

La congiuntura e le politiche economiche

L'ECONOMIA E LA FINANZA INTERNAZIONALE

Nel 2004 l'espansione dell'economia mondiale è stata pari al 5 per cento, il valore più elevato dal 1976; quella del commercio internazionale di beni e servizi è stata prossima al 10 per cento. Il rincaro energetico, più forte e persistente del previsto, ha avuto effetti limitati sull'attività produttiva.

I divari di crescita tra le maggiori aree sono rimasti ampi, su valori simili a quelli registrati nell'anno precedente. L'espansione del prodotto è stata sostenuta negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia; in Cina ha raggiunto il 9,5 per cento. Nell'area dell'euro, invece, la crescita stenta a consolidarsi; in Giappone si è interrotta l'espansione economica che si era avviata nel 2003.

Dopo i ritmi elevati conseguiti nel primo semestre, nel secondo l'attività produttiva mondiale ha subito un rallentamento. Con riferimento ai paesi del Gruppo dei Sette (G7), l'aumento degli scambi commerciali internazionali è sceso al 7,9 per cento in ragione d'anno, dal 9,8 per cento nel primo semestre.

Negli Stati Uniti, nonostante l'attenuarsi dell'impulso espansivo impresso dalle politiche economiche, l'aumento del prodotto è rimasto sostenuto, intorno al 4 per cento negli ultimi due trimestri; ha raggiunto il 4,4 per cento nell'anno. La ripresa degli investimenti si è consolidata; il miglioramento del mercato del lavoro ha sospinto i consumi.

Il disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti statunitense è stato pari a circa 650

miliardi di dollari nell'anno, il 5,5 per cento del PIL. È dalla metà degli anni novanta che tale squilibrio si va accentuando; la posizione debitoria netta sull'estero, dal 4,6 per cento del PIL nel 1996, è salita a un valore oggi stimato intorno al 25 per cento. La Riserva federale, pur rilevando che non vi sono attualmente difficoltà nel finanziamento del disavanzo, ha sottolineato che gli investitori internazionali non potranno indefinitamente acquisire nuove attività in dollari ai ritmi osservati negli ultimi anni.

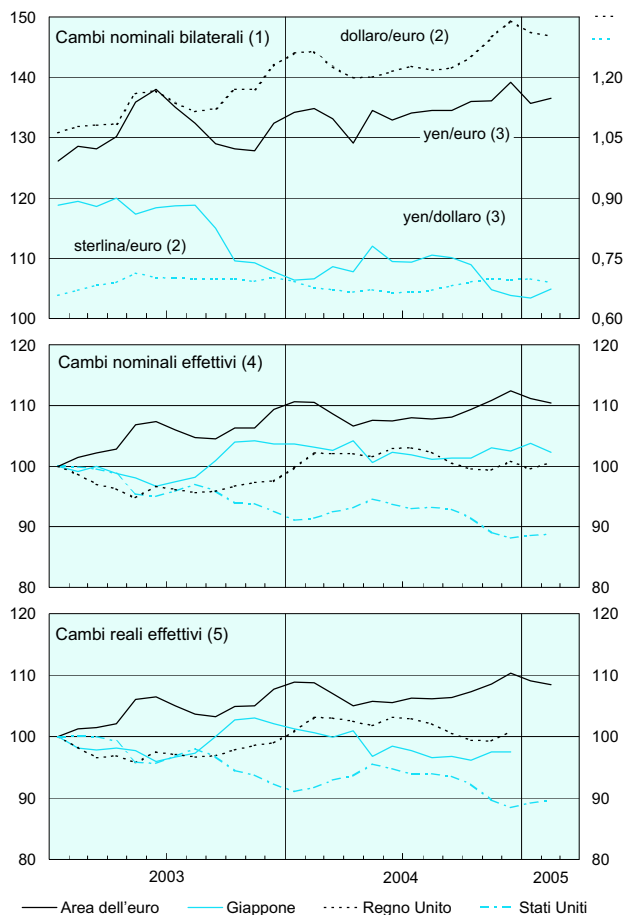
Riflettendo preoccupazioni connesse con il peggioramento dei conti con l'estero degli Stati Uniti, la tendenza al deprezzamento del dollaro, in atto dal febbraio 2002, si è accentuata nell'ultimo trimestre del 2004. Successivamente la valuta statunitense ha in parte recuperato, collocandosi, all'inizio della seconda settimana di marzo, rispettivamente a 1,33 dollari nei confronti dell'euro e a 104,2 yen (fig. 1).

Dal giugno scorso la banca centrale statunitense ha avviato un'azione volta a rendere progressivamente meno accomodanti le condizioni monetarie. In assenza di rilevanti aumenti dell'inflazione, corrente e attesa, il tasso obiettivo sui federal funds è stato innalzato gradualmente dall'1 al 2,50 per cento.

In Giappone, in presenza di un affievolirsi dell'impulso fornito da esportazioni e investimenti, dal secondo trimestre il prodotto si è ridotto. I consumi, cresciuti a ritmi elevati nel primo trimestre, sono calati nel terzo e nel quarto. È aumentata l'incertezza su una rapida ripresa dell'economia.

Fig. 1

Tassi di cambio delle principali valute e indicatori di competitività
(dati medi mensili)



Fonte: BCE, Riserva federale e nostre elaborazioni.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. - (2) Scala di destra. - (3) Scala di sinistra. - (4) Indici: gennaio 2003=100. Un aumento indica un apprezzamento. - (5) Indici: gennaio 2003=100, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti. Un aumento indica un peggioramento della competitività.

Nell'area dell'euro la crescita si è indebolita nella seconda metà del 2004. L'apporto del commercio con l'estero, significativo nei primi due trimestri, è divenuto negativo nel terzo e nel quarto. Nel complesso dell'anno l'aumento del prodotto è stato del 2 per cento. L'Italia e la Germania, le cui economie sono gravate da rilevanti rigidità strutturali, hanno continuato a caratterizzarsi per una più debole crescita rispetto agli altri paesi dell'area (cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*).

Nel Regno Unito l'attività economica, dopo il rallentamento nel terzo trimestre, ha ripreso vigore nel

quarto. Nel 2004 la crescita ha raggiunto il 3,1 per cento. I prezzi delle abitazioni, che tra il 2000 e la prima metà del 2004 erano aumentati a un tasso medio annuo pari a oltre il 17 per cento in termini reali, hanno in seguito registrato una netta decelerazione; a essa si è accompagnata una minore crescita dei consumi privati. A frenare l'ascesa del mercato immobiliare ha contribuito l'azione della Banca d'Inghilterra, che tra il febbraio e l'agosto del 2004 ha aumentato il tasso di riferimento dal 3,75 al 4,75 per cento.

I ritmi produttivi nelle economie dei paesi emergenti sono stati ovunque sostenuti. In America latina, per la prima volta da un triennio, la crescita è stata elevata in tutti i principali paesi. In Brasile, dopo il ristagno nel 2003, il prodotto è aumentato del 5,2 per cento; in Argentina è proseguita, al ritmo dell'8,8 per cento, la ripresa in atto dal 2003.

In presenza di un aumento dei tassi d'interesse di riferimento negli Stati Uniti, nella seconda metà del 2004 i corsi obbligazionari e azionari dei paesi industriali e di quelli emergenti sono rimasti sostanzialmente stabili sugli elevati livelli raggiunti all'inizio dell'anno. A sostenere i corsi hanno contribuito, oltre al permanere di condizioni di abbondante liquidità, il rafforzamento delle condizioni reddituali delle imprese e, in alcuni paesi emergenti, il miglioramento delle variabili economiche di fondo. Il livello dei rendimenti obbligazionari riflette anche le contenute aspettative d'inflazione nei paesi industriali.

I sistemi finanziari dei principali paesi hanno continuato a registrare condizioni di elevata stabilità, riflesse in premi per il rischio contenuti. È migliorata la situazione patrimoniale delle imprese; nei sei maggiori paesi industriali la ricchezza netta delle famiglie in rapporto al reddito disponibile è salita al 763 per cento nel 2003, dal 700 per cento registrato nel 2001 che risentiva del calo generalizzato delle quotazioni azionarie.

Anche nella seconda metà del 2004 le autorità di diversi paesi asiatici hanno continuato a effettuare massicci acquisti di dollari. Il legame con il dollaro ha consentito ad alcuni di essi di migliorare negli ultimi anni la propria competitività, contribuendo all'ampliamento del loro avanzo corrente di bilancia dei pagamenti (tav. 1). Quest'ultimo si commisura, per il Giappone e per le principali economie emergenti della regione, a circa 360 miliardi di dollari, poco più

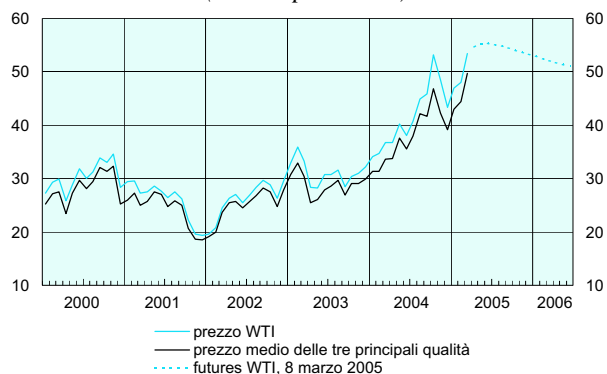
della metà del disavanzo esterno statunitense (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*).

Al termine del vertice del 4-5 febbraio scorso a Londra i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei paesi del G7 hanno riaffermato che una eccessiva variabilità dei cambi costituisce un freno alla crescita e, allo scopo di facilitare l'aggiustamento nel sistema finanziario internazionale, hanno auspicato una maggiore flessibilità di quelle valute che hanno mostrato un'eccessiva rigidità.

Le tensioni sul mercato petrolifero, dopo essersi attenuate nell'ultimo bimestre del 2004, si sono ancora intensificate all'inizio del 2005. Le quotazioni del greggio (media delle tre principali qualità) si sono collocate a 49,7 dollari per barile nella prima settimana di marzo, da 39,1 dollari nella media dello scorso dicembre (fig. 2). Al riemergere delle tensioni hanno contribuito un'espansione della domanda negli Stati Uniti e in Cina superiore alle attese e l'attuazione, dal 1° gennaio scorso, di una riduzione della produzione effettiva dei

Fig. 2

Petrolio: prezzi a pronti e futures (1)
(dollari per barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per marzo 2005, l'ultimo dato disponibile è del giorno 8. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

paesi dell'OPEC, non compensata da quella degli altri paesi produttori. Secondo le indicazioni implicite nei contratti future sul WTI (quotazioni dell'8 marzo), il prezzo del petrolio si collocherebbe ad aprile 2005 a

Tav. 1

Saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti dei principali paesi asiatici
(valori medi annui)

PAESI	1980-89		1990-97		1998-2003		2004 (1)		Per memoria		
	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	miliardi di dollari	pesi % sul PIL	Stock di riserve 2004 (2)	Posizione netta sull'estero 2003 (2) (3)	pesi % sul PIL
Corea del Sud	1,9	..	-7,2	-1,6	17,1	4,0	27,6	4,1	199,1	29,8	-14,2
Hong Kong	1,9	3,7	-0,6	0,6	9,9	6,1	14,9	9,0	123,6	74,9	254,1
Singapore .....	..	-1,5	9,2	13,1	18,4	21,1	27,4	26,4	112,6	108,7	83,2
Taiwan	7,8	9,4	8,6	4,0	15,6	5,5	19,0	6,2	241,7	79,1	107,6
Totale NIES	11,7	3,2	10,1	1,5	61,0	6,0	88,9	7,2	677,0	54,4	61,1
Filippine	-0,7	-1,9	-2,6	-4,0	4,1	5,5	3,9	4,6	16,1	18,6	-53,7
Indonesia	-2,5	-2,7	-4,2	-2,5	6,6	4,4	7,3	2,8	36,3	14,1	-60,2
Malesia	-0,8	-2,9	-4,4	-5,8	9,9	11,4	15,2	13,5	66,7	56,6	-28,0
Tailandia	-1,6	-3,9	-8,1	-6,2	9,5	7,8	7,3	4,4	49,8	30,5	-38,4
Totale Asean-4	-5,6	-2,8	-19,3	-4,4	30,1	7,0	26,4	5,6	168,9	27,0	-46,2
Cina	-1,2	-0,3	9,2	1,5	27,7	2,4	70,0	4,2	609,9	37,0	15,3
India	-4,3	-1,8	-4,2	-1,3	-0,8	-0,3	1,7	0,3	131,2	20,0	-13,8
Totale ...	0,6	-0,1	-4,2	-0,1	118,1	3,8	187,0	4,7	1587,0	38,0	17,3
Giappone	42,1	2,1	95,1	2,2	115,0	2,7	171,9	3,7	844,5	18,1	37,6

Fonte: statistiche nazionali e FMI.

(1) Per Filippine, Hong Kong, India, Indonesia e Malesia, stime dell'FMI. - (2) Dati di fine periodo. - (3) Per India e Indonesia il dato si riferisce al 2002.

Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia

Dal febbraio 2002 al febbraio 2005 il dollaro si è deprezzato del 35 per cento nei confronti dell'euro e di oltre il 20 rispetto alla sterlina inglese, al dollaro canadese e allo yen; tuttavia, sulla base dell'indicatore elaborato dalla Riserva federale il deprezzamento della valuta statunitense in termini effettivi nominali è stato ben inferiore, pari al 15 per cento. Questa differenza è ascrivibile principalmente alle contenute variazioni del dollaro nei confronti delle valute dei paesi emergenti dell'Asia, che rappresentano il 25 per cento dell'interscambio commerciale degli Stati Uniti. In particolare sono rimasti invariati i rapporti di cambio nei confronti delle valute di Cina, Hong Kong e Malesia. La sola eccezione è rappresentata dal won coreano, rispetto al quale il dollaro ha perso il 24 per cento.

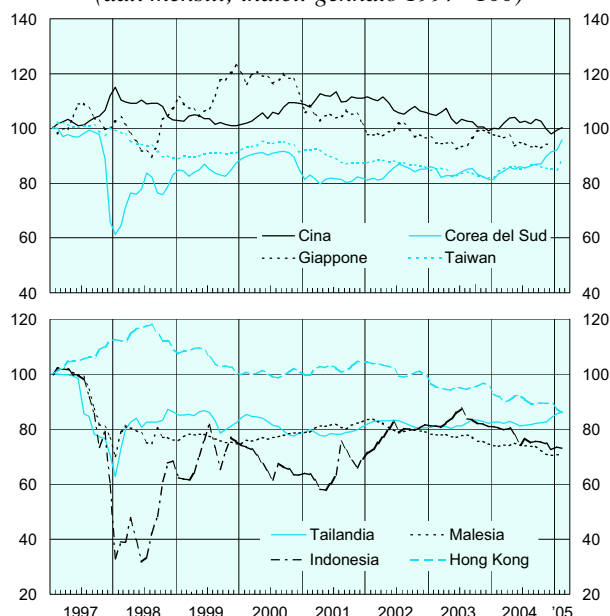
Da quando si è avviata la fase di debolezza della valuta statunitense, la combinazione di politiche di cambio fondate sul legame con il dollaro e di dinamiche dei prezzi generalmente contenute hanno consentito ai paesi emergenti asiatici di migliorare la propria competitività o di evitarne significativi peggioramenti. I tassi di cambio effettivi reali della Cina, di Hong Kong e della Malesia si sono deprezzati in misura compresa tra il 9 e il 17 per cento; quelli di Thailandia, Taiwan, Indonesia e Singapore sono rimasti sostanzialmente invariati; la Corea del Sud ha subito una perdita di competitività pari al 17 per cento (cfr. figura).

Dopo la crisi del 1997, il generalizzato ancoraggio al dollaro ha anche permesso di contenere le variazioni delle posizioni competitive a livello regionale, favorendo lo sviluppo del commercio tra i paesi dell'Asia, che rappresenta il 50 per cento del loro interscambio complessivo. Questa elevata integrazione è in parte il risultato della creazione di una filiera verticale di produzione all'interno della regione, che vede ciascun paese specializzato in una particolare fase produttiva. Nell'ultimo decennio, in seguito alla rapidissima crescita e alla graduale apertura della Cina è molto aumentato il peso di quest'economia negli scambi

regionali. Il mercato cinese è divenuto il più importante dell'area, assorbendo il 13 per cento delle esportazioni del Giappone e il 17 di quelle degli altri paesi emergenti del continente. Oltre il 40 per cento delle importazioni della Cina riguarda beni capitali e componenti, provenienti principalmente da Giappone, Corea del Sud e Taiwan. La Cina a sua volta esporta prevalentemente beni manufatti il cui principale mercato è costituito dai paesi industriali: circa il 21 per cento è diretto negli Stati Uniti, il 17 nella UE e il 14 in Giappone.

Indicatori di competitività (1)

(dati mensili; indici: gennaio 1997=100)



Fonte: Banca d'Italia e JP Morgan Chase.

(1) Calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti; un aumento indica un peggioramento della competitività.

54,6 dollari per barile, un livello analogo a quello attuale, per poi scendere a 53,3 dollari a dicembre. Tra il dicembre 2003 e lo stesso mese del 2004 l'incremento del prezzo del petrolio è stato del 30 per cento (23 per cento in termini reali). Si può stimare che un aumento di tale entità abbia avuto un impatto negativo sulla crescita dell'attività economica globale dell'ordine di 0,2-0,3 punti percentuali di PIL.

Anticipando il rallentamento della produzione industriale globale, le quotazioni in dollari delle materie prime avevano decelerato nella parte centrale del 2004. Nel quarto trimestre i corsi dei metalli, che rappresentano la componente più reattiva al ciclo economico, sono aumentati, in misura pari al 30 per cento sul periodo corrispondente (22 per cento in termini reali).

Nello scorso triennio, per contrastare le pressioni all'apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro, le autorità dei paesi emergenti dell'area hanno accumulato riserve per un ammontare complessivo di 715 miliardi di dollari, di cui quasi la metà nel 2004. Nella sola Cina, che ha beneficiato anche di considerevoli afflussi di investimenti diretti dall'estero, le riserve sono cresciute nel triennio di circa 390 miliardi di dollari, fino a raggiungere 610 miliardi (tav. 1 del testo). Nello stesso periodo, anche le autorità del Giappone hanno contrastato la tendenza all'apprezzamento dello yen con interventi sul mercato dei cambi per 450 miliardi di dollari (180 miliardi nel 2004), portando le riserve ufficiali a 845 miliardi.

Le ampie riserve, prevalentemente in dollari, espongono i paesi detentori al rischio di perdite a fronte di un eventuale apprezzamento delle proprie valute rispetto alla moneta statunitense. Un'indicazione dell'ordine di grandezza di tali perdite potenziali è fornita, per ciascun paese, dall'incidenza delle riserve valutarie sul prodotto: in Cina questa ha raggiunto il 37 per cento; negli altri paesi emergenti dell'area è compresa tra il 14 per cento dell'Indonesia e il 109 di Singapore. L'accumulo di riserve, inoltre, richiede interventi diretti a evitare una eccessiva espansione della liquidità interna; rende quindi difficile il controllo del credito, aumentando il rischio di pressioni inflazionistiche e di forti rialzi dei corsi delle attività finanziarie e reali. In Cina dall'inizio del 2002 l'aggregato ampio di moneta è aumentato del 63 per cento e il credito bancario del 45 per cento.

Politiche di cambio aventi come riferimento il dollaro hanno permesso negli ultimi anni di mantenere posizioni di elevata competitività internazionale, favorendo l'ampliamento degli avanzi di parte corrente nelle economie dell'Asia. Secondo le valutazioni dell'FMI, nel 2004 i principali paesi emergenti della regione avrebbero registrato un avanzo corrente

complessivo di 187 miliardi di dollari, che corrisponde a circa un quarto del disavanzo degli Stati Uniti. Di tale avanzo 89 miliardi sono ascrivibili alle economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan) e 70 alla Cina. In rapporto al PIL, i paesi che presentano il surplus corrente più elevato, superiore al 10 per cento, sono Singapore e Malesia; nella Corea del Sud e in Cina l'avanzo si colloca intorno al 4,1 e al 4,2 per cento, rispettivamente (tav. 1). In Giappone l'attivo nel 2004 è stato di oltre 170 miliardi (il 3,7 per cento del PIL).

Sebbene tutti i paesi asiatici registrino avanzi considerevoli di parte corrente, le loro posizioni nette sull'estero (PNE) risultano differenziate. Un primo gruppo di paesi, che include Cina, Taiwan, Giappone e le particolari città-stato di Hong Kong e Singapore, ha una posizione creditoria, che riflette l'accumulo sin dagli anni ottanta di avanzi di parte corrente. Alla fine del 2003 la PNE del Giappone avrebbe superato i 1.600 miliardi di dollari, il 37,6 per cento del PIL; quella della Cina, secondo le stime dell'FMI, era pari a 216 miliardi di dollari, il 15,3 per cento del PIL. Gli altri paesi dell'area, nel decennio precedente la crisi del 1997, avevano invece accumulato, in seguito a persistenti disavanzi, un considerevole indebitamento nei confronti dell'estero. Queste economie, nonostante gli avanzi di parte corrente registrati dal 1998, presentano tuttora posizioni nette debitorie comprese tra il 14,2 per cento del PIL in Corea del Sud e il 60,2 in Indonesia. Per le economie con una posizione sull'estero ampiamente negativa, l'accumulo di avanzi di parte corrente, anche consistenti, riflette l'esigenza di ridurre progressivamente l'indebitamento sull'estero e, di conseguenza, la loro vulnerabilità a shock esterni; inoltre, la disponibilità di un ampio volume di riserve valutarie accresce la capacità di fare fronte a eventuali tensioni sui mercati finanziari.

La congiuntura negli Stati Uniti

Nel quarto trimestre del 2004 l'espansione dell'economia statunitense è proseguita a un ritmo sostenuto, pari al 3,8 per cento in ragione d'anno (4 per cento nel terzo trimestre; tav. 2). Il sostegno alla crescita è derivato dalla robusta dinamica della domanda interna, in presenza di un netto peggioramento del contributo

del settore estero. Nel complesso dell'anno il prodotto è aumentato del 4,4 per cento, dal 3 nel 2003, continuando a beneficiare di politiche economiche espansive.

La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole è cresciuta del 4 per cento nel 2004, a fronte del 4,4 nel precedente biennio e del 2,5 nella seconda metà degli anni novanta; nel secondo seme-

Tav. 2

Indicatori economici nei principali paesi industriali

(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL	Consumi delle famiglie (1)	Spesa delle Amministrazioni pubbliche	Investimenti (2)	Variazione delle scorte (3) (4)	Domanda nazionale	Esportazioni nette (3) (5)
Stati Uniti							
2003	3,0	3,3	2,8	5,1	-0,1	3,3	-0,4
2004	4,4	3,8	2,0	10,2	0,5	4,8	-0,6
I sem.....	4,1	3,3	2,2	8,3	0,9	4,7	-0,9
II sem.....	3,8	4,0	1,2	10,2	-0,1	4,3	-0,7
III trim.....	4,0	5,1	0,7	8,8	-1,0	3,9	-0,1
IV trim.....	3,8	4,2	1,2	9,7	0,6	5,0	-1,4
Giappone							
2003	1,4	0,2	1,2	0,9	0,2	0,7	0,6
2004	2,6	1,5	2,6	1,8	0,1	1,9	0,8
I sem.....	4,1	2,8	3,3	1,7	0,4	3,0	1,2
II sem.....	-0,9	-0,7	1,9	-0,8	-0,3	-0,6	-0,2
III trim.....	-1,1	-0,8	1,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,6
IV trim.....	-0,5	-1,3	1,7	2,1	0,1	0,2	-0,6
Area dell'euro							
2003	0,5	1,0	1,6	-0,5	0,4	1,2	-0,6
2004	2,0	1,2	1,6	1,3	0,7	2,0	0,1
I sem.....	2,4	1,6	1,3	-4,5	1,7	2,0	0,4
II sem.....	1,1	0,6	1,3	0,8	1,6	2,5	-1,3
III trim.....	1,0	0,3	1,5	0,8	3,0	3,8	-2,6
IV trim.....	0,6	1,8	0,7	3,9	-0,6	1,3	-0,7
Regno Unito							
2003	2,2	2,3	3,5	2,2	..	2,5	-0,3
2004	3,1	3,1	4,6	5,9	-0,2	3,7	-0,9
I sem.....	3,2	3,5	4,3	7,3	-0,4	3,8	-1,0
II sem.....	2,8	2,3	3,9	5,1	0,1	3,1	-0,5
III trim.....	2,1	2,3	4,7	3,7	..	3,0	-1,1
IV trim.....	2,9	1,5	3,4	5,6	0,7	3,2	-0,5
Canada							
2003	2,0	3,1	3,8	4,9	0,9	3,6	-2,4
2004	2,8	3,5	2,5	6,2	..	3,8	-1,1
I sem.....	3,4	3,7	2,9	5,6	-0,9	3,9	0,4
II sem.....	3,0	3,3	1,8	5,5	3,1	3,4	-3,7
III trim.....	2,9	3,6	1,5	5,2	5,8	3,5	-6,6
IV trim.....	1,7	4,1	2,2	7,4	1,3	4,4	-4,6

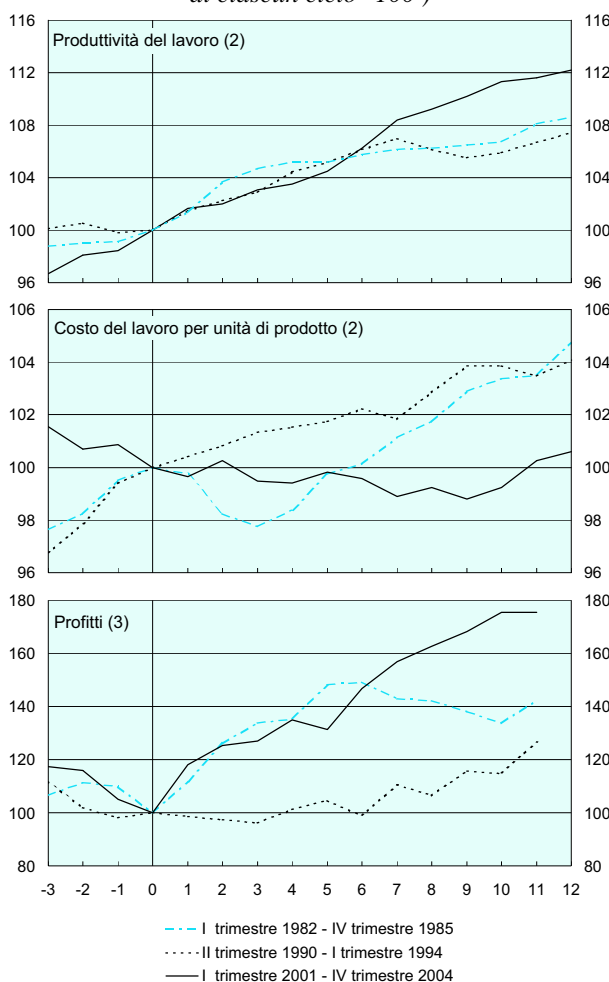
Fonte: statistiche nazionali ed Eurostat.

(1) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Per gli Stati Uniti, investimenti privati; quelli pubblici sono inclusi nella voce "spesa delle Amministrazioni pubbliche". – (3) Contributo, in punti percentuali, alla crescita del PIL rispetto al periodo precedente, in ragione d'anno. Per gli Stati Uniti, calcolato secondo la metodologia del Bureau of Economic Analysis. Per Regno Unito e Canada, nostre stime. – (4) Include anche le discrepanze statistiche e, per l'area dell'euro e il Regno Unito, la variazione degli oggetti di valore. – (5) Di beni e servizi.

stre essa è nettamente decelerata, scendendo al 2,1 per cento in ragione d'anno. Tale rallentamento non ha peraltro riguardato il settore manifatturiero, nel quale la produttività è, al contrario, accelerata nella seconda metà dell'anno, passando al 5,5 per cento dal 4,2 del periodo precedente.

Fig. 3

Stati Uniti: andamento della produttività del lavoro, del costo del lavoro per unità di prodotto e dei profitti intorno all'inizio della fase ascendente degli ultimi tre cicli (1)
(dati trimestrali; indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100)



Fonte: Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labor Statistics.

(1) Sull'asse orizzontale è riportato il numero dei trimestri precedenti e successivi ai punti di minimo del ciclo economico (linea verticale) indicati dal National Bureau of Economic Research. - (2) Settore delle imprese non agricole. - (3) In rapporto al valore aggiunto del settore (società non finanziarie).

La crescita degli investimenti produttivi si è rafforzata nel quarto trimestre, al 14 per cento in ragio-

ne d'anno (13 per cento nel terzo); nell'anno l'incremento è stato pari al 10,6 per cento. Gli investimenti in capitale digitale, la cui dinamica si era indebolita nel terzo trimestre, nel quarto hanno trainato la spesa complessiva, crescendo del 17 per cento. Nel complesso degli altri comparti si è invece registrata una decelerazione dell'accumulazione.

La spesa per investimenti ha continuato a essere sostenuta dagli elevati profitti delle imprese. Tuttavia, la redditività ha cessato di migliorare nella seconda metà del 2004, in seguito all'aumento dei costi unitari del lavoro indotto dal rallentamento della produttività del lavoro (fig. 3).

La crescita dei consumi si è mantenuta elevata nel quarto trimestre, risultando pari al 4,2 per cento in ragione d'anno. All'eccezionale espansione del reddito disponibile delle famiglie (8,1 per cento) ha contribuito per circa il 40 per cento la distribuzione di un dividendo molto elevato (3 dollari per azione, pari al 12 per cento del valore) da parte della Microsoft, la cui capitalizzazione di borsa è pari al 12 per cento di quella dell'indice Nasdaq 100. Nell'anno l'incremento dei consumi è stato del 3,8 per cento (3,3 nel 2003).

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo è tornata ad aumentare a ritmi sostenuti, dopo il rallentamento registrato durante i mesi estivi. L'incremento medio mensile (130 mila unità nel terzo trimestre) è salito a 190 mila unità nel quarto e a 200 mila unità nel primo bimestre del 2005. L'espansione dell'occupazione ha continuato a concentrarsi nel settore dei servizi, dove dal maggio del 2003 gli addetti sono aumentati complessivamente di 2.800 mila unità (pari a 130 mila unità al mese in media). Nel comparto manifatturiero, invece, l'occupazione ha continuato a ristagnare.

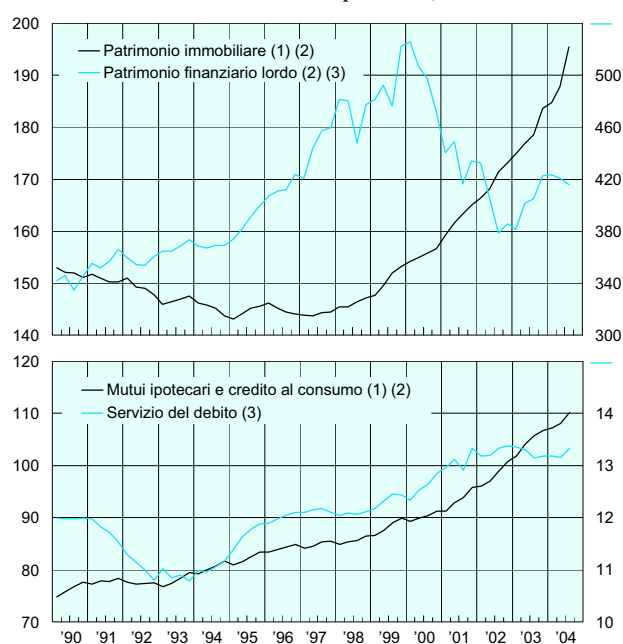
In rapporto al reddito disponibile, la ricchezza netta delle famiglie si è attestata, nel terzo trimestre del 2004, sull'elevato livello raggiunto alla fine del 2003 (550 per cento). L'incremento della ricchezza immobiliare, salita nello stesso periodo dal 184 al 195 per cento, ha consentito di compensare la forte crescita dell'indebitamento, che ha raggiunto il 110 per cento (fig. 4).

I prezzi delle abitazioni sono cresciuti, al netto della variazione dei prezzi al consumo, a un tasso medio

annuo del 4,6 per cento tra il 1999 e il 2003; lo scorso anno sono aumentati del 7,9 per cento. Negli ultimi anni la rivalutazione degli immobili, assieme con i bassi tassi d'interesse, ha incentivato la rinegoziazione dei mutui ipotecari, spingendo i consumi e inducendo una riduzione del saggio di risparmio, passato all'1,2 per cento nel 2004, dal 4 per cento circa del 1998.

Fig. 4

Stati Uniti: condizioni patrimoniali delle famiglie
(dati trimestrali di fine periodo; in percentuale del reddito disponibile)



Fonte: Riserva federale.

(1) Scala di sinistra. - (2) Per il reddito disponibile si è usata la media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato. - (3) Scala di destra.

Riflettendo la sostenuta espansione della domanda interna e il rincaro delle importazioni di energia, il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti è aumentato, dal 4,8 per cento del PIL nel 2003, al 5,4 nel primo semestre e al 5,6 nel terzo trimestre; nel quarto l'interscambio commerciale è ulteriormente peggiorato. Nel 2004 a fronte di un incremento delle esportazioni di beni del 9 per cento, sostanzialmente in linea con quello del commercio mondiale, l'aumento delle importazioni è risultato dell'11,5 per cento (dal 5,2 nel 2003). Il deprezzamento del dollaro in atto dall'inizio del 2002 non ha inciso in misura apprezzabile sulla dinamica delle quantità importate, anche a causa di strategie di prezzo degli esportatori negli

Stati Uniti volte a difendere le proprie quote di mercato. Tra il febbraio 2002 e lo scorso gennaio, a fronte di un deprezzamento effettivo nominale del dollaro del 16 per cento, i prezzi in dollari dei beni importati, al netto dei prodotti petroliferi, sono aumentati solo del 6 per cento. L'aggiustamento del disavanzo corrente statunitense attraverso la sola variazione dei prezzi relativi è peraltro reso difficoltoso dall'elevato divario tra le quantità importate e quelle esportate (le prime superano le seconde di circa il 70 per cento).

Nel 2004 la politica di bilancio ha assunto un indirizzo meno espansivo. Nell'esercizio fiscale terminato lo scorso settembre il disavanzo federale è rimasto pressoché invariato rispetto all'anno precedente, al 3,6 per cento del PIL. Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office il deficit dovrebbe ridursi lievemente nel 2005, scendendo al 3,2 per cento del PIL. L'Amministrazione ha recentemente annunciato che intende ridurre il disavanzo all'1,3 per cento del PIL entro il 2010, principalmente attraverso un forte contenimento delle spese discrezionali (cfr. il riquadro: *Le prospettive del bilancio federale statunitense*).

Le pressioni sui prezzi registrate nei primi mesi del 2004 si sono successivamente attenuate. L'aumento sui dodici mesi del deflatore dei consumi, al netto dei prodotti alimentari ed energetici, salito nel marzo 2004 all'1,5 per cento anche per effetto della elevata dinamica della domanda, è rimasto pressoché invariato attorno a quel valore. Tensioni sui prezzi potrebbero tuttavia emergere in futuro in seguito al rallentamento della produttività del lavoro e al previsto assottigliamento dei margini di capacità inutilizzata.

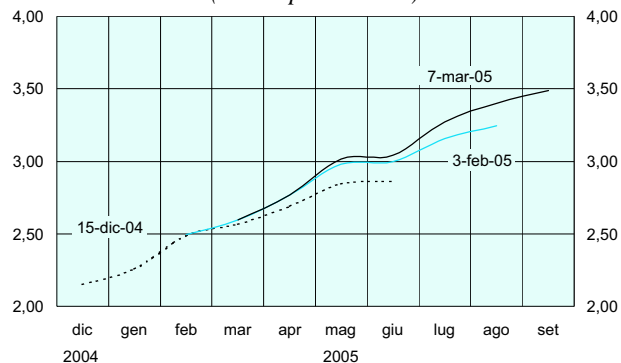
La politica monetaria e l'evoluzione dei mercati finanziari e valutari negli Stati Uniti

Dallo scorso 30 giugno, in occasione di ciascuna riunione, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha aumentato di 0,25 punti percentuali il tasso obiettivo sui federal funds, portandolo dall'1 al 2,5 per cento attuale. Nelle valutazioni della banca centrale sia i rischi d'inflazione sia quelli relativi all'andamento dell'attività economica rimangono bilanciati. Nonostante gli incrementi finora apportati, le condizioni monetarie restano accomodanti. Secondo le indicazioni desumibili dai futures sui federal funds, gli operatori scon-

tano tre nuovi aumenti del tasso di riferimento, di 0,25 punti percentuali ciascuno, nelle prossime tre riunioni del FOMC (in programma il 22 marzo, il 3 maggio e il 29-30 giugno; fig. 5).

Fig. 5

Stati Uniti: tassi d'interesse a termine impliciti nei futures sui federal funds a 30 giorni, a varie date (1)
(valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures a cui si riferiscono i rendimenti.

L'azione di politica monetaria si è riflessa sul segmento a breve termine della curva dei rendimenti per scadenza; in termini reali, i tassi d'interesse a tre mesi, pur risalendo, hanno continuato a mantenersi su valori negativi nel quarto trimestre.

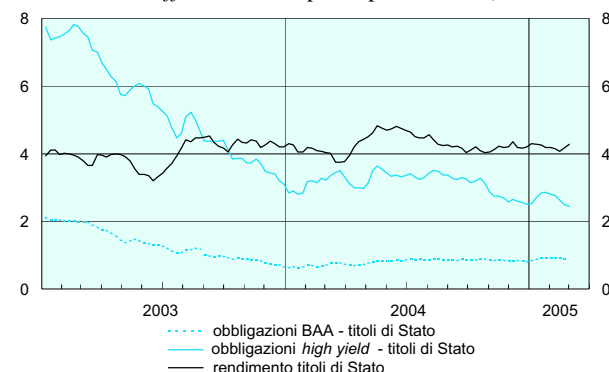
I rendimenti a più lunga scadenza, riflettendo anche la fermezza della politica monetaria, sono diminuiti tra la fine di giugno e la fine di settembre; quelli sulle obbligazioni decennali del Tesoro, scesi di 0,6 punti percentuali, si sono successivamente stabilizzati su valori di poco superiori (4,3 per cento; fig. 6). A questa riduzione dei tassi a lungo termine può aver contribuito il diffondersi di aspettative che l'inflazione sarebbe rimasta su livelli contenuti. Deflazionati con le aspettative di inflazione pubblicate da *Consensus Forecasts*, i rendimenti a lungo termine sono scesi sotto il 2 per cento, valore tra i più bassi dell'ultimo decennio. I tassi sui mutui ipotecari hanno seguito l'andamento di quelli sulle obbligazioni pubbliche, attestandosi da settembre attorno al 5,7 per cento.

In un contesto caratterizzato da abbondante liquidità e dal permanere di un numero molto contenuto di insolvenze, i premi per il rischio richiesti sulle obbli-

gazioni delle imprese statunitensi si sono stabilizzati su valori prossimi a quelli molto bassi della fine del 2003.

Fig. 6

Stati Uniti: rendimenti obbligazionari e premi al rischio (1)
(dati medi settimanali; valori percentuali e differenziali in punti percentuali)



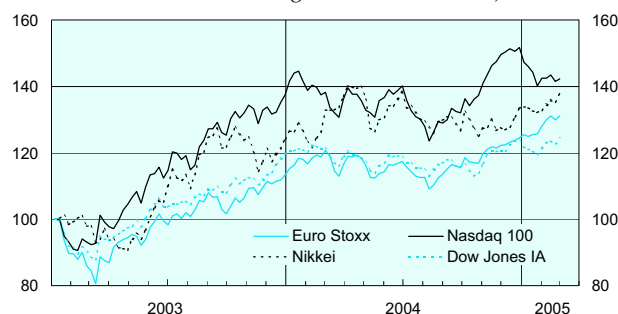
Fonte: Lehman Brothers e Thomson Financial Datastream.

(1) I premi al rischio sono calcolati come differenziali di rendimento tra le obbligazioni private e i titoli di Stato a 10 anni.

I principali indici di borsa, sostanzialmente stabili tra marzo e settembre, hanno segnato nuovi aumenti nell'ultimo trimestre del 2004. Nei primi mesi del 2005 si sono stabilizzati su livelli di poco inferiori a quelli osservabili all'inizio del 2004 (fig. 7). Rispetto ai minimi del marzo del 2003, l'indice Dow Jones Industrial Average e il Nasdaq registravano, all'inizio della seconda settimana di marzo, guadagni consistenti, pari rispettivamente al 45 e al 60 per cento.

Fig. 7

Indici azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone
(dati medi settimanali; indici: 1ª settimana di gennaio 2003=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

Le prospettive del bilancio federale statunitense

Il saldo del bilancio dell'Amministrazione centrale statunitense è passato da un avanzo pari al 2,4 per cento del PIL nel 2000 a un disavanzo del 3,6 per cento nel 2004 (1). Al deterioramento viene sovente ricondotta l'espansione del disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti intervenuta in un periodo di riequilibrio del saldo finanziario del settore privato.

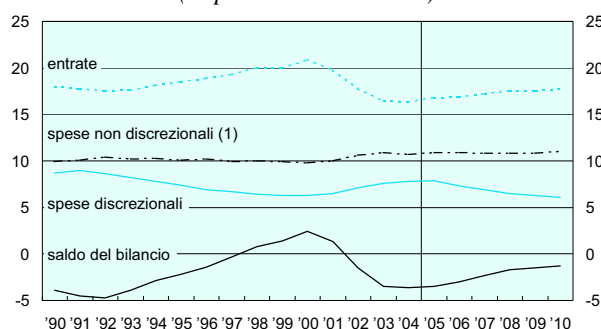
Lo scorso febbraio l'Amministrazione statunitense ha formulato una proposta di bilancio che prevede una riduzione graduale del disavanzo nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del PIL nel 2010 (cfr. figura). Lo scenario macroeconomico sottostante sconta una crescita annua del 3,6 per cento nel biennio 2005-06, del 3,2 per cento nel periodo 2007-2010; ipotizza, inoltre, un'inflazione, misurata dal deflatore del PIL, pari al 2 per cento circa nel 2005-06, al 2,1 nel 2007-2010.

L'Amministrazione si impegna ad attuare una consistente riduzione delle spese discrezionali (2). Queste, dopo una crescita del 5,3 per cento in termini reali nel 2005, fletterebbero mediamente del 2,6 per cento all'anno nel 2006-2010. Tale contrazione contrasta con la dinamica registrata nel corso del primo mandato dell'attuale Amministrazione, quando le spese discrezionali sono mediamente cresciute, in termini reali, del 6,9 per cento all'anno. Nella proposta dell'Amministrazione, l'incidenza delle spese discrezionali sul PIL, che nel 2004 è stata pari al 7,8 per cento, si ridurrebbe nel 2010 al 6,1 (cfr. figura). In particolare, le spese discrezionali non destinate alla difesa diminuirebbero in rapporto al PIL dal 3,8 per cento nel 2004 al 3,0 nel 2010. Le spese discrezionali nel periodo 2006-2010 non prevedono stanziamenti destinati al finanziamento delle operazioni militari in Iraq e in Afghanistan.

Il rapporto tra i corsi delle azioni e gli utili correnti, in calo dal 2002, nella seconda settimana di marzo si attestava intorno a 20, un valore di poco superiore a quello medio negli ultimi trenta anni (pari a 16).

Al permanere di favorevoli condizioni di finanziamento ha contribuito la buona situazione reddituale e patrimoniale delle imprese. Nel comparto delle società non finanziarie i profitti nel terzo trimestre del 2004 risultavano superiori del 19 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2003. È proseguita la tendenza, in atto dal 2002, alla riduzione dell'indebitamento,

Evoluzione del bilancio federale degli Stati Uniti nella proposta dell'Amministrazione (in percentuale del PIL)



Fonte: Office of Management and Budget.
(1) Non include la spesa netta per interessi.

La proposta dell'Amministrazione non influisce sulla dinamica delle entrate nel triennio 2005-07; la riduce in misura contenuta (circa 0,2 punti di PIL) nel 2008-2010, principalmente per effetto dell'estensione, oltre le scadenze previste dall'attuale legislazione, degli sgravi fiscali relativi ai dividendi e ai guadagni in conto capitale.

Le entrate complessive aumentano dal 16,3 al 17,7 per cento del PIL tra il 2004 e il 2010 (cfr. figura). Questo risultato è interamente ascrivibile all'incremento dell'imposizione sui redditi personali dal 7 al 8,5 per cento del prodotto. Ciò, nel quadro ipotizzato di crescita economica sostenuta, è soprattutto il risultato di automatismi, quali la progressività dell'imposta sul reddito e il drenaggio fiscale connesso con l'innalzamento della quota di contribuenti soggetti all'Alternative Minimum Tax (3) anziché al regime ordinario di imposizione. La proposta di bilancio dell'Amministrazione non prevede

tamento, sceso all'84,2 per cento del valore aggiunto; la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie, valutate ai valori di mercato) è rimasta invariata attorno al 34 per cento.

Nel quarto trimestre del 2004 la tendenza al deprezzamento del cambio del dollaro si è accentuata; tra la metà di ottobre e la fine di dicembre la valuta statunitense si è indebolita del 10 per cento nei confronti dell'euro, fino a un minimo di 1,36 dollari, e del 7 per cento nei confronti dello yen, fino a 103 yen.

infatti l'adozione di provvedimenti per correggere gli effetti di drenaggio fiscale connessi con l'attuale configurazione dell'Alternative Minimum Tax (4). Nella valutazione del Congressional Budget Office (CBO), l'eventuale adozione di questi ultimi provvedimenti comporterebbe effetti negativi sui saldi di bilancio, valutabili nel 2010 in circa 0,4 punti percentuali di PIL.

L'Amministrazione ha proposto di estendere oltre il 2010 i più rilevanti sgravi fiscali introdotti nel triennio 2001-03. Secondo il CBO, tale estensione indurrebbe un peggioramento del saldo di bilancio dell'ordine di 1,5 punti percentuali di PIL nel periodo fino al 2015, anno finale della previsione.

In un orizzonte temporale più lungo, i rischi per il bilancio federale provengono dagli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa previdenziale e sanitaria. Secondo le proiezioni del CBO, le erogazioni previdenziali (Social Security), in rapporto al PIL, aumenterebbero dal 4,3 al 6,4 per cento tra il 2004 e il 2050; quelle sanitarie (Medicare e Medicaid) salirebbero, secondo una stima prudente, dal 4,1 al 12 per cento. Gli squilibri dell'attuale sistema previdenziale a ripartizione, che fornisce attualmente prestazioni a circa 45 milioni di cittadini, emergerebbero, secondo il CBO, dal 2020, quando la spesa previdenziale comincerebbe a eccedere i contributi versati. Dal 2053, dopo che saranno state liquidate le attività patrimoniali accumulate, il Social Security non sarebbe più in grado di erogare i benefici previsti dall'attuale legislazione.

L'Amministrazione, che valuta in modo più pessimistico rispetto al CBO la sostenibilità della previdenza pubblica, ha posto al centro del dibattito la necessità di una sua riforma. Tra le proposte vi è quella di ridurre i benefici

erogabili, fondamentalmente attraverso un innalzamento dell'età di pensionamento e un diverso meccanismo di calcolo dei benefici stessi. L'Amministrazione ha proposto di introdurre gradualmente dal 2009 conti individuali (personal retirement accounts) su cui i lavoratori avrebbero la possibilità, ma non l'obbligo, di versare parte dei loro contributi previdenziali. L'introduzione dei conti individuali non influirebbe, a regime, sulla dimensione complessiva dello squilibrio del Social Security, poiché, per date ipotesi sui tassi di interesse reali, la riduzione dei benefici a carico del sistema sarebbe equivalente, in termini attuariali, alla perdita dei contributi. Poiché la riduzione dei contributi versati al Social Security precederebbe quella corrispondente dei benefici erogati, l'introduzione dei conti individuali indurrebbe in una fase iniziale un ampliamento del disavanzo federale, la cui entità è al momento non facilmente quantificabile.

(1) I dati relativi alla finanza pubblica sono riferiti all'anno fiscale, che si chiude il 30 settembre del medesimo anno solare; inizia il 1° ottobre dell'anno precedente. I dati relativi alle variabili macroeconomiche sono riferiti invece all'anno solare.

(2) Le spese discrezionali richiedono l'approvazione annuale di un appropriation act da parte del Congresso. Sono costituite soprattutto dalle erogazioni destinate a difesa, amministrazione della giustizia, istruzione e formazione professionale, trasporto, sostegno dei redditi. Le spese non discrezionali sono quelle determinate principalmente dalle norme che regolano gli esborsi per pensioni e sanità.

(3) L'Alternative Minimum Tax è un sistema di imposizione personale alternativo al regime ordinario che si basa su un diverso sistema di deduzioni, esenzioni e aliquote. Mira a evitare che alcuni contribuenti traggano eccessivi vantaggi dal regime ordinario. I contribuenti sono tenuti a versare l'imposta più elevata tra quelle corrispondenti all'applicazione dei due regimi. Diversamente dal regime ordinario, l'Alternative Minimum Tax non è indicizzata ai prezzi.

(4) Provvedimenti temporanei di questo tipo sono stati adottati negli anni più recenti e scadranno nel dicembre 2005.

Al parziale recupero del dollaro all'inizio del 2005 avrebbero contribuito le prospettive favorevoli sull'andamento dell'economia statunitense.

L'economia del Giappone

In Giappone, dopo gli aumenti assai elevati registrati nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004 (rispettivamente il 5,7 e 5,8 per cento in ragione d'anno), il prodotto è diminuito per tre trimestri (tav. 1). La flessione dell'attività produttiva è inizialmente

derivata dal minore accumulo di scorte e dalla forte riduzione degli investimenti pubblici; nel secondo semestre è stata determinata dai contributi negativi dei consumi e della domanda estera netta.

Nella media del 2004 la crescita, per effetto dell'aumento eccezionalmente elevato nel primo trimestre, è stata comunque del 2,6 per cento. Tale valore, nettamente ridimensionato rispetto alle valutazioni fornite nell'autunno scorso dai principali organismi internazionali, riflette anche l'adozione a dicembre di una nuova metodologia di calcolo delle grandezze

di contabilità nazionale basata sui prezzi concatenati; essa ha comportato, per dati andamenti delle variabili nominali, una più elevata dinamica dei prezzi e, di conseguenza, una riduzione di quella delle grandezze reali.

L'andamento dei consumi, che aveva mostrato incoraggianti segni di ripresa nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004, si è nettamente indebolito nel secondo trimestre, registrando addirittura una caduta nel terzo e nel quarto. Sull'andamento dei consumi ha inciso quello, ancora più negativo, del reddito disponibile delle famiglie.

L'espansione delle esportazioni, che aveva impresso un notevole impulso alla crescita nella prima metà dell'anno, sviluppandosi al ritmo del 19 per cento in ragione d'anno, è diminuita nel secondo semestre, al 6,2 per cento, riflettendo l'andamento sfavorevole del comparto dei beni a tecnologia digitale e delle vendite sui mercati asiatici e statunitense.

Il marcato aumento dei profitti delle imprese, favorito anche dalla dinamica sostenuta delle esportazioni, aveva impresso un considerevole stimolo agli investimenti, in ripresa dal 2003. Tuttavia, dalla metà dello scorso anno anche l'attività di accumulazione si è indebolita. Gli investimenti privati non residenziali hanno decelerato, dal 16,1 per cento nel secondo trimestre, all'1,7 e al 2,8 per cento, rispettivamente, nel terzo e nel quarto. A fronte della lieve ripresa degli investimenti residenziali in atto dall'inizio del 2004, è proseguita la riduzione di quelli pubblici.

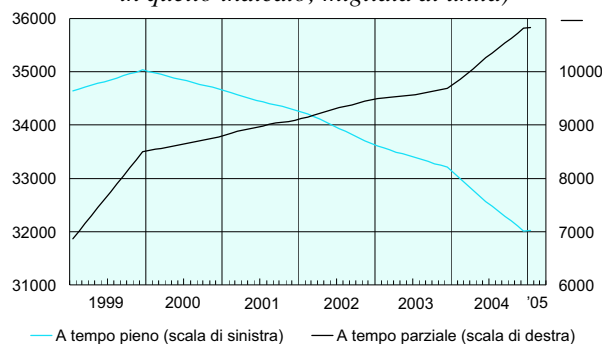
Dal 2003 l'occupazione si è stabilizzata, dopo la forte flessione del precedente biennio. Anche nel 2004, tuttavia, è proseguita la sostituzione, da parte delle imprese, del lavoro a tempo pieno con quello a tempo parziale, una modalità relativamente meno costosa e più flessibile (fig. 8). Tale processo ha continuato a incidere sull'andamento delle retribuzioni, che non hanno cessato di flettere, anche in termini nominali.

La debolezza delle retribuzioni si è riflessa sui prezzi al consumo che, al netto delle componenti più erratiche, hanno continuato a registrare variazioni negative, sia pure di lieve entità, pari nello scorso gennaio allo 0,3 per cento sui dodici mesi.

Fig. 8

Giappone: andamento dell'occupazione dipendente per tipologia d'impiego (1)

(medie mobili sui 12 mesi terminanti in quello indicato; migliaia di unità)



Fonte: Ministry of Labour.

(1) Sono esclusi i lavoratori interinali e simili.

La Banca del Giappone ha di recente ribadito che manterrà l'attuale strategia, incentrata sull'espansione della liquidità, con tassi d'interesse a breve termine prossimi allo zero, fino a quando la variazione dei prezzi al consumo non sarà ritornata stabilmente su valori positivi. L'obiettivo di saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, introdotto nel marzo 2001, è stato mantenuto invariato sull'intervallo in vigore dal gennaio 2004. Nelle valutazioni della banca centrale è aumentata l'incertezza del ritorno a un'inflazione di fondo positiva nell'anno fiscale 2005.

Nonostante l'indebolimento dell'attività produttiva, i mercati finanziari sono rimasti sostanzialmente stabili. L'indice Nikkei si è collocato all'inizio della seconda settimana di marzo a un livello superiore del 12 per cento rispetto all'inizio del 2004; l'indice del comparto bancario, beneficiando del miglioramento della situazione patrimoniale delle società del settore, ha segnato un aumento più consistente, pari al 28 per cento. I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche si collocano attualmente attorno all'1,5 per cento, valore lievemente superiore a quello prevalente all'inizio del 2004.

È proseguito il risanamento dei bilanci del sistema bancario. La Financial Services Agency (FSA) ha reso noto che a settembre 2004 il totale delle partite in sofferenza del sistema bancario era diminuito, rispetto a un anno prima, del 25 per cento (al 4,7 per cento del PIL). Per le maggiori banche la riduzione

dell'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è stata di 1,8 punti percentuali, al 4,7 per cento, un valore non discosto dall'obiettivo (4,3 per cento) stabilito dalla FSA per marzo 2005. È progredito più lentamente il risanamento delle banche regionali, dove l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi, scesa di 1,2 punti, si collocava al 6,3 per cento lo scorso settembre. Dal prossimo 1° aprile verrà rimossa la garanzia integrale sui depositi bancari (*blanket insurance*); la misura, che imporrà dei limiti sulla garanzia dei depositi vincolati, sarebbe dovuta entrare in vigore il 1° aprile del 2003 ma era stata rinviata per timore di ripercussioni sulla raccolta degli istituti di credito più deboli.

Secondo le previsioni del governo nell'anno fiscale 2004 terminante alla fine di marzo 2005 il disavanzo del bilancio pubblico (escluso il settore della previdenza sociale) dovrebbe collocarsi al 6,9 per cento del PIL, in riduzione di 0,8 punti percentuali rispetto a quello registrato nell'esercizio precedente. Secondo le stime dell'OCSE, il debito lordo del settore pubblico sarebbe aumentato al 163,5 per cento del prodotto alla fine del 2004, dal 157,5 di un anno prima.

In un contesto di ampio squilibrio del bilancio pubblico e di rapida accumulazione del debito, lo scorso dicembre il governo ha presentato la proposta di legge di bilancio per l'anno fiscale 2005. L'obiettivo è quello di mantenere invariata la spesa complessiva in termini nominali rispetto al precedente esercizio; l'accresciuto onere del sistema previdenziale e quello del servizio del debito, la cui quota sulla spesa totale salirebbe, complessivamente, dal 45,5 al 47,2 per cento, verrebbero compensati dalla riduzione, per il terzo anno consecutivo, degli esborsi relativi all'istruzione e agli investimenti pubblici. All'aumento delle entrate fiscali, pari al 5,4 per cento in termini nominali, concorrerebbero soprattutto l'incremento dei contributi pensionistici, a seguito della riforma entrata in vigore lo scorso ottobre, e la riduzione delle agevolazioni fiscali in favore di famiglie e imprese introdotte nel 1999 per sostenere la domanda.

L'economia dei principali paesi emergenti

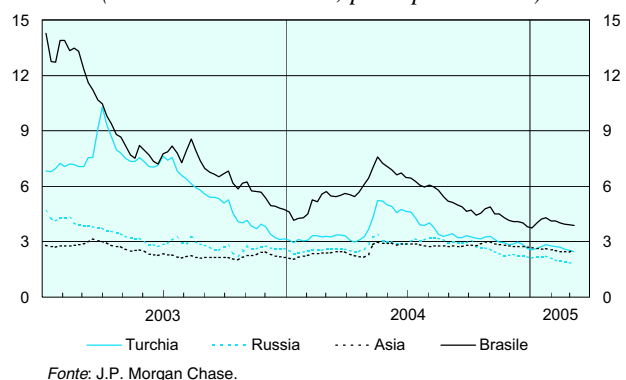
L'attività economica nei paesi emergenti, rafforzata nella prima metà del 2004, ha continuato a svilupparsi a ritmi sostenuti nella restante parte del

l'anno, nonostante il rincaro energetico e la decelerazione del commercio internazionale.

I mercati finanziari, beneficiando del rafforzamento dell'attività produttiva e delle esportazioni, nonché di una condizione di abbondante liquidità a livello mondiale, sono stati caratterizzati da una situazione di generalizzata distensione. A una sostanziale stabilità dei mercati valutari e azionari negli ultimi mesi del 2004 si è accompagnata una riduzione dei premi per il rischio; questi ultimi si collocano su valori storicamente bassi. Dallo scorso novembre il differenziale di interesse rispetto alle obbligazioni del Tesoro statunitense è sceso a 1,8 punti percentuali in Russia e a 2,6 punti nei principali paesi asiatici; ha continuato a ridursi, da valori relativamente più elevati, in Turchia e in Brasile (fig. 9).

Fig. 9

Differenziali di rendimento tra obbligazioni a lungo termine in dollari emesse da alcune aree emergenti e obbligazioni decennali del Tesoro statunitense
(dati medi settimanali; punti percentuali)



In Asia, sostenuto dal favorevole andamento della domanda interna e delle esportazioni, l'aumento del prodotto nel 2004 è stato in media pari al 7,8 per cento; nella seconda metà dell'anno, tuttavia, alcune economie della regione relativamente specializzate nella produzione di beni a tecnologia avanzata hanno risentito del rallentamento della domanda in questo comparto (tav. 3).

In Cina, il proseguimento di una dinamica elevata del prodotto, pari al 9,5 per cento nel 2004, ha continuato a imprimere un impulso rilevante al commercio mondiale (con un contributo delle sue importazioni di circa 1,5 punti percentuali). Dopo

Tav. 3

Indicatori economici in alcuni paesi emergenti

(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

PAESI	Pesi % sul PIL mondiale nel 2003 (1)	PIL				Domanda interna (2)				Esportazioni nette (3)			
		2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.	2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.	2003	2004	2004 I sem.	2004 II sem.
America latina													
Argentina	0,8	8,8	....	9,1	8,3 (4)	11,2	....	13,0	10,7 (4)	-1,5	....	-3,1	-1,9 (4)
Brasile	2,8	0,5	5,2	4,9	5,5	-1,8	4,0	....	....	1,5	0,1	....	....
Messico	1,8	1,4	4,4	4,0	4,7	0,6	....	3,3	4,3 (4)	0,7	....	0,7	0,1 (4)
Asia													
Cina	12,6	9,3	9,5	9,7	9,3	....	....	....	....	....	....	....	....
Corea del Sud	1,7	3,1	....	5,4	4,6 (4)	0,3	....	-0,1	1,4 (4)	2,8	....	5,5	3,2 (4)
Filippine	0,7	4,7	6,1	6,5	5,8	7,4	3,2	3,6	2,8	-3,4	2,6	2,5	2,8
India (5)	5,7	7,0	....	7,8	6,6 (4)	6,5	....	....	....	0,8	....	....	....
Indonesia	1,4	4,9	5,1	4,4	5,9	2,8	9,8	10,5	9,1	2,3	-3,6	-4,8	-2,3
Malesia	0,5	5,3	7,1	8,0	6,2	3,7	10,7	12,6	9,0	2,0	-2,4	-3,0	-1,9
Tailandia	0,9	6,9	6,1	6,6	5,5	7,2	8,3	10,6	6,1	0,7	-1,1	-2,5	0,4
Taiwan	1,1	3,3	5,7	7,3	4,2	0,6	6,4	6,3	6,4	2,8	..	1,6	-1,5
Europa													
Polonia	0,8	3,8	....	6,5	4,8 (4)	2,4	....	....	....	1,3	....	....	....
Russia	2,6	7,3	7,1	7,4	6,9	8,2	10,2	9,9	10,4	0,5	-1,5	-0,7	-2,1
Turchia	0,9	5,8	....	11,8	4,5 (4)	9,3	....	20,2	7,3 (4)	-3,1	....	-8,8	-2,3 (4)

Fonte: statistiche nazionali e FMI.

(1) Valutati in base alle parità dei poteri d'acquisto. - (2) Include la variazione delle scorte e le discrepanze statistiche. - (3) Contributo alla crescita del PIL rispetto al periodo corrispondente, in punti percentuali. Include beni e servizi. - (4) III trimestre. - (5) PIL al costo dei fattori.

un temporaneo indebolimento nella parte centrale del 2004, nel quarto trimestre l'attività produttiva ha accelerato. Sebbene le autorità abbiano adottato, dalla primavera dello scorso anno, misure amministrative e di restrizione del credito volte a contenere l'accumulazione in alcuni comparti caratterizzati da capacità produttiva in eccesso e scarsa redditività, gli investimenti hanno decelerato in misura inferiore alle attese, al 25,8 per cento in termini nominali (27,7 per cento nel 2003). Una quota pari al 7,2 per cento della spesa per investimenti è stata, direttamente o indirettamente, finanziata da afflussi per investimenti diretti dall'estero, saliti a 61 miliardi di dollari. Il proseguimento della forte espansione delle esportazioni, cresciute in termini nominali del 35,4 per cento, ha favorito l'ampliamento dell'avanzo commerciale a 32 miliardi di dollari nel 2004 (1,9

per cento del PIL). Quello del conto corrente è salito a 70 miliardi (46 miliardi nel 2003), pari al 4,2 per cento del PIL.

Il saggio di risparmio delle famiglie cinesi, pari al 35 per cento circa del reddito disponibile, è assai elevato nel confronto internazionale. Ciò potrebbe riflettere, oltre al rapido aumento del reddito pro capite, una componente precauzionale dovuta alle carenze della spesa pubblica sociale (per abitazioni, istruzione, sanità e pensioni).

Il rincaro delle materie prime e gli elevati ritmi di attività nell'industria hanno contribuito a sospingere i prezzi alla produzione, il cui incremento sui dodici mesi è salito dal 3 per cento alla fine del 2003 al 5,8 lo scorso gennaio. L'evoluzione dei prezzi al consumo ha invece riflesso soprattutto quella nel

comparto dei prodotti agricoli: da un picco del 5,3 per cento nello scorso luglio, l'inflazione è scesa all'1,9 per cento.

Le autorità cinesi sono tuttora impegnate a ricondurre la dinamica dell'attività produttiva su un sentiero sostenibile, evitandone brusche cadute. L'azione di politica monetaria volta a contenere l'espansione della liquidità interna è stata ostacolata dal proseguire di consistenti afflussi di capitali dall'estero. L'incremento sui dodici mesi dell'aggregato ampio di moneta (M2), pari al 20 per cento circa nel dicembre 2003, dopo essere stato riportato su un valore in linea con quello prefissato per la fine dell'anno (17 per cento), dallo scorso luglio è rimasto stabile intorno al 14 per cento. Le autorità hanno annunciato per il 2005 una riduzione dell'obiettivo di crescita della moneta al 15 per cento, segnalando l'intenzione di proseguire una strategia di restrizione monetaria graduale. Lo scorso ottobre, per la prima volta da un decennio, la banca centrale ha aumentato di 0,27 punti percentuali i due principali tassi di riferimento a breve termine; quello sui depositi presso la banca centrale è stato portato al 2,25 per cento e quello sui prestiti a un anno al 5,58; tale incremento, nonostante la sua limitata entità, segnala la volontà delle autorità di assegnare un peso crescente agli strumenti di mercato nel perseguimento dei propri obiettivi.

In America latina nel 2004 è stato conseguito un tasso di sviluppo economico sostenuto, stimato intorno al 5,5 per cento (2,1 per cento nel 2003). In un quadro di netta ripresa della domanda interna le politiche economiche, generalmente orientate al rigore, hanno favorito il contenimento delle spinte inflazionistiche; la forte crescita delle esportazioni ha preservato condizioni di equilibrio nei conti con l'estero.

In Brasile il rafforzamento dell'attività economica in atto dalla fine del 2003 si è intensificato, continuando a beneficiare della ripresa di investimenti e consumi. L'aumento del prodotto nel 2004 è stato pari al 5,2 per cento (0,5 nel 2003). Grazie al buon andamento delle esportazioni, l'attivo di parte corrente della bilancia dei pagamenti è salito all'1,9 per cento del PIL nell'anno. In seguito ai segnali di aumento delle spinte inflazionistiche, tra giugno 2004 e lo scorso febbraio le autorità monetarie hanno innalzato il tasso di interesse di riferimento per complessivi

2,75 punti percentuali, al 18,75 per cento, favorendo un apprezzamento del real rispetto al dollaro di circa il 15 per cento nello stesso periodo. L'incremento delle entrate fiscali avrebbe portato l'avanzo primario del bilancio pubblico al 4,6 per cento del prodotto nel 2004. All'ulteriore riduzione del debito pubblico netto, al 51,9 per cento alla fine del 2004, ha contribuito anche la lieve diminuzione della spesa per interessi. L'incidenza del debito estero sul prodotto, che aveva toccato un valore massimo del 45 per cento nel 2002, si è fortemente ridotta nel 2004, fino a poco più del 30 per cento. È sceso nettamente anche il rapporto tra debito estero ed esportazioni.

In Argentina, dove la ripresa in atto dal 2003 si era indebolita nella primavera dello scorso anno, la crescita del prodotto è successivamente risalita, in seguito all'accelerazione della domanda interna e delle esportazioni verso il Brasile, attestandosi nella media del 2004 su un valore stimato intorno all'8,8 per cento, come nel 2003. Il livello dell'attività produttiva si è riportato su quello dell'inizio del 2001, prima del rapido declino economico culminato nella crisi finanziaria del dicembre di quell'anno. Beneficiando dell'aumento delle entrate fiscali dovuto al rafforzamento dell'attività produttiva, l'avanzo primario del bilancio federale è risultato superiore alle attese, collocandosi nei primi nove mesi del 2004 al 3,6 per cento del PIL (dal 2,8 per cento nello stesso periodo del 2003); l'obiettivo indicato nel programma concordato con l'FMI nel settembre 2003 è stato pertanto conseguito.

Il 14 gennaio scorso le autorità argentine hanno dato avvio all'offerta pubblica di scambio riguardante il debito sovrano in stato di inadempienza per un controvalore facciale di 81,8 miliardi di dollari; tale offerta, i cui termini sono scaduti alla fine dello scorso febbraio, è stata sottoscritta dai creditori per una quota pari al 76 per cento del debito. Le condizioni proposte comportano una dilazione dei termini di pagamento e una riduzione del debito, in valore attuale, pari ad almeno il 70 per cento; la proporzione di tale riduzione è considerevolmente superiore rispetto a quelle osservate nei precedenti episodi dello scorso decennio di ristrutturazione del debito sovrano di paesi emergenti.

Nei principali paesi nuovi membri dell'Unione europea (UE), dopo l'elevato ritmo di sviluppo rag-

giunto nel primo semestre del 2004, l'attività economica si è indebolita nel terzo trimestre. Le spinte inflazionistiche registrate nella prima metà dell'anno si sono successivamente attenuate, anche in seguito all'apprezzamento del tasso di cambio di alcuni paesi nei confronti dell'euro. Nella media dei primi tre trimestri dell'anno l'aumento del prodotto, rispetto al periodo corrispondente del 2003, è salito in Polonia e in Ungheria al 5,9 e al 4,1 per cento, rispettivamente; si è attestato al 3,7 per cento nella Repubblica ceca. In Russia, gli elevati ricavi derivanti dalle esportazioni di petrolio hanno sospinto l'attività economica, cresciuta del 7,1 per cento nell'anno. All'inizio dello scorso febbraio le autorità russe hanno utilizzato una parte delle riserve accumulate nel 2004 per rimborsare anticipatamente il debito contratto con l'FMI, pari a 3,3 miliardi di dollari.

Il Consiglio europeo tenutosi a metà dello scorso dicembre ha deciso di avviare i negoziati per l'adesione della Turchia alla UE. Tali negoziati, la cui durata non dovrebbe essere inferiore al decennio, inizieranno presumibilmente nell'ottobre 2005, ad avvenuta ratifica da parte del parlamento turco dell'accordo con la UE. Dopo la forte accelerazione registrata nel primo semestre del 2004, l'attività economica in Turchia ha rallentato nel terzo trimestre; secondo le più recenti valutazioni dell'FMI la crescita del prodotto nel 2004 sarebbe stata intorno all'8 per cento (5,8 nel 2003); dopo la recessione

seguita alla crisi finanziaria del 2001 è stata in media del 7,2 per cento. In presenza di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, al 9,2 per cento sui dodici mesi nello scorso gennaio a fronte di un obiettivo del governo del 12 per cento, la banca centrale ha proseguito nell'azione volta a rendere gradualmente meno restrittive le condizioni monetarie, portando il tasso overnight sui depositi al 15,5 per cento (era pari al 26 per cento all'inizio del 2004). Secondo le stime del governo l'avanzo primario del bilancio pubblico in rapporto al prodotto si sarebbe collocato nel 2004 al di sopra dell'obiettivo, pari al 6,5 per cento, indicato nel programma concordato con l'FMI. A fronte dell'andamento favorevole delle finanze pubbliche, preoccupa il peggioramento del disavanzo corrente con l'estero, al 4,9 per cento del PIL nella media dei primi tre trimestri del 2004, riconducibile principalmente all'ampliamento del deficit commerciale. Dallo scorso novembre, il venire meno dell'incertezza circa l'avvio dei negoziati di adesione alla UE e il progresso verso la conclusione di un accordo per il rinnovo di un prestito *stand-by* con l'FMI hanno favorito un miglioramento delle condizioni finanziarie nel paese: il differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni turche denominate in dollari e i titoli corrispondenti del Tesoro statunitense è sceso al 2,5 per cento; il tasso di cambio della lira turca nei confronti del dollaro si è apprezzato del 17 per cento.