

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



contents:

I fondi sovrani dei paesi emergenti stanno crescendo sia per numero sia per dimensione. Sta anche aumentando la loro quota di investimenti nei grandi gruppi industriali e finanziari occidentali. La crisi di liquidità globale rende necessario questi interventi, ma c'è chi è preoccupato dall'influenza che i fondi sovrani potrebbero avere sulle scelte finanziarie nei paesi avanzati. Le nostre valutazioni indicano che complessivamente i fondi sovrani possono contribuire a stabilizzare i mercati finanziari globali.

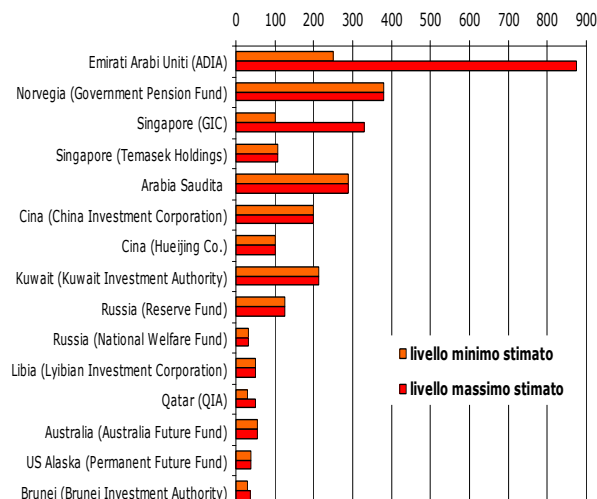
Il 2008 si profila come un anno difficile per il Sudafrica a causa del rallentamento economico internazionale, delle incertezze elettorali e della crisi energetica. Le prospettive per i prossimi anni, però, confermano la forza dell'economia, trainata dal massiccio piano di investimenti nel settore delle infrastrutture, in parte collegati ai progetti per i mondiali di calcio 2010.

Nonostante il momento critico vissuto dai mercati finanziari, i flussi internazionali di capitale sono aumentati nel 2007. Principali destinatari sono le economie emergenti in forte espansione, in particolare quelle dell'Europa dell'est e i paesi ricchi di risorse naturali. Questi mercati continueranno ad attirare notevoli flussi di capitali secondo le nostre valutazioni, anche nel 2008, pur se in un contesto di rallentamento degli investimenti e maggiore avversione al rischio.

Fondi sovrani: invasione o supporto?

I fondi sovrani (SFW) hanno acquisito recentemente importanti partecipazioni nei principali gruppi finanziari internazionali. Il 25 gennaio i governi di Singapore, Kuwait e Corea del Sud hanno investito circa 21 miliardi di dollari in Citigroup e Merrill Lynch, due banche che avevano perso ingenti fortune nella crisi dei mutui *subprime*. Dall'agosto 2007, i SWF hanno investito circa 70 miliardi di dollari per ricapitalizzare le banche di investimento o imprese multinazionali legate al settore delle telecomunicazioni o dell'alta tecnologia. Le più recenti acquisizioni di partecipazioni azionarie, oltre a quelle già citate, hanno coinvolto nomi eccellenti come UBS, Morgan Stanley, Bear Stearns, Barclays, il fondo *private equity* Blackstone, AMD e Sony.

I principali fondi sovrani
(stime, miliardi di dollari)



Fonte: FMI, febbraio 2008.

Ma cosa sono i fondi sovrani? Sono fondi di investimento di proprietà dello stato, denominati in valuta estera e gestiti separatamente rispetto alle riserve

Scenari

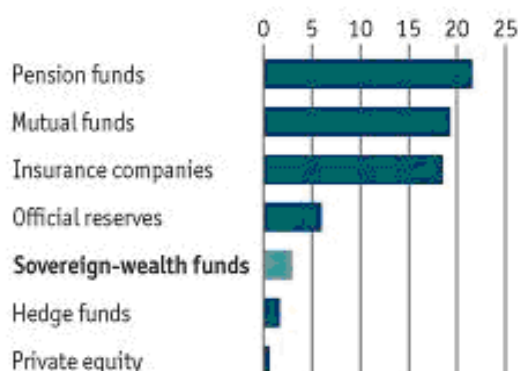
a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



internazionali. Si finanziano attraverso il surplus nella bilancia dei pagamenti: con i ricavi derivanti dall'esportazione di materie prime (di solito idrocarburi) ma anche dall'esportazione di beni manufatti o ad alta tecnologia, come nel caso dei fondi sovrani della Cina e di Singapore. I fondi sono creati per svolgere diverse funzioni: (i) la sterilizzazione dell'afflusso di valuta forte; (ii) il risparmio intergenerazionale per tutelarsi da un eventuale futuro abbassamento dei prezzi internazionali delle risorse esportate; (iii) il finanziamento di progetti a carattere socio-economico o per promuovere politiche industriali.

Tanto o poco?

(asset globali, migliaia di miliardi di dollari)



Fonte: Morgan Stanley

I fondi sovrani sono cresciuti sia di numero sia di dimensione. Il primo fondo è stato creato dal Kuwait nel 1953. I fondi di Abu Dhabi e Singapore operano da più di 25 anni. Attualmente esistono circa 40 fondi sovrani. In aggregato, controllano tra i 1.900 miliardi ai 2.900 miliardi di dollari. Tale cifra è maggiore di quella gestita dal segmento degli *hedge fund*, ma rappresenta meno del 2% di tutti gli *asset* finanziari globali. Tuttavia, i fondi sovrani stanno crescendo molto rapidamente. Morgan Stanley ha stimato che entro il 2015 dovrebbero raggiungere i 12.000 miliardi di dollari, arrivando a superare nel 2011 lo *stock* complessivo delle riserve internazionali.

L'azione dei fondi sovrani potrebbe essere salutare per le economie avanzate. La burrasca dei *subprime* e la possibile recessione dell'economia statunitense hanno creato una convergenza fra i bisogni di liquidità delle banche più severamente colpite e la ricerca di buone opportunità di investimento dei fondi. L'ingresso di capitali freschi ha impedito che queste banche si trovassero in ancora più seria difficoltà. Inoltre, c'è chi sostiene che i fondi aiutino a stabilizzare il sistema finanziario. Per loro natura, infatti, i fondi sovrani sono gestiti da investitori di lungo periodo che non vengono influenzati dalle volatilità di breve termine del mercato.

La rapida crescita prevista per i fondi sovrani

(miliardi di dollari)



Fonte: Morgan Stanley

Tuttavia, non mancano elementi di preoccupazione. In primo luogo, la limitata trasparenza e le poche informazioni ufficiali rendono difficile conoscere con precisione l'effettiva dimensione delle risorse gestite da questi fondi. In secondo luogo, non si conosce esattamente la composizione dei portafogli gestiti e le tecniche di *risk management* adottate. Infine, la proprietà statale può essere un fattore di minore trasparenza, rendendo le decisioni di questi fondi potenzialmente rispondenti più a logiche politiche (influenzare le scelte di altri paesi) che finanziarie (ricerca del massimo rendimento del capitale investito). A ciò si aggiunge che i fondi potrebbero beneficiare di informazioni fornite dal servizio di

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



intelligence nazionale per orientare le scelte di investimento ed avvantaggiarsi rispetto agli investitori privati.

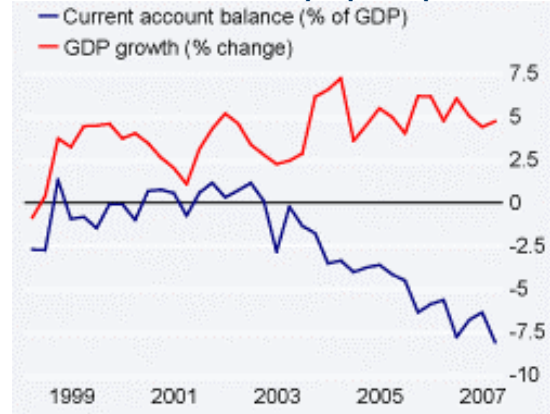
La soluzione è una maggiore regolamentazione delle attività dei fondi.

Le principali richieste sono maggiore trasparenza, forte diversificazione degli investimenti e rinuncia alla "voice" nelle società partecipate. Da una parte, la regolamentazione dovrà proteggere i paesi ospiti dalla possibile ingerenza di governi stranieri in settori di importanza strategica. Dall'altra, le norme non potranno essere troppo rigide e protezioniste per non disincentivare gli investimenti dei fondi proprio in un momento in cui c'è grande bisogno di iniezioni di liquidità. In definitiva, l'ingresso dei fondi sovrani nei mercati avanzati riflette il maggior peso economico di tali economie ed è dunque, a condizione che i fondi rispettino le "regole del gioco", un fattore di sviluppo dei mercati finanziari globali.

Sudafrica: una luce in fondo al tunnel

L'economia sudafricana è in forte espansione. Il Sudafrica rappresenta di gran lunga l'economia più forte e sviluppata della regione sub-Sahariana ed è il motore principale per la crescita di molti paesi dell'area. Una buona gestione macroeconomica, riforme strutturali e condizioni internazionali favorevoli hanno permesso all'economia di registrare negli ultimi anni tassi di crescita medi pari a circa il 5%, in particolare grazie al supporto di una forte domanda interna. Restano, tuttavia, alcuni importanti fattori critici. Tra questi il principale è il forte disavanzo delle partite correnti, il cui finanziamento da parte degli investitori esteri può risentire negativamente del ri-prezzamento del rischio a livello globale.

Una forbice sempre più ampia



Fonte: South Africa Reserve Bank

Il 2008 si presenta con maggiori rischi: sarà un anno "al buio"?

Dopo cinque anni di crescita sostenuta, le previsioni per il 2008 indicano un rallentamento dell'economia (le stime per il 2008 oscillano tra il 4% e il 4,5%) riconducibile a diversi fattori: (i) il forte rallentamento delle economie avanzate; (ii) le incertezze politiche e giudiziarie legate alle prossime elezioni presidenziali del 2009; (iii) la crisi energetica che il Sudafrica attraversa dall'inizio di quest'anno.

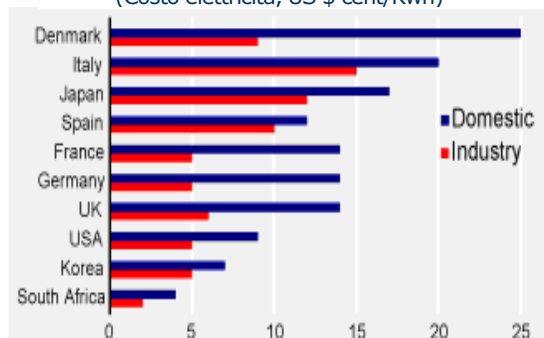
È proprio quest'ultima l'incognita principale:

dopo un decennio di politiche di estesa elettrificazione a fronte di tariffe tenute populisticamente basse, la capacità del sistema produttivo e distributivo di Eskom (l'*utility* pubblica dell'energia) ha raggiunto un punto critico, come dimostrano i diversi *black out* delle ultime settimane. Questi hanno indotto razionamenti e interruzioni nel consumo elettrico domestico, commerciale ed industriale. Problemi particolari sono presenti nel settore minerario (fulcro economico in termini di reddito, occupazione e fonte di valuta estera), dove la limitazione dell'offerta di energia restringe la capacità produttiva. Le conseguenze di questi problemi sono un calo della produzione industriale e possibili tagli occupazionali nel settore, in un paese già gravato da un tasso elevato di disoccupazione.

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.

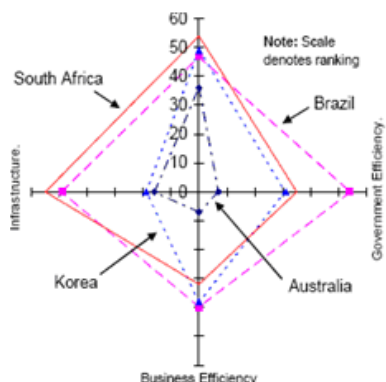
Tariffe elettriche scontate (Costo elettricità, US \$ cent/Kwh)



Fonte: Oxford Analytica.

Per il 2009-10 lo scenario è, però, più roseo. Nonostante le difficoltà riconducibili alla congiuntura economica, le prospettive di crescita per i prossimi anni sono positive. Nel quadro della *Accelerated and Shared Growth Initiative for South Africa* (AsgiSA), infatti, il governo continua a puntare ad una accelerazione della crescita economica (4,5% nel periodo 2005-09 e 6% medio annuo tra il 2010 e il 2014). L'altro obiettivo è il dimezzamento dei tassi di disoccupazione e povertà entro il 2014, in concordanza con i *Millenium Development Goal* adottati dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel 2000.

Infrastrutture: tasto dolente della competitività



Fonte: Fondo Monetario Internazionale, 2007

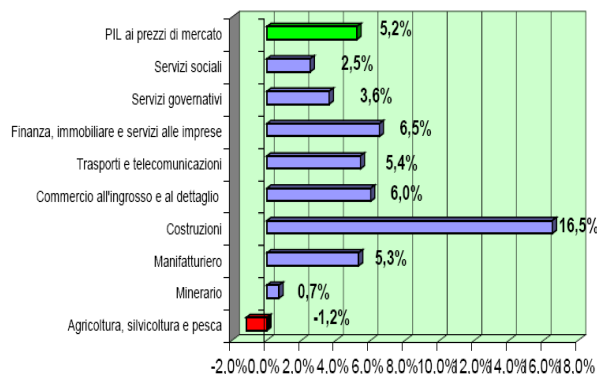
Al fine di raggiungere questi obiettivi le autorità hanno individuato sei aree critiche che al momento ostacola-

no le piene potenzialità dell'economia sudafricana: (i) volatilità del tasso di cambio; (ii) infrastrutture e logistica inadeguate; (iii) carenza di lavoro qualificato; (iv) barriere all'ingresso e competitività nei settori principali; (v) sistema di regolamentazione inefficiente, in particolare riguardo le piccole e medie imprese; (vi) limiti di efficienza nella struttura del governo.

La scommessa principale è sulle infrastrutture. Le speranze per la sostenibilità della crescita economica sono soprattutto riposte nei massicci investimenti pubblici e privati nel settore delle infrastrutture, in parte collegati ai progetti dei mondiali di calcio 2010. Nel febbraio 2006, il presidente Thabo Mbeki ha infatti annunciato un vasto programma di investimenti (per un valore complessivo pari a 4 miliardi di dollari nel periodo 2006-10) incentrato in settori chiave: trasporto, energia, comunicazione, oltre alla fornitura di servizi locali di base. Questo programma fornisce opportunità anche per gli esportatori e investitori internazionali, ad esempio incrementando la domanda di *input* per le infrastrutture (ad esempio, materiali da costruzione, attrezzature e competenze tecniche).

PIL: bene costruzioni, trasporti e comunicazioni

(dati I semestre 2007, variazioni percentuali sul 2006 ai prezzi 2000)



Fonte: ICE su dati *Statistics South Africa*

Inoltre lo sviluppo di questi settori crea opportunità di investimento con

Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



aziende pubbliche che operano in settori strategici quali Eskom, Transnet, Gautrain e Coega IDZ. Sulla scia di questi investimenti, il settore delle costruzioni continua a registrare una crescita sostenuta (il tasso di crescita medio annuo è previsto pari al 6,5% nel periodo 2007-10) e si conferma un volano della *performance* economica.

Per l'economia sudafricana c'è dunque un futuro di opportunità. Il paese sarà in grado di mantenere e rafforzare la *performance* economica registrata nell'ultimo quinquennio nella misura in cui riuscirà a superare le difficoltà congiunturali attuali. Le dimensioni e la solidità dell'economia sono le ragioni principali per un nostro *outlook* positivo nella valutazione del rischio paese. L'attenzione agli investimenti, ribadita nell'ultimo *budget* 2008/09, sarà il principale strumento per raggiungere gli obiettivi di riduzione della povertà, aumento dell'occupazione e miglioramento delle condizioni di vita della popolazione. Una sfida da vincere per il Sudafrica, una opportunità da cogliere per il resto del mondo, Italia compresa.

Mercati emergenti: flussi di capitale in crescita nonostante la crisi

I flussi netti di capitale verso i mercati emergenti non sembrano risentire della crisi del credito. I dati diffusi recentemente dall'*Institute of International Finance* (IIF) mostrano un'impennata nel corso dell'ultimo anno. Nel 2007 il flusso netto di capitali verso questi mercati è stato pari a 782 miliardi di dollari, ben 160 miliardi di dollari in più rispetto alle previsioni dello scorso autunno e in crescita rispetto ai 568 miliardi di dollari del 2006. Le previsioni elaborate a fine anno annunciavano un impatto molto più significativo della crisi dei mutui *subpri-*

me, con una contrazione dei flussi di capitale che invece non si è verificata.

Restano forti i flussi di capitali verso i mercati emergenti



Fonte: IIF, 2008

Le cause di questa crescita sono da ricercare nelle condizioni economiche. Il continuo miglioramento della posizione macroeconomica dei paesi emergenti ha reso questi mercati appetibili agli occhi degli investitori. Tuttavia, è stata determinante ai fini della crescita dei flussi anche la dinamica innescata dalle turbolenze finanziarie nei mercati avanzati. La riduzione dei tassi di interesse americani e, parallelamente, le aspettative di rialzo dei tassi nei paesi emergenti hanno favorito un aumento degli investimenti in questi paesi. Questo ha favorito il deflusso di capitali dagli Stati Uniti e un deciso afflusso di capitali nelle banche delle economie emergenti.

Notevoli anche i capitali provenienti dai mercati emergenti diretti verso le economie più mature. Le "esportazioni" di capitali sono state consistenti, specialmente dalle economie ricche di materie prime. Queste risorse garantiscono cospicui surplus nei conti con l'estero e la continua accumulazione di riserve internazionali. Grazie alle entrate garantite dal commercio di materie prime, alcuni mercati emergenti sono diventati un'importante fonte di capitali anche per le economie avanzate.

Non tutti hanno beneficiato dell'aumento dei flussi di capitale.

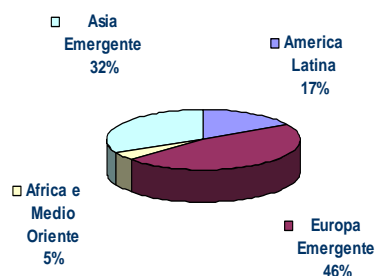
Scenari

a cura della Divisione Studi Economici di SACE SpA.



L'allarme generato dai *subprime* ha penalizzato principalmente il settore delle costruzioni, mentre le previsioni sul rallentamento statunitense hanno inflitto una battuta d'arresto al settore manifatturiero nei paesi fornitori del mercato americano. L'*oil&gas* resta il settore privilegiato verso cui è diretta la maggior parte dei capitali. La mappa dei flussi premia le economie emergenti ricche di materie prime e i paesi dove la crescita economica procede a velocità sostenuta. L'Europa emergente resta *leader* tra i paesi destinatari di investimenti, seguita dai paesi dell'Asia e dell'America Latina.

L'Europa dell'Est guida i mercati emergenti



Fonte: IIF, 2008

Il mercato dei capitali, tuttavia, non resterà indifferente alla crisi. Le previsioni per il 2008 confermano un rallentamento, anche se lieve, dei nuovi flussi di capitali verso i mercati emergenti. Il progressivo aumento dell'instabilità dei mercati finanziari e il peggioramento delle condizioni dell'economia globale possono raffreddare l'entusiasmo degli investitori per questi mercati. La percezione del rischio ha già subito un aumento nei mesi estivi, subito dopo la crisi dei *subprime*. Con i livelli di incertezza sui mercati che tendono a diventare cronicamente elevati è possibile che ci siano effetti importanti e duraturi sulle aspettative degli operatori.

Nonostante le vulnerabilità, i mercati emergenti restano appetibili. Le economie emergenti resteranno anche

nel 2008 i principali destinatari dei flussi di investimenti diretti esteri. Cina, India e Russia restano tra le prime quattro destinazioni dei flussi di investimento diretto per il futuro. Complessivamente ben sei mercati emergenti sono indicati tra i primi dieci paesi di destinazione dei flussi di investimento previsti per i prossimi anni.

Mercati emergenti ad elevata attrazione di IDE

(2007-2009)

Economies	Percentage of respondents
China	52
India	41
United States	36
Russian Federation	22
Brazil	12
Viet Nam	11
United Kingdom	10
Poland	7
Germany	7
Australia	6

Fonte: IIF, 2008



Hanno collaborato a questo numero:

Valentina Cariani
Ivano Gioia
Marco Minoretti

per maggiori informazioni:
 mailto:ufficio.studi@sace.it
 tel: +39.06.6736282
 fax: +39.06.6789835