

La congiuntura e le politiche economiche

L'ECONOMIA E LA FINANZA INTERNAZIONALE

Nella prima metà del 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, trainata dalla crescita negli Stati Uniti e in Cina. Il permanere di favorevoli condizioni finanziarie, anche attraverso i riflessi positivi sui valori patrimoniali, ha dato sostegno alla domanda per investimenti e per consumi. Nelle principali economie avanzate l'attività produttiva ha risentito marginalmente dell'ulteriore, cospicuo e inatteso, aumento dei prezzi dell'energia, anche per la diminuita intensità dei consumi energetici. Negli Stati Uniti l'impulso nettamente espansivo impresso dalle politiche economiche dal 2001 si è andato attenuando.

La crescita dell'interscambio di beni nei principali paesi industriali è proseguita a un ritmo sostenuto (4,9 per cento in ragione d'anno nel primo semestre sul periodo precedente), anche se inferiore a quello registrato nella seconda metà del 2004 (7,4 per cento).

I divari di crescita tra le principali aree industriali sono rimasti ampi: a fronte dell'elevata espansione negli Stati Uniti, l'attività è stata debole nell'area dell'euro ed è nettamente decelerata nel Regno Unito. Solo in Giappone la ripresa è stata più rapida del previsto. Gli squilibri delle bilance dei pagamenti a livello globale si sono accentuati: al persistere dei differenziali nella dinamica della domanda si è aggiunto il rincaro del petrolio. Esso ha determinato ingenti trasferimenti di risorse dai paesi consumatori a quelli produttori, destinate da questi ultimi solo in parte all'espansione delle importazioni; secondo le stime del Fondo monetario internazionale (FMI), le importazioni dei paesi produttori di petrolio, peraltro, aumenterebbero nel 2005 del 24 per cento in valore, dal 22 nel 2004. Il disavan-

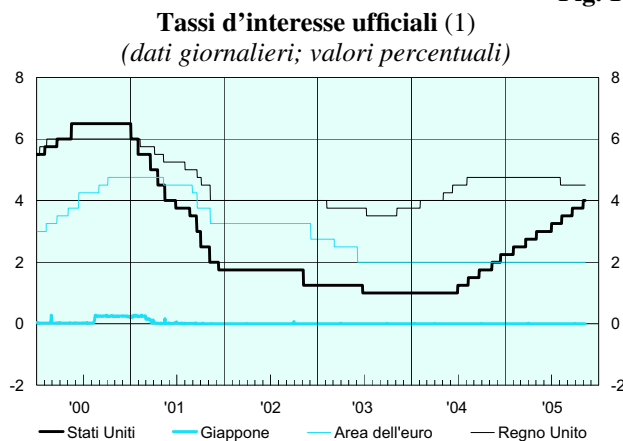
zo del conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti ha superato il 6 per cento del prodotto, raggiungendo, nei primi sei mesi dell'anno in corso, quasi 800 miliardi di dollari, in ragione d'anno; alla fine del 2004 la posizione debitoria netta statunitense nei confronti del resto del mondo si collocava al 22 per cento del prodotto. Ciononostante, dall'inizio del 2005 il dollaro si è rafforzato, sostenuto dagli ingenti afflussi di capitali privati, sospinti dall'ampliarsi, in favore della valuta statunitense, dei differenziali d'interesse a breve termine, correnti e attesi.

Negli Stati Uniti i consumi hanno continuato a fornire il principale sostegno all'espansione del prodotto, pari al 3,6 per cento nei primi tre trimestri rispetto al periodo corrispondente. Gli effetti del rincaro dell'energia sul reddito disponibile delle famiglie sono stati contrastati dall'aumento dell'occupazione; l'ulteriore incremento dei valori immobiliari, grazie alle condizioni operative del mercato dei mutui ipotecari, ha permesso alle famiglie di accrescere l'indebitamento e le disponibilità liquide. La propensione al risparmio delle famiglie ha continuato a ridursi, divenendo lievemente negativa nei mesi estivi; dalla metà degli anni novanta è diminuita di cinque punti percentuali. Nel primo semestre del 2005 il risparmio dell'intero settore privato si è ridotto al 3,9 per cento del prodotto (dal 4,7 nel 2004); quello nazionale, riflettendo il miglioramento dei conti pubblici, è aumentato all'1,6 per cento del prodotto (dall'1,2 nel 2004).

L'aumento dei prezzi dell'energia ha indotto un significativo rialzo dei prezzi al consumo, ma non ha inciso sull'inflazione di fondo e sulle aspettative, rimaste contenute. La Riserva federale ha proseguito

nella strategia di graduale attenuazione dell'orientamento espansivo della politica monetaria avviata alla metà dello scorso anno, aumentando il tasso obiettivo sui federal funds fino al 4,0 per cento (fig. 1).

Fig. 1



(1) Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso overnight sul mercato monetario; per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il Regno Unito: tasso pronti contro termine. L'ultimo dato disponibile si riferisce al 11 novembre 2005.

Nell'area dell'euro la dinamica dell'attività produttiva è stata, anche nella prima metà di quest'anno, modesta. Non si è manifestata l'attesa ripresa degli investimenti, che hanno ristagnato; le esportazioni hanno continuato a crescere meno del commercio mondiale; solo i consumi, privati e pubblici, hanno fornito sostegno alla crescita. Sulla base di stime ufficiali, diffuse in via preliminare, l'attività produttiva avrebbe accelerato nel terzo trimestre (cfr. il capitolo: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*).

In Giappone la debolezza che aveva caratterizzato gran parte del 2004 è stata superata: il prodotto è tornato a espandersi a un ritmo elevato (4,0 per cento in ragione d'anno nel primo semestre), sospinto dalla domanda privata; nel terzo trimestre ha rallentato all'1,7 per cento. L'aumento dell'occupazione e dei salari ha alimentato i consumi delle famiglie; il miglioramento della redditività e delle condizioni patrimoniali delle imprese, assieme ai progressi nel risanamento del settore bancario, ha riattivato il processo di accumulazione.

Nel Regno Unito la dinamica del prodotto si è ulteriormente indebolita, all'1,5 per cento in ragione d'anno nel primo semestre. I consumi hanno registrato un ulteriore brusco rallentamento, superiore alle

attese, all'1,3 per cento dal 2,9 per cento nel semestre precedente. Agli effetti ritardati della restrizione monetaria attuata dalla Banca d'Inghilterra tra il novembre 2003 e l'agosto 2004 si sono aggiunti quelli indotti dalla decelerazione dei prezzi delle abitazioni, in atto dalla metà dello scorso anno. Nell'agosto del 2005 la Banca centrale ha ridotto il tasso di riferimento di 0,25 punti percentuali, al 4,50 per cento.

Negli Stati Uniti, nonostante i ripetuti aumenti dei tassi ufficiali, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche a lungo termine non hanno registrato variazioni significative. La redditività delle imprese ha contenuto i premi per il rischio sulle obbligazioni societarie; le quotazioni azionarie si sono mantenute sui livelli raggiunti alla fine dello scorso anno; la variabilità dei corsi è rimasta limitata. Nei paesi emergenti i differenziali di rendimento tra i titoli pubblici in dollari e quelli corrispondenti emessi dal Tesoro statunitense sono rimasti su livelli bassi. Hanno beneficiato sia del rafforzamento delle condizioni di fondo delle rispettive economie, sia dell'accresciuta propensione degli operatori a investire in strumenti più rischiosi.

Nella generalità dei paesi i tassi d'interesse a lungo termine, sia nominali sia reali, si sono mantenuti su livelli molto bassi. Secondo l'interpretazione più diffusa, a contenere tali rendimenti può aver contribuito una riduzione del premio per il rischio, in relazione alla minore variabilità, osservata e attesa, della crescita economica e dell'inflazione. Un aumento strutturale e in larga parte inatteso della domanda di titoli a lunga scadenza sarebbe riconducibile, in primo luogo, all'incremento delle disponibilità liquide e del risparmio in alcune aree emergenti – soprattutto in Asia e, più di recente, nei paesi esportatori di petrolio – a fronte di una più contenuta dinamica degli investimenti; vi hanno contribuito alcuni mutamenti nella regolamentazione degli investitori istituzionali nei paesi industriali, tesi a bilanciare la durata delle attività con quella delle passività, che avrebbero indotto un aumento permanente della quantità di obbligazioni decennali nei portafogli dei fondi pensione e delle società d'assicurazione. Poiché entrambi questi fattori sono da ritenersi difficilmente modificabili, almeno nel breve periodo, essi dovrebbero contribuire a contenere l'aumento dei rendimenti a lunga scadenza. Peraltro, i bassi livelli dei tassi a lunga in termini reali sono in contrasto con la significativa accelerazione della produttività osservata nell'ultimo decennio, in particolare negli Stati Uniti.

Nello scorso mese di settembre il Financial Stability Forum ha indicato una serie di fenomeni che, se protratti nel tempo, potrebbero determinare tensioni sui mercati: tra questi, gli eccezionalmente bassi livelli degli spread e dei tassi d'interesse a lungo termine, la diffusione di strumenti finanziari sempre più complessi, l'indebitamento delle famiglie, i crescenti squilibri esterni e dei conti pubblici. Gli operatori, i supervisori e le autorità di politica economica sono stati invitati a rafforzare la disciplina di mercato, le procedure per la valutazione del rischio di credito, gli standard operativi, gli accantonamenti.

Nel luglio scorso le autorità monetarie cinesi hanno introdotto una riforma del regime di cambio, volta ad aumentare la flessibilità del renminbi e a rendere più agevole il controllo della liquidità interna. La ristrutturazione del settore bancario intrapresa nell'ultimo biennio, l'accresciuto ricorso a strumenti di mercato per la gestione della politica monetaria e le modifiche del regime di cambio si inscrivono in una strategia volta alla graduale liberalizzazione del sistema finanziario. Essa consentirebbe, fra l'altro, di rendere più efficiente l'allocatione del risparmio nazionale, che è pari al 49 per cento del prodotto.

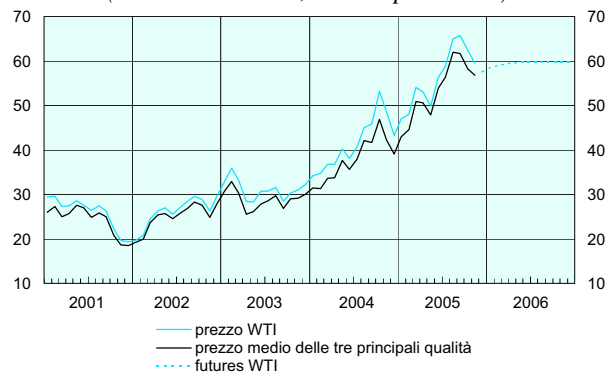
Negli ultimi mesi, anche a causa di disastri naturali, sono aumentate le tensioni sui mercati dei prodotti petroliferi. Il prezzo del greggio (media delle tre qualità) si è collocato a oltre 58 dollari al barile nella media di ottobre, da circa 40 dollari alla fine del 2004. Nell'anno in corso, a fronte di una elevata crescita della domanda mondiale di energia, l'offerta di breve termine è divenuta via via più rigida, amplificando la reattività dei prezzi (cfr. il riquadro: *Recenti andamenti del mercato del petrolio*). Secondo le indicazioni desumibili dai futures sulla qualità WTI quotati sul mercato New York Mercantile Exchange (NYMEX) l'11 novembre, il prezzo si collocherebbe nel marzo del 2006 a oltre 59 dollari al barile, un livello leggermente superiore rispetto alle quotazioni spot, per poi rimanere pressoché invariato fino alla fine dell'anno (fig. 2).

I prezzi in dollari delle materie prime non energetiche, in netta accelerazione nel primo trimestre del 2005, hanno successivamente rallentato, soprattutto per effetto della flessione di quelli dei beni agricoli,

collocandosi in settembre su un livello superiore del 11,8 per cento rispetto a quello di dodici mesi prima. Hanno continuato, invece, ad aumentare i prezzi dei metalli che, nello stesso mese, risultavano più elevati del 26,6 per cento.

Fig. 2

Petrolio: prezzi a pronti e futures (1)
(dati medi mensili; dollari per barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per i futures: quotazioni dell'11 novembre 2005. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

La congiuntura e le politiche economiche negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti l'espansione del prodotto è stata del 3,8 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre, del 3,3 nel secondo, del 3,8 nel terzo (tav. 1). Secondo le valutazioni dei principali analisti, le conseguenze degli uragani abbattutisi sul Golfo del Messico in settembre avrebbero sulla crescita un effetto limitato e temporaneo, concentrato nel quarto trimestre. La perdita di prodotto dovrebbe essere interamente recuperata nel corso del 2006, grazie anche all'impulso proveniente dall'attività di ricostruzione nelle aree devastate.

I consumi privati, aumentati del 3,7 per cento nel primo semestre in ragione d'anno, hanno continuato a fornire il principale sostegno alla domanda, beneficiando dell'incremento dei valori immobiliari e del rafforzamento del mercato del lavoro. Questi fattori hanno più che compensato la perdita di potere d'acquisto subita dalle famiglie per effetto del rincaro dei prezzi dell'energia, stimabile in circa mezzo punto percentuale. Nel terzo trimestre i consumi sono aumentati del 3,9 per cento sul periodo precedente, in ragione d'anno.

Recenti andamenti del mercato del petrolio

Nel corso del 2005 si sono accentuate le tensioni sul mercato del petrolio: nello scorso ottobre il greggio (media delle tre principali qualità) si è collocato su quotazioni (58,1 dollari al barile) superiori del 24 per cento rispetto a quelle di un anno prima e più che doppie rispetto ai valori registrati nell'aprile del 2003, all'inizio dell'attuale fase di rincaro (cfr. tavola). Le attuali quotazioni, depurate dell'andamento dei prezzi al consumo nella media dei principali paesi industriali, risultano di circa il 40 per cento inferiori al massimo storico raggiunto nel novembre del 1979 e prossime al livello prevalente alla metà degli anni ottanta, alla vigilia del controshock petrolifero; sono invece superiori del 46 per cento al livello raggiunto nel novembre del 2000, picco della precedente fase di rincaro (fig. 1).

Andamento del prezzo del petrolio nelle fasi di rialzo (1)
(variazioni percentuali)

PERIODI	Prezzi in dollari		Indice reale (2)	
	Variazione cumulata nel periodo	Variazione media mensile	Variazione cumulata nel periodo	Variazione media mensile
dic. 1972 - gen. 1974	370,3	12,6	316,9	11,6
ott. 1978 - nov. 1979	209,9	9,1	189,4	8,5
feb. 1999 - nov. 2000	200,8	5,4	209,3	5,5
apr. 2003 - ott. 2005	127,9	2,8	103,0	2,4

Fonte: FMI e statistiche nazionali.

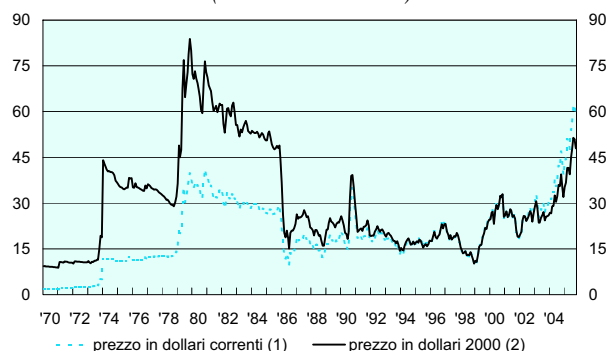
(1) I periodi sono identificati come quelli intercorrenti fra il mese precedente il primo consistente aumento dei prezzi e quello in cui si raggiunge il punto di massimo; si è inoltre imposto che ciascun periodo si protragga per almeno un anno e che in esso non si registrino, consecutivamente, più di due variazioni mensili non positive.
(2) Rapporto fra il prezzo del petrolio e l'indice dei prezzi al consumo, espresso in dollari, nei maggiori paesi industriali.

Pur inscrivendosi in un unico ciclo espansivo, i rincari del petrolio registrati nel 2004 e nel 2005 riflettono fattori in parte diversi. Il rialzo del 2004 era riconducibile principalmente a una assai sostenuta - e in larga parte inattesa - espansione della domanda mondiale di petrolio, cresciuta del 3,7 per cento rispetto all'anno precedente, contro una previsione dell'1,5 per cento formulata dall'Agenzia internazionale per l'energia (IEA) nel dicembre 2003. A fronte

di tale incremento l'offerta crebbe del 4,3 per cento, valore eccezionalmente elevato rispetto a quello medio del decennio precedente (1,7 per cento) a cui contribuirono, per oltre due terzi, i paesi dell'OPEC. Secondo recenti valutazioni dell'FMI, qualora i paesi del cartello, che beneficiano di costi di produzione relativamente contenuti, avessero lasciato invariata l'offerta al livello del 2003, l'impulso proveniente dalla maggiore domanda avrebbe comportato nel 2004 un aumento del prezzo del petrolio del 60 per cento, invece del 30 effettivamente registrato.

Fig. 1

Prezzo del petrolio in termini nominali e reali
(dati medi mensili)



Fonte: FMI e statistiche nazionali.

(1) Quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio. - (2) Rapporto tra la quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio e l'indice (anno base 2000=1) dei prezzi al consumo del G7, espressi in dollari.

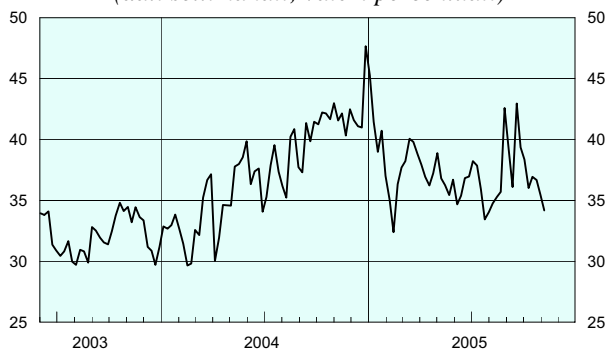
Nel complesso dei primi nove mesi del 2005 la domanda mondiale di petrolio, pur continuando a espandersi, ha decelerato all'1,4 per cento sul periodo corrispondente, sostanzialmente in linea con le previsioni formulate dall'IEA nel dicembre del 2004. Si è invece accentuata la rigidità di breve periodo dell'offerta. Ciò è avvenuto a causa sia della crescita, inferiore alle attese, della produzione di petrolio dei paesi non appartenenti all'OPEC (stimata dello 0,4 per cento nella media del 2005, l'incremento più basso dal 1999), sia per la riduzione dei margini di capacità produttiva inutilizzata dei paesi del cartello (escluso l'Iraq) in conseguenza dell'elevata espansione dell'offerta nell'anno precedente. Tale situazione ha determinato una maggiore reattività dei prezzi a limitazioni dell'offerta, un evento presentatosi nell'ultimo anno sia in con-

mitanza di crisi politiche in importanti paesi produttori (Nigeria, Venezuela), sia in seguito ai danni provocati alle infrastrutture petrolifere statunitensi dai recenti uragani nel Golfo del Messico.

Il rincaro del greggio si è accompagnato a un marcato rialzo delle quotazioni dei prodotti petroliferi derivati: i prezzi della benzina e del gasolio da riscaldamento quotati al New York Mercantile Exchange (NYMEX) sono aumentati di oltre il 40 per cento nel corso del 2005.

Fig. 2

Volatilità implicita nelle opzioni sui futures a un mese del petrolio (1)
(dati settimanali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.

(1) Media delle volatilità implicite nelle opzioni put e call sui futures a un mese quotate al New York Mercantile Exchange. L'ultimo dato è riferito alla settimana terminante l'11 novembre 2005.

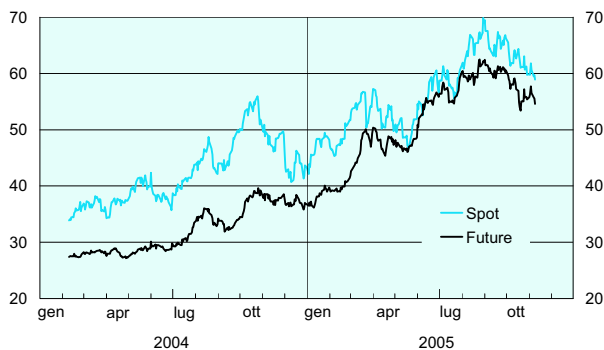
Le tensioni sul mercato petrolifero si sono riflesse in un aumento dell'incertezza circa l'evoluzione dei prezzi nel breve periodo. Nel 2004, a fronte di un andamento della domanda più sostenuto dell'atteso, la volatilità implicita nelle opzioni con scadenza a un mese scambiate presso il NYMEX è aumentata di circa 17 punti percentuali, al 48 per cento (fig. 2). Nei primi sette mesi del 2005, grazie anche alla correttezza con cui era stata prevista l'evoluzione della domanda di petrolio, la volatilità è diminuita al 33 per cento. È tornata ad aumentare, temporaneamente, in settembre, superando il 40 per cento, per effetto dei citati uragani.

Previsioni a più lungo termine, desumibili dai contratti futures sulla qualità WTI con scadenza 2010, indicano che i prezzi del petrolio si manterrebbero per

tutto il decennio in corso su valori prossimi a quelli attuali. Il prezzo a termine, che nella prima metà del 2004 era rimasto sostanzialmente stabile intorno a 27 dollari al barile (valore ritenuto "di riferimento" per le aspettative di lungo periodo), aveva registrato nella seconda parte dell'anno un progressivo incremento fino a 37 dollari in dicembre; nel 2005 ha continuato ad aumentare pressoché ininterrottamente, collocandosi a 55 dollari alla fine della prima decade di novembre (fig. 3). L'aumento della reattività delle quotazioni a lungo termine rispetto all'andamento di quelle spot osservato nell'ultimo biennio costituisce un indicatore indiretto della difficoltà del mercato a formulare aspettative condivise circa il nuovo livello di equilibrio del prezzo del petrolio. Alla maggiore incertezza avrebbero contribuito diversi fattori: le perduranti tensioni in Medio Oriente; la percezione degli operatori che gli incrementi dell'offerta di petrolio tra il 2006 e il 2010 conseguenti agli investimenti programmati dai paesi dell'OPEC e dagli altri paesi produttori (rispettivamente 4,2 e 7 per cento della domanda del 2004) sarebbero poco più che sufficienti a compensare l'espansione prevista della domanda mondiale nello stesso periodo (in media 2 per cento all'anno); le difficoltà ad anticipare correttamente l'evoluzione della domanda dei paesi emergenti, le cui strutture economiche sono, fra l'altro, più lente a recepire le innovazioni tecnologiche necessarie a ridurre l'intensità energetica.

Fig. 3

Petrolio: prezzi spot e future al 2010 (1)
(dati giornalieri; dollari per barile)



Fonte: Bloomberg e Thomson Financial Datastream.

(1) Qualità WTI. L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 novembre 2005.

Tav. 1

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							
2004	4,2	3,9	2,2	9,7	0,4	4,7	-0,7
2005							
I sem.....	3,6	3,7	1,8	7,7	-0,4	3,5	-0,2
I trim.....	3,8	3,5	1,9	7,0	0,3	4,0	-0,4
II trim.....	3,3	3,4	2,5	9,5	-2,1	2,1	1,1
III trim.....	3,8	3,9	3,2	5,7	-0,6	3,5	0,1
Giappone							
2004	2,7	1,5	2,7	1,6	0,2	1,9	0,8
2005							
I sem.....	4,0	2,9	2,4	5,3	0,7	4,0	0,1
I trim.....	6,3	5,0	2,8	7,1	1,3	6,5	..
II trim.....	3,3	2,7	1,3	6,4	-0,6	2,7	0,7
III trim.....	1,7	1,4	1,2	3,7	0,2	2,1	-0,2
Area dell'euro							
2004	2,1	1,5	1,1	1,9	0,4	2,0	0,1
2005							
I sem.....	1,2	1,2	1,0	0,5	..	1,0	0,2
I trim.....	1,5	0,5	1,5	-0,6	-0,3	0,1	1,4
II trim.....	1,2	0,5	1,7	2,0	0,6	1,7	-0,5
III trim.....	2,6						
Regno Unito							
2004	3,2	3,6	2,6	4,9	0,1	3,7	-0,7
2005							
I sem.....	1,5	1,3	1,8	1,6	-0,4	1,1	0,4
I trim.....	1,0	0,6	2,2	-0,2	0,1	0,8	0,2
II trim.....	2,0	1,4	2,0	3,9	-2,3	-0,3	2,2
III trim.....	1,6						
Canada							
2004	2,9	3,4	2,7	6,6	..	3,9	-1,0
2005							
I sem.....	2,4	4,9	3,1	6,7	-1,2	4,9	-1,7
I trim.....	2,1	6,7	3,6	7,5	-2,5	6,2	-2,1
II trim.....	3,2	2,4	3,1	4,2	-1,4	2,9	1,8
III trim.....							

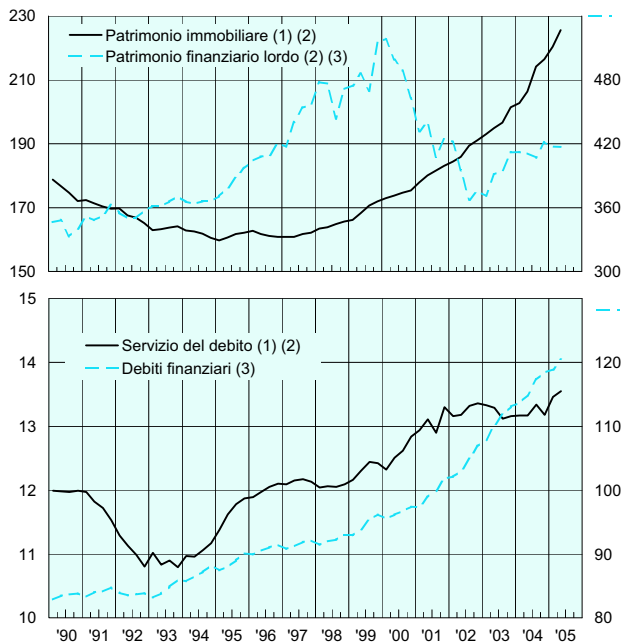
Fonte: statistiche nazionali ed Eurostat.

(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.

Nel primo semestre del 2005 la ricchezza netta delle famiglie statunitensi, in rapporto al reddito disponibile, è rimasta sostanzialmente invariata, al 560 per cento. Il calo del patrimonio finanziario lordo (dal 421 al 417 per cento del reddito disponibile) e l'aumento dell'indebitamento (dal 118 al 120 per cento) sono stati compensati dall'incremento del valore del patrimonio immobiliare (dal 199 al 208 per cento), connesso con la dinamica sostenuta dei prezzi delle abitazioni (fig. 3). Nel secondo trimestre del 2005 questi ultimi, depurati della variazione dei prezzi al consumo, sono aumentati del 10,2 per cento sul periodo corrispondente (fig. 4). Dalla metà del 2003 i valori immobiliari hanno segnato una netta accelerazione, da ricondursi anche alla flessione dei tassi di interesse reali a lungo termine.

Fig. 3

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



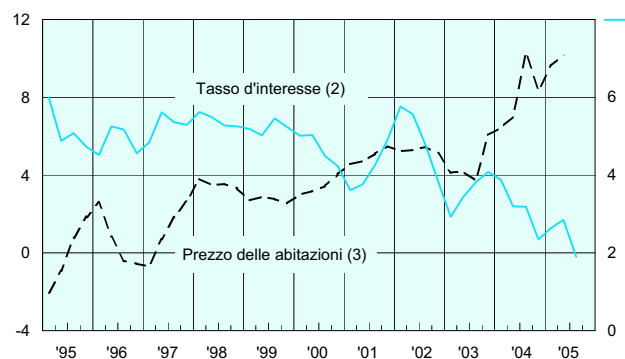
Fonte: Riserva federale.
(1) Scala di sinistra. - (2) Per il reddito disponibile si è usata la media mobile dei 4 trimestri terminanti in quello indicato. - (3) Scala di destra.

Nei primi sei mesi del 2005 sono stati rinegoziati mutui per 590 miliardi di dollari, volume inferiore ai massimi registrati nel biennio 2002-03, ma ben al di sopra dei 165 miliardi della media

semestrale del decennio 1991-2000. L'accensione di nuovi mutui ha segnato un'accelerazione (800 miliardi, da 670 nel periodo corrispondente nel 2004); è cresciuto in misura significativa il ricorso a formule di ammortamento innovative che alleviano il servizio del debito nei primi anni, accrescendo per i debitori il rischio di aumenti significativi degli esborsi futuri in caso di risalita dei tassi. Le notevoli dimensioni assunte dai bilanci delle due agenzie federali specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) e le irregolarità contabili emerse a loro carico hanno indotto il Congresso ad avviare una riforma con l'obiettivo di individuare l'assetto ottimale della vigilanza sulle agenzie.

Fig. 4

Stati Uniti: prezzi delle abitazioni e tasso d'interesse sui mutui ipotecari in termini reali (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial Datastream e Office of Federal Housing Enterprise Oversight.

(1) Deflazionati con le variazioni sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo. - (2) Scala di destra. - (3) Tassi di crescita sul trimestre corrispondente; scala di sinistra.

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo ha continuato a espandersi ai ritmi elevati registrati nella seconda parte del 2004, segnando tra gennaio e ottobre un incremento medio mensile di 161 mila unità, quasi interamente riconducibile al comparto dei servizi; l'industria manifatturiera ha, invece, continuato a espellere manodopera (in media 9 mila unità al mese). È proseguita la crescita del numero di occupati nelle costruzioni: dall'avvio della fase espansiva, nel novembre 2001, essa è stata di un milione di unità, oltre un terzo di quella registrata nel complesso del settore non agricolo (tav. 2).

Tav. 2

Crescita dell'occupazione nel settore delle costruzioni e delle attività connesse
(migliaia di persone; variazioni assolute e in percentuale della variazione complessiva nel settore privato non agricolo)

	nov. 2001 - ott. 2005	nov. 2001 - mag. 2003	mag. 2003 - ott. 2005
Settore delle costruzioni e delle attività connesse (1)	1.013,8 38,4	-61,6 4,7	1.075,4 27,3
di cui: costruzioni	528,0 20,0	-88,0 6,8	616,0 15,6
attività immobiliari	131,3 5,0	16,1 -1,2	115,2 2,9
Inclusi servizi ausiliari di intermediazione del credito	1.332,0 50,4	100,5 -7,7	1.231,5 31,2
Inclusi servizi ausiliari di intermediazione assicurativa e del credito	1.358,0 51,4	134,2 -10,3	1.223,8 31,0
<i>Per memoria:</i>			
Variazione dell'occupazione nel settore privato non agricolo	2.643,0	-1.299,0	3.942,0

Fonte: Bureau of Labour Statistics.

(1) Costruzioni, attività immobiliari, commercio di mobili e articoli per la casa, commercio di materiali da costruzione e articoli da giardino, attività degli studi di architettura e ingegneria, altri servizi per edifici e fabbricati.

Le retribuzioni, in forte crescita dalla metà del 2004, nel primo semestre dell'anno in corso sono aumentate, come nel periodo precedente, del 6,3 per cento in ragione d'anno, mentre l'incremento della produttività è stato del 2,7 per cento. Nel terzo trimestre la produttività del lavoro ha accelerato al 4,1 per cento rispetto al periodo precedente. Assieme al rincaro dell'energia, l'incremento dei costi del lavoro per unità di prodotto nei primi nove mesi dell'anno ha determinato un aumento significativo delle pressioni sui prezzi dei beni finali. Tali spinte, finora, hanno potuto essere contrastate grazie al livello, particolarmente elevato, dei margini di profitto.

L'espansione degli investimenti fissi, esclusi quelli residenziali, è proseguita nel primo semestre (7,6 per cento in ragione d'anno); nel comparto dei beni a tecnologia avanzata è stata del 16 per cento. Gli investimenti residenziali, dopo aver decelerato nella seconda metà del 2004, sono tornati a crescere a ritmi sostenuti (7,8 per cento). Nel terzo trimestre la crescita degli investimenti fissi, ancora concentrata nel comparto delle tecnologie dell'informazione, si è leggermente indebolita, al 5,7 per cento rispetto

al periodo precedente, in ragione d'anno. Un sostegno all'accumulazione è venuto dai profitti, aumentati nel primo semestre, nel settore delle società non finanziarie, del 21,4 per cento rispetto allo stesso periodo del 2004.

Nel primo semestre la crescita dei volumi di beni e servizi scambiati con il resto del mondo è divenuta più equilibrata rispetto alla seconda metà del 2004: le esportazioni hanno segnato una leggera accelerazione (dal 6,2 all'8,2 per cento), le importazioni un rallentamento (dall'8,7 al 6,4 per cento). Tuttavia, in conseguenza del maggiore costo dell'energia importata e dell'ampio divario tra il valore complessivo delle importazioni e quello delle esportazioni di beni (quest'ultime pari al 70 per cento delle prime), il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti si è ulteriormente ampliato a 394 miliardi di dollari (6,4 per cento del prodotto, dal 4,2 nel 2000).

Lo squilibrio ha continuato a essere finanziato agevolmente. Nei primi otto mesi del 2005 gli acquisti netti di titoli a lungo termine statunitensi da parte di non residenti sono aumentati lievemente

(6 per cento) rispetto allo stesso periodo del 2004; gli acquisti dei privati si sono accresciuti (30 per cento, a 572 miliardi), mentre quelli delle autorità monetarie estere si sono ridotti (del 54 per cento), a 81 miliardi. Il minore accumulo di riserve ufficiali da parte delle banche centrali asiatiche ha riflesso il rafforzamento della valuta statunitense, cui si sono associati interventi più contenuti sul mercato dei cambi.

Per la prima volta dal 2001, nell'anno fiscale terminato lo scorso settembre il disavanzo del bilancio federale ha registrato un miglioramento, da 413 a 319 miliardi di dollari (dal 3,6 al 2,6 per cento del prodotto). Sul deficit, inferiore a quanto stimato la scorsa primavera (3,2 per cento del prodotto), ha influito la crescita, superiore alle attese, degli introiti derivanti dalla tassazione d'impresa, mentre le spese, trainate da quelle per sanità e difesa, hanno accelerato all'8 per cento, dal 6,1 nel 2004. Anche l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto, al 3,8 per cento del PIL nei primi nove mesi dell'anno fiscale 2005, dal 4,8 nello stesso periodo del 2004. La riduzione della componente strutturale del disavanzo è, tuttavia, secondo le stime dell'FMI, limitata (0,3 punti percentuali di prodotto). La consistenza complessiva del debito federale è salita lo scorso settembre al 64,7 per cento del prodotto (dal 63,7 nel 2004) e quella del debito collocato sul mercato al 37,7 per cento (dal 37,2 nel 2004).

Per l'anno fiscale 2006, iniziato lo scorso ottobre, l'Amministrazione prevedeva in luglio un disavanzo federale, in rapporto al prodotto, uguale a quello registrato nel precedente esercizio. Tenendo conto dei finanziamenti che verranno erogati nell'anno fiscale in corso per ricostruire le aree colpite dagli uragani (stimati dal Congressional Budget Office in circa 30 miliardi di dollari, pari a quasi la metà degli stanziamenti di emergenza approvati fino a questo momento), il disavanzo dovrebbe leggermente aumentare.

Il 1° novembre scorso è stato reso noto il Rapporto sulla riforma del sistema fiscale federale predisposto da un comitato di esperti su incarico dell'Amministrazione. L'obiettivo è quello di semplificare l'attuale sistema, perseguendo una maggiore equità e un assetto più favorevole allo

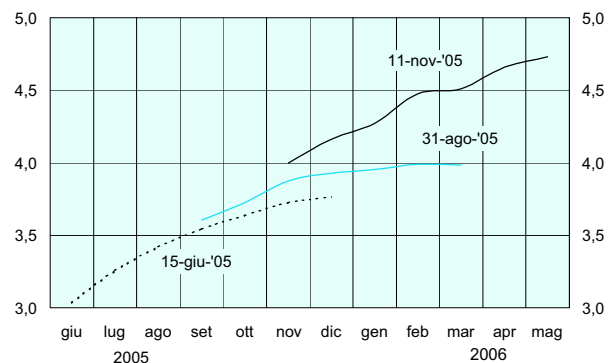
sviluppo economico, senza modificare il gettito complessivo.

Il rincaro dell'energia ha determinato un'accelerazione dei prezzi al consumo, al 4,7 per cento sui dodici mesi in settembre, dal 3,0 in gennaio. L'inflazione di fondo, che esclude i prodotti alimentari ed energetici, si è invece mantenuta intorno al 2 per cento.

Nel 2005 la Riserva federale ha aumentato il tasso obiettivo sui federal funds per sette volte, complessivamente di 1,75 punti percentuali, portandolo al 4 per cento. Nelle valutazioni della Banca centrale i rischi riguardanti la stabilità dei prezzi e il conseguimento di una crescita duratura e sostenuta dell'attività economica rimangono bilanciati. Secondo le indicazioni desumibili dai futures sui federal funds gli operatori si attendono un ulteriore aumento di 0,25 punti dei tassi di riferimento in occasione della riunione del Federal Open Market Committee di dicembre, e ancora in quella di fine gennaio 2006 (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.

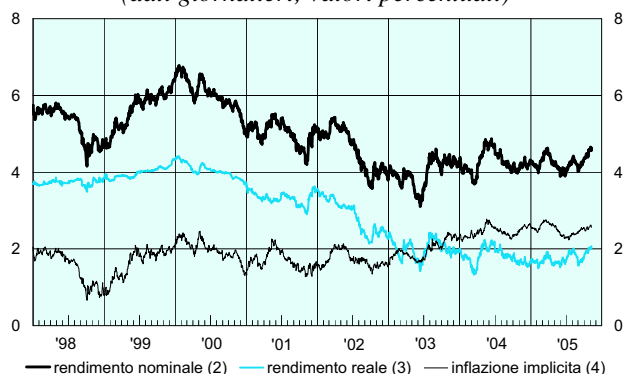
L'evoluzione dei mercati finanziari degli Stati Uniti

L'inasprimento delle condizioni monetarie non si è trasmesso ai rendimenti a lunga scadenza. Il tasso d'interesse sui titoli del Tesoro a 10 anni è rimasto

nel 2005 attorno ai valori medi del quarto trimestre dello scorso anno (di poco superiori al 4 per cento), beneficiando anche del permanere di aspettative d'inflazione contenute; all'inizio della seconda decade di novembre 2005 era salito al 4,6 per cento (fig. 6). Nel corso dell'anno i tassi di interesse a 10 anni in termini reali si sono mantenuti, come avviene dal 2003, attorno al 2 per cento.

Fig. 6

Stati Uniti: rendimenti nominali e reali dei titoli del Tesoro a 10 anni e inflazione implicita (1)
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 novembre 2005. - (2) Rendimento del titolo del Tesoro benchmark a 10 anni. - (3) Rendimenti dei titoli del Tesoro indicizzati all'inflazione con vita residua più vicina a 10 anni. - (4) Differenza tra il rendimento nominale e quello reale.

I premi per il rischio sulle obbligazioni private, che all'inizio del 2005 si collocavano ai minimi storici, tra la metà di marzo e quella di maggio hanno registrato un rialzo, in concomitanza con l'acuirsi delle difficoltà del settore automobilistico e l'abbassamento del merito di credito di alcuni grandi produttori. Successivamente, gli aumenti dei premi sono stati parzialmente riassorbiti.

Dalla fine dello scorso anno gli indici azionari statunitensi sono rimasti pressoché invariati (fig. 7). Un sostegno alle borse è provenuto dal rafforzamento degli utili delle imprese, correnti e attesi. I profitti maturati sono stati utilizzati per operazioni di riacquisto di azioni proprie e per distribuire dividendi elevati.

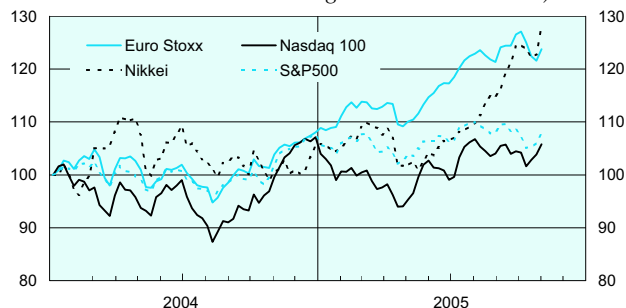
Il rapporto tra utili correnti e prezzi azionari, che pur tra oscillazioni è in calo dal 2000, ha registrato un'ulteriore discesa. Alla fine della prima decade di novembre esso era pari al 17 per cento, un valore

prossimo a quello medio del biennio 1995-96, all'inizio della fase di accelerazione dei corsi azionari.

Fig. 7

Indici azionari negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Giappone (1)

(dati medi settimanali; indici: 1^a settimana di gennaio 2004 = 100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante l'11 novembre 2005.

Il dollaro, dopo aver segnato un minimo nei confronti delle altre valute alla fine del 2004, nel corso del 2005 si è apprezzato nei confronti dell'euro e dello yen, rispettivamente del 16,4 e del 15,2 per cento (fig. 8). La valuta statunitense si è rafforzata soprattutto tra marzo e giugno, beneficiando della robusta crescita negli Stati Uniti, a fronte di andamenti più deboli del previsto soprattutto nell'area dell'euro. Dai primi giorni di novembre ha registrato un nuovo apprezzamento, collocandosi all'inizio della seconda decade del mese a 1,17 dollari per euro e a 118 yen per dollaro.

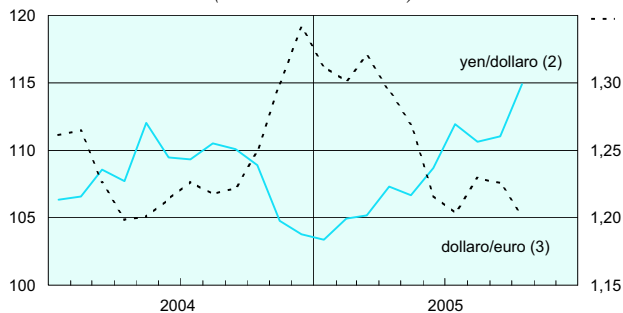
Grazie alla sostanziale stabilità nei confronti delle valute dei principali partner commerciali emergenti, nel corso del 2005 il tasso di cambio effettivo nominale e quello effettivo reale del dollaro si sono apprezzati in misura più contenuta, rispettivamente del 3,6 e del 4,9 per cento (cfr. il riquadro: *Nuovi indicatori di competitività di prezzo dell'Italia e dei principali paesi industriali ed emergenti*).

Nel 2005 le banche centrali di molti paesi dell'Asia hanno continuato ad acquistare dollari sul mercato dei cambi, sebbene a ritmi meno intensi. Nel primo semestre le riserve ufficiali complessive dei paesi asiatici emergenti sono aumentate di oltre 130 miliardi di dollari, fino a oltre 1.700 miliardi, a fronte di un incremento di circa 230 nel secondo semestre

del 2004. L'accumulo è quasi interamente ascrivibile alla Cina (100 miliardi), dove le riserve hanno raggiunto i 715 miliardi di dollari. Nel primo semestre del 2005 l'aumento dei prezzi del petrolio ha determinato un incremento di 46 miliardi di dollari delle riserve ufficiali dei paesi esportatori di greggio, portandole a 431 miliardi.

Fig. 8

Tassi di cambio bilaterali delle principali valute (1)
(dati medi mensili)



Fonte: BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra.

L'economia e i mercati finanziari in Giappone

In Giappone, dopo tre trimestri di ristagno, all'inizio del 2005 l'attività produttiva ha registrato una forte ripresa, crescendo del 6,3 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre e del 3,3 nel secondo; nel terzo trimestre il ritmo di crescita è sceso all'1,7 per cento (tav. 1). L'espansione è stata sostenuta dai consumi e dagli investimenti. Dalla primavera anche le esportazioni sono tornate a espandersi a ritmi molto sostenuti, in particolare nel comparto automobilistico.

I consumi delle famiglie, che nell'ultimo trimestre dello scorso anno erano diminuiti anche per effetto di calamità naturali, hanno ripreso a crescere a ritmi elevati, soprattutto nella prima parte dell'anno (5,0 per cento nel primo trimestre e 2,7 nel secondo), sospinti dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

Nel corso dei primi nove mesi dell'anno l'occupazione, invariata nel 2004, è aumentata di 860 mila unità; per la prima volta in sette anni si è registrata una ripresa significativa (0,8 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2004) del

numero di occupati a tempo pieno, caratterizzati da condizioni contrattuali più stabili e da remunerazioni più elevate. Ciò ha favorito un'inversione della tendenza alla diminuzione dei salari nominali, aumentati dello 0,8 per cento nella media dei primi otto mesi dell'anno rispetto al periodo corrispondente del 2004.

La redditività delle imprese ha favorito la ripresa dell'accumulazione, che si era arrestata nella seconda metà del 2004. Gli investimenti privati non residenziali hanno accelerato al 12,5 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre e al 14,3 nel secondo, più che compensando la flessione di quelli residenziali e degli investimenti pubblici. L'indagine Tankan di settembre ha registrato un miglioramento nel clima di fiducia delle imprese e nella propensione a espandere gli investimenti.

Nonostante il rafforzamento della domanda e il rincaro dell'energia l'indice dei prezzi al consumo ha continuato a ridursi (-0,3 per cento sui dodici mesi in settembre); quello al netto dei prodotti alimentari freschi è diminuito dello 0,1 per cento. Il calo dei prezzi avrebbe tuttavia riflesso soprattutto fattori temporanei, quali la riduzione delle tariffe elettriche e telefoniche.

La Banca del Giappone ha ribadito che continuerà a seguire la strategia incentrata sull'espansione della liquidità, con tassi d'interesse a breve termine prossimi allo zero, fino a quando l'indice dei prezzi al consumo non mostrerà stabilmente variazioni positive. Secondo le previsioni della Banca centrale ciò si registrerebbe da marzo del 2006.

La ripresa ha favorito un forte incremento dei corsi azionari. L'indice Nikkei, da aprile, è aumentato del 21 per cento (fig. 7); il comparto dei titoli bancari, che ha beneficiato del miglioramento della situazione patrimoniale delle maggiori banche, ha segnato un aumento più consistente, pari al 50 per cento. I rendimenti sulle obbligazioni pubbliche sono rimasti su livelli contenuti, oscillando, dall'inizio del 2005, fra l'1,1 e l'1,6 per cento.

Secondo i dati di bilancio relativi al secondo semestre dell'anno fiscale terminato lo scorso marzo, resi pubblici alla fine di maggio, le maggiori banche hanno registrato, rispetto a settembre del 2004, un calo delle partite in sofferenza dal 4,7 al 2,9 per cento

Nuovi indicatori di competitività di prezzo dell'Italia e dei principali paesi industriali ed emergenti

Negli ultimi anni la crescita del commercio internazionale ha interessato sia i paesi industriali sia, in misura ancora più rilevante, quelli non industriali. Ciò ha indotto la Banca d'Italia a estendere, da 25 a 62 paesi, la copertura geografica degli indicatori mensili che essa elabora per misurare l'evoluzione della competitività internazionale nel settore manifatturiero, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione (1).

Mentre negli indicatori precedenti la competitività era misurata con riferimento ai paesi avanzati, in quelli nuovi si tiene conto anche della concorrenza esercitata dai principali paesi non industriali. In base ai flussi internazionali di beni e servizi del 2003, i 62 paesi inclusi nei nuovi indicatori rappresentano il 93 per cento del commercio mondiale, contro il 71 per cento dei 25 considerati in precedenza.

I pesi attribuiti a ciascun paese sono stati costruiti utilizzando uno schema di doppia ponderazione che consente di tenere conto della concorrenza che gli esportatori affrontano in ogni mercato da parte di tutti i produttori, locali e non. Per il periodo 1980-1992 i pesi sono calcolati in base ai flussi commerciali del triennio 1989-1991; per il periodo successivo il triennio di riferimento è il 1999-2001.

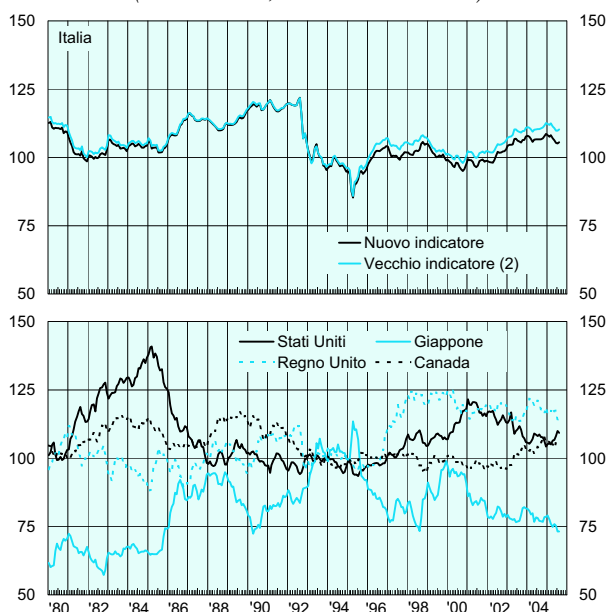
I nuovi indicatori sono disponibili a partire da questo numero del Bollettino Economico (tav. a8). Per la descrizione dettagliata della metodologia e dei dati utilizzati si rimanda alla nota: Un nuovo indicatore di competitività per l'Italia e per i principali paesi industriali ed emergenti, di prossima pubblicazione in Supplementi al Bollettino Statistico, Note metodologiche.

Nell'indicatore di competitività dell'Italia i primi quattro concorrenti sono rimasti, nell'ordine, la Germania, la Francia, gli Stati Uniti e il Regno Unito, con un peso pari, nel complesso, al 46 per cento. Tra i paesi non industriali, la Cina ha il peso più elevato (3,3 per cento); i paesi asiatici raggiungono, in totale,

il 9,8 per cento; quelli dell'Europa centrale e orientale l'8 per cento; quelli dell'America latina solo il 2 per cento.

Fig. 1

Indicatori di competitività di prezzo di alcuni paesi industriali (1)
(dati mensili; indici 1993 = 100)



Fonte: nostre elaborazioni.

(1) Calcolati nei confronti di 61 paesi sulla base dei prezzi alla produzione di manufatti. Un aumento degli indici indica un peggioramento di competitività. - (2) Calcolato nei confronti di 24 paesi.

Per l'Italia, tra il 1993 e l'agosto del 2005 il nuovo indicatore segnala una perdita di competitività di prezzo del 5,6 per cento, inferiore a quella rilevata dal precedente indicatore (10,2 per cento; fig. 1). La differenza risulta da due opposti andamenti relativi ai nuovi paesi considerati. Nel periodo l'Italia ha infatti guadagnato competitività nei confronti dei principali paesi dell'Eu-

degli impieghi. È stato raggiunto l'obiettivo che la Financial Services Agency aveva indicato nell'autunno del 2002 e che prevedeva il dimezzamento entro il marzo del 2005 del rapporto tra sofferenze e impieghi, rispetto ai livelli osservati nel marzo 2002

(8,6 per cento). Il credito al settore privato, includendo i crediti inesigibili cancellati, in agosto ha segnato un aumento sui dodici mesi per la prima volta da quando l'aggregato viene calcolato (ottobre 1998); in ottobre l'incremento è salito allo 0,9 per cento.

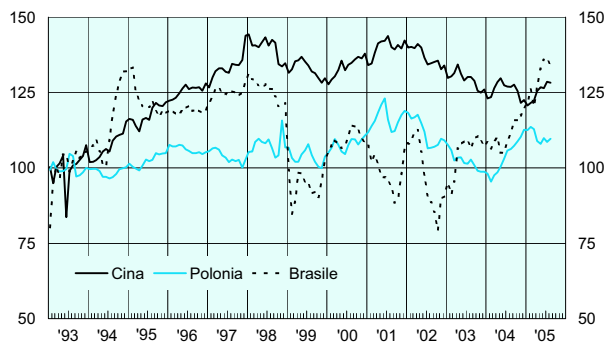
ropa centrale e orientale e, fino al febbraio del 2002, anche rispetto alla Cina; ciò ha più che compensato la perdita di competitività nei confronti degli altri paesi emergenti dell'Asia, manifestatasi dopo la crisi del 1997. Il peggioramento della competitività complessiva dell'Italia si è accentuato dal febbraio del 2002, in concomitanza con il deprezzamento del dollaro; in questo periodo sono state particolarmente rilevanti le perdite nei confronti della Cina e di Hong Kong.

In base ai nuovi indicatori, tra il maggio del 1995 e il febbraio del 2002, gli Stati Uniti hanno registrato una perdita di competitività (del 26 per cento), per circa un terzo riassorbita nel periodo successivo grazie al deprezzamento del dollaro (fig. 1). L'indicatore del Giappone segnala un guadagno di competitività del 26 per cento dall'inizio del 2000, in larga parte riconducibile alla dinamica assai bassa dei suoi prezzi.

e gli Stati Uniti, con pesi pari, rispettivamente, al 18,7 e al 16 per cento; la Corea del Sud, Hong Kong e Taiwan raggiungono, nel loro insieme, il 26,4 per cento; tra i paesi europei, è rilevante il peso della Germania (6,2), mentre quello dell'Italia è pari al 2,3 per cento, inferiore, seppur di poco, anche a quello della Francia (2,8) e del Regno Unito (2,5). Tra il gennaio del 1993 e il febbraio del 2002, la Cina ha registrato una perdita di competitività del 40 per cento, derivante da un apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale del renminbi di oltre il 20 per cento e da un aumento dei prezzi relativi del 15 per cento (fig. 2). Dall'inizio del 2002, in seguito al deprezzamento del renminbi, valuta strettamente legata al dollaro, la competitività cinese è nettamente migliorata, recuperando quasi un terzo della perdita.

Il Brasile (il primo partner commerciale dell'Italia in America latina) ha come principali concorrenti gli Stati Uniti, con un peso del 30 per cento, la Germania (8,5), l'Argentina (8,3) e il Giappone (6). Nell'ultimo decennio la competitività del Brasile ha mostrato ampie oscillazioni a causa dell'instabilità monetaria che ha caratterizzato la storia, anche recente, di questo paese (fig. 2). Dall'ottobre del 2002, quando la quotazione del real aveva raggiunto il minimo storico nei confronti del dollaro in seguito all'incertezza sull'esito delle ultime elezioni politiche, il Brasile ha registrato una perdita di competitività di quasi il 70 per cento, derivata sia dall'apprezzamento nominale effettivo del real (44 per cento), sia dall'aumento dei prezzi relativi (18 per cento).

Indicatori di competitività di prezzo di alcuni paesi emergenti (1)
(dati mensili; indici 1993 = 100)



Fonte: nostre elaborazioni.

(1) Calcolati nei confronti di 61 paesi sulla base dei prezzi alla produzione di manufatti. Un aumento degli indici indica un peggioramento di competitività.

Per la Cina, con riferimento ai flussi commerciali del 1999-2001, i principali concorrenti sono il Giappone

Fig. 2

(1) L'indicatore di competitività internazionale di prezzo di un paese è costruito come rapporto tra un indice dei prezzi di quel paese, espresso in una data valuta, e una media ponderata dei corrispondenti indici, espressi nella stessa valuta, dei suoi principali concorrenti sui mercati internazionali; i pesi riflettono la rilevanza dei singoli paesi concorrenti su tutti i mercati di sbocco inclusi nell'indice, compreso quello del paese considerato.

Secondo l'FMI, nel 2005 il disavanzo pubblico scenderebbe al 6,7 per cento del prodotto, 0,5 punti percentuali in meno rispetto al 2004; al netto degli effetti del ciclo economico il miglioramento sarebbe più contenuto, pari a 0,2 punti. Il debito pubblico alla fine

dell'anno in corso si collocherebbe al 174 per cento del prodotto, dal 169 nel 2004.

Alla metà di ottobre è stata approvata la legge sulla privatizzazione del sistema postale (cfr. il riqua-

La riforma del sistema postale giapponese

Il 14 ottobre scorso è stato approvato dal Parlamento giapponese il progetto di privatizzazione di Japan Post, l'impresa pubblica che dal 2003 ha rilevato la gestione del sistema postale dalla Postal Services Agency.

L'approvazione del piano è stata resa possibile dal rafforzamento della coalizione di governo dopo le elezioni dell'11 settembre scorso. Nel mese di luglio il Primo ministro aveva sciolto una delle due Camere del Parlamento proprio in seguito alla mancata approvazione del progetto di privatizzazione.

Il piano, che prenderà avvio nel 2007 per concludersi nel 2017, si inserisce nel vasto programma di riforme promosse dal governo, che mirano a una radicale trasformazione del funzionamento del sistema economico e finanziario giapponese, anche limitando l'influenza dell'operatore pubblico. La privatizzazione di Japan Post consentirà di aumentare l'efficienza dei servizi di distribuzione e di diversificarne l'offerta. Soprattutto, permetterà di incorporare i servizi bancari e quelli assicurativi prestati dalle poste in due entità distinte. Il principale obiettivo è quello di favorire un utilizzo più efficiente dell'ingente volume di risparmio depositato presso il sistema postale.

L'ammontare del risparmio postale qualifica Japan Post come la più grande istituzione creditizia del mondo in termini di depositi. La raccolta del ramo bancario al 31 marzo 2005 raggiungeva i 214.000 miliardi di yen (circa 1.550 miliardi di euro, il 42 per cento del PIL). Il complesso delle attività di Japan Post (incluse quelle detenute da Kampo, il ramo assicurativo, superiori a 120.000 miliardi di yen) ammontavano, alla stessa data,

a 386.000 miliardi di yen (2.813 miliardi di euro), equivalenti al 76 per cento circa del prodotto.

Japan Post impiega 240 mila dipendenti ed è, per numero di addetti, la più grande impresa pubblica giapponese. Conta circa 25 mila sportelli.

Nella fase iniziale della privatizzazione (nel 2007) verrà costituita una holding (Japan Postal Services Holding Company) interamente partecipata dallo Stato. Questa controllerà quattro società distinte, a cui verranno affidate la gestione dei prodotti e dei servizi bancari (Post Bank), assicurativi (Post Insurance), postali in senso stretto (Post Mail), l'amministrazione e la gestione degli immobili, la commercializzazione di servizi finanziari e assicurativi al pubblico attraverso la rete degli sportelli (Post Office Network).

Tra il 2007 e il 2017 lo Stato provvederà a vendere sul mercato i due terzi delle azioni della holding, mantenendo una quota del 33 per cento. La dismissione verrà perfezionata con le modalità e i tempi individuati dal Postal Services Privatization Committee, i cui membri, di nomina governativa, sono rinnovabili ogni triennio. Nello stesso arco di tempo, la holding procederà alla totale privatizzazione sia di Post Bank sia di Post Insurance, mentre Post Office Network e Post Mail rimarranno sotto il suo controllo.

In prospettiva le implicazioni della privatizzazione di Japan Post sono particolarmente rilevanti per il mercato finanziario nipponico.

Verranno a cadere le agevolazioni sinora concesse a Japan Post con riferimento all'attività di raccolta dei

dro: *La riforma del sistema postale giapponese*). La raccolta di depositi e di assicurazioni vita attraverso questo canale è ingente, pari a 386.000 miliardi di yen (quasi l'80 per cento del PIL).

L'economia e i mercati finanziari nei paesi emergenti

Nella prima metà dell'anno l'espansione economica dei paesi emergenti è proseguita a ritmi elevati. In Asia, a fronte di una crescita maggiore del previsto in Cina e in India, le altre principali

economie hanno continuato a risentire, nei primi mesi dell'anno, della debolezza ciclica nel comparto delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Sussidi pubblici, anche ingenti, ai consumi energetici hanno contenuto l'impatto del rincaro petrolifero. I paesi esportatori di energia e di altre materie prime hanno beneficiato dell'ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio. Nei principali paesi nuovi membri dell'Unione europea (UE) l'attività produttiva ha decelerato, risentendo del debole andamento della domanda nell'area dell'euro.

depositi e alla vendita di polizze assicurative: garanzia statale integrale sui depositi e sulle polizze stipulate, assenza di imposizione fiscale (Post Bank e Post Insurance saranno infatti assoggettate al regime di tassazione vigente per le persone giuridiche), esenzione dai requisiti patrimoniali che gravano sulle banche e sulle assicurazioni. Le banche e le assicurazioni private potranno così competere alla pari con Post Bank e Post Insurance, aumentando la contendibilità del mercato del risparmio.

La privatizzazione fornirà, altresì, un forte incentivo alla diversificazione delle attività detenute da Japan Post. Attualmente queste sono investite quasi esclusivamente in obbligazioni, principalmente in titoli di Stato; il ramo bancario e quello assicurativo detenevano, al 31 marzo 2005, obbligazioni emesse sul mercato interno per un ammontare pari, rispettivamente, al 94 e al 69 per cento dell'attivo di bilancio. L'esigenza di remunerare il capitale privato favorirà la ricerca di impieghi a maggiore rendimento; si creeranno, inoltre, nuove opportunità per gli intermediari finanziari giapponesi ed esteri, ai quali Post Bank e Post Insurance si potranno rivolgere per l'acquisizione di servizi di consulenza e di gestione.

Al tempo stesso, l'esigenza di diversificare il portafoglio avrà importanti riflessi sul tradizionale ruolo di principale sottoscrittore dei titoli del debito pubblico sinora svolto da Japan Post che, alla fine dell'anno fiscale 2004, deteneva il 25 per cento dei titoli di Stato in circolazione contro il 14 per cento del 2000. Il sistema bancario, le società di assicurazione e le famiglie detenevano, sempre nel 2004, rispettivamente il 12, il 6 e il 3 per cento dello stock di titoli di Stato.

In Cina nei primi nove mesi dell'anno il prodotto è aumentato del 9,4 per cento sul periodo corrispondente, come nel 2004 (tav. 3). Il rallentamento degli investimenti, indotto dalle misure amministrative di controllo del credito introdotte dalle autorità lo scorso anno, è stato compensato dal rafforzamento del contributo degli scambi con l'estero. La marcata decelerazione delle importazioni, riconducibile all'indebolimento dell'accumulazione, e la dinamica ancora molto sostenuta delle vendite all'estero hanno determinato un significativo miglioramento dell'avanzo commerciale, che nei nove mesi ha su-

Il piano di privatizzazione contempla una transizione graduale dal vecchio al nuovo modello di gestione dei rami finanziari di Japan Post. Tale gradualità attenuerà l'impatto delle modifiche che interverranno nella struttura dell'attivo sul finanziamento del debito pubblico. I depositi a tempo (75 per cento circa della raccolta postale) e le polizze assicurative in essere confluiranno, sino alla loro naturale scadenza, presso una apposita banca-ponte. Questa conferirà a Post Bank e a Post Insurance l'attività di investimento delle risorse acquisite, che potranno essere impiegate solamente in strumenti finanziari a basso rischio: titoli del debito pubblico, obbligazioni municipali e garantite dallo Stato. Data la struttura per scadenza dei depositi postali in essere, il 64 per cento di questi giungeranno a maturazione in un intervallo temporale tra i tre e i dieci anni, con una concentrazione (35,5 per cento) attorno alla scadenza compresa tra i tre e i cinque anni. L'attività di investimento delle risorse in eventuali strumenti finanziari alternativi a quelli garantiti dallo Stato procederà pertanto in modo graduale, di pari passo con la maturazione dei depositi a tempo.

L'operatività di Post Insurance si svilupperà con modalità analoghe a quella di Post Bank. A essa sarà affidata la gestione, per conto della banca-ponte, degli investimenti relativi alle risorse accantonate a fronte delle polizze in essere (che saranno integralmente trasferite alla stessa). Inoltre, Post Insurance dovrà individuare i prodotti e i servizi assicurativi da offrire sul mercato a condizioni comparabili a quelle offerte dalle società assicurative nipponiche e straniere già operanti in Giappone.

perato i 68 miliardi di dollari (4 miliardi nello stesso periodo del 2004). Si è ulteriormente rafforzato l'afflusso di investimenti diretti dall'estero, pari a oltre 130 miliardi, il 22 per cento in più rispetto allo stesso periodo del 2004. L'inflazione è scesa allo 0,9 per cento in settembre, da oltre il 5 un anno prima, riflettendo in larga misura il forte rallentamento dei prezzi dei prodotti alimentari.

Nei primi nove mesi le esportazioni sono cresciute del 31 per cento circa sul periodo corrispondente, quelle di prodotti dell'abbigliamento e delle calzature del 23

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 2004 (1)	PIL					Domanda interna (2)				Esportazioni nette (3)			
		2004	2004 IV trim.	2005 I trim.	2005 II trim.	2005 III trim.	2004	2004 IV trim.	2005 I trim.	2005 II trim.	2004	2004 IV trim.	2005 I trim.	2005 II trim.
America latina														
Argentina	0,9	9,0	9,3	8,0	10,1	....	11,8	10,1	7,6	11,0	-2,1	-0,5	0,7	-0,5
Brasile	2,6	5,0	4,8	2,7	3,9	....	4,2	....	....	....	0,1	....	....	....
Messico	1,8	4,4	4,9	2,4	3,1	....	4,1	5,6	3,6	4,2	0,2	-0,9	-1,1	-1,2
Asia														
Cina	13,2	9,5	9,5	9,4	9,5	9,4	....	....	....	....	....	....	....	....
Corea del Sud	1,9	4,6	3,3	2,7	3,3	4,4	1,3	3,3	1,2	3,1	3,4	0,2	1,6	0,5
Filippine	0,7	6,0	5,3	4,6	4,8	....	2,9	3,5	1,0	4,6	2,9	1,4	3,4	-0,3
India (4)	5,9	7,2	6,4	7,0	8,1	....	8,4	....	....	....	0,6	....	....	....
Indonesia	1,4	5,1	6,7	6,2	5,5	5,7	9,8	10,2	6,4	6,4	-3,6	-2,5	0,2	-0,3
Malesia	0,5	7,1	5,8	5,8	4,1	....	10,8	8,4	3,3	2,6	-2,5	-1,9	2,9	1,6
Tailandia	0,9	6,1	5,3	3,3	4,4	....	8,4	4,5	10,2	12,0	-1,1	1,5	-5,6	-6,3
Taiwan	1,1	5,7	3,3	2,5	3,0	....	6,4	7,3	3,1	3,9	0,0	-3,2	-0,3	-0,4
Europa														
Polonia	0,9	5,3	4,0	2,1	2,8	....	4,4	....	....	....	0,4	....	....	....
Russia	2,6	7,2	6,4	5,2	6,1	....	9,5	8,7	7,4	9,2	-1,2	-1,4	-1,2	-2,1
Turchia	1,0	9,0	6,2	4,8	4,2	....	14,1	8,5	4,4	6,4	-4,9	-2,2	0,0	-2,8

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) PIL al costo dei fattori.

per cento. Per questi prodotti, l'aumento della quota della Cina sulle importazioni dei paesi avanzati, avvenuto anche a scapito dei paesi esportatori in via di sviluppo, è stato favorito dall'abolizione, nel gennaio del 2005, dei contingenti prevista dai Trattati dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) (cfr. il riquadro: *Il commercio estero italiano di prodotti tessili e dell'abbigliamento dopo la liberalizzazione del settore*, nella sezione: *L'economia dell'area dell'euro e dell'Italia*). Lo scorso giugno la UE ha stipulato un accordo con la Cina che prevede la reintroduzione, fino alla fine del 2007, di vincoli stringenti alla crescita delle importazioni di dieci categorie di prodotti tessili e dell'abbigliamento cinesi. In novembre gli Stati Uniti sono pervenuti a un'intesa con la Cina, volte a limitare, per il prossimo triennio, la crescita delle importazioni di trentaquattro categorie di prodotti cinesi nello stesso settore.

Lo scorso mese di luglio le autorità monetarie cinesi hanno deciso di rivalutare del 2,1 per cento la

parità centrale del renminbi nei confronti del dollaro e hanno anche apportato modifiche al regime valutario, attenuando lo stretto riferimento alla valuta statunitense (cfr. il riquadro: *Il nuovo regime di cambio della Cina*). Dopo la decisione cinese, anche la Banca centrale della Malaysia ha abbandonato l'ancoraggio del ringgit al dollaro.

Alla metà di ottobre, le autorità politiche cinesi hanno definito un "Piano quinquennale per l'economia nazionale e lo sviluppo sociale" per il periodo 2006-2010. Oltre al miglioramento delle condizioni di vita della popolazione, il piano si prefigge una riduzione della crescente disegualianza dei redditi, un rafforzamento del sistema di sicurezza sociale e un aumento di efficienza nell'utilizzo dell'energia.

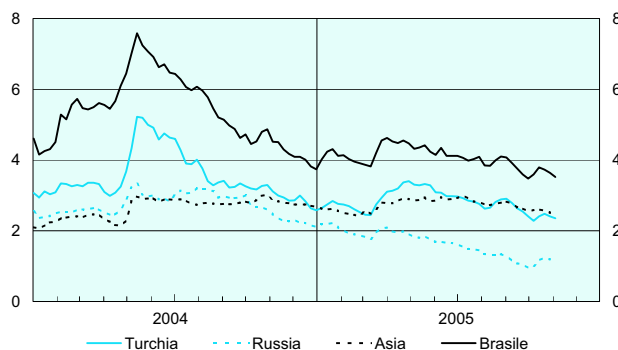
In Russia il rallentamento dell'attività economica nel semestre, al 5,7 per cento sul periodo corrispondente da oltre il 7 nel 2004, è derivato

dall'indebolimento degli investimenti e dell'attività nel settore petrolifero. L'inflazione, alimentata dall'espansione dei consumi privati e della spesa pubblica, ha continuato a eccedere ampiamente l'obiettivo ufficiale (8,5 per cento), collocandosi lo scorso ottobre all'11,7 per cento sui dodici mesi. Beneficiando degli introiti connessi con le esportazioni di energia, l'avanzo del bilancio federale è nettamente aumentato, al 7,7 per cento del prodotto nei primi nove mesi dell'anno, dal 4,9 nello stesso periodo del 2004.

Dall'inizio dello scorso aprile il differenziale di interesse rispetto alle obbligazioni del Tesoro statunitense è sceso di circa un punto percentuale in Brasile e in Russia, rispettivamente a 3,5 e a 1,1 punti percentuali; di 0,8 punti in Turchia, a 2,3 punti; di 0,4 punti nei principali paesi asiatici, a 2,4 punti (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 (1)
(dati medi settimanali; punti percentuali)



Fonte: J.P. Morgan Chase.
(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce alla settimana terminante l'11 novembre 2005.

Tav. 4

Emissioni obbligazionarie lorde, pubbliche e private, nei paesi emergenti
(miliardi di dollari)

PAESI	2000	2001	2002	2003	2004	2004		2005
						I sem.	II sem.	
PAESI EMERGENTI	80,5	89,0	61,6	98,8	128,1	61,8	66,3	56,1
Africa	1,5	2,1	2,2	5,5	2,5	2,3	0,2	1,9
Sud Africa	1,5	1,6	1,5	4,7	2,0	1,8	0,2	1,4
America latina	35,6	33,6	18,3	31,2	33,4	17,8	15,6	18,8
Argentina	13,0	1,5	....	0,1	1,1	1,0	0,1	0,2
Brasile	11,4	12,2	6,4	10,7	9,5	4,4	5,1	6,1
Messico	7,1	9,2	4,9	9,1	11,4	7,3	4,1	6,6
Venezuela	0,5	1,6	....	3,7	4,3	2,0	2,3	2,9
Asia	24,5	35,9	22,5	35,8	52,4	25,8	26,6	21,6
Cina	1,8	2,3	0,6	2,0	4,6	0,1	4,5	1,2
Corea del Sud	7,7	7,8	6,7	11,5	17,0	9,3	7,7	8,4
Filippine	2,5	1,8	4,8	3,8	4,5	2,8	1,7	2,6
Hong Kong	7,1	10,5	2,0	2,6	4,2	1,1	3,1	3,4
Indonesia .....	....	0,1	0,4	0,6	1,4	1,4	..	1,0
Taiwan	1,7	2,2	5,5	9,1	7,3	5,1	2,2	0,8
Europa	14,2	11,6	15,0	24,4	30,8	10,5	20,3	9,7
Polonia	1,6	2,8	2,7	4,3	0,5	0,5	..	0,3
Repubblica ceca .....	....	0,1	0,4	3,2	1,0	0,3	0,7	0,2
Romania	0,3	0,9	1,1	0,8	0,8	0,5	0,3	0,6
Russia	0,1	1,4	3,4	4,0	12,9	4,7	8,2	4,5
Turchia	8,5	2,2	3,3	5,3	7,6	0,9	6,7	1,0
Ungheria	0,5	1,2	0,1	2,2	1,5	0,8	0,7	0,8
Medio Oriente	4,7	5,9	3,7	1,9	9,0	5,5	3,5	4,1

Fonte: FMI.

Il nuovo regime di cambio del renminbi

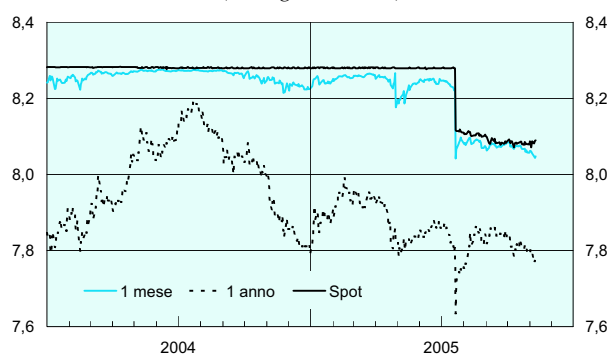
Lo scorso 21 luglio le autorità monetarie cinesi hanno annunciato importanti modifiche al regime di cambio del renminbi, la cui parità nei confronti del dollaro, mantenuta fissa a 8,28 renminbi dal febbraio 1998, è stata contestualmente rivalutata del 2,1 per cento (a 8,11 renminbi). Secondo le autorità il nuovo regime si configura come una fluttuazione controllata nella quale il valore esterno della valuta cinese viene determinato tenendo conto delle condizioni della domanda e dell'offerta nei confronti di un insieme di monete di riferimento. Una maggiore flessibilità del cambio del renminbi, alla quale tale riforma sembrerebbe precludere, consentirebbe alle autorità cinesi un controllo più agevole ed efficace della liquidità interna.

Nel nuovo regime il cambio bilaterale del renminbi nei confronti del dollaro deve essere mantenuto ogni giorno all'interno di una banda di oscillazione pari a $\pm 0,3$ per cento attorno a una parità centrale, data dal valore di chiusura della precedente sessione di contrattazioni. I cambi nei confronti delle altre valute possono invece oscillare ogni giorno all'interno di una banda pari, dallo scorso settembre, a ± 3 per cento attorno al valore di chiusura del giorno precedente. Le autorità hanno anche annunciato che si riservano la possibilità di decidere, in futuro, ulteriori ampliamenti delle bande.

Dal 21 luglio il cambio del renminbi nei confronti del dollaro ha registrato movimenti assai contenuti attorno al valore di 8,11 renminbi. Le aspettative di un'ulteriore rivalutazione della valuta cinese, desumibili dai contratti a termine, aumentate significativamente nei giorni immediatamente successivi alla riforma, si sono successivamente ridimensionate; at-

tualmente l'apprezzamento atteso a dodici mesi rispetto al dollaro è pari al 4,1 per cento (dal 6,3 del 21 luglio; cfr. figura).

Tasso di cambio del renminbi nei confronti del dollaro: spot e forward (1)
(dati giornalieri)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile si riferisce all'11 novembre 2005.

Le autorità hanno annunciato che le principali monete di riferimento per la determinazione del cambio del renminbi sono, oltre al dollaro, l'euro, lo yen e il won coreano; a queste si aggiungono, con una minore importanza, le valute di Singapore, Malaysia, Thailandia, Regno Unito, Russia, Australia e Canada. Le autorità hanno inoltre reso noto, pur senza indicarli, che i pesi delle valute del paniere rispecchiano la rilevanza delle stesse nei flussi commerciali e in quelli finanziari della Cina.

Nonostante l'esplicito riferimento a un paniere di monete, le autorità hanno in più occasioni precisato che il nuovo regime di cambio non costituisce un anco-

Il permanere di condizioni finanziarie favorevoli ha indotto molti paesi emergenti ad attuare interventi volti a modificare la struttura del debito: oltre a ridurre i costi, gli emittenti hanno mirato ad allungare la vita residua e a contenere il rischio di cambio, accrescendo le emissioni in valuta nazionale.

Nel primo semestre del 2005 il valore cumulato delle emissioni lorde, pubbliche e private, sia in dollari sia in valuta locale, per il totale dei paesi emergenti ha raggiunto i 56 miliardi di dollari, un ammontare non dissimile da quello dello stesso periodo del 2004 (tav. 4). Le maggiori

raggio nei confronti di un paniere di valute. Tuttavia, sfruttando pienamente i margini di flessibilità concessi dall'attuale regime, la Banca centrale potrebbe di fatto perseguire un obiettivo equivalente. Si ipotizzi, ad esempio, l'adozione di un paniere comprendente soltanto dollari, euro, yen e won, con il peso del dollaro pari al 25 per cento (la quota degli Stati Uniti nel commercio estero della Cina) e quelli delle altre valute pari al 32, al 30 e al 13 per cento, rispettivamente; attraverso un progressivo apprezzamento della parità centrale del renminbi rispetto al dollaro e un deprezzamento di quelle nei confronti delle altre valute nei limiti fissati dall'attuale regime sarebbe possibile mantenere invariato il potere di acquisto della valuta cinese nei confronti del paniere ipotizzato anche a fronte di un deprezzamento del dollaro nei confronti delle altre monete fino al 7,4 per cento in un mese, una variazione ragguardevole che, nell'ultimo quinquennio, si è registrata soltanto due volte.

La riforma del regime di cambio cinese si inserisce in un contesto più ampio di misure strutturali volte ad accrescere lo spessore e l'efficienza del mercato valutario e a fornire agli operatori, in un contesto di accresciuta variabilità, strumenti per coprirsi dal rischio di cambio. La Banca centrale cinese ha recentemente esteso a tutte le banche la possibilità, in precedenza limitata ai sette principali istituti, di negoziare contratti a termine sui cambi; ha introdotto, per tutte le banche, quella di effettuare currency swap e liberalizzato le condizioni relative a tali contratti; ha ampliato le tipologie di società, in precedenza soltanto banche, che possono essere ammesse a operare sul mercato dei cambi a pronti. Ha infine esteso il novero delle transazioni con l'estero che possono essere oggetto di copertura dal rischio di cambio, attualmente comprendente

tutte le operazioni del conto corrente della bilancia dei pagamenti e taluni flussi finanziari (tra cui i pagamenti relativi ai debiti verso non residenti e i flussi connessi con gli investimenti diretti e con le operazioni di prima quotazione all'estero). Un forte impulso all'utilizzo dei derivati sui cambi e, più in generale, allo sviluppo del mercato valutario deriverebbe proprio dalla liberalizzazione dei movimenti finanziari con l'estero, specialmente di quelli a breve termine; in Cina vi è tuttora una regolamentazione assai restrittiva sui movimenti di capitali, soprattutto di quelli connessi con l'acquisto e con la collocazione di azioni e di obbligazioni da parte di operatori residenti.

La gradualità nel passaggio a un sistema di cambio più flessibile è motivata dalla necessità di accompagnarlo con la diffusione di strumenti che favoriscano la gestione del rischio di cambio da parte degli operatori. Inoltre, un eventuale apprezzamento del renminbi, soprattutto se marcato e repentino, causerebbe forti perdite di competitività con riferimento sia ai beni manufatti sia, soprattutto, a quelli agricoli, la cui produzione è ancora caratterizzata da ampie inefficienze.

Un forte apprezzamento del renminbi potrebbe anche causare forti perdite alle banche commerciali, che detengono un'ampia posizione creditoria netta sull'estero, pari complessivamente a 130 miliardi di dollari (7,6 per cento del PIL e 4,5 per cento delle loro attività complessive). Infine, una rivalutazione del renminbi causerebbe perdite in conto capitale potenzialmente elevate sulle riserve valutarie detenute dalla Banca centrale; queste, alla fine di giugno, avevano raggiunto i 715 miliardi di dollari (43 per cento del PIL).

emissioni sono state effettuate dalla Corea del Sud (circa 8 miliardi), dal Brasile, dal Messico (circa 6 miliardi ciascuno) e dalla Russia (circa 4,5 miliardi). La Cina, la Corea del Sud e il Brasile hanno nettamente aumentato le emissioni sui mercati internazionali di titoli di debito deno-

minati nelle proprie valute; nella prima metà del 2005 il controvalore del complesso di tali emissioni è stato pari a circa 3,3 miliardi di dollari, un valore ancora molto basso in termini assoluti, ma circa doppio rispetto a quello dell'intero 2004.