

ASIA: politiche monetarie contro la crisi globale.

Negli ultimi mesi le economie emergenti asiatiche hanno subito una revisione al ribasso delle previsioni di crescita a causa della nuova fase della crisi globale che sta colpendo i Paesi avanzati. Su questi potrebbe gravare un ulteriore effetto negativo, in termini di minore domanda estera. La leva attraverso cui l'Asia emergente sta reagendo al generale rallentamento dell'economia è la politica monetaria. Gli interventi delle banche centrali si muovono tenendo conto delle caratteristiche delle singole economie e dei loro legami con i mercati internazionali.

SANZIONI UE ALL'IRAN: effetti per l'Europa?

Nel 2010 la comunità internazionale ha adottato importanti misure per dissuadere l'Iran dal perseguimento del proprio programma nucleare. A distanza di oltre un anno le sanzioni hanno ridisegnato la mappa dei flussi commerciali dell'Iran e, conseguentemente, del peso di alcune economie nel paese. In questo processo, la presenza pluriennale delle aziende europee nel paese lascia il passo a nuovi *player*, come Cina e Turchia in grado di cogliere, senza vincoli di sanzioni, le potenzialità del secondo paese al mondo per riserve di idrocarburi.

Giovanni Salinaro
g.salinaro@sace.it

ASIA: POLITICHE MONETARIE CONTRO LA CRISI GLOBALE

Le economie asiatiche hanno reagito alla crisi rischiando un overheating

La ripresa economica è stata particolarmente positiva per i Paesi dell'Asia emergente che hanno registrato una crescita del PIL elevata (9,5% per il 2010). Il rapido sviluppo, trainato dalle politiche fiscali e monetarie espansive anticicliche, ha portato a un rischio di surriscaldamento per alcune economie (ad esempio, il Vietnam), con alti tassi di inflazione e una significativa crescita del credito bancario.

Dopo aver supportato l'economia, questi Paesi hanno ridotto gli stimoli fiscali, puntando su una crescita più sostenibile. Vi sono tuttavia eccezioni, come il Vietnam, che ha scelto di percorrere la strada dell'espansione sostenuta.

Politiche fiscali più moderate non sono state sufficienti ad attenuare i segnali di *overheating*. **Molte banche centrali hanno quindi deciso di contrastare l'inflazione, adottando politiche monetarie più rigide.** L'India ha innalzato per tredici volte consecutive il *repo rate* aumentando così i tassi di interesse di 350 punti base; la Cina ha incrementato i tassi d'interesse e ha imposto alle banche requisiti di capitale più stringenti.

Questa tendenza è stata seguita in quasi tutti i Paesi dell'Asia emergente, fiduciosi di una ripresa economica marcata trainata dagli scambi commerciali interregionali e dai cambiamenti dei modelli di sviluppo di alcune economie, che hanno iniziato a puntare di più sul mercato domestico.

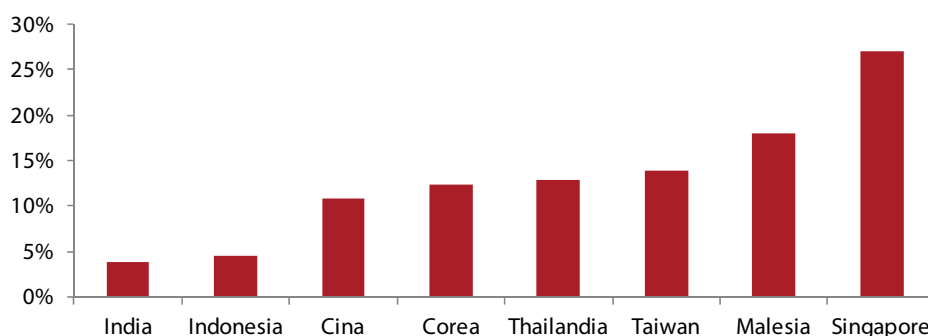
Nonostante l'aumento della componente domestica della domanda, alcuni Paesi asiatici continuano ad essere vulnerabili a *shock* della domanda internazionale a causa della **bassa diversificazione e della natura pro ciclica dei loro settori di esportazione**. Il rischio di contagio è infatti direttamente proporzionale al **grado di apertura dell'economia** dove il rallentamento della domanda estera ha una trasmissione più rapida sull'attività domestica.

Singapore, Corea, Malesia e Taiwan sono economie con elevato grado di apertura, sebbene i settori manifatturieri (specialmente per Singapore e Malesia) siano ben diversificati. La Corea è riuscita a ridurre ulteriormente la dipendenza dall'export creando *cluster* produttivi intorno alle industrie dell'*automotive*, dello *shipping* e dell'elettronica. Le Filippine, invece, hanno un'economia piuttosto chiusa ed il 70% delle esportazioni è composto da prodotti assemblati per l'elettronica; la bassa diversificazione rende il paese quindi molto vulnerabile.

Vi sono economie più esposte di altre a shock di domanda

L'Indonesia è caratterizzata da una bassa apertura commerciale, la domanda domestica è robusta ma rimane esposta alla volatilità dei prezzi delle *commodity*. Cina e India sono le economie meno esposte a un "contagio" tramite il canale export: la domanda domestica è sostenuta (in particolare in India dove i consumi privati crescono ininterrottamente dal 2000); il grado di apertura dell'economia è relativamente basso e la diversificazione dell'export (in particolare per Cina) è un importante fattore mitigante, nonostante la domanda interna cinese sia sostenuta anche dagli investimenti delle imprese esportatrici locali e il mercato interno sia attualmente esposto al rischio di una bolla immobiliare. Per determinare l'esposizione di queste economie a *shock* della domanda estera è, inoltre, importante considerare il **peso dell'export verso i paesi avanzati sul PIL nazionale**. Singapore è l'economia più aperta al mondo, grazie anche alla sua funzione di *hub* logistico e commerciale per l'Asia; Taiwan ha un grado di diversificazione minore rispetto ai *peers* della regione e le esportazioni si concentrano sui beni intermedi legati al settore dell'elettronica; per Indonesia e India il peso dell'export verso USA ed Europa è molto basso, hanno una bassa apertura commerciale e la domanda domestica è il principale *driver* dell'economia.

Fig.1 Quanto pesano le esportazioni in USA ed Europa (in % del PIL)



Fonte: CEIC, Barclays Capital

2011 - IL CAMBIAMENTO DI ROTTA

La ripresa del 2010 è destinata ad avere vita breve. Il rallentamento delle economie avanzate e la crisi del debito dei Paesi dell'Eurozona hanno portato, a partire da metà del 2011, a una **revisione delle stime di crescita a livello globale**. La crescita dei paesi avanzati, precedentemente stimata al 1,9% per il 2011, è ora prevista in discesa: le nuove stime indicano un tasso di crescita del PIL pari all' 1,3% per il 2011 e all' 1% per il 2012, ben al di sotto del tasso potenziale.

Per l'area asiatica la causa principale del lieve rallentamento è identificabile in un calo delle esportazioni, in gran parte causato dalla minore domanda dei paesi avanzati. La dinamica del PIL della regione mostra un ribasso passando dal 9,6% del 2010 al 7,5% per il 2011 al 7,0% per il 2012.

Tab.1 Confronto tra previsioni originarie e attuali stime di crescita del PIL

Previsioni di crescita in ribasso nel 2011

Precedenti previsioni	Attuale stime		
	PIL reale (% a/a)	Aggregati globali	PIL reale (% a/a)
2011		2011	2012
1,9%	Economie Avanzate	1,3%	1,0%
2,0%	Eurozona	1,6%	0,8%
6,0%	Asia/Pacifico	5,9%	6,1%
7,6%	Asia Emergente	7,5%	7,0%
4,1%	Mondo	3,7%	3,3%

Fonte: Roubini Global Economics

L'incertezza sulla crescita delle economie europee, ha determinato crescenti preoccupazioni nei governi delle economie dell'Asia emergente strettamente connesse all'Eurozona tramite importanti legami commerciali, come dimostrano le visite in Europa del *premier* cinese Wen Jiabao.

La conclusione è che non è possibile parlare di *decoupling*, almeno nella sua accezione piena, in un mondo così integrato.

Dilemmi per le politiche monetarie

In un tale contesto si possono identificare **tre rischi per le economie asiatiche**: i) rallentamento dell'export, ii) riduzione degli investimenti esteri e domestici, sia a causa dei più alti tassi di interesse sia per un possibile slittamento dei programmi da parte di investitori stranieri, iii) contagio tramite i mercati finanziari. A fronte di tali rischi **alcuni Paesi hanno rallentato la stretta monetaria in atto** mentre le politiche fiscali restano prudenti, dato che non ci sono segni di cedimento della domanda domestica. Si prevede che per il 2012 non ci sarà un ulteriore inasprimento delle politiche monetarie, sebbene i differenti approcci adottati delineino un quadro sostanzialmente eterogeneo.

Tab.2 Prospettive sulle politiche monetarie nei paesi dell'Asia Emergente

Paese	Attuale politica monetaria	Stime tasso di policy 1H 2012	Outlook politica monetaria	Approccio
India	Politica restrittiva perseguita tramite aumento tassi di interesse. Recentemente ulteriore aumento del Repo rate a 8,50%	8,50%	La priorità del governo è la lotta all'inflazione. Nel breve termine non si prevede un allentamento della politica monetaria, confermato dal recente ulteriore aumento del repo rate di 25b.p.	C o n s e r v a t i v o
Thailandia	Politica restrittiva. Ci si aspetta nel breve termine una pressione al rialzo sull'inflazione a causa dei danni causati dall'alluvione. Tasso d'interesse 3,50%	3,50%	Bank of Thailand ha fermato i rialzi dei tassi d'interesse ma difficilmente nel breve termine provvederà ad un loro taglio. Il governo fa pressioni su un allentamento della policy per prevenire il rischio di un rallentamento della crescita a causa delle recenti alluvioni.	
Malaysia	Stretta monetaria a maggio 2011. Da luglio arrestato il rialzo dei tassi d'interesse a 3,00%	3,00%	Bank Negara Malaysia persegue sostenibilità della crescita e stabilità dei prezzi. Per cui nel caso di una ripresa della crescita globale potrebbe tornare ad aumentare i tassi d'interesse.	W a i t a n d s e e
Corea	Messaggio neutrale da parte di Bank of Korea che ha lasciato invariato il tasso di policy al 3,25%	3,25%	Tasso di policy invariato nel nel prossimo anno. E' possibile un taglio dei tassi aggressivo nel caso si materializzasse un reale pericolo di contagio.	
Taiwan	Da giugno 2010 a giugno 2011 sono stati effettuati 5 rialzi dei tassi per contenere aspettative inflazionistiche. Da giugno il tasso è fermo a 1,875%	1,875%	La policy è orientata alla crescita. Con i timori di un rallentamento globale e un'inflazione domestica più moderata, è previsto che la Banca Centrale non proceda ad aumenti di tassi d'interesse nel breve termine	
Cina	Restrittiva per combattere inflazione e gestire i rischi connessi al settore bancario. Tasso di policy al 6,56%	6,56%	Il trade-off tra lotta all'inflazione e stimoli alla crescita è il punto chiave della politica monetaria. La stretta monetaria è sicuramente giunta al termine ma nel breve periodo è improbabile un taglio dei tassi d'interesse. Per reagire al rallentamento dell'economie avanzate il governo potrebbe procedere ad un'iniezione di liquidità per la fine dell'anno attraverso operazioni di mercato aperto da parte della banca centrale.	
Singapore	Riduzione della banda di oscillazione del tasso di cambio al 3,5% che ha rallentato l'apprezzamento della valuta.	-	Ci si aspetta un ulteriore riduzione della banda di oscillazione all'1% che si muova nella direzione di un arresto dell'apprezzamento della valuta per stimolare la crescita.	E s p a n s i v o
Filippine	Terminato il rialzo dei tassi d'interesse per combattere l'inflazione ma restano stringenti requisiti di capitale per banche. Il tasso di policy è 4,50%	4,50%	Nel breve termine nessun aumento dei tassi d'interesse. Nonostante il picco di ottobre, l'inflazione resta gestibile ma, per il momento, non si prospettano tagli dei tassi anche per continuare ad attrarre IDE.	
Indonesia	Dopo una politica restrittiva la Banca Centrale, anche grazie ad un'inflazione moderata, ha effettuato tre inaspettati tagli ai tassi d'interesse in tre mesi, per un totale di 75 b.p.. Tasso attuale di policy a 6,00%	5,50%	Bank Indonesia teme in particolare un effetto contagio attraverso il canale finanziario (gran parte dei bonds emessi dal governo sono detenuti da investitori stranieri). Dopo l'ampliamento del corridoio dei tassi interbancari e il taglio di 75b.p. del tasso di policy, Bank Indonesia è pronta ad assumere politiche espansive pur di non rallentare la propria crescita.	

Le interdipendenze e il rallentamento congiunturale

RISCHIO DI UN RITORNO DI FIAMMA

Il rischio di un forte rallentamento, se non di una recessione, nei Paesi avanzati produrrebbe un rallentamento delle economie asiatiche. Paesi come Cina e India sono tra i principali consumatori di materie prime al mondo e una riduzione della produzione di beni destinati all'export potrebbe causare una minore importazione di beni e componenti dalle altre economie asiatiche. Questo rallentamento potrebbe ripercuotersi a sua volta sulle economie sviluppate, la cui crescita è sostenuta dalla domanda estera, proveniente proprio da tali aree del mondo.

Solo per l'Italia le esportazioni 2010 verso Cina e India, ammontano a circa € 12 miliardi, in crescita del 25% circa rispetto all'anno precedente.

I beni esportati sono prevalentemente prodotti della meccanica strumentale necessari alle imprese cinesi e indiane a produrre i prodotti destinati all'export. **Una minore quota di export da parte di Cina e India si traduce quindi in minore export anche per le economie avanzate**, che vedono ridurre la domanda dei propri mercati di sbocco.

Nonostante il difficile quadro, grazie a un rafforzamento della domanda domestica, all'incremento delle relazioni commerciali all'interno della regione asiatica e grazie alle prudenti politiche intraprese in quest'ultimo anno dalle economie dell'Asia emergente, questi paesi hanno gli strumenti necessari a poter reagire a *shock* esterni, agendo sulla leva fiscale e monetaria e possono quindi arginare il rallentamento della propria economia.

Clementina Colucci
c.colucci@sace.it

SANZIONI UE ALL'IRAN: EFFETTI PER L'EUROPA?

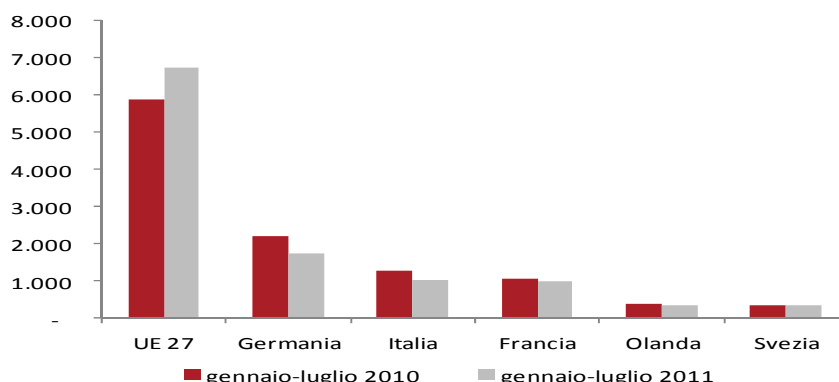
Nel 2010 la comunità internazionale ha adottato importanti misure per dissuadere l'Iran dal perseguimento del proprio programma nucleare. A distanza di oltre un anno dall'adozione del quarto *round* di sanzioni ONU (Risoluzione 1929), delle sanzioni USA e soprattutto del regolamento 961/2010 del Consiglio dell'UE, si analizza in che senso e misura le sanzioni abbiano condizionato i flussi commerciali tra Iran e l'UE, gli USA e alcuni dei suoi maggiori *partner* commerciali, nonché l'impatto delle stesse sull'industria europea ed asiatica.

Dai dati Eurostat più recenti (primi sette mesi del 2011) emerge una riduzione dell'interscambio tra UE e Iran del 5,4% (da Euro 15,1 miliardi a 14,3 miliardi) rispetto allo stesso periodo del 2010.

L'export UE in Iran si è contratto nei primi sette mesi del 2011

L'export UE verso il paese è diminuito complessivamente del 12,8%, sebbene con differenze significative tra i paesi: per i primi tre *partner* europei le esportazioni si sono ridotte, rispettivamente, del 20% in Germania, 17,4% in Italia e 8,9% in Francia. L'Italia resta comunque, dopo la Germania, il secondo paese esportatore, nonostante il divario con la Francia si stia riducendo (1,04 miliardi di euro il valore dell'export italiano contro i 981 milioni di euro della Francia). Questi i risultati a fine luglio; in termini prospettici il *trend* per l'anno in corso dovrebbe confermare un export italiano pari complessivamente a circa 2 miliardi di euro, in linea con i valori degli anni precedenti.

Fig. 1. Esportazioni UE dall' Iran (in milioni di €)

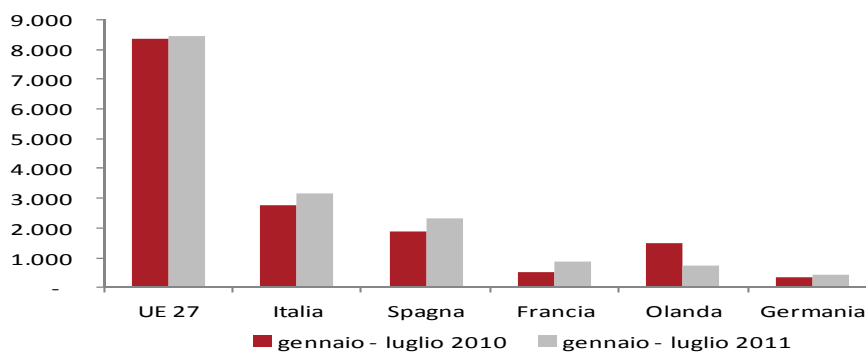


Fonte: Eurostat

L'import rimane invece pressoché stabile

Nel periodo di riferimento il valore delle importazioni UE dall'Iran è invece rimasto pressoché analogo (aumento del +1%), sebbene con forti incrementi nei principali paesi europei: Italia + 14,2%, Germania + 22% e Francia +71%. Sull'andamento delle importazioni in valore ha avuto un notevole effetto l'andamento del prezzo del greggio. La gran parte delle importazioni UE consiste infatti in greggio e in prodotti petrolchimici.

Fig. 2. Importazioni UE dall' Iran (in milioni di €)



Fonte: Eurostat

Con riferimento alle importazioni di petrolio dall'Iran, rispetto ai primi sette mesi del 2010 **i volumi sono diminuiti nel complesso del 21%**; se quelle francesi e tedesche sono aumentate rispettivamente del 35,8% e del 4,2%, quelle italiane sono invece risultate in flessione del 12,2%. **L'Iran rimane comunque uno dei fornitori più importanti dell'Italia**, che nei primi nove mesi del 2011 ha importato petrolio iraniano — particolarmente idonee per le proprie raffinerie — per il 13,3% del suo fabbisogno.

L'interpretazione e l'applicazione delle sanzioni non sono uguali negli stati UE

Tra i paesi europei si può dunque evidenziare come sia l'interscambio francese a registrare in percentuale gli aumenti più significativi (+16,5%); le importazioni sono infatti diminuite relativamente meno di quelle dei paesi concorrenti (in particolare l'Italia). Una delle ragioni del vantaggio delle esportazioni francesi su quelle degli altri paesi UE, è da ricercarsi nella efficiente operatività dell'unica filiale in Europa di una banca iraniana (non "listata" dalla UE e dagli USA), che si trova a Parigi (Banca Tejarat) e che sostiene le transazioni finanziarie connesse prevalentemente al settore auto francese (85% del totale).

L'interpretazione e l'applicazione delle sanzioni non sono uguali negli stati UE

STESSE SANZIONI, EFFETTI DIVERSI: PERCHÉ?

Se da un lato si evidenzia una generale contrazione del commercio UE-Iran dall'altro i dati dimostrano come l'effetto delle sanzioni non sia omogeneo nei paesi membri soggetti alla medesima normativa europea.

L'UE ha più volte ribadito che l'attuale quadro sanzionatorio non pone un "embargo generale" nei confronti dell'Iran; infatti solo alcuni settori sono colpiti dalle sanzioni (in particolare in campo energetico, nucleare e militare). Tuttavia le azioni di *moral suasion* e le pressioni esercitate dai media, rappresentano fattori esogeni che condizionano comunque il commercio UE con l'Iran, nonché interferiscono su un'interpretazione più o meno restrittiva della normativa da parte di ogni paese membro UE.

Le sanzioni impattano sui costi finanziari e deviano i flussi commerciali

RIDISEGNATA LA MAPPA DEI FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI

Uno degli effetti delle sanzioni UE è rappresentato dalla **mancanza di canali bancari diretti (e quindi monitorabili) per i flussi finanziari dell'export europeo**. Se da un lato per le operazioni di piccolo-medio importo i trasferimenti vengono effettuati attraverso banche medio-piccole a carattere regionale (che quindi non hanno attività negli USA), dall'altro per le transazioni di importi più elevati, la mancanza di canali finanziari diretti comporta maggiori costi per le imprese dal *business* consolidato in Iran, danneggiando pertanto l'export europeo non oggetto di sanzioni. Questa situazione determina un ulteriore svantaggio rispetto a società di paesi come la Turchia e la Cina, che, invece, possono contare su canali diretti essendo tenute a rispettare solo le restrizioni alle sanzioni ONU.

Per la Cina infatti il valore dell'interscambio è cresciuto del 55% — nei primi quattro mesi del 2011 — e anche gli investimenti cinesi nel paese sono aumentati del 48,3% in termini tendenziali. Entro fine anno si stima che il volume di interscambio cinese possa raggiungere i USD 40 miliardi (la Cina importa dall'Iran il 12% del petrolio) con un aumento del 34% rispetto al 2010, derivante soprattutto da contratti aggiudicati nei settori dell'industria pesante e delle infrastrutture, nei quali le aziende europee stanno perdendo più terreno.

L'export USA in Iran aumenta

A causa delle difficoltà di adottare nuove sanzioni ONU (per l'improbabile avallo di Russia e Cina) aumentano le pressioni statunitensi affinché la UE adotti nuove sanzioni mirate; tra queste sono importanti le misure volte a colpire l'operatività della Banca Centrale iraniana, al fine di rendere difficile la movimentazione degli introiti dell'export iraniano. In tale contesto è significativo notare che i dati ufficiali della *US Foreign Trade* evidenzino come nei primi otto mesi del 2011 **l'export diretto USA verso l'Iran, seppur limitato dal punto di vista quantitativo (ad agosto ammontava a USD 150 milioni circa), sia aumentato del 9,5%, contrariamente a quanto avviene nei paesi UE.** Tale dato non include l'export USA ri-esportato tramite Dubai o l'attività di sussidiarie di società americane all'estero.

Infatti la legislazione americana prevede la possibilità alle sussidiarie estere di società USA di poter lavorare con l'Iran a condizione che vengano rispettati alcuni criteri, tra cui, l'assenza di "legami operativi" tra la sussidiaria e la casamadre. Nello specifico la normativa stabilisce che: *"the U.S. trade ban does not bar subsidiaries of US firms from dealing with Iran, as long as the subsidiary has no operational relationship to the parent company"* (cfr Katzman K., Iran Sanctions, October 13, 2011, pag. 26). Questo significa che società americane, per esempio, in Cina e/o in Oriente possano continuare a fare business con l'Iran senza violare la legislazione americana.

L'ECONOMIA IRANIANA CRESCE, ANCHE SENZA L'EUROPA

**Le prospettive
economiche
per l'Iran sono
positive**

Sulla base di stime del governo USA nel periodo 2011-2016 le sanzioni determineranno una perdita di ricavi derivanti dall'export di petrolio pari a USD 14 miliardi l'anno (cfr Bloomberg, 18 ottobre 2011) con effetti sulle finanze pubbliche e sulla capacità del paese di adottare misure a sostegno della domanda.

EIU prevede una contrazione dell'avanzo commerciale da USD 34,7 miliardi nel 2011-2012 a circa USD 17,8 miliardi nel 2016-2017, sebbene nel complesso rimanga positiva la valutazione delle prospettive di crescita del paese. Il FMI stima **una crescita del 3,2% nel 2010-2011 e un aumento del PIL reale, in media, del 3,9% nel periodo 2014-2015** favorito dalla riforma dei sussidi approvata nel dicembre 2010. Il paese, infatti riesce a contrastare gli effetti delle sanzioni, adottando tra l'altro, politiche di *import substitution* e favorendo la deviazione dei flussi commerciali dall'Europa all'Asia.

Si può ragionevolmente concludere che le sanzioni UE determinano effetti importanti sull'industria europea. Nell'attuale contesto di rallentamento delle economie europee, in cui l'export rappresenta la principale componente della crescita (solo in Italia questa componente pesa per il 23% alla crescita del PIL), molte delle aziende operanti in Iran evidenziano difficoltà: se alcune riescono a mantenere le loro quote di mercato, crescono tuttavia i costi finanziari delle transazioni. E così, la consolidata presenza pluriennale delle aziende europee nel paese rischia di lasciare il passo ai nuovi *player* asiatici in grado di cogliere, senza vincoli di sanzioni, le potenzialità di *business* del secondo paese al mondo per riserve di idrocarburi.