanno poi superando le difficoltà incontrate in passato dal settore finanziario. Un caso eloquente al riguardo è la Corea, dove lo scorso anno gli utili bancari si sono quintuplicati con il venir meno dei problemi nel comparto del credito alle famiglie.

Migliore  
performance delle  
banche ...

In secondo luogo, è migliorata la qualità dei bilanci bancari. In alcune regioni si sono registrati aumenti dei coefficienti patrimoniali (grafico III.11, diagramma in alto a destra). In Brasile essi sono cresciuti negli ultimi anni fino a toccare nel 2004 una media del 18,3% (ben superiore all'11% minimo richiesto). Sempre nel 2004, i coefficienti medi si aggiravano attorno al 12% in Corea e Thailandia, e superavano il 20% in Turchia. In alcuni casi, l'incremento rispecchia la ricapitalizzazione dei sistemi bancari a opera dei governi all'indomani delle crisi degli ultimi anni novanta, ovvero attraverso gli investimenti esteri fluiti al settore. Tuttavia, un contributo importante è derivato dalla maggiore redditività, associatasi talora a significative riduzioni dei crediti in sofferenza. Queste sono state particolarmente pronunciate in Asia (grafico III.11, diagramma in basso a sinistra), ma i dubbi esiti continuano a rappresentare un problema per Filippine, Thailandia e Cina (si veda oltre). Sebbene i dati evidenzino un chiaro miglioramento, occorre nondimeno una

... bilanci più  
robusti ...



certa cautela nell'interpretarli. Ad esempio, in alcuni casi l'aumento dei coefficienti patrimoniali potrebbe semplicemente rispecchiare una temporanea riduzione delle attività ponderate per il rischio. È quanto si verificherebbe se un calo nella volatilità di prezzo delle attività bancarie in un contesto economico relativamente favorevole quale quello attuale riducesse l'esposizione stimata al rischio di mercato. I coefficienti potrebbero pertanto tornare a diminuire in caso di crescita della volatilità. Altre questioni relative alla misurazione dell'adeguatezza patrimoniale nelle economie emergenti saranno trattate più avanti.

... un migliorato  
clima di mercato ...

La migliore *performance* bancaria ha trovato riflesso in un migliore clima di mercato. Come illustra il grafico III.11 (diagramma in basso a destra), negli anni più recenti il rapporto fra indici azionari bancari e indici generali è di norma aumentato o rimasto costante in gran parte delle principali regioni emergenti, anche quando le quotazioni generali sono cresciute. Nell'Asia emergente, esclusa la Cina, la *performance* relativa dei titoli bancari è stata in media particolarmente buona, seppur con marcate differenze da paese a paese. In India i prezzi relativi sono più che raddoppiati dal 2000, mentre in Indonesia sono rimasti stabili. Per converso, essi hanno segnato cali sensibili in Corea e a Singapore, e ancor più nelle Filippine e in Thailandia. Per ciò che concerne l'America latina, l'andamento relativo dei titoli bancari in Messico è stato migliore di quello – stazionario – registrato mediamente nella regione.

Infine, nell'Europa centrale e in Turchia, ma anche in Sudafrica, le quotazioni bancarie relative hanno mostrato in questi ultimi anni una dinamica tendenzialmente ascendente, mentre in Russia hanno piegato decisamente verso il basso dalla crisi del 1998.

Un'altra misura della resilienza di fondo dei sistemi bancari lascia invece minore spazio all'ottimismo. Un diffuso indicatore della probabilità che un'istituzione debba ricorrere al sostegno finanziario esterno è rimasto generalmente stabile o è migliorato solo lievemente negli ultimi anni, a riprova di come una parte significativa dei progressi della *performance* bancaria che emergono dalle situazioni contabili sia ampiamente riconducibile a fattori ciclici. In particolare, gli innalzamenti di rating assegnati di recente al debito esterno delle banche nei paesi emergenti rispecchiano non solo il miglioramento delle grandezze fondamentali nel settore bancario, ma anche la maggiore capacità dei governi di intervenire a sostegno delle istituzioni finanziarie. Tale capacità trova del resto riscontro nei recenti avanzamenti nel merito di credito di soggetti sovrani.

La situazione delle banche in Cina è particolarmente difficile da valutare. Da un lato, i dati disponibili indicano che negli ultimi anni la redditività degli impieghi e i coefficienti patrimoniali sono calati; dall'altro, vi è stata anche una marcata contrazione delle sofferenze. Il paese ha investito ingenti risorse per ricapitalizzare le banche e affrontare il problema dei crediti incagliati. Nel 1998 il governo aveva emesso speciali titoli del Tesoro per 270 miliardi di yuan (circa \$32,5 miliardi) ai fini della ricapitalizzazione e nel 1999 aveva creato apposite società di gestione che si sono fatte carico di 1 000 miliardi di yuan di sofferenze. Dal 2003 ha poi destinato alla ricapitalizzazione di primarie banche \$60 miliardi di riserve valutarie. A ciò si sono accompagnate cancellazioni di prestiti insoluti.

L'incidenza delle sofferenze negli anni più recenti potrebbe essere diminuita anche grazie alla rapida crescita del credito. Se però la qualità dei nuovi prestiti è bassa potrebbe verificarsi un'inversione di tendenza. Molto dipenderà dalla misura in cui l'allocazione dei fondi è oggi dettata da considerazioni di ritorno economico atteso, anziché da direttive statali. Stando a un'indagine della banca centrale cinese, in passato un importante contributo alle sofferenze è provenuto dalle politiche di prestito formulate dal governo, dalle insolvenze di aziende pubbliche sui prestiti erogati in base a tali politiche e dal coinvolgimento delle amministrazioni locali nelle decisioni di affidamento. L'immagine del settore societario, ivi incluse le banche, ha risentito di problemi, ampiamente pubblicizzati, di governo societario. Le autorità cinesi stanno cercando di porvi rimedio tramite la sostituzione dei vertici aziendali e la diversificazione degli assetti proprietari nel settore bancario.

#### *Fattori che influenzano i rischi nel settore bancario*

La resilienza del settore bancario dipenderà dai tipi di rischio cui è esposto. Quattro aspetti meritano attenzione: la rapida crescita dei prestiti alle famiglie; i disallineamenti valutari; le significative giacenze in titoli pubblici a lungo termine; i mutamenti nelle strutture bancarie e un contesto sempre più competitivo.

... ma progressi limitati in termini di solidità finanziaria?

Sistema bancario cinese: una difficile valutazione

Quattro fonti di rischio

Accresciuti prestiti alle famiglie

Come si è visto poc'anzi, la ripresa economica dei paesi emergenti negli ultimi anni si è associata a un forte aumento dei prestiti alle famiglie, dovuto sia alla maggiore domanda indotta dai fattori sopra citati, sia alla maggiore offerta legata alla percezione che tali prestiti offrano alle banche un'opportunità proficua e relativamente sicura di diversificazione rispetto al credito alle imprese. Tale fenomeno potrebbe essere fonte di problemi per il sistema bancario. Le esposizioni a fronte di carte di credito si sono velocemente ampliate e il brusco aumento delle connesse insolvenze ha già creato notevoli difficoltà alla Corea negli anni recenti. Il debito ipotecario risulta più sicuro per i prestatori rispetto ad altre forme di credito al consumo in ragione della garanzia fornita dall'immobile, ma i rapidi rincari delle abitazioni cui si è già accennato impongono cautela. Oltre a esporre direttamente le banche a rischi di insolvenza sui crediti garantiti da ipoteca, un'inversione dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe altresì produrre effetti indiretti qualora il calo nella ricchezza e nei consumi delle famiglie dovesse avere conseguenze macroeconomiche e accrescere ulteriormente le perdite su crediti (si veda il Capitolo VII per una trattazione più dettagliata di tali effetti nell'ambito delle economie sviluppate).

Risposte di politica economica

Le misure adottate dalle autorità in diversi paesi emergenti testimoniano anch'esse del timore che gli assetti prudenziali e i meccanismi di mercato esistenti possano non essere in grado di contenere i rischi derivanti per le banche da bruschi rincari delle proprietà abitative. Ad esempio, sebbene in Corea tali rincari si siano attenuati, il governo ha continuato a penalizzare la speculazione immobiliare, arrivando in alcuni casi a interdire le transazioni fino a che le pressioni speculative non siano ritenute esaurite. Agli inizi di quest'anno le autorità cinesi hanno cercato di frenare la corsa dei prezzi immobiliari in talune città, specie a Shanghai, attraverso varie misure amministrative: l'apporto iniziale di mezzi propri richiesto per l'acquisto è stato innalzato dal 20 al 30%, eliminando al tempo stesso il tasso di interesse agevolato applicato al finanziamento ipotecario; è stata inoltre introdotta un'imposta del 5,5% sulle plusvalenze immobiliari realizzate nei 12 mesi successivi all'acquisto. Anche in Thailandia viene ora richiesto un apporto di capitale maggiore.

L'innovazione finanziaria consente di ridurre i rischi

Le recenti innovazioni finanziarie possono ridurre i rischi connessi con il credito alle famiglie o consentirne un più ampio frazionamento. Per ciò che concerne la riduzione del rischio, la diffusione di centrali dei rischi private sta agevolando il processo di valutazione della capacità di servizio del debito dei mutuatari. Quanto al frazionamento, sempre più spesso le attività vengono cartolarizzate o altrimenti trasformate in modo da limitare l'esposizione del creditore. In Corea, ad esempio, nel 2004 il mercato dei titoli assistiti da ipoteca è cresciuto in misura significativa, e sono già state perfezionate diverse operazioni di cartolarizzazione internazionali. Inoltre, vari paesi fra cui Cina e Thailandia hanno avviato iniziative che potrebbero condurre in un prossimo futuro alla cartolarizzazione dei mutui ipotecari. Molte di queste innovazioni, tuttavia, pongono a loro volta rischi che non sono perfettamente compresi.

Un secondo rischio in cui i sistemi bancari potrebbero incorrere è dato dalla presenza di disallineamenti valutari nell'economia nel suo complesso.

Durante lo scorso decennio il grado di disallineamento valutario nelle principali regioni è decisamente calato, come indica una misura dell'incidenza del debito in valuta sulle esportazioni. Sono migliorate anche le posizioni nette sull'estero (grafico III.12, diagrammi di sinistra e centrale). Tuttavia, in alcuni casi (specie in Asia) questo andamento è dovuto alla forte crescita delle riserve ufficiali; i disallineamenti valutari del settore privato restano in effetti significativi in vari paesi. Ciò evidenzia la necessità di assicurare che il settore finanziario si adoperi attivamente per gestire i rischi associati con tali esposizioni.

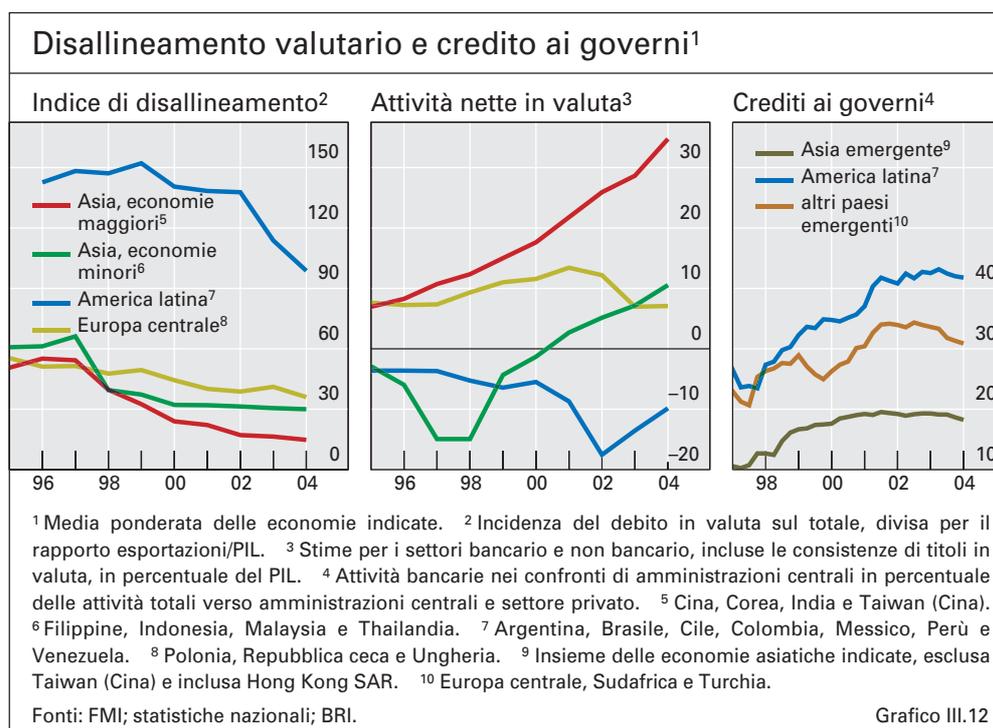
I disallineamenti valutari del settore privato sono fonte di preoccupazione ...

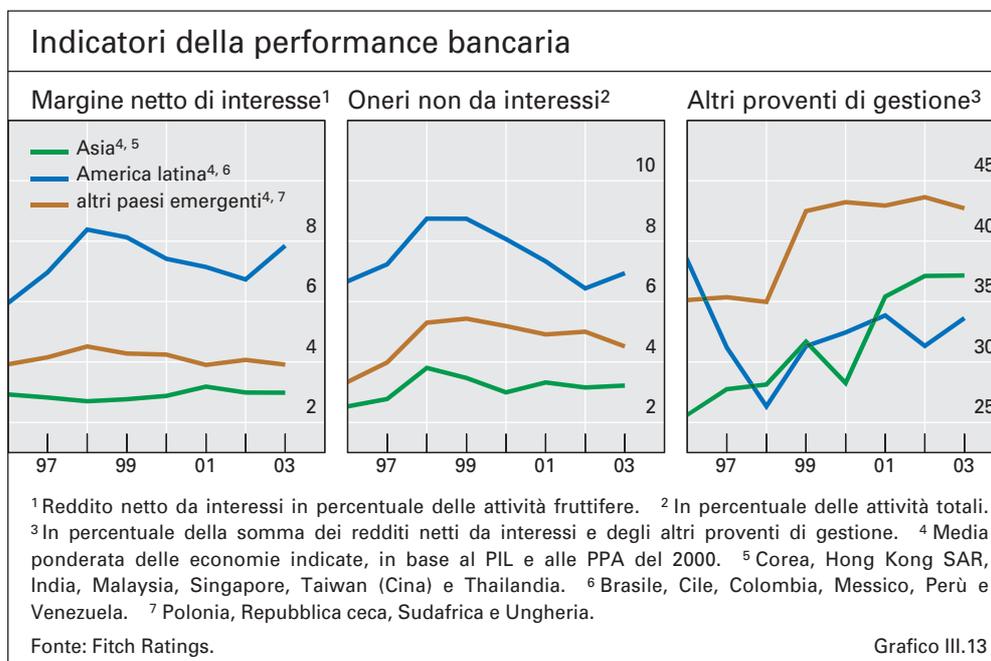
Una terza fonte di inquietudine è rappresentata dall'esposizione del settore bancario nei confronti dei governi, in aumento in tutte le regioni emergenti (grafico III.12, diagramma di destra). In alcuni casi le maggiori consistenze di titoli di Stato nei bilanci bancari sono il frutto della ricapitalizzazione delle banche avviata all'indomani delle crisi, mentre in altri, come in India, gli investimenti delle banche in obbligazioni pubbliche sono da sempre importanti. Ciò accresce l'esposizione del settore al rischio di mercato associato: un aumento dei tassi a lungo termine potrebbe comportare perdite di capitale, contro cui non sempre nelle economie emergenti ci si copre adeguatamente.

... così come le giacenze in titoli pubblici

Da ultimo, la resilienza del settore bancario dipende anche da spinte competitive e caratteristiche strutturali. Le prime si sono rafforzate in molti paesi, il che potrà stimolare una maggiore efficienza. Al tempo stesso, le pressioni sui margini di profitto causate dalla più intensa concorrenza riducono di fatto il valore commerciale del settore bancario e accrescono l'interesse per le linee operative non tradizionali, potenzialmente più rischiose (si veda il Capitolo VII per un'ulteriore discussione delle questioni della redditività bancaria nell'ambito dei mercati sviluppati). Le pressioni concorrenziali non hanno condotto ovunque a un calo dei margini netti di

Aumento delle pressioni competitive





interesse, che sono peraltro condizionati da diversi altri fattori (grafico III.13). Ad esempio, in Messico i margini netti sono scesi nel corso degli anni, mentre in Brasile sono di recente aumentati. Per contro, in taluni paesi emergenti sono calati gli oneri non finanziari, a indicare un'accresciuta efficienza, e in altri è aumentata l'incidenza dei proventi non da interessi sul reddito totale, a riprova del fatto che le banche hanno cominciato a guardare oltre la tradizionale attività creditizia. Sono, queste, gradite dinamiche già ben consolidate nel mondo industriale come conseguenza delle pressioni competitive (Capitolo VII).

Concentrazione ...

Al tempo stesso, tre particolari tendenze attinenti alla struttura del mercato potrebbero contribuire ad accrescere la resilienza del settore bancario. Primo, il sensibile calo delle concentrazioni bancarie osservabile fino a metà degli anni novanta ha mostrato da allora segni di stabilizzazione o di inversione in diverse economie. Le ricerche indicano come un più alto grado di concentrazione nel settore riduca la probabilità di crisi bancarie: istituti di maggiori dimensioni possono infatti diversificare il rischio più prontamente, conseguire profitti più elevati ed essere più facilmente controllati dai depositanti.

... minor ruolo del settore pubblico ...

Una seconda tendenza è stata quella verso un calo della quota – pur sempre ampia in alcuni paesi – delle attività detenute da banche pubbliche. Una forte presenza di banche a partecipazione statale tende a inibire lo sviluppo dei mercati finanziari. Va notato inoltre che, secondo i convenzionali parametri di misurazione dei risultati, nei paesi emergenti la *performance* delle banche private è superiore a quella delle banche statali, poiché queste ultime sono di norma tenute a perseguire taluni obiettivi di interesse pubblico indipendentemente dal loro impatto sulla redditività. La Banca interamericana di sviluppo stima che, rispetto alle banche private, in America latina le banche a partecipazione statale applicano tassi attivi più bassi, hanno maggiori

crediti in sofferenza e presentano una minore redditività complessiva. Esse corrispondono inoltre remunerazioni inferiori sui depositi, a ulteriore conferma del fatto che vengono utilizzate per sovvenzionare i debitori.

Infine, un'importanza crescente hanno rivestito le banche estere, specie in America latina e nei PECO. Oltre a stimolare la concorrenza in generale, le banche estere svolgono un ruolo attivo nell'introdurre nei mercati emergenti innovazioni che spesso contribuiscono ad affinare le procedure di gestione del rischio. Esse possono inoltre fornire sostegno finanziario al sistema bancario locale, dal momento che sono meno vulnerabili a rischi specifici del paese ospitante (sistemici) e meno sensibili ai cicli di quest'ultimo, e possono disporre di liquidità in valuta in occasione di tensioni finanziarie. Tali questioni sono state di recente esaminate in vari rapporti del Comitato sul sistema finanziario globale.

... e maggior presenza delle banche estere

I tre sviluppi sopra descritti dovrebbero nel complesso rafforzare i settori bancari dei paesi emergenti, ma permangono alcuni timori. In certe situazioni la maggiore concentrazione potrebbe indebolire il sistema bancario, ad esempio laddove ne accresca l'opacità, oppure le autorità incontrino difficoltà nel ritirare il proprio sostegno, o ancora qualora la concentrazione sia il risultato della fusione di banche con una mediocre *performance*. Anche l'ingresso delle banche estere solleva problematiche di vario tipo: esposizione a potenziali shock concernenti la casa madre; perdita di informazioni derivante dall'acquisizione di una banca nazionale e dalla sua conseguente uscita dal mercato borsistico interno; difficile accesso agli organi decisionali della casa madre, che con il loro operato possono incidere profondamente sulla dipendenza estera e sul paese ospitante; difficoltà nel conseguire il necessario livello di comunicazione tra le autorità di vigilanza del paese di origine e quelle del paese ospitante.

Permangono alcuni timori

### *Quadro regolamentare*

Diverse economie di mercato emergenti hanno intrapreso iniziative volte a migliorare la regolamentazione e la vigilanza bancaria, e alcune di esse hanno già elaborato approcci alquanto sofisticati per il monitoraggio dei rispettivi sistemi bancari. Malgrado ciò, negli ultimi anni i progressi sul versante regolamentare sono stati talvolta limitati. Permangono talune debolezze di ordine prudenziale, come evidenziano recenti valutazioni della stabilità finanziaria condotte dall'FMI e dalla Banca mondiale, in parte dedicate ai miglioramenti compiuti nell'attuazione dei *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria* del Comitato di Basilea.

Migliorate la regolamentazione e l'azione di vigilanza ...

Quattro problemi suscitano particolare preoccupazione. Il primo è l'assenza di vigilanza a livello consolidato in alcuni paesi. Ciò accresce il rischio che le dipendenze di istituzioni bancarie possano incorrere in difficoltà finanziarie non individuabili prontamente, con ricadute negative per il settore finanziario e l'economia. Un secondo problema attiene alle carenze nella gestione del rischio. Molti paesi non sono riusciti a instillare una cultura della gestione del rischio presso le istituzioni bancarie di rispettiva competenza, sicché la conformità alle prescrizioni vigenti tende a essere perlopiù formale. Analogamente, la regolamentazione del credito e delle connesse politiche di

... ma restano diversi problemi

fido non appare abbastanza stringente. In talune realtà vi è altresì un problema di inadeguatezza delle disposizioni in materia di gestione del rischio di mercato. Un terzo ordine di problemi concerne la misurazione della *performance* bancaria. Alcuni importanti parametri possono fornire una visione fuorviante dei rischi cui è esposto il sistema finanziario. Ad esempio, non sempre i coefficienti patrimoniali vengono calcolati su base consolidata, e le ponderazioni di rischio sono carenti a causa della mancanza di misure appropriate o dell'inclusione di componenti patrimoniali inappropriate. Infine, le azioni correttive sono sovente lacunose, il che riduce gli incentivi per una diligente gestione del rischio. Tali lacune comprendono l'indebita acquiescenza (ossia, la disponibilità degli organi di regolamentazione a ritardare gli opportuni provvedimenti allorché vengono infrante determinate soglie), l'insufficienza dei poteri o delle risorse tecniche per avviare interventi tempestivi, la mancanza di immunità per le autorità di vigilanza. Pur essendovi stati miglioramenti nella legislazione fallimentare di vari paesi, l'esercizio effettivo dei diritti dei creditori continua a presentare problemi assai gravi.