

III. Le economie di mercato emergenti

Aspetti salienti

Nel periodo in rassegna le incertezze sulle prospettive delle economie di mercato emergenti (EME) si sono intensificate. Sebbene lo scorso anno la crescita delle EME sia stata ancora una volta significativamente superiore a quella del resto del mondo, le possibili ripercussioni delle turbolenze nei principali mercati finanziari hanno incrementato il rischio di un rallentamento. In linea con questi sviluppi, agli inizi del 2008 le quotazioni azionarie in numerosi mercati emergenti, che erano fortemente cresciute per gran parte del 2007, hanno segnato una flessione, a indicazione di un ridimensionamento delle aspettative di crescita. Nel contempo, gli ulteriori sensibili rincari del petrolio e dei beni alimentari hanno concorso ad accentuare le spinte inflazionistiche. Come nelle economie industriali avanzate, queste forze di segno opposto hanno creato un importante dilemma per la politica monetaria. La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che numerosi paesi continuano a contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale. Inoltre, la diminuzione dei tassi statunitensi ha determinato un ampliamento dei differenziali di interesse rispetto ai tassi in dollari. Ciò ha attratto afflussi di capitali supplementari, rendendo più arduo inasprire la politica monetaria a fronte dell'aumento dell'inflazione.

Gli andamenti nelle economie industriali avanzate potrebbero parimenti essere fonte di importanti difficoltà. Anzitutto, un rallentamento pronunciato negli Stati Uniti penalizzerebbe le economie emergenti, le quali, pur avendo dimostrato sinora un'ottima tenuta, dipendono ancora in misura considerevole dalla domanda estera. Inoltre, l'inasprimento delle condizioni sui mercati finanziari globali potrebbe vincolare le EME con ampi disavanzi correnti e quelle che ricorrono al credito bancario internazionale.

Andamenti macroeconomici

Nel 2007 la crescita dell'insieme delle economie emergenti è stata pari al 7,7%, superando il tasso medio, già elevato, del 7% registrato nel periodo 2003-06 (tabella III.1). In base alle proiezioni attuali, nel 2008 l'espansione dovrebbe attestarsi intorno al 6,7%, nonostante il deciso rallentamento dei paesi industriali anticipato dalle previsioni prevalenti.

In linea con la dinamica osservata negli ultimi anni, la principale determinante della crescita economica in tutte le regioni emergenti continua a essere la domanda interna, alimentata dal vigore dei consumi privati e della spesa per investimenti (grafico III.1). Il contributo delle esportazioni nette è stato anch'esso positivo in Cina e in altre EME asiatiche, risultando invece negativo in America latina. Una questione fondamentale che sarà affrontata

Crescita
sostenuta ...

... ma soggetta a
rischi al ribasso

Crescita del prodotto, inflazione e saldo del conto corrente									
	PIL in termini reali ¹			Prezzi al consumo ¹			Saldo del conto corrente ²		
	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008	2003-06	2007	2008
Totale economie emergenti	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asia emergente	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
Cina	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
India ³	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Altri paesi ⁴	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
America latina	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brasile	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
Messico	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Altri paesi ⁵	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europa emergente	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Polonia	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Turchia	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Altri paesi ⁶	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Russia	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
Africa ⁷	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Sudafrica	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Medio Oriente ⁷	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
<i>Per memoria: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>1,4</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>	<i>3,0</i>	<i>-478</i>	<i>-457</i>	<i>-433</i>

Le stime per il 2008 si basano principalmente sulle previsioni prevalenti di maggio, salvo che per l'Europa emergente e la Russia. Per l'Africa e il Medio Oriente, previsioni dell'FMI.

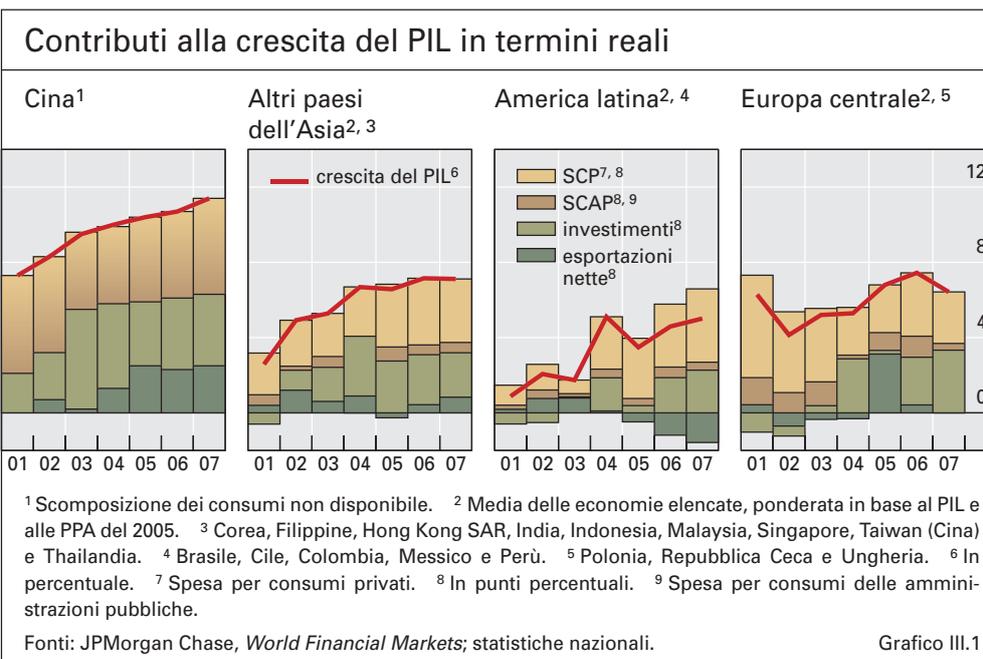
¹ Variazioni percentuali annue. I valori totali e regionali sono calcolati come medie ponderate in base al PIL e alle PPA del 2005. Media del periodo; per l'inflazione in America latina, dati di fine periodo. ² In miliardi di dollari USA. I valori totali e regionali sono calcolati come somma delle singole economie elencate. ³ I dati si riferiscono agli esercizi finanziari con inizio in aprile; i dati sull'inflazione si riferiscono ai prezzi all'ingrosso. ⁴ Corea, Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore, Taiwan (Cina) e Thailandia. ⁵ Argentina, Cile, Colombia, Perù e Venezuela. ⁶ Albania, Bosnia-Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Estonia, ex Repubblica iugoslava di Macedonia, Lettonia, Lituania, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁷ Raggruppamenti regionali definiti dall'FMI nel *World Economic Outlook*.

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

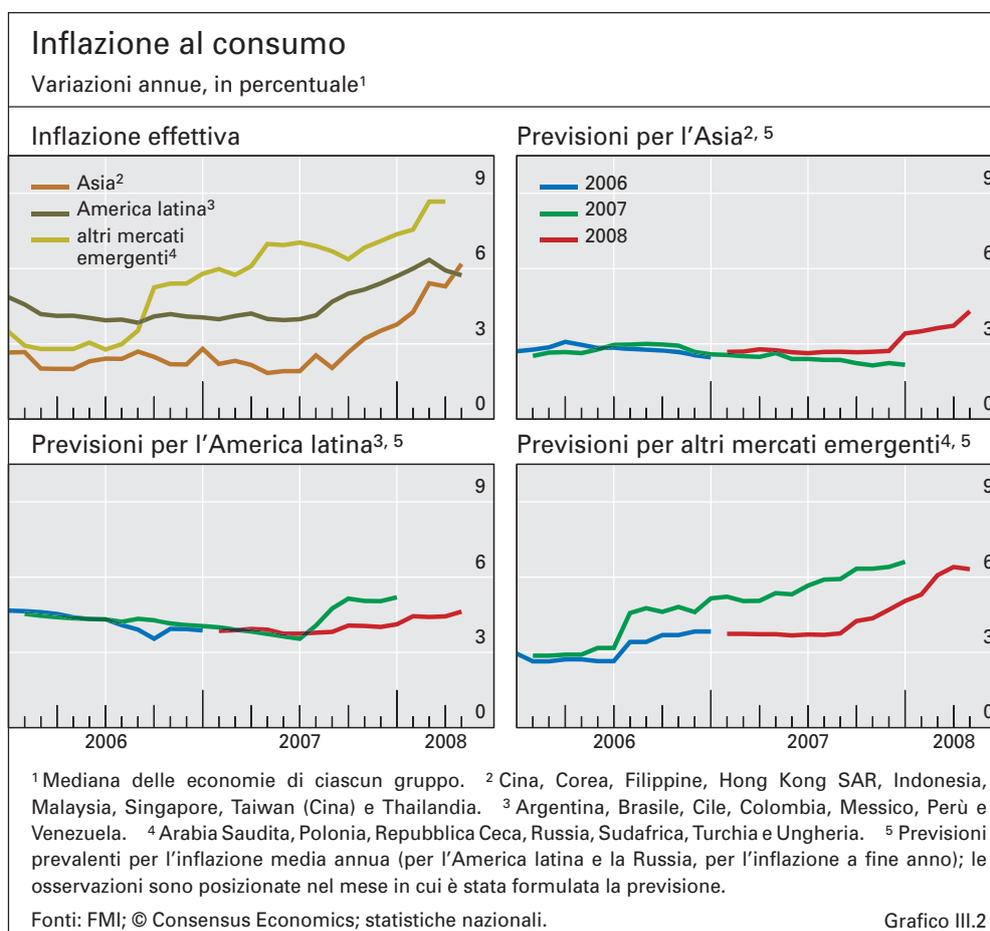
nel corso del capitolo è fino a che punto la crescita nelle economie emergenti potrà trarre sostegno dal vigore della domanda interna di fronte al rallentamento statunitense. In sintesi, la crescita nelle EME è soggetta a rischi al ribasso.

L'inflazione supera gli obiettivi

In questo contesto di forte espansione, l'inflazione al consumo è notevolmente aumentata in tutte le principali regioni emergenti, in modo particolarmente evidente nel secondo semestre 2007 (grafico III.2). La crescita dell'inflazione è stata massima in Asia (dove tra la fine del 2006 e l'aprile 2008 il tasso di variazione dei prezzi sull'anno precedente è aumentato da meno del 3% a oltre il 6%) e in America latina (dal 4,1 al 5,7%). I recenti incrementi hanno spinto l'inflazione oltre gli obiettivi formali e informali per il 2008 in 15 delle 17 maggiori EME che annunciano obiettivi di questo tipo, e in particolare in Cina e India, dove gli obiettivi informali sono stati ampiamente superati. In Corea e Messico l'inflazione si è ultimamente mantenuta a un livello superiore o prossimo all'obiettivo. Incrementi considerevoli del tasso di variazione dei prezzi si sono registrati in numerosi altri paesi, tra cui Cile,



Filippine, Indonesia, Repubblica Ceca, Russia, Sudafrica e Thailandia. In Brasile, dove la crescita dei prezzi si è collocata entro la fascia obiettivo, i marcati aumenti dell'inflazione complessiva (effettiva e prevista) hanno fatto temere che il valore intermedio della fascia sarebbe stato superato alla fine del 2008.



Le previsioni di crescita dell'inflazione ...

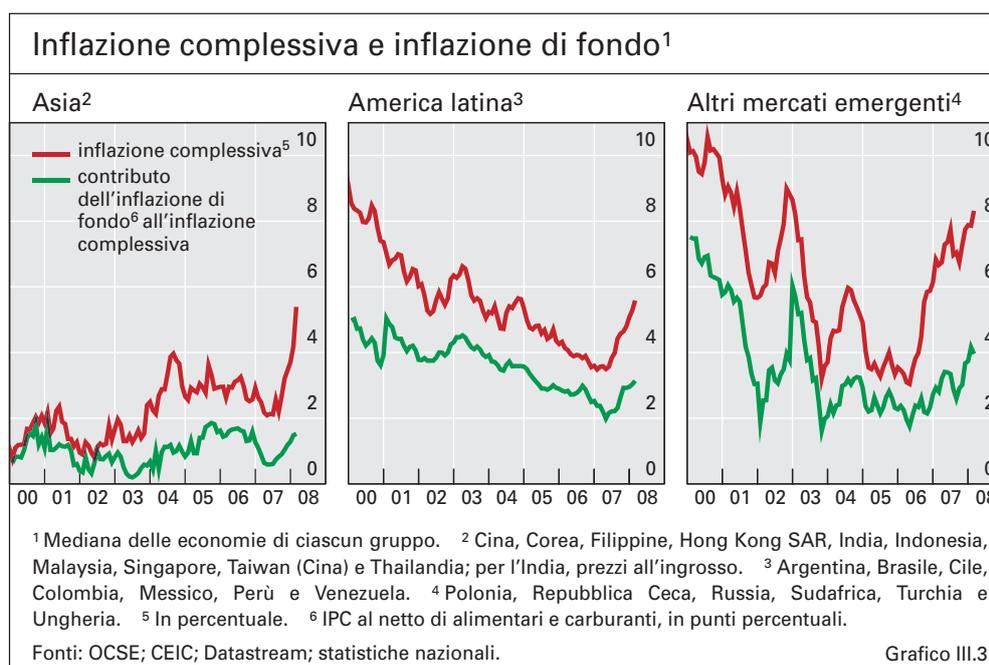
... potrebbero riflettere gli aumenti salariali ...

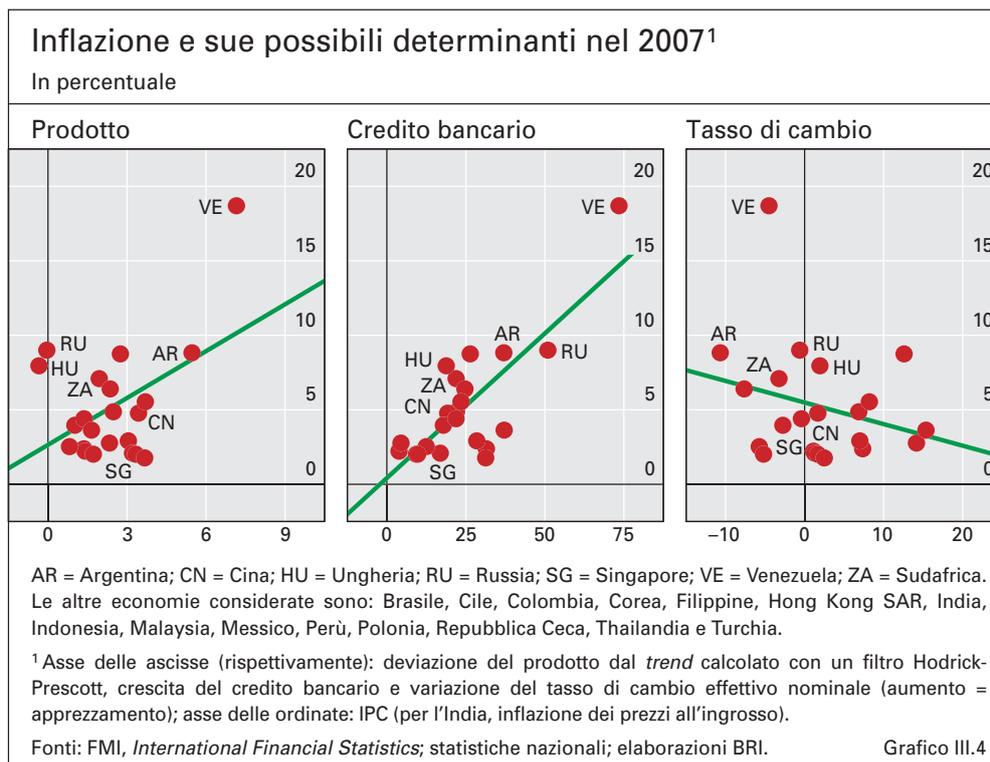
... le aspettative di persistenza dell'inflazione ...

Le previsioni di inflazione per il 2008 sono state riviste al rialzo nel 2007 in Asia, America latina e in altri mercati emergenti (grafico III.2), dopo essere rimaste generalmente stabili per un lungo periodo. Ciò riflette probabilmente l'interazione tra una crescente inflazione salariale, le aspettative di ulteriori rincari dei beni alimentari ed energetici e pressioni dal lato della domanda.

Le tendenze salariali nelle economie emergenti sono difficili da valutare per via dell'assenza di dati comparabili a livello internazionale. In alcune delle maggiori EME vi sono tuttavia indicazioni di un'accelerazione delle dinamiche salariali. In Cina, ad esempio, le retribuzioni hanno segnato una crescita annua a due cifre, pari in media al 14,4% nel periodo 2001-06 e addirittura al 17,7% nel terzo trimestre 2007. Ciò riflette non soltanto la trasmissione delle pressioni dal lato della domanda alle rivendicazioni salariali, ma anche i cambiamenti strutturali intervenuti, come l'innalzamento dei salari minimi e la nuova legislazione sul lavoro, che ha rafforzato i diritti contrattuali dei lavoratori. In India alcune indagini sul settore privato segnalano negli ultimi anni aumenti salariali a due cifre e sono inoltre stati proposti consistenti adeguamenti alle retribuzioni dei dipendenti pubblici.

È assai probabile che la tendenza al rialzo dell'inflazione complessiva perduri. In primo luogo, i rincari dei beni alimentari ed energetici, che rappresentano un'ampia parte dell'aumento dell'inflazione complessiva in numerosi paesi, non evidenziano chiari segnali di cedimento (si veda oltre). In secondo luogo, il tasso sottostante di incremento dei prezzi, misurato dall'inflazione di fondo, ha parimenti registrato un'accelerazione (grafico III.3). L'inflazione di fondo, che esclude i prezzi di alimentari ed energia, ha iniziato ad aumentare in tutte le regioni emergenti intorno alla seconda metà del 2007, apportando agli inizi del 2008 un contributo di 2,5 punti percentuali (nel suo valore mediano) al tasso di inflazione complessiva, che si situava al 6,3%.





Diversi indicatori fanno ritenere che le pressioni dal lato della domanda abbiano altresì concorso in misura significativa all'inflazione nelle EME. Sebbene le correlazioni semplici vadano interpretate con cautela, l'inflazione è stata generalmente più elevata nei paesi in cui il livello del prodotto in termini reali ha superato il *trend* stimato (grafico III.4, diagramma di sinistra) o in cui la crescita del PIL è stata più rapida (non indicato nel grafico). Lo stesso può dirsi per i paesi interessati da una rapida espansione del credito e da un minore apprezzamento del tasso di cambio (grafico III.4, diagrammi centrale e di destra). Come si vedrà di seguito, l'orientamento monetario accomodante e i massicci interventi sui mercati dei cambi sembrano aver contribuito a questi risultati.

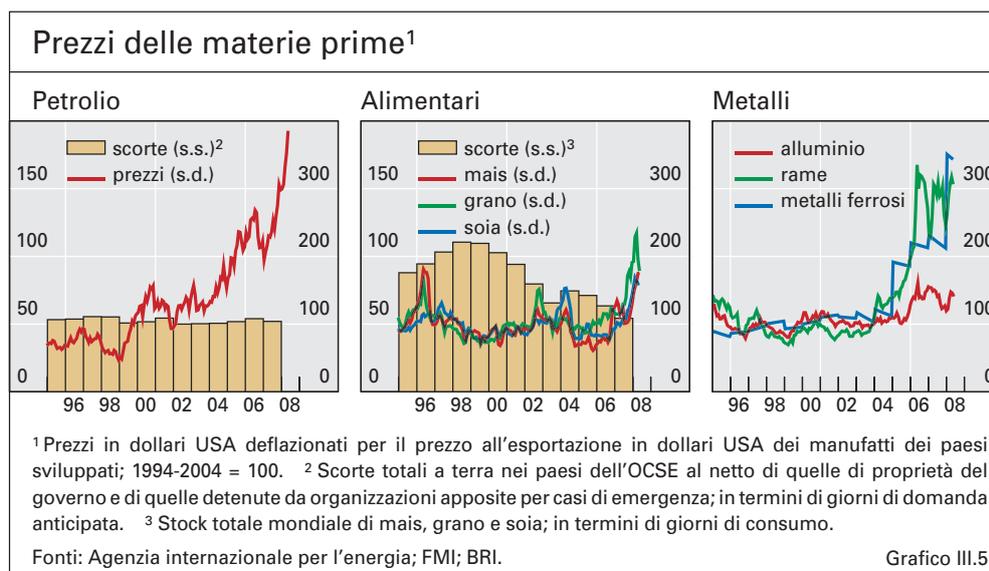
... e pressioni dal lato della domanda

Andamento dei prezzi delle materie prime

I prezzi delle materie prime hanno seguito una tendenza al rialzo dagli inizi di questo decennio, evidenziando incrementi particolarmente significativi negli ultimi due anni. Dopo aver toccato un minimo temporaneo nel 2006, le quotazioni nominali del petrolio in dollari USA sono salite del 47% nel 2007 e agli inizi di maggio 2008 erano aumentate di un ulteriore 29%. Le materie prime alimentari, come i cereali e i semi oleosi (ma anche il riso, che non è oggetto di scambi internazionali in grandi volumi), hanno segnato un netto rincaro dalla metà del 2006. L'andamento dei corsi dei metalli è stato più eterogeneo, ma si sono comunque osservati forti rialzi del rame e dei minerali ferrosi (grafico III.5).

Rincaro delle materie prime ...

Il perdurante andamento rialzista dei prezzi di alcune delle principali materie prime nell'attuale decennio riflette la persistente crescita della



... per effetto della vigorosa domanda mondiale

domanda, non pienamente bilanciata da una corrispondente espansione dell'offerta. Dal lato della domanda, le condizioni monetarie relativamente accomodanti a livello internazionale hanno favorito la robusta crescita dell'economia mondiale. Questo effetto è stato accentuato dalla flessione del dollaro USA negli ultimi anni, che ha contribuito all'aumento dei prezzi delle materie prime misurati in tale moneta; secondo una recente analisi dell'FMI, un deprezzamento dell'1% in termini effettivi nominali produrrebbe a distanza di un anno un rincaro di oltre l'1% del petrolio in termini di dollari USA. Un ulteriore importante fattore che ha trainato la domanda di materie prime è stata la rapidissima industrializzazione di paesi esterni all'area dell'OCSE, in particolare della Cina e, più di recente, dell'India. Dal lato dell'offerta, diversi vincoli, tra cui i ritardi nell'espansione della capacità produttiva e gli aumenti dei costi di produzione, hanno parimenti contribuito a questa situazione.

I sussidi sostengono la domanda di petrolio ...

Alcuni di questi effetti possono essere illustrati dall'andamento dei mercati del petrolio e delle materie prime alimentari. Nel caso del petrolio, la domanda mondiale è cresciuta in media di circa l'1,6% l'anno in questo decennio, mentre quella cinese ha segnato un'espansione del 6,7%. Di conseguenza, la quota della Cina sulla domanda mondiale di greggio supera ormai quella combinata di Giappone e Corea ed è prossima a quella dei paesi OCSE dell'area Pacifico (tabella III.2). La domanda di petrolio nelle economie emergenti è stata sostenuta da sussidi statali volti a schermare la popolazione dall'aumento dei prezzi e a incoraggiare lo sviluppo di determinati settori manifatturieri (ad esempio quello automobilistico). In diverse EME, fra cui Cina, India, Indonesia e Malaysia, nonché in America latina e in Medio Oriente, i governi continuano a sovvenzionare i consumi di energia al dettaglio.

... ma l'offerta è soggetta a vincoli

A fronte della crescita della domanda, i vincoli dal lato dell'offerta in alcuni paesi hanno causato un'impennata dei prezzi del petrolio, nonostante l'OPEC abbia incrementato l'offerta. In base agli attuali piani di investimento, la capacità produttiva dell'Arabia Saudita è destinata ad aumentare da 10,5 milioni di barili al giorno nel 2005 a 12,5 milioni nel 2009. Per contro, l'offerta di greggio dei paesi non appartenenti all'OPEC è stata frenata dagli

Domanda mondiale di petrolio ¹						
	Mondo	Nord America ²	OCSE Europa ³	OCSE Pacifico ⁴	Cina	Resto del mondo
1991-2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001-07	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

¹ Media delle variazioni percentuali annue; i valori fra parentesi indicano la quota percentuale sul totale della domanda mondiale di petrolio alla fine del periodo. ² Canada, Messico e Stati Uniti. ³ Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Norvegia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Slovacchia, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia e Ungheria. ⁴ Australia, Corea, Giappone e Nuova Zelanda.

Fonti: Agenzia internazionale per l'energia; OCSE. Tabella III.2

elevati costi collegati all'aumento della capacità. Per le quattro maggiori società petrolifere private esterne all'OPEC, il costo dello sviluppo di nuove riserve di petrolio è aumentato del 45-70% nel periodo 2003-06. I costi di espansione della capacità produttiva per queste imprese sono molto maggiori che in Arabia Saudita o negli Stati Uniti. La capacità inutilizzata complessiva nel settore petrolifero è scesa da circa 5 milioni di barili al giorno nel 2000 a un minimo di 1 milione nel 2005, per poi risalire a 2,2 milioni nel 2007. Le ricerche indicano che il restringersi dei margini di capacità inutilizzata contribuisce al rincaro del petrolio. Esso pone dei limiti all'incremento della produzione per controbilanciare l'intensificarsi delle pressioni dal lato della domanda o le turbative nell'offerta. Inoltre, implica la necessità di costituire scorte di petrolio più ampie per poter attenuare le fluttuazioni dei prezzi. Tuttavia, tali scorte sono generalmente rimaste stabili a livello mondiale dagli inizi degli anni novanta (grafico III.5, diagramma di sinistra). Gli effetti sui prezzi sono stati esacerbati dalle tensioni geopolitiche e da un calo del livello medio delle scorte in alcuni dei principali paesi consumatori di petrolio.

Per quanto riguarda le materie prime alimentari, la rapida crescita del PIL delle economie emergenti negli ultimi anni ha largamente contribuito a far lievitare la domanda. Questo effetto è stato rafforzato da cambiamenti strutturali, poiché l'aumento del reddito pro capite, soprattutto in Cina, ha incrementato la domanda di cereali, e in particolare di carne di bestiame nutrito con granaglie. In base alle stime dell'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO), nei paesi in via di sviluppo i consumi pro capite di cereali sono aumentati del 20% tra il 1962 e il 2003, mentre quelli di carne sono triplicati. L'effetto di domanda sui prezzi dei cereali è amplificato dal fatto che, in base ad alcune stime, è necessaria una quantità di granaglie tra due e cinque volte maggiore per produrre attraverso il consumo di carne di bestiame un numero di calorie equivalente a quello prodotto tramite il consumo diretto di cereali. Nel 2002 circa un terzo della produzione globale di cereali è stato utilizzato per l'alimentazione del bestiame. Le politiche governative hanno parimenti stimolato la domanda di prodotti agricoli. In particolare, i sussidi alla produzione di biocarburanti hanno spinto al rialzo la

La rapida crescita delle EME spinge la domanda di beni alimentari

domanda di mais e di soia, dirottando verso questi prodotti parte della produzione, il che ha fatto salire a sua volta i prezzi di altri raccolti.

Le politiche comprimono l'offerta di beni alimentari

Dal lato dell'offerta, l'urbanizzazione ha ridotto in talune EME le superfici destinate all'agricoltura. I rincari del petrolio e del gas naturale hanno inoltre accresciuto i costi sia dei fertilizzanti sia dei trasporti. Le politiche dei governi delle economie industriali avanzate, incluse le restrizioni allo sfruttamento dei terreni coltivabili volte a sostenere i prezzi, continuano a limitare l'adeguamento della produzione all'aumento della domanda. Infine, il calo delle scorte ha intensificato le pressioni sui prezzi (grafico III.5, diagramma centrale). I vincoli dal lato dell'offerta sono stati particolarmente evidenti per il grano, che nel 2006-07 ha risentito di un degradamento delle condizioni di coltivazione, le quali sono tuttavia recentemente migliorate.

Fattori strutturali a sostegno dei prezzi delle materie prime

L'elevato livello dei corsi delle materie prime è destinato a perdurare? Nel breve periodo il rallentamento della crescita statunitense dovrebbe annullare alcuni dei recenti aumenti dei prezzi delle materie prime o per lo meno frenare una loro ulteriore ascesa. Ciò nonostante, gli stessi prezzi saranno soggetti a pressioni al rialzo nella misura in cui sarà possibile mantenere la rapida espansione delle economie emergenti, e in particolare della Cina. Anche la recente riduzione dei tassi di interesse USA contribuisce a sostenere i prezzi, un effetto che si troverebbe rafforzato nel caso in cui, come previsto, le condizioni creditizie restrittive finissero per essere allentate a livello internazionale. Nel medio periodo, alcuni dei fattori strutturali di domanda sopra descritti, come la continua trasformazione economica della Cina e dell'India, sembrano destinati a permanere. Quanto ai fattori e ai vincoli dal lato dell'offerta (ad esempio i maggiori costi di produzione dei prodotti agricoli e del petrolio), dovrebbero anch'essi influire sulla determinazione dei prezzi delle materie prime ancora per un certo tempo.

Saldi con l'estero e flussi di capitali

Avanzi correnti, eccetto che nell'ECO e in Sudafrica

Nel 2007, a livello aggregato, le economie emergenti hanno continuato a registrare un avanzo di parte corrente e afflussi netti di capitali privati. Nell'Asia emergente si è avuto un ulteriore incremento dell'eccedenza di conto corrente, a circa il 6½% del PIL regionale, mentre in America latina l'avanzo è leggermente calato, portandosi a circa ¾% del PIL. Il surplus dei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente è rimasto pari a circa il 20% del PIL, mentre quello della Russia è sceso sotto il 6% del PIL. Per contro, si sono ampliati, rispettivamente al 6½ e al 7¼% del PIL, i disavanzi dell'Europa centrale e orientale (ECO) e del Sudafrica. Nel 2007 le principali aree emergenti a presentare un avanzo sull'estero sono pertanto rimaste l'Asia emergente (\$520 miliardi), il Medio Oriente (\$275 miliardi) e la Russia (\$80 miliardi), mentre quelle maggiormente deficitarie erano l'ECO e il Sudafrica, con un disavanzo complessivo di \$140 miliardi (tabella III.1).

Impatto limitato della turbolenza finanziaria

L'incidenza delle turbolenze finanziarie nelle economie industriali avanzate e del rallentamento dell'economia statunitense sui saldi di conto corrente delle EME è stata finora attenuata dalla vigorosa domanda proveniente da altre regioni. La vivace domanda di importazioni in Europa e in Medio Oriente

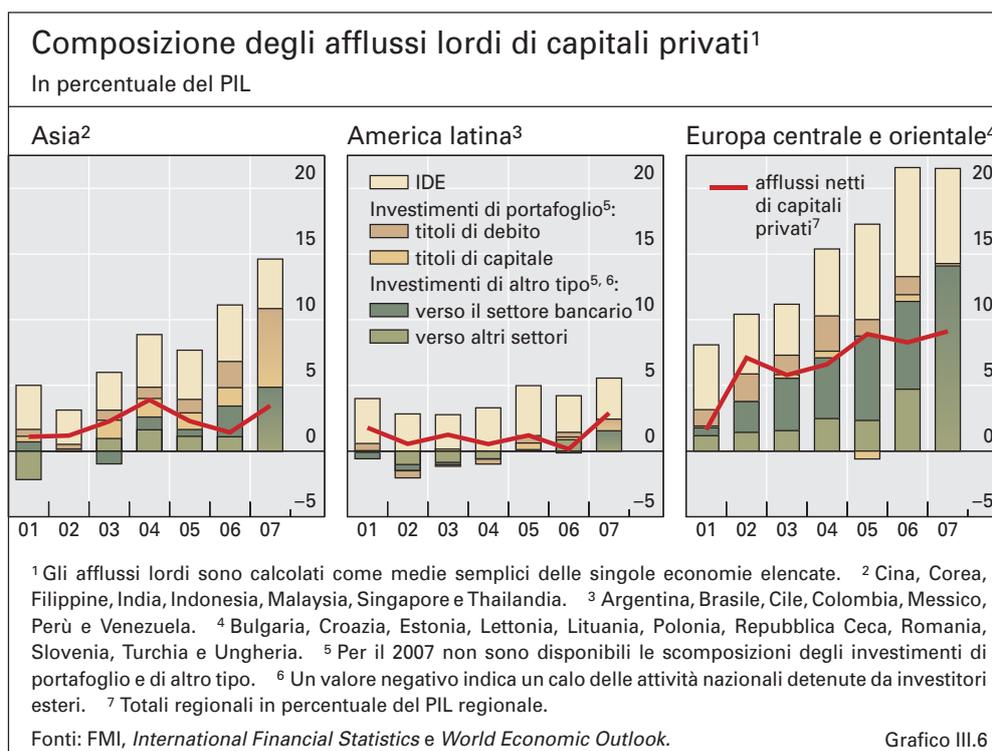
ha favorito l'aumento degli avanzi nell'Asia emergente. Le esportazioni di America latina, Russia e Medio Oriente hanno beneficiato del persistente vigore dei prezzi delle materie prime. Nell'ECO la robusta espansione dei consumi e degli investimenti, in parte ascrivibile alla crescita sostenuta dell'area dell'euro, ha impresso slancio alle importazioni e contribuito a creare capacità per un'espansione futura delle esportazioni.

Le turbolenze finanziarie globali non hanno inciso sinora in misura significativa nemmeno sui flussi di capitali privati verso le economie emergenti. Nell'insieme del 2007 gli afflussi *netti* di capitali privati – ossia gli afflussi lordi meno i deflussi lordi di investimenti diretti esteri (IDE), investimenti di portafoglio e investimenti di altro tipo del settore privato – sono aumentati nell'Asia emergente di oltre 2 punti percentuali (al 3½% del PIL regionale), in America latina di quasi 2¾ punti percentuali (al 2,9% del PIL) e nell'ECO di ¾ di punto percentuale (al 9% del PIL) (grafico III.6). Pertanto, le pressioni macroeconomiche potenzialmente derivanti dagli afflussi di capitali sono nel complesso rimaste elevate nell'ECO, mentre risultano più contenute nell'Asia emergente e in America latina.

L'andamento tendenziale dei flussi netti di capitali privati non fornisce tutte le informazioni necessarie per un'analisi della stabilità macroeconomica e finanziaria; occorre quindi considerare anche le dimensioni e la composizione degli afflussi *lordi* di capitali privati. Tali afflussi hanno continuato ad aumentare nel 2007, sebbene a un ritmo più moderato rispetto agli anni precedenti. Nell'Asia emergente essi sono stati pari in media a quasi il 15% del PIL nel 2007 (grafico III.6, diagramma di sinistra), avvicinandosi ai livelli osservati prima della crisi del 1997-98, sebbene attualmente la regione registri un ampio avanzo corrente. In America latina gli afflussi lordi di capitali privati sono saliti

Gli afflussi di capitali privati aumentano su base netta ...

... e rimangono sostenuti su base lorda



da circa l'1% del PIL nel 2002 a quasi il 6% in media nel 2007 (grafico III.6, diagramma centrale), una quota prossima ai massimi storici dei primi anni novanta. Nell'ECO le opportunità generate dall'adesione all'Unione europea hanno sospinto in media tali afflussi a quasi il 20% del PIL (grafico III.6, diagramma di destra), un livello mai raggiunto dalle economie emergenti negli ultimi anni. Di conseguenza, questa regione riceve ora approssimativamente il 28% del totale degli afflussi lordi di capitali privati verso i mercati emergenti (a fronte di circa il 10% a metà degli anni novanta), l'America latina l'11% (a fronte del 25%), l'Asia emergente poco meno del 50% (a fronte del 63%) e gli altri mercati emergenti circa l'11% (a fronte del 2%).

Calo della quota di IDE e boom degli afflussi bancari

La composizione degli afflussi lordi di capitali privati alle EME è cambiata negli ultimi cinque anni e risulta attualmente più simile a quella prevalente a metà degli anni novanta. Per tutti i paesi emergenti la quota degli IDE sul totale degli afflussi lordi è scesa a circa il 40% in media nel 2007, dal 90% del 2002, mentre quella degli investimenti di portafoglio è raddoppiata, portandosi intorno al 20%. La categoria che ha registrato la crescita più rapida è stata tuttavia quella degli "investimenti di altro tipo" diretti alle banche e al settore privato non bancario. La sua quota sull'insieme degli afflussi lordi di capitali privati è passata nello stesso periodo da pressoché zero a oltre il 40%.

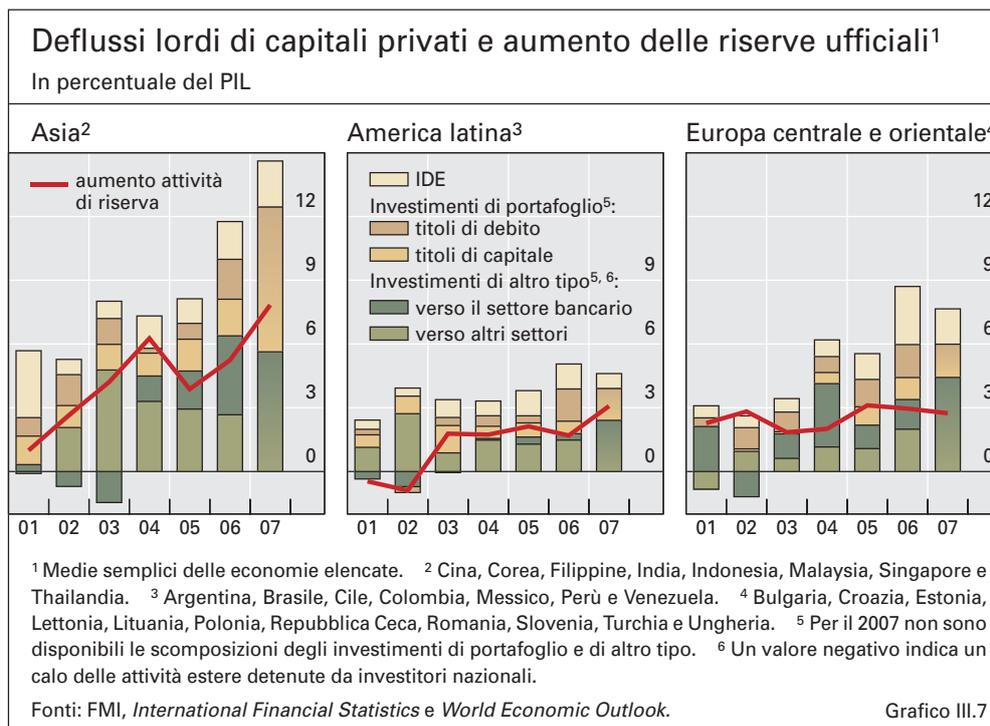
Crescita delle attività bancarie transfrontaliere verso le EME

Per comprendere meglio gli afflussi di "investimenti di altro tipo" è utile esaminare le statistiche bancarie BRI su base locale. Nel 2007 le posizioni creditorie transfrontaliere delle banche dichiaranti alla BRI verso le EME erano stimate a \$2,6 trilioni (tabella III.3), con un aumento di \$1,6 trilioni negli ultimi cinque anni. Questi capitali sono affluiti per la maggior parte verso l'Asia emergente e l'ECO, ma in rapporto al PIL sono stati molto più consistenti verso quest'ultima regione, portandosi al 32%. I paesi dell'ECO sono pertanto significativamente esposti al rischio di un'inversione di tendenza dei flussi di capitali intermediati dalle banche.

Credito transfrontaliero e credito interno nei mercati emergenti						
	Attività transfrontaliere nei confronti dei mercati emergenti segnalate dalle banche dichiaranti alla BRI ¹				Credito interno a favore del settore privato ²	
	In miliardi di dollari USA		In percentuale del PIL			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Mercati emergenti ³	1 043	2 631	16,6	19,1	50,9	66,4
Attività verso banche	647	1 604	10,3	11,6	.	.
Asia ⁴	604	1 374	18,6	20,6	97,9	95,2
Attività verso banche	486	1 010	14,9	15,1	.	.
America latina ⁵	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Attività verso banche	77	137	5,0	4,3	.	.
ECO ⁶	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Attività verso banche	49	299	6,7	16,1	.	.

¹ Posizioni sull'estero nei confronti di singoli paesi segnalate dalle banche dichiaranti, in base alla residenza; importi in essere. I dati sul PIL sono stime provenienti dal *World Economic Outlook* dell'FMI. ² Economie elencate meno Colombia, Israele, Perù e Venezuela. ³ Economie elencate più Arabia Saudita, Israele, Russia e Sudafrica. ⁴ Cina, Corea, Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁵ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁶ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Turchia e Ungheria.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; statistiche bancarie BRI su base locale. Tabella III.3



Parallelamente all'aumento degli afflussi lordi, nel 2007 i *deflussi* lordi di capitali privati hanno superato i precedenti massimi storici, collocandosi in media tra circa il 4½% del PIL in America latina e oltre il 14% del PIL nell'Asia emergente (grafico III.7). L'impennata dei deflussi lordi è ascrivibile in prevalenza all'acquisto di titoli di debito esteri, soprattutto da parte dell'Asia emergente, e agli IDE in uscita, aumentati in misura significativa in tutte e tre le regioni nel 2007. Si è osservata inoltre una ripartizione più uniforme dei deflussi di capitali privati tra le varie categorie. In media, nell'insieme dei paesi emergenti la quota di IDE sul totale è aumentata nel 2007 al 25%, da meno del 20% nel 2002, quella di investimenti di portafoglio è salita a oltre il 40% (dal 30%) e la quota degli "investimenti di altro tipo" si è ridotta al 35% (da oltre il 50%).

Dal 2002 i deflussi lordi di capitali privati dalle EME dovuti all'acquisto di titoli di debito sono aumentati in media di quasi l'1% del PIL l'anno. Gli investitori privati asiatici, e cinesi in particolare, sono stati all'origine di circa tre quarti di questi deflussi. Degno di nota è il fatto che un'ampia quota di tali investitori "privati" sia in realtà costituita da organismi controllati dallo Stato. In Cina, ad esempio, essa comprende grandi banche commerciali classificate come investitori privati nelle statistiche ufficiali, ma in cui lo Stato detiene una partecipazione di maggioranza.

In diverse EME i fondi sovrani di ricchezza operano anche all'estero come grandi investitori istituzionali e di recente hanno acquisito crescente rilevanza. Tuttavia, le informazioni su alcuni di questi fondi (in particolare quelli di maggiori dimensioni) sono relativamente scarse e le stime sulla loro crescita e sul loro patrimonio complessivo divergono ampiamente. Non è chiaro, inoltre, se tali fondi siano classificati nelle statistiche ufficiali come investitori privati o ufficiali. Nel 2007 e agli inizi del 2008 i fondi sovrani di Cina,

Impennata dei deflussi lordi di capitali privati ...

... soprattutto dall'Asia

Rilevanza dei fondi sovrani

Singapore e diversi paesi mediorientali si sono impegnati a investire circa \$80 miliardi per ricapitalizzare alcuni istituti finanziari europei e statunitensi in difficoltà. Se nel 2007 l'intero patrimonio dei fondi sovrani dei mercati emergenti, stimato in quasi \$2 trilioni, fosse stato investito all'estero, esso avrebbe rappresentato poco meno del 25% delle attività estere detenute dai settori pubblico e privato (o il 40% di quelle del solo settore privato) dei paesi emergenti.

Aumento delle riserve valutarie

L'incremento dei deflussi di capitali (teoricamente) *privati* verso titoli di debito è andato ad aggiungersi ai consistenti deflussi di capitali *ufficiali* sotto forma di aumenti delle riserve valutarie. Negli ultimi anni le riserve ufficiali in rapporto al PIL sono in media cresciute del 4-6% l'anno nell'Asia emergente (grafico III.7, diagramma di sinistra) e del 2-3% l'anno in America latina e nell'ECO (diagrammi centrale e di destra).

Risposte sul piano delle politiche

Dinanzi ai rischi di segno opposto connessi con un rallentamento globale e un aumento dell'inflazione, nonché alle sgradite pressioni sui tassi di cambio dovute agli ingenti afflussi di valuta estera, le autorità delle economie emergenti sono ricorse a diversi strumenti di politica economica, ad esempio l'adeguamento dei tassi di interesse, l'intervento sui mercati dei cambi, la modifica delle normative in materia di movimenti di capitali, la manovra della politica di bilancio e l'inasprimento della regolamentazione prudenziale. Molte di queste misure hanno comportato difficili scelte.

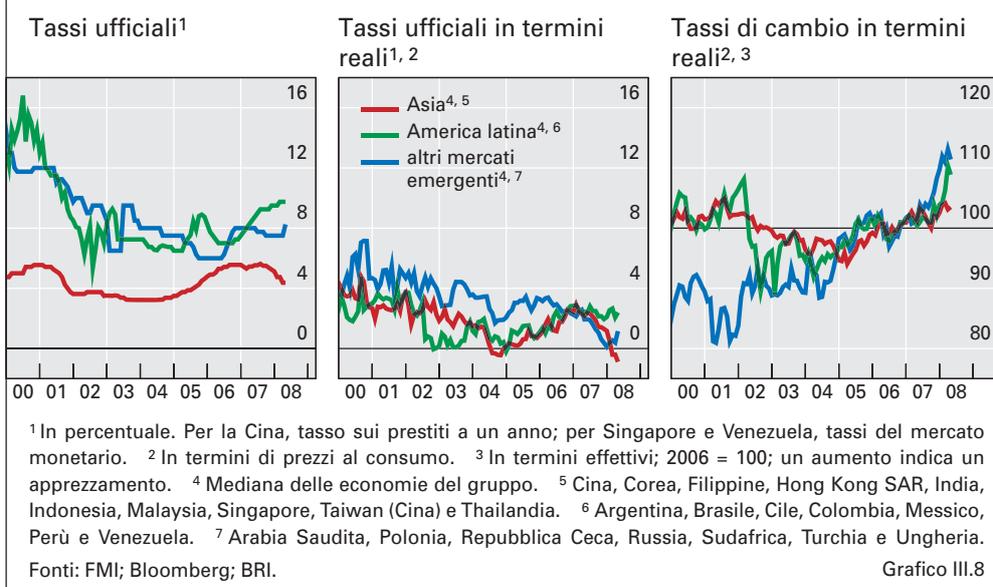
L'incremento moderato dei tassi ufficiali ...

In linea con la natura antitetica di questi rischi, la risposta delle autorità monetarie delle EME alla crescita delle spinte inflazionistiche è stata assai eterogenea. Tra la metà del 2007 e gli inizi del 2008 il valore mediano dei tassi ufficiali o dei tassi interbancari a breve termine è aumentato in America latina (di 50 punti base). I tassi hanno segnato un rialzo anche in Europa centrale, Sudafrica e Russia, mentre sono scesi in Turchia. Nell'Asia emergente i saggi di interesse sono complessivamente diminuiti (grafico III.8, diagramma di sinistra), a seguito della riduzione dei tassi ufficiali o di quelli a breve termine a Hong Kong SAR, in Indonesia e nelle Filippine. Inoltre, nonostante nel 2007 la banca centrale della Repubblica popolare cinese abbia innalzato i tassi sui prestiti e sui depositi bancari a un anno, i tassi interbancari a breve termine sono rimasti relativamente bassi. Più di recente, l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche ha indotto un rialzo dei tassi in diverse EME.

... determina un calo dei tassi reali

Essendovi stati aumenti solo limitati dei tassi ufficiali in termini nominali, i tassi guida o quelli a breve in termini reali sono scesi su valori prossimi allo zero in Asia e hanno segnato una diminuzione anche in altri mercati emergenti (grafico III.8, diagramma centrale). La riluttanza di numerose EME a incrementare i tassi di interesse ufficiali in maniera più aggressiva è riconducibile in parte ai timori di attrarre maggiori afflussi di capitali e accentuare così le spinte al rialzo sul cambio. I tassi di cambio reali si sono comunque notevolmente apprezzati in numerose economie emergenti, contrastando l'allentamento delle condizioni monetarie determinato dal basso livello dei tassi di interesse reali (grafico III.8, diagramma di destra).

Condizioni monetarie

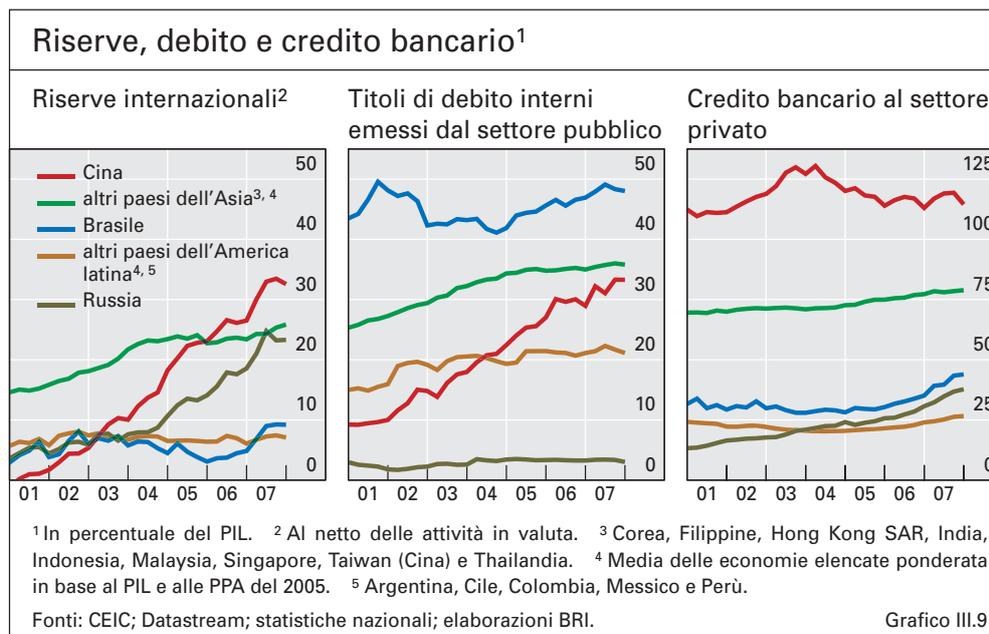


Le preoccupazioni per le pressioni verso un apprezzamento del tasso di cambio hanno inoltre indotto le autorità a interventi sostanziali e prolungati nei mercati valutari, come testimonia l'incremento delle riserve in valuta. Le riserve ufficiali delle EME sono cresciute di oltre \$1 trilione nel 2007 (a fronte di \$620 miliardi nel 2006), attestandosi a fine anno a più di \$4 trilioni, e hanno continuato ad aumentare rapidamente nei primi mesi del 2008. Gli incrementi sono stati consistenti in numerose economie emergenti, tra cui il Brasile, la Cina, l'India e la Russia (grafico III.9, diagramma di sinistra; si veda anche il Capitolo V).

I forti interventi sui mercati valutari ...

Ceteris paribus, l'accumulo di riserve in valuta tende ad accrescere la base monetaria e ad allentare le condizioni monetarie. Al fine di prevenire un tale allentamento, le banche centrali prendono misure per limitare o "sterilizzare" l'impatto monetario dell'intervento nei mercati dei cambi. Numerose EME hanno emesso a questo scopo titoli di debito di varia scadenza (e alcune, in particolare Cina e India, hanno innalzato gli obblighi di riserva delle banche). Raramente, tuttavia, la sterilizzazione è completa, per cui in genere si verifica comunque un qualche rilassamento delle condizioni monetarie o creditizie. I bilanci delle banche commerciali nazionali di alcune EME hanno di fatto registrato una notevole espansione, in taluni casi a seguito dell'incremento delle riserve forse legato ai bassi tassi di interesse cui si è accennato in precedenza. È inoltre aumentata la liquidità dei bilanci bancari, in linea con la maggiore quantità di titoli di Stato detenuti dalle banche. Questi andamenti hanno contribuito alla sensibile crescita del credito bancario al settore privato, che è risultata pari o superiore a quella, già rapida, del PIL nominale (grafico III.9, diagramma di destra). Ad esempio, tra il 2005 e il 2007 in America latina i finanziamenti al settore privato sono aumentati a un tasso annuo del 29%, in India del 25% e in Cina del 17%.

... incidono sui bilanci bancari ...



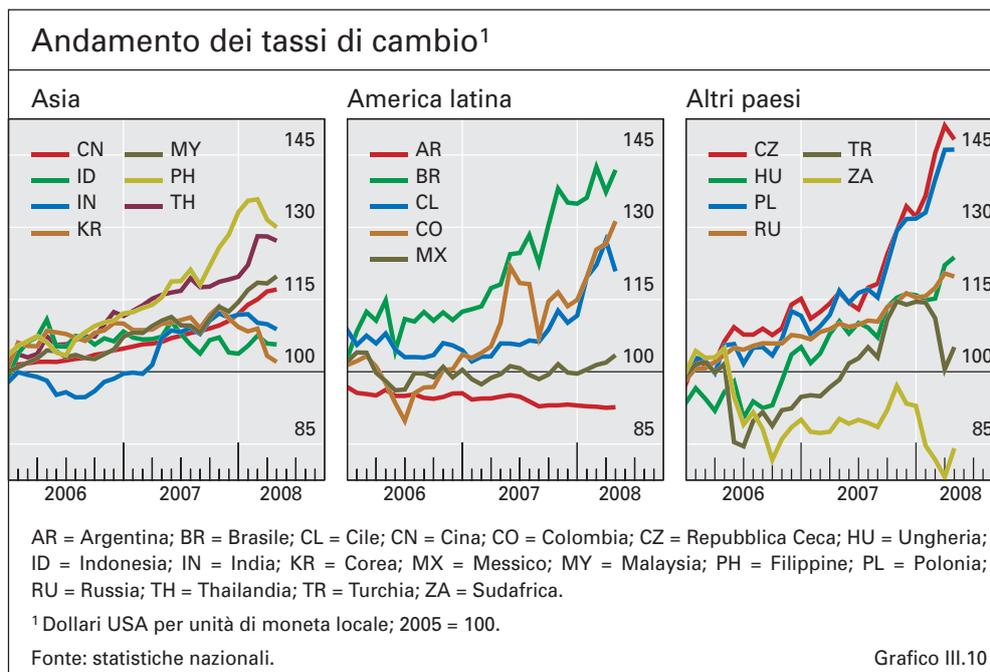
... esponendo le banche centrali ai rischi di tasso di interesse e di cambio

Oltre a incidere sui portafogli delle banche commerciali, la massiccia espansione delle riserve valutarie ha innalzato l'esposizione delle banche centrali (o dei governi) alle perdite legate alle variazioni dei differenziali tra i tassi di interesse nazionali ed esteri e dei tassi di cambio. La cospicua riduzione del tasso sui *federal fund* statunitensi dalla seconda metà del 2007 ha ampliato lo spread rispetto ai tassi USA, per cui molte banche centrali stanno incorrendo in perdite sulle riserve in valuta finanziate tramite l'emissione di titoli interni. Ad aprile 2008 il differenziale mediano di interesse era aumentato a 1,1 punti percentuali nell'Asia emergente, a 7,5 punti percentuali in America latina e a 6,6 punti percentuali nelle altre EME. Inoltre, il sensibile deprezzamento del dollaro nei confronti di numerose divise dei mercati emergenti ha dato luogo a minusvalenze da rivalutazione sulle riserve in valuta. Anche ipotizzando che la composizione valutaria delle riserve ufficiali sia diversificata e abbia permesso di beneficiare dell'apprezzamento dell'euro, da agosto dello scorso anno gli effetti di valutazione devono essere stati significativi. Le perdite subite sulle riserve valutarie possono complicare ulteriormente gli interventi volti a inasprire la politica monetaria di fronte all'aumento dell'inflazione.

Maggiore flessibilità dei tassi di cambio

Diverse EME hanno reagito alle pressioni derivanti dagli ingenti afflussi di capitali accrescendo la flessibilità del tasso di cambio (grafico III.10). Questo approccio ha contribuito alla disinflazione e in alcuni casi (ad esempio in Polonia, Sudafrica e Turchia) sembra parimenti aver scoraggiato gli afflussi speculativi a breve termine esponendo gli operatori a un rischio di cambio bidirezionale. In altre EME (tra cui Indonesia, Repubblica Ceca e Slovacchia) l'apprezzamento valutario pare invece essersi accompagnato ad afflussi di capitali supplementari, presumibilmente in previsione di un ulteriore aumento del tasso di cambio.

Vari paesi hanno fatto ricorso a politiche di controllo dei movimenti di capitali per far fronte alle pressioni associate agli afflussi di fondi. Alcuni hanno allentato i controlli sui flussi in uscita, come ad esempio la Cina, l'India



e la Russia, che nel 2007 hanno ulteriormente liberalizzato l'investimento in titoli esteri da parte dei residenti. La recente impennata degli acquisti di titoli di debito esteri effettuati dal settore privato cinese sembra in parte riconducibile a tale intervento. In qualche caso, come in Brasile e Colombia, sono stati reintrodotti controlli selettivi sui capitali in entrata. Tuttavia, la maggior parte dei paesi è stata riluttante ad agire in tal senso in ragione delle distorsioni microeconomiche che tali controlli comportano. Nel marzo 2008 la Thailandia ha in effetti eliminato i controlli introdotti nel 2006 sugli afflussi di capitali.

Un altro modo per contrastare le pressioni espansive derivanti dagli ingenti afflussi di capitali consiste nel manovrare in senso restrittivo la politica di bilancio. Tale intervento può tuttavia sortire due effetti opposti sul tasso di cambio. Da una parte, il rallentamento della domanda aggregata indotto dal risanamento dei conti pubblici potrebbe spingere al ribasso i tassi di interesse, scoraggiando gli afflussi di capitali. Dall'altra, nei paesi che non presentano fondamentali particolarmente solidi l'inasprimento fiscale potrebbe ridurre i premi per il rischio paese, rafforzando la moneta nazionale e richiamando ulteriori afflussi di capitali. Forse in ragione della diversa rilevanza assunta nei vari casi da questi effetti, il ricorso al risanamento dei bilanci per contenere le pressioni al rialzo sul cambio è stato diverso a seconda dei paesi. In Cile, ad esempio, gli incrementi della spesa pubblica sono stati improntati alla regola che prevede il conseguimento di un avanzo strutturale e l'investimento all'estero di tutte le eventuali eccedenze (che possono essere considerevoli quando i prezzi del rame sono elevati). Analogamente, diversi paesi esportatori di petrolio si sono avvalsi di fondi di stabilizzazione per gestire l'aumento dei ricavi petroliferi. A eccezione dei paesi esportatori di materie prime e di alcuni paesi con regimi di cambio fisso, il ricorso all'inasprimento della politica di bilancio per far fronte ai crescenti afflussi di capitali non è stato

Allentamento delle restrizioni sui deflussi di capitali e reintroduzione di controlli sugli afflussi

Ricorso alla politica di bilancio a fini anticiclici

diffuso. La crescita della spesa pubblica in termini reali ha di fatto registrato un'accelerazione negli ultimi anni in Indonesia, Thailandia, America latina ed Europa centrale.

Misure prudenziali a salvaguardia dei sistemi finanziari

Per contro, è stato fatto ampio uso di misure prudenziali e regolamentari per gestire le ripercussioni degli afflussi di capitali sulla solidità del sistema bancario e, più in generale, per controbilanciare gli effetti della rapida espansione del credito e dell'aumento dei prezzi delle attività (in particolare degli immobili residenziali) sul sistema finanziario interno. Diverse banche centrali dell'Asia emergente hanno impiegato strumenti prudenziali, ad esempio l'abbassamento del rapporto fra valore del prestito e valore delle garanzie (Cina, Corea), l'innalzamento dei requisiti patrimoniali e di accantonamento (India) e l'inasprimento dei criteri di concessione del credito (Corea), per contrastare gli effetti degli afflussi di capitali sul settore bancario. Al fine di contenere l'impatto degli afflussi intermediati dalle banche, i paesi dell'ECO si sono avvalsi, con esiti piuttosto positivi, di una serie di misure, tra cui l'aumento delle ponderazioni di rischio sui prestiti in valuta estera, l'inasprimento dei requisiti di liquidità in valuta, la riduzione dei limiti alle posizioni aperte in cambi, nonché l'incremento degli obblighi di segnalazione e il rafforzamento della vigilanza sulle banche e su altri istituti finanziari. In alcuni casi tali misure sono state integrate da strumenti più tradizionali di politica monetaria, quali l'innalzamento delle riserve obbligatorie e un'estensione della loro applicazione.

Vulnerabilità delle economie emergenti

È probabile che la turbolenza del sistema finanziario mondiale e il rallentamento degli Stati Uniti incidano negativamente sulle prospettive economiche delle EME, ma resta da vedere in quale misura.

Fin qui, tutto bene

Le previsioni di crescita sono solide ...

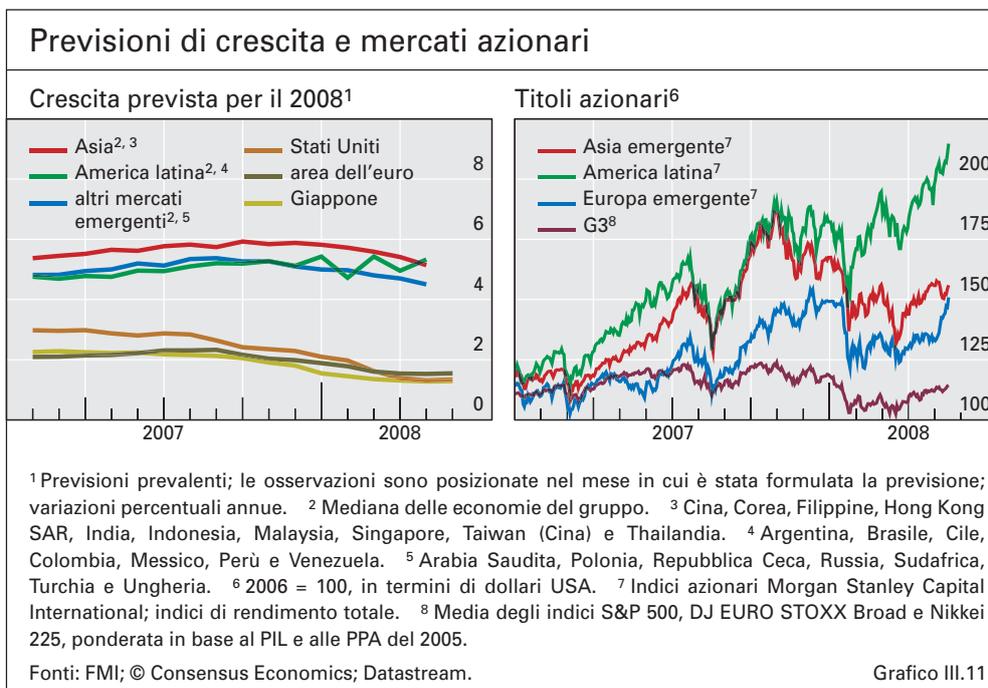
Al maggio 2008 la maggior parte degli analisti era ancora ottimista in merito alle prospettive di crescita a breve termine delle economie emergenti. Sebbene le previsioni prevalenti per il 2008 siano state riviste al ribasso negli ultimi mesi, esse continuano a evidenziare l'aspettativa di un elevato grado di resilienza. Mentre le stime di crescita per gli Stati Uniti sono scese di circa 1 punto percentuale dal settembre 2007, il valore mediano delle previsioni per i mercati emergenti si è ridotto di soli 0,2 punti percentuali (grafico III.11, diagramma di sinistra). La crescita attesa per le economie emergenti nel 2008, pari al 6,7%, non è di molto inferiore a quella media del periodo 2003-06. A livello regionale, le previsioni per l'Asia e altri mercati emergenti sono state riviste al ribasso, mentre quelle per l'America latina sono rimaste stabili.

... ma vanno considerate con prudenza

Le previsioni prevalenti, tuttavia, non riescono generalmente ad anticipare i punti di svolta del ciclo economico, ancor meno nel caso di flessioni particolarmente pronunciate (ad esempio in periodi di crisi). È pertanto possibile che, se gli sviluppi globali dovessero causare un drastico rallentamento nelle EME, esso non venga previsto dalle stime di consenso.

I corsi azionari forniscono un quadro contrastante

I mercati azionari forniscono segnali contrastanti sulle prospettive delle economie emergenti. Verso la fine del 2007 o agli inizi del 2008 essi hanno



ceduto terreno, benché in alcune regioni, come in America latina, abbiano beneficiato degli elevati prezzi delle materie prime (grafico III.11, diagramma di destra).

L'esperienza storica del rallentamento statunitense del 2001 insegna che i rischi al ribasso per la crescita delle EME potrebbero essere considerevoli. All'epoca, l'espansione degli Stati Uniti era scesa a 2 punti percentuali sotto la media a seguito dello scoppio della bolla tecnologica. Al tempo stesso, la crescita delle importazioni USA si era ridotta di 15 punti percentuali rispetto alla media. Le esportazioni dei mercati emergenti erano state duramente penalizzate, in particolare quelle delle economie dell'Est asiatico, concentrate nel settore dell'alta tecnologia (grafico III.12, diagrammi superiori). Durante la flessione del 2001 un calo di 1 punto percentuale del tasso di crescita statunitense rispetto alla media era stato associato a un corrispondente calo di 0,6 punti percentuali del tasso di espansione in Cina e a flessioni ancora maggiori in altre economie asiatiche, mentre in America latina le deviazioni della crescita dalla rispettiva media si erano collocate tra lo 0,7 e l'1,8%.

Tuttavia, la situazione attuale sembra differire per il momento da quella del 2001. In occasione della recessione statunitense del 2001 il ciclo economico delle economie emergenti appariva strettamente legato ("agganciato") a quello degli Stati Uniti. Per contro, al recente rallentamento USA sembra finora aver fatto riscontro una flessione molto minore della crescita nelle EME. Quest'ultima, pur essendo rallentata, è difatti rimasta superiore alla media (grafico III.12, diagramma in basso a sinistra).

È possibile avanzare due spiegazioni delle differenze nell'andamento della crescita in questi due periodi. Anzitutto, contrariamente al 2001, nel 2007 le esportazioni dei mercati emergenti hanno continuato ad aumentare a un ritmo superiore alla media (grafico III.12, diagramma in basso a destra), mentre la crescita delle importazioni USA è risultata inferiore alla media. Ciò

Nel 2001 la crescita delle EME era scesa sotto la media

Oggi la crescita rimane sopra la media ...

... grazie al vigore delle esportazioni ...

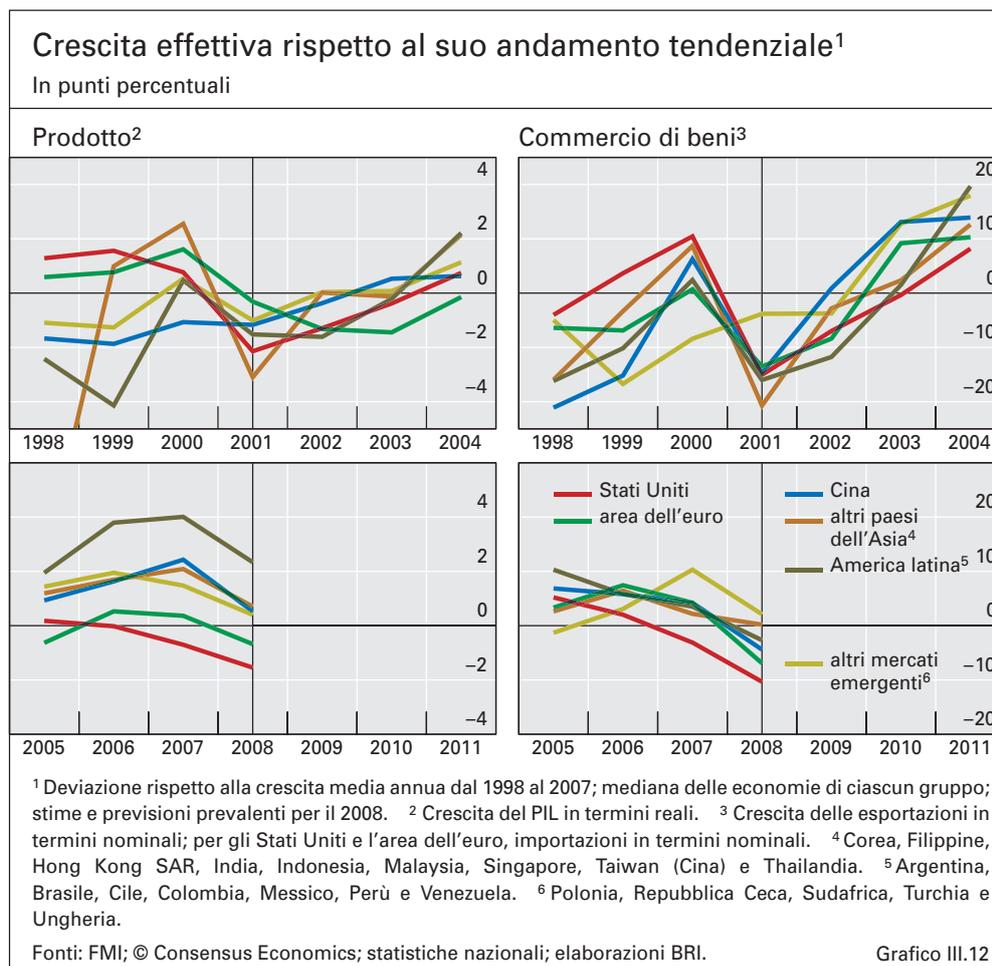
nonostante, come si dirà in seguito, il rischio che la situazione evolva in modo meno favorevole permene.

... e della domanda interna

Inoltre, le economie emergenti sono state recentemente in grado di controbilanciare gli effetti della minore domanda di loro esportazioni stimolando la domanda interna in misura maggiore che nel 2001 (grafico III.1). Rispetto ad allora, la spesa per consumi privati è aumentata a un ritmo più sostenuto nell'Asia emergente e in America latina. Il contributo alla crescita fornito dalla spesa per investimenti, negativo nel 2001, è divenuto decisamente positivo nel 2007 per l'Asia, l'America latina e l'Europa centrale. Pertanto, nella maggior parte delle regioni emergenti sembra che le dinamiche della domanda interna godano di un certo slancio. Ciò potrebbe in parte spiegare perché, nonostante la crescente globalizzazione, le ricerche evidenzino una riduzione dell'impatto prodotto sulle EME dall'attività economica nelle economie industriali avanzate.

Sono individuabili tre fonti di vulnerabilità

Sebbene le previsioni di crescita delle economie emergenti per il 2008 rimangano solide, vi è il rischio che questa situazione non perduri (si veda oltre). In primo luogo, infatti, le esportazioni dei mercati emergenti potrebbero indebolirsi, forse più di quanto generalmente anticipato di recente. In secondo luogo, la capacità delle EME di espandere la domanda interna per compensare un eventuale indebolimento delle esportazioni potrebbe essere limitata. In terzo luogo, le economie emergenti che presentano un disavanzo del conto



corrente e un indebitamento a breve termine elevati, nonché quelle che fanno massiccio affidamento sul credito bancario internazionale, potrebbero rivelarsi vulnerabili a un'inversione dei flussi di capitali.

Resilienza della crescita delle esportazioni delle EME

Se il rallentamento dell'economia statunitense dovesse aggravarsi, le esportazioni delle EME potrebbero essere notevolmente penalizzate, per almeno tre motivi.

Le esportazioni dei mercati emergenti sono vulnerabili ...

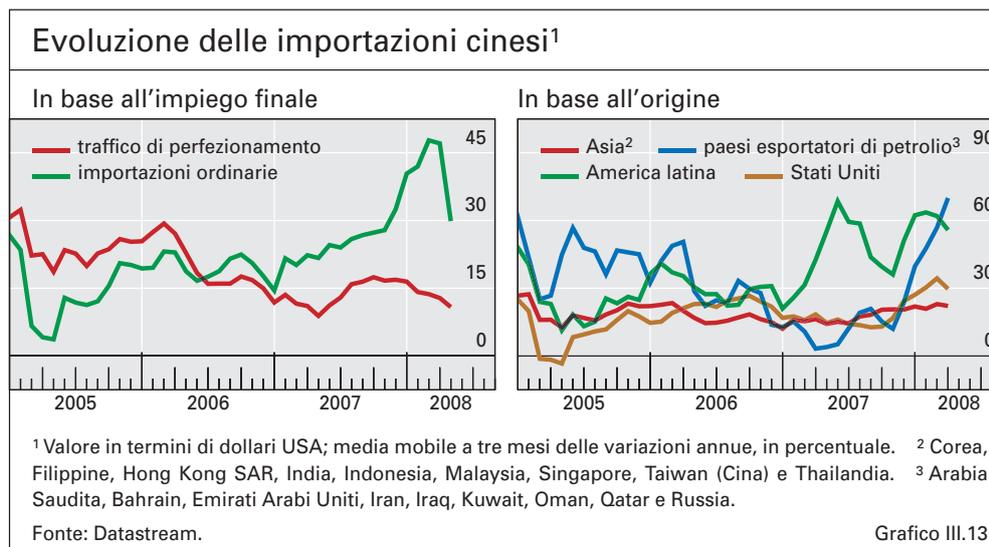
In primo luogo, gli Stati Uniti rimangono un mercato di sbocco importante per gli esportatori dell'area emergente. Ad esempio, sebbene sia diminuita, la quota delle esportazioni delle EME asiatiche (esclusa la Cina) destinata agli Stati Uniti rimane sufficientemente ampia (collocandosi tra il 10% di Singapore e il 18% della Malaysia nel 2007) da far sì che le esportazioni totali risentirebbero sensibilmente di una netta flessione della domanda statunitense. La quota delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti è pari a circa il 20%. Oltre a ridurre la domanda diretta di tali esportazioni, un rallentamento statunitense potrebbe anche incidere negativamente sulle importazioni cinesi di beni intermedi e materie prime da altre economie emergenti, utilizzati nella produzione di beni destinati all'esportazione. Benché la Cina possa controbilanciare l'impatto contrattivo di un eventuale rallentamento USA rafforzando la propria domanda interna (si veda oltre), una delle preoccupazioni sollevate nella *Relazione annuale* dello scorso anno riguardava il fatto che le importazioni della Cina da altre economie emergenti (in particolare dell'Asia) sono state generalmente piuttosto modeste in relazione alla domanda interna. Pertanto, i benefici che ne deriverebbero per le altre economie emergenti sarebbero contenuti.

Gli andamenti recenti attenuano tali timori, pur non dissipandoli completamente. Ad esempio, tra settembre 2007 e febbraio 2008 la crescita totale delle importazioni cinesi (in dollari USA) è aumentata dal 16 al 35%, sulla scia di un'impennata delle importazioni ordinarie, maggiormente collegate alla domanda interna del paese. Al tempo stesso, il tasso di incremento delle importazioni associate al traffico di perfezionamento, direttamente legate alle esportazioni, è diminuito (grafico III.13, diagramma di sinistra). Durante questo periodo la crescita delle importazioni cinesi dall'Asia è effettivamente aumentata, ma a un ritmo molto inferiore di quella delle importazioni dai paesi esportatori di petrolio o dall'America latina (grafico III.13, diagramma di destra). Questi dati vanno interpretati con cautela, poiché si riferiscono ai valori delle importazioni in dollari USA. Essi indicano tuttavia che gli esportatori dell'Asia emergente potrebbero beneficiare in misura relativamente minore dell'aumento delle importazioni cinesi non legate al traffico di perfezionamento. Più in generale, vi è il rischio che le importazioni cinesi nel loro insieme possano subire un netto rallentamento in caso di ulteriore indebolimento dell'economia statunitense, con ripercussioni avverse per i partner commerciali della Cina. Questo rischio è evidenziato dalla marcata decelerazione delle importazioni cinesi a marzo.

... e il sostegno della Cina potrebbe essere solo parziale

Le esportazioni delle economie emergenti sono altresì sostenute dalle importazioni e dalla crescita dell'Unione europea, che hanno sinora dato prova di una migliore tenuta rispetto al 2001. Un eventuale sensibile deterioramento

Rischi in caso di rallentamento in Europa



delle prospettive di crescita in Europa potrebbe incidere negativamente sui mercati emergenti (Capitolo II).

Vulnerabilità degli esportatori di beni finali ...

In secondo luogo, la domanda statunitense potrebbe diminuire proprio in quei settori dove sono fortemente concentrate le esportazioni delle economie emergenti, come era successo durante la recessione USA del 2001 nel caso delle esportazioni asiatiche del settore informatico. Sebbene il rallentamento abbia per ora interessato prevalentemente il settore dell'edilizia residenziale, la flessione della domanda statunitense potrebbe ancora ridurre le importazioni statunitensi di beni finali prodotti dalle EME. La contrazione degli investimenti fissi non residenziali registrata negli Stati Uniti nel primo trimestre 2008 rafforza questa preoccupazione. Nel complesso i dati sono risultati finora indubbiamente favorevoli: il valore delle importazioni USA totali e di quelle dalle EME è aumentato fino al primo trimestre 2008. Nondimeno, le importazioni statunitensi sono diminuite in alcuni dei principali settori di esportazione delle economie emergenti. Ad esempio, è calata la crescita delle importazioni di determinati prodotti informatici di rilevanza per diverse economie dell'Est asiatico (come Corea, Malaysia e Singapore). Anche la crescita della domanda di beni di consumo come i giocattoli e di taluni veicoli pesanti si è ridotta, penalizzando i produttori di talune EME, quali la Cina e il Messico. Come indicato in precedenza, una decelerazione più marcata dell'economia statunitense, associata a una crescita più debole in altre economie industriali avanzate, potrebbe parimenti spingere al ribasso i prezzi delle materie prime, frenando l'espansione dei paesi esportatori in America latina, Africa e Medio Oriente.

... e rischi derivanti dal deprezzamento del dollaro

In terzo luogo, il deprezzamento del dollaro potrebbe accentuare l'impatto negativo di un rallentamento USA sulle esportazioni nette delle EME. Nel 2001 l'apprezzamento della moneta statunitense rispetto a quelle dei mercati emergenti aveva avuto l'effetto opposto, ma dal luglio 2007 il dollaro si è notevolmente deprezzato nei confronti di molte di queste valute, e potrebbe senz'altro continuare a farlo. Inoltre, varie divise dei paesi emergenti sono rimaste stabili o sono calate in termini effettivi (grafico V.2 del Capitolo V), il che potrebbe preludere a un loro rialzo futuro.

Resilienza della domanda interna

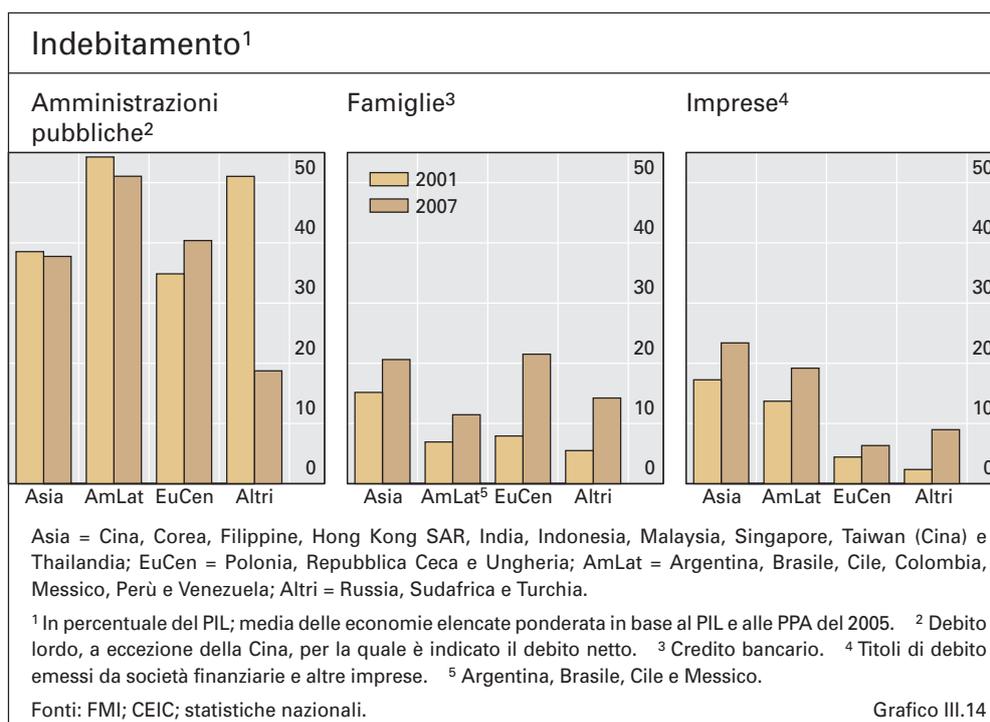
Nonostante il contributo crescente della domanda interna all'espansione delle EME di cui si è detto sopra, le condizioni globali presentano comunque alcuni rischi, poiché l'aumento della spesa per consumi o investimenti volto a controbilanciare un rallentamento potrebbe essere vincolato da una serie di fattori.

Uno dei rischi è che la minore domanda di esportazioni, riducendo i rendimenti e le entrate potenziali, possa frenare la spesa per consumi e investimenti. Nel caso delle famiglie la contrazione dei redditi si ritrova aggravata dall'aumento dell'inflazione, in particolare nei paesi importatori di materie prime. Inoltre, l'esperienza recente indica che le EME potrebbero incontrare difficoltà nell'accrescere gli investimenti per contrastare un rallentamento dell'espansione del PIL. In alcuni dei paesi dove la spesa per investimenti è stata elevata, in particolare in Cina, sussistono timori di un possibile sovrainvestimento. In altre economie emergenti la crescita degli investimenti non ha generalmente superato quella del PIL nemmeno nelle fasi di espansione. Dagli ultimi anni novanta il rapporto investimenti/PIL è aumentato solo moderatamente nell'Asia emergente escluse Cina e India (attestandosi di recente in media a circa il 24%, contro oltre il 40% della Cina) e in America latina (20% circa).

Un ulteriore rischio è che l'inasprimento delle condizioni di finanziamento freni la spesa. Sebbene nel decennio in corso il debito pubblico in percentuale del PIL sia generalmente diminuito (grafico III.14, diagramma di sinistra) e i saldi di bilancio della maggior parte delle economie emergenti siano migliorati, un eventuale rallentamento peggiorerebbe le posizioni di bilancio allorché il rapporto mediano debito pubblico/PIL nelle EME è ancora elevato, a circa il 38%. Anche il rincaro del petrolio si sta ripercuotendo negativamente sui conti pubblici di diverse economie emergenti che sovvenzionano l'energia.

Il calo delle esportazioni potrebbe ridurre la domanda interna

Le possibilità di ricorrere allo stimolo fiscale sono talvolta limitate ...



Ciò potrebbe limitare la facoltà di utilizzare la politica di bilancio a fini anticiclici nell'eventualità di una decelerazione pronunciata. In tale contesto, i differenziali di rendimento sui titoli sovrani rimangono ben inferiori ai livelli osservati nelle precedenti fasi di turbolenza finanziaria, ma risultano notevolmente più elevati rispetto alla prima metà del 2007 (Capitolo VI), evidenziando i rischi che i vincoli di finanziamento possano diventare stringenti.

... e l'aumento dell'indebitamento privato potrebbe rappresentare un problema

L'indebitamento delle famiglie e delle imprese è aumentato dal 2001 (grafico III.14, diagrammi centrale e di destra). Sebbene le posizioni debitorie sembrino ancora sostenibili, un inasprimento delle condizioni di finanziamento potrebbe ridurre il margine di manovra per incrementare i consumi o gli investimenti. In alcuni paesi il basso livello degli indici di indebitamento riflette in realtà uno scarso sviluppo finanziario e un accesso ridotto delle famiglie al credito, per cui la facoltà di ricorrere all'indebitamento per incrementare la spesa risulterebbe comunque limitata. Nei paesi dove le condizioni di accesso al finanziamento per le famiglie sono invece migliorate, la rapida crescita del credito degli ultimi anni comporta alcuni rischi (si veda oltre). Per quanto riguarda le imprese, in diverse EME gli spread sulle obbligazioni societarie si sono recentemente ampliati più di quelli sui titoli sovrani, segnalando che le condizioni di finanziamento per alcuni emittenti stanno iniziando a inasprirsi dopo molti anni di facile accesso al credito.

Vulnerabilità di fronte al rischio di un'inversione dei flussi di capitali

Alcune vulnerabilità al rischio di un'inversione dei flussi di capitali

Malgrado il parziale inasprimento delle condizioni di finanziamento esterno, le EME nel loro insieme – grazie ai migliori fondamentali, alle abbondanti riserve e agli ampi avanzi correnti – sembrano meno esposte rispetto al passato a un'eventuale inversione dei flussi di capitali. Nondimeno, possono essere evidenziati due tipi di vulnerabilità al riguardo. In primo luogo, le EME con ampi deficit di conto corrente e un'elevata quota di indebitamento estero a breve termine potrebbero avere difficoltà a ottenere finanziamenti esteri qualora le condizioni di finanziamento a livello internazionale dovessero inasprirsi ulteriormente. In secondo luogo, le economie emergenti che dipendono in misura considerevole dal credito bancario internazionale sono esposte al rischio di una contrazione di tali finanziamenti a seguito dei problemi incontrati dalle banche sia delle economie industriali avanzate sia locali (Capitolo VII).

I paesi che potrebbero trovarsi in maggiore difficoltà sono quelli baltici e dell'Europa sudorientale. Essi presentano disavanzi correnti molto ingenti, coperti solo per circa la metà da IDE, che sono in genere considerati la forma di finanziamento estero più stabile (tabella III.4). Tali paesi sono altresì gravati da un'elevata proporzione di debito estero a breve termine (pari in media al 120% delle riserve valutarie). Inoltre, i prestiti transfrontalieri rappresentano in media in questi paesi il 76% del credito interno. Anche il Sudafrica, che registra un disavanzo corrente superiore al 7% del PIL e fa massiccio affidamento sugli afflussi di investimenti di portafoglio, si trova in una posizione relativamente vulnerabile.

Alla luce delle turbolenze abbattutesi sugli istituti bancari nelle economie industriali avanzate, la seconda importante fonte di vulnerabilità per talune

Indicatori del grado di vulnerabilità esterna nel 2007						
	Saldo conto corrente ¹	Afflussi netti IDE ¹	Afflussi netti invest. di portafoglio ¹	Afflussi netti altri invest. ^{1, 2}	Debito estero a breve ³	Attività transfrontaliere ⁴
Cina	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
India	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Altre EME asiatiche ^{5, 6}	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brasile	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombia	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
Messico	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Altre EME latinoamericane ^{6, 7}	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Europa centrale ^{6, 8}	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Altre EME europee ^{6, 9}	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Russia	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Medio Oriente ^{6, 10}	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Sudafrica	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

¹ In percentuale del PIL. ² Banche e altri settori. ³ In percentuale delle riserve valutarie. ⁴ Posizioni sull'estero nei confronti di singoli paesi segnalate dalle banche dichiaranti, in base alla residenza; importi in essere in percentuale del credito interno. ⁵ Corea, Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁶ Medie semplici degli indicatori delle economie elencate. ⁷ Argentina, Cile, Perù e Venezuela. ⁸ Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁹ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Romania e Turchia. ¹⁰ Arabia Saudita e Israele.

Fonti: FMI; statistiche bancarie BRI su base locale e statistiche BRI sulle emissioni di titoli di debito. Tabella III.4

EME riguarda la sostenibilità degli afflussi di capitali intermediati dalle banche. Storicamente i flussi bancari sono stati periodicamente soggetti a improvvise inversioni, come nei primi anni ottanta in America latina e nel 1997-98 nell'Asia emergente. Sebbene la quota del credito nazionale finanziata tramite capitali esteri sia molto ampia in numerosi mercati emergenti, essa risulta assai inferiore che in passato. Ciò è dovuto in parte al fatto che le filiali delle banche estere si finanziano sempre di più a livello locale, anziché avvalersi di prestiti "puramente" transfrontalieri come in precedenza.

Come già indicato, l'Europa centrale e orientale rappresenta un'eccezione al riguardo. Questa regione differisce notevolmente dalla maggior parte degli altri mercati emergenti in quanto il suo indebitamento esterno sta aumentando in linea con la rapida integrazione economica e finanziaria con l'area dell'euro e i suoi sistemi bancari sono prevalentemente di proprietà estera (analogamente al Messico). La maggioranza delle banche madri con sede nell'Europa occidentale sembra avere l'intenzione di sostenere il finanziamento transfrontaliero delle rispettive filiali nei paesi dell'ECO e di ridurre al tempo stesso in maniera graduale il credito alle economie in apparente surriscaldamento. Inoltre, le banche svedesi, austriache e italiane con una forte presenza nella regione considerano generalmente le opportunità di crescita nell'ECO in un'ottica di lungo periodo e si sono di conseguenza attivate per proteggere le proprie affiliate.

Ciò nonostante, i potenziali problemi nei mercati interni delle case madri o nei mercati emergenti ospitanti rischiano di indurre una flessione o persino un'inversione degli afflussi di capitali. Ad esempio, sebbene le principali banche madri non abbiano finora subito perdite rilevanti dovute ai mutui

Gli afflussi bancari potrebbero subire un'inversione ...

... in caso di difficoltà di raccolta per le banche madri

subprime statunitensi o a prodotti strutturati collegati, esse effettuano una parte importante della propria raccolta in valuta nei mercati all'ingrosso internazionali. Le banche svedesi raccolgono fondi in euro che utilizzano per finanziare le proprie filiali nei paesi baltici, mentre quelle austriache e italiane si indebitano in franchi svizzeri e impiegano tali fondi per erogare credito alle filiali nell'Europa centrale e sudorientale. In caso di prosciugamento della liquidità in questi mercati all'ingrosso, i principali fornitori di finanziamento esterno all'Europa emergente si troverebbero sotto pressione. Le fonti alternative di raccolta nell'Europa emergente sono scarse. Inoltre, la capacità delle banche nazionali di finanziarsi all'estero è limitata e anche quelle che adottano tale prassi (come le banche russe) si sono scontrate con una netta flessione dei finanziamenti a partire dall'agosto 2007. A livello locale, da diversi anni ormai nella maggior parte dei paesi dell'ECO la crescita della base di depositi non tiene il passo di quella del credito, che è anche il motivo per cui le banche della regione avevano iniziato a ricercare finanziamenti esterni.

Grandi banche multinazionali in paesi piccoli

I rischi per i flussi bancari nei paesi dell'ECO sono accentuati dal fatto che, all'interno del suo portafoglio prestiti mondiale, l'esposizione di una banca madre nei confronti di un determinato paese ospitante è di norma molto meno significativa rispetto all'esposizione di un paese ospitante nei confronti di una determinata banca madre. Pertanto, cambiamenti delle politiche creditizie che risultano modesti dal punto di vista di una banca madre possono incidere notevolmente sulla stabilità macroeconomica e finanziaria del paese ospitante (cfr. il Capitolo VII della *Relazione annuale* dello scorso anno).

Possibile sottovalutazione del rischio di credito

In diverse regioni emergenti, oltre che nell'Europa centrale e orientale, gli afflussi di capitali intermediati dalle banche potrebbero inoltre trovarsi sotto pressione per il tramite di un altro canale. Il credito bancario al settore privato ha segnato una straordinaria espansione negli ultimi cinque anni, pari cumulativamente a 7 e 30 punti percentuali di PIL rispettivamente in America latina e nell'ECO. Questa rapida espansione potrebbe aver messo a dura prova la capacità delle istituzioni di valutare e monitorare efficacemente il credito, ad esempio per la carenza di personale qualificato e a causa di lacune istituzionali che complicano per le banche il compito di stimare il rischio di credito o i rendimenti corretti per il rischio, o ancora il recupero delle garanzie. In questi casi, una volta riconosciuta la sottovalutazione del rischio, le banche potrebbero trovarsi nella necessità di accrescere gli accantonamenti. Ciò potrebbe indurre gli organi manageriali a considerare come impossibile il raggiungimento degli obiettivi di redditività del capitale proprio – spesso assai ambiziosi nei mercati emergenti – e a ridurre la crescita del credito, in modo anche molto repentino.

Rischi derivanti dal rincaro delle abitazioni ...

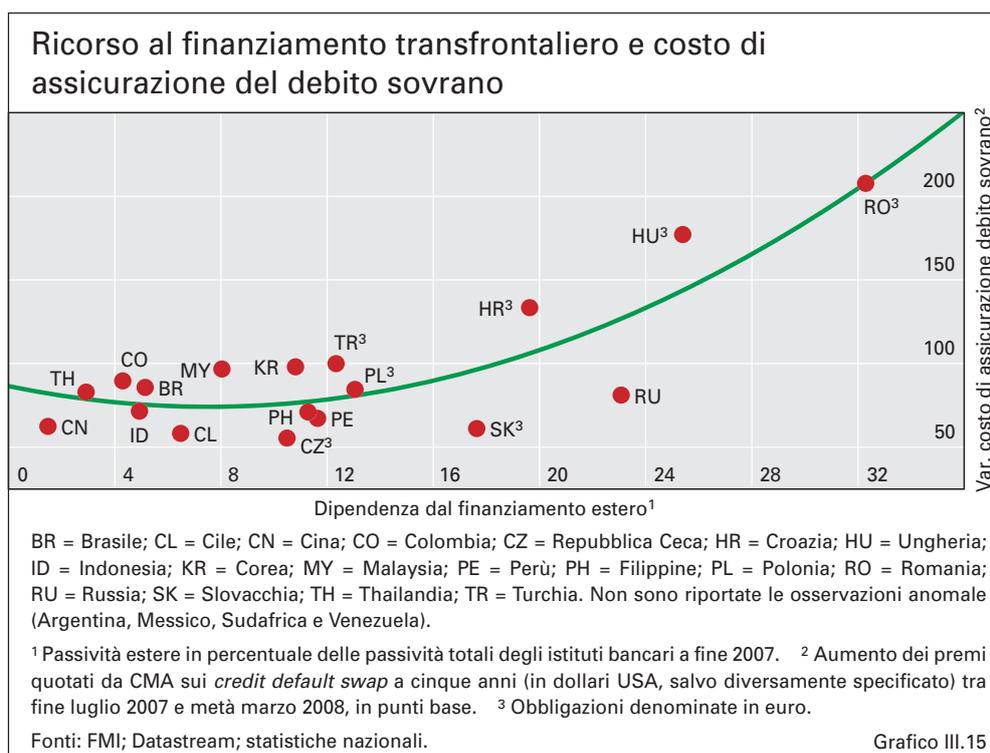
Le banche operanti nei mercati emergenti devono altresì far fronte ai rischi derivanti dall'esposizione al mercato immobiliare. I prezzi delle abitazioni in diverse EME asiatiche (fra cui Cina, Hong Kong SAR, India e Singapore) e soprattutto nell'Europa emergente sono rapidamente aumentati negli ultimi anni. Qualora la qualità degli attivi dovesse deteriorarsi in maniera significativa, i sistemi interni di controllo rischi delle banche potrebbero imporre una cospicua riduzione del credito al fine di salvaguardare il patrimonio.

L'improvviso prosciugamento degli afflussi di capitali rischierebbe di indurre pesanti correzioni del tasso di cambio. Ciò potrebbe comportare effetti di bilancio e di ricchezza considerevoli nei paesi con ingenti passività scoperte in valuta estera. I paesi più vulnerabili a tale riguardo sono ancora una volta quelli dell'ECO, che si sono pesantemente indebitati con l'estero e in cui un'ampia quota della recente espansione del credito è denominata in valuta estera. Questa esposizione è evidenziata dalla correlazione positiva tra la variazione del costo dell'assicurazione contro il verificarsi di un evento creditizio nei mercati emergenti (misurato dall'incremento degli spread sui *credit default swap* relativi al debito sovrano dalla fine di luglio 2007) e il grado di ricorso al finanziamento transfrontaliero (misurato dalla quota di passività estere sul totale delle passività del settore bancario a fine 2007) (grafico III.15).

... e da disallineamenti valutari

A tutt'oggi non si scorgono ancora chiari segnali di un cambiamento nella politica delle banche creditrici dei mercati emergenti. Agli inizi del 2008 la loro attività di finanziamento continuava a crescere a ritmi sostenuti, seppur in calo. Né vi sono segnali evidenti di indebolimento dei flussi bancari transfrontalieri. Nell'Asia emergente e in America latina le pressioni sulla raccolta esterna sono rimaste modeste nel primo trimestre 2008, in parte poiché la crescita del credito interno è stata in larga misura finanziata dall'espansione della base di depositi nazionale. La buona tenuta dei sistemi bancari nazionali nel globale contesto di turbolenza trova riscontro nella generale stabilità dei mercati interbancari in valuta locale. Seppur retrospettivi, gli indicatori prudenziali come quelli relativi all'adeguatezza patrimoniale, ai crediti in sofferenza e agli accantonamenti sono perlopiù assai solidi e stabili in tutte e tre le principali regioni emergenti e offrono un margine di sicurezza per i rispettivi sistemi bancari.

Non si osserva ancora un generale disinvestimento ...



... ma alcune EME sono già state penalizzate

Gli andamenti non sono stati tuttavia uniformi. Da una parte, l'evoluzione di alcuni indicatori di mercato (ad esempio gli spread sulle obbligazioni in valuta locale in Ungheria o i tassi di cambio in Romania e in Sudafrica) fa ritenere che gli operatori stiano iniziando a prestare maggiore attenzione ai segnali di vulnerabilità a livello nazionale. I paesi che più hanno risentito delle recenti turbolenze sono stati quelli con i maggiori squilibri interni ed esterni e/o con politiche economiche non sufficientemente credibili, nonché quelli che in precedenza avevano registrato ingenti afflussi di capitali in concomitanza con un rapido incremento delle valutazioni delle attività e dei rischi di surriscaldamento (ad esempio Romania, Russia, Sudafrica e Turchia).

È possibile che altre EME registrino ulteriori afflussi ...

D'altra parte, taluni mercati emergenti continuano a essere favoriti dai prezzi delle materie prime e da fattori dal lato dell'offerta, e questi ultimi potrebbero altresì alimentare ulteriori afflussi di capitali. Ne sono un esempio la diversificazione dei portafogli da parte di investitori istituzionali in Europa e Nord America, la ricerca di rendimenti più elevati da parte degli investitori al dettaglio giapponesi e il reimpiego delle eccedenze rivenienti dal petrolio da parte di investitori istituzionali e sovrani del Medio Oriente. A breve termine, le crescenti preoccupazioni sulla qualità degli attivi nelle economie industriali avanzate potrebbero persino stimolare i flussi di portafoglio verso alcune economie emergenti, in particolare quelle con ampi avanzi con l'estero.

... ma gli afflussi complessivi all'area emergente potrebbero diminuire

Tuttavia, un netto rallentamento economico innescato dagli Stati Uniti avrebbe probabilmente un effetto frenante sulla maggior parte delle categorie di afflussi di capitali ai mercati emergenti. Le emissioni di titoli di Stato e obbligazioni societarie nei mercati internazionali e i flussi collegati alle operazioni di *carry trade* su valute dei mercati emergenti sono già diminuiti (Capitolo V). Oltre a ridurre gli afflussi di capitali, un rallentamento delle economie industriali avanzate comporterebbe anche un calo delle rimesse degli emigrati. Ciò produrrebbe effetti particolarmente importanti per i paesi dell'America centrale, il Messico, l'India e le Filippine, i quali, dopo aver beneficiato per alcuni anni di una situazione più confortevole, vedrebbero incrementato il loro fabbisogno di finanziamento esterno.