

I. – RELAZIONE ECONOMICA

AVVERTENZE

Nelle tavole della Relazione e dell'Appendice sono adoperati i seguenti segni convenzionali:

— quando il fenomeno non esiste;

. . . . quando il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

. . quando i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

A - L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

L'economia mondiale, in rallentamento dalla seconda metà del 2000 in conseguenza dell'aumento del prezzo del petrolio e del netto indebolimento del processo di accumulazione, ha risentito in misura limitata degli attentati terroristici dell'11 settembre. Ciò è avvenuto grazie al tempestivo e consistente sostegno fornito negli Stati Uniti dalla politica monetaria e da quella di bilancio. L'avvio della ripresa è stato ritardato solo di alcuni mesi.

Nel corso del 2001 si sono dispiegati, sul reddito disponibile delle famiglie nelle economie sviluppate, gli effetti dei rincari del petrolio dell'anno precedente. Ancora più rilevante è stata la decelerazione degli investimenti, in particolare nei settori a tecnologia avanzata, che ha interessato tutte le economie industriali, seppure con diversa intensità. La contrazione della domanda di prodotti elettronici intermedi ha pesato sulle economie emergenti dell'Asia, specializzate nella produzione di questi beni. Durante l'estate alcuni indicatori anticipatori avevano segnalato la possibilità di una imminente inversione del ciclo negli Stati Uniti, favorita dall'azione espansiva avviata in gennaio dalla Riserva federale e dal piano di riduzione delle imposte dirette approvato dal Congresso in maggio. Gli eventi di settembre hanno creato un clima di incertezza, con riflessi sui consumi, sui corsi azionari e sulle aspettative. L'ulteriore significativo ribasso dei tassi di interesse e le misure di bilancio decise prontamente hanno contribuito a ripristinare la fiducia degli operatori.

Nella media dell'anno il prodotto mondiale è aumentato del 2,5 per cento, il valore più basso dalla recessione dei primi anni novanta, contro il 4,7 nel 2000. La dinamica del commercio mondiale di beni e servizi ha registrato un crollo, dal 12,4 per cento nel 2000 a -0,2. L'impulso al rallentamento è provenuto soprattutto dagli Stati Uniti, le cui importazioni sono cadute, in quantità, di quasi il 3 per cento; fra il 1994 e il 2000 erano aumentate, in media, di oltre l'11 per cento all'anno. La debolezza della congiuntura internazionale ha determinato una significativa e pressoché continua flessione del prezzo del petrolio, sceso, fra gennaio e dicembre, da 26 a 18,5 dollari per barile. Ne sono derivati riflessi positivi sulla dinamica dei prezzi.

Nei paesi in via di sviluppo e in quelli dell'Europa centrale e orientale e dell'ex URSS l'attività produttiva, pur meno dinamica rispetto all'anno

precedente, è aumentata in misura apprezzabile (4 e 5 per cento, rispettivamente). Si è mantenuto su valori elevati il ritmo di espansione dell'economia cinese (superiore al 7 per cento). In America latina, dove ha pesato l'acuirsi della recessione in Argentina (-4,5 per cento), la produzione ha ristagnato.

Nel 2001 negli Stati Uniti l'attività produttiva è aumentata dell'1,2 per cento, rispetto al 4,1 dell'anno precedente. Nel mese di marzo si è conclusa la lunga espansione iniziata dieci anni prima. La successiva fase recessiva, in base alle valutazioni che ne collocano il termine all'inizio dell'anno in corso, è risultata, nella prospettiva storica, relativamente breve e, soprattutto, di intensità limitata. Fondamentale è stato il sostegno fornito dalle politiche economiche. L'azione della Riserva federale, rapida e decisa, ha determinato una riduzione di quasi tre punti percentuali dei tassi di interesse reali a breve termine, divenuti pressoché nulli nell'ultimo trimestre dell'anno. Anche la politica fiscale ha assunto un orientamento espansivo: alla fine di maggio il Congresso ha approvato un piano di riforma tributaria, proposto dalla nuova Amministrazione, in base al quale la pressione fiscale sulle persone fisiche si ridurrà in misura significativa nel decennio in corso. Alcuni sgravi hanno avuto effetto retroattivo, contribuendo a sostenere il reddito disponibile già nell'ultima parte del 2001. Tali misure, assieme alla debolezza ciclica, hanno determinato una diminuzione dell'avanzo del bilancio federale da 236 miliardi di dollari nell'anno fiscale 2000 a 127 in quello del 2001. Secondo recenti stime del Congressional Budget Office, il saldo di bilancio dovrebbe risultare negativo per 46 miliardi di dollari nell'esercizio terminante nel settembre 2002; rispetto al 2000, il peggioramento risulterebbe pari a quasi il 3 per cento del prodotto. Per il periodo 2002-2011 è previsto un avanzo complessivo dei conti pubblici pari a poco più di 1.600 miliardi di dollari, contro gli oltre 5.600 indicati all'inizio del 2001.

Nel corso del 2001 l'economia statunitense ha continuato a registrare incrementi della produttività del lavoro assai elevati nel confronto con le precedenti fasi cicliche negative. Ciò ha consentito alle imprese di contrastare le pressioni sui margini di profitto derivanti dall'aumento della concorrenza sul mercato dei beni. Grazie all'andamento della produttività, i profitti delle imprese nel settore privato non agricolo hanno segnato un cospicuo aumento già nell'ultimo trimestre dell'anno e sono risultati in forte espansione nel primo del 2002. Dal lato della domanda, cruciale è stata la tenuta della spesa per consumi, aumentata nella media dell'anno del 3,1 per cento. Su di essa hanno influito le condizioni vantaggiose di rifinanziamento dei mutui ipotecari in seguito al ribasso dei tassi di interesse, nonché la possibilità di aumentare l'ammontare dei finanziamenti ricevuti a fronte del significativo incremento del valore di mercato delle abitazioni. Questo aumento ha in parte compensato la riduzione della ricchezza finanziaria indotta dalla caduta dei corsi azionari. L'indebitamento delle famiglie è aumentato; il fenomeno appare circoscritto a quelle con reddito più elevato, che più agevolmente pos-

sono fare fronte al servizio del debito. In seguito alla tenuta della domanda privata, all'espansione di quella pubblica e all'apprezzamento del dollaro, il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti è rimasto assai elevato, superiore ai 400 miliardi di dollari (4,1 per cento del prodotto).

Dalla metà di novembre, l'affievolirsi delle tensioni internazionali ha favorito un netto miglioramento delle condizioni sul mercato finanziario: le quotazioni azionarie hanno conseguito ulteriori rialzi superando nettamente i livelli prevalenti prima degli attacchi terroristici di settembre.

Nei mesi finali dell'anno la situazione congiunturale statunitense è migliorata in misura superiore alle attese; in particolare, i consumi privati, beneficiando anche della forte caduta dei prezzi dei prodotti petroliferi e di incentivi all'acquisto di autoveicoli, hanno segnato un eccezionale incremento.

Nel 2001 l'economia giapponese, segnata da una profonda crisi strutturale, è entrata nuovamente in recessione, per la terza volta negli ultimi dieci anni. L'attività economica è diminuita dal secondo trimestre, riflettendo il ciclo negativo degli investimenti privati e la forte caduta delle esportazioni; nella media dell'anno il prodotto si è ridotto dello 0,5 per cento. È proseguita la tendenza flettente dei prezzi; in seguito al peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro sono diminuiti anche i salari nominali.

Si va rafforzando la convinzione che la fase di bassa crescita del Giappone, che si protrae da un decennio, sia soprattutto da ricondursi alle caratteristiche del modello di sviluppo di quella economia, che hanno ostacolato l'adeguamento della struttura produttiva alle esigenze poste dal nuovo contesto economico internazionale. I settori manifatturieri più efficienti, al fine di fronteggiare la crescente concorrenza estera, sono stati spinti dagli elevati costi interni a spostare in misura massiccia le loro produzioni in altri paesi asiatici.

Ne è derivato un aumento del peso nell'economia dei settori interni meno competitivi, caratterizzati da un rapporto fra capitale e prodotto molto elevato nel confronto internazionale, anche per effetto dell'intensa accumulazione nella seconda metà degli anni ottanta. La loro redditività, in costante declino dall'inizio degli anni novanta, è divenuta da alcuni anni particolarmente bassa; ne ha risentito la qualità dei bilanci del sistema bancario, che indirizza verso tali settori circa l'80 per cento dei finanziamenti complessivi. Tale situazione rende difficile la soluzione del problema delle partite in sofferenza nei bilanci delle banche giapponesi. Nonostante l'ammontare cospicuo delle cancellazioni effettuate dal 1993, la qualità degli attivi bancari continua a peggiorare. Appare evidente la necessità che misure atte a rafforzare la solidità patrimoniale del sistema bancario vengano affiancate da interventi che favoriscano un recupero della redditività delle imprese, rafforzando i meccanismi di mercato nella allocazione delle risorse.

Il peggioramento della situazione economica e finanziaria e l'accentuarsi della deflazione hanno indotto la Banca del Giappone a modificare da marzo 2001 l'obiettivo operativo della politica monetaria, spostandosi da quello di tasso d'interesse a brevissimo termine, prossimo allo zero, a uno quantitativo basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, ammontare che è stato innalzato a più riprese, da 5.000 a 15.000 miliardi di yen. Ne è derivata una forte crescita della base monetaria, quasi del 33 per cento fra marzo 2002 e il corrispondente periodo dell'anno precedente. L'abbondanza di liquidità si è alla fine riflessa in un indebolimento dello yen, deprezzatosi fra la fine di settembre 2001 e l'inizio di marzo dell'anno in corso di circa il 12 per cento nei confronti del dollaro. L'impulso espansivo proveniente dalla liquidità bancaria non si è però trasmesso alla moneta, al credito e, infine, all'economia, a causa della fragile situazione patrimoniale delle banche e delle imprese.

Nel corso del 2001 l'attività economica è rallentata in misura significativa anche nell'area dell'euro. Nella media dell'anno il prodotto è aumentato dell'1,5 per cento, contro il 3,5 nel 2000. Il netto deterioramento delle attese sull'evoluzione della domanda estera ha inciso sull'accumulazione, che si è arrestata. Il tasso di sviluppo dei consumi delle famiglie, risentendo soprattutto degli effetti ritardati del rincaro del petrolio nel 2000, si è ridotto in misura significativa rispetto all'anno precedente. Il tasso di disoccupazione, sceso di quasi un punto percentuale nel 2000, è rimasto sostanzialmente invariato nel corso del 2001, all'8,3 per cento. La flessione dei corsi petroliferi e delle altre materie prime, in un contesto di debolezza ciclica, ha favorito, dalla primavera, una progressiva decelerazione dei prezzi al consumo: tra maggio e dicembre 2001 l'inflazione è scesa dal 3,4 al 2,1 per cento. L'affievolirsi dei rischi d'inflazione ha indotto l'Eurosistema a mutare in senso espansivo l'orientamento della politica monetaria. Fra maggio e novembre i tassi ufficiali sono stati ridotti di 1,5 punti percentuali; quello sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato portato dal 4,75 al 3,25 per cento. Anche la politica fiscale è divenuta più espansiva; all'operare degli stabilizzatori automatici si sono aggiunte, in taluni paesi dell'area, misure volte a ridurre in via permanente la pressione fiscale. Ne è conseguito un aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche all'1,3 per cento del prodotto, dallo 0,8 nel 2000; si è pertanto interrotto il processo di riequilibrio avviato nel 1994. Depurato degli effetti del ciclo, l'avanzo primario è diminuito al 2,4 per cento, dal 2,7 nel 2000.

Il ciclo negativo nei paesi industriali ha influito anche sui finanziamenti alle economie emergenti. Gli afflussi netti di capitale privato, pur in lieve aumento rispetto al 2000, sono rimasti su livelli contenuti; quelli in favore dell'America latina si sono nettamente ridotti. Gli investitori internazionali hanno imposto ai diversi paesi condizioni di accesso al finanziamento differenziate, in relazione alle loro condizioni economiche strutturali. Nel feb-

braio 2001 la Turchia è stata investita da una crisi bancaria e valutaria di ampie proporzioni. In dicembre le difficoltà economiche e finanziarie dell'Argentina, evidenti già dalla primavera, si sono aggravate; alla fine dell'anno il governo ha annunciato la sospensione del servizio del debito estero e, all'inizio del 2002, l'abbandono del regime di *currency board*. Il largo anticipo con cui i mercati finanziari internazionali avevano scontato questi eventi ha evitato il contagio finanziario alle altre economie della regione.

Su sollecitazione della comunità internazionale e in risposta alla grave situazione creatasi in Argentina, lo scorso febbraio il Fondo monetario internazionale (FMI) ha presentato un progetto di riforma del sistema di gestione multilaterale delle crisi del debito sovrano, al fine di renderlo più ordinato e prevedibile. Nei recenti incontri di Washington i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno adottato un Piano d'azione che prevede di rafforzare il ruolo dei meccanismi di mercato nella gestione delle crisi; in particolare, il Piano sollecita l'inclusione nei titoli di debito emessi dai paesi emergenti di clausole che indichino espressamente le modalità di una eventuale ristrutturazione del debito. L'FMI viene, inoltre, sollecitato a elaborare proposte specifiche di modifica dei trattati internazionali, delle legislazioni nazionali, del suo stesso Statuto, che possano contribuire a rafforzare il sistema multilaterale di gestione delle crisi. Tali cambiamenti, anche per i tempi lunghi richiesti dalla loro attuazione, devono essere complementari a quelli diretti al potenziamento dei meccanismi di mercato. Nel marzo 2002 si è tenuta, a Monterrey, la Conferenza internazionale sul finanziamento allo sviluppo, promossa dalle Nazioni Unite, con l'obiettivo di accrescere in misura significativa gli aiuti ufficiali allo sviluppo e di modificarne le modalità di erogazione al fine di aumentarne l'efficacia. In quella sede i paesi della UE si sono impegnati a portare l'entità degli aiuti allo 0,39 per cento del prodotto entro il 2006; gli Stati Uniti hanno annunciato un incremento delle proprie erogazioni per un totale di 10 miliardi di dollari nei prossimi tre anni.

Le previsioni presentate dall'FMI nelle riunioni di Washington collocavano per il 2002 il tasso di sviluppo del prodotto e del commercio mondiale al 2,8 e al 2,5 per cento, rispettivamente. Nei principali paesi industriali l'attività produttiva, dopo il ristagno nell'ultimo trimestre del 2001, sarebbe accelerata progressivamente, fino a registrare un aumento del 2,7 per cento nel quarto trimestre rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno; in particolare, negli Stati Uniti la crescita sarebbe passata dallo 0,5 al 3,2 per cento. Nell'area dell'euro il ritmo di sviluppo si sarebbe rafforzato fino al 2,5 per cento. In Giappone, dopo la caduta nell'ultima parte del 2001, la crescita sarebbe tornata positiva nel quarto trimestre (0,9 per cento). Per le economie emergenti si prevedevano andamenti differenziati. In quelle asiatiche, nella media del 2002, il ritmo di sviluppo sarebbe rimasto elevato, dell'ordine del 5 per cento; sarebbe continuato, invece, il ristagno dell'America latina. Nei

paesi dell'Europa centrale e orientale si sarebbe confermato il tasso di crescita del 2001 (3 per cento), mentre in Russia questo sarebbe sceso dal 5,0 al 4,4 per cento.

Le prospettive di crescita sono migliorate in misura significativa nei primi mesi del 2002, riflettendo soprattutto l'evoluzione, più favorevole del previsto, dell'economia degli Stati Uniti, che sta tornando a trainare quella mondiale. Nel primo trimestre del 2002 il prodotto è aumentato, rispetto al trimestre precedente, a un ritmo del 5,8 per cento in ragione d'anno. Un contributo significativo è provenuto dalle scorte, il cui decumulo si è pressoché arrestato; gli investimenti in macchinari e in attrezzature informatiche hanno ripreso a crescere. L'incremento della produttività ha superato l'8 per cento. Le quotazioni azionarie e, più in generale, i prezzi degli strumenti finanziari hanno riflesso solo in parte il più favorevole contesto congiunturale. Pesano gli effetti della crisi della Enron, una grande impresa statunitense del settore energetico, e le incertezze che tale evento ha determinato sulle procedure e sui metodi, interni ed esterni alle aziende, per valutarne la solidità patrimoniale. Anche nelle altre due grandi aree economiche industriali si sono manifestati segnali positivi dall'inizio dell'anno. In Giappone, la produzione industriale si è stabilizzata, le esportazioni hanno segnato incrementi significativi, la fiducia dei consumatori è migliorata. Nell'area dell'euro, secondo stime preliminari, nel primo trimestre il prodotto dovrebbe avere registrato una lieve variazione positiva.

Lo scenario internazionale è nel complesso caratterizzato da minori rischi rispetto ad alcuni mesi fa. Nell'ipotesi che le tensioni in Medio Oriente non si aggravino e che il prezzo del petrolio, risalito bruscamente dallo scorso marzo, si mantenga sui livelli attuali (circa 26 dollari per barile), in linea con quanto implicito nei contratti futures, la crescita e l'inflazione non dovrebbero subire modifiche di rilievo. Dopo il buon risultato conseguito nel primo trimestre, vi è incertezza, tuttavia, sul profilo della ripresa negli Stati Uniti nella restante parte dell'anno. L'FMI prevede che dal secondo trimestre venga meno l'impulso fornito dalle scorte e che la dinamica delle altre componenti della domanda si mantenga su ritmi inferiori a quelli che hanno storicamente caratterizzato le fasi iniziali di ripresa ciclica negli Stati Uniti. La generalità dei previsori privati sconta, invece, una rapida accelerazione degli investimenti, sospinti dalle favorevoli prospettive di redditività, un aumento significativo dell'occupazione e una conseguente elevata dinamica dei consumi privati. Ciò permetterebbe all'economia statunitense di conseguire alla fine del 2002 un tasso di sviluppo superiore al 3,2 per cento e di porre le basi per una espansione attorno al 4 nel prossimo anno.

LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

Gli andamenti economici nei paesi industriali

Il rallentamento dell'attività economica, iniziato nella seconda metà del 2000 negli Stati Uniti, si è accentuato nel 2001, estendendosi rapidamente a tutte le aree del globo. Dai primi mesi del 2002 l'economia statunitense è in netta ripresa; segnali positivi si riscontrano anche nelle altre principali aree.

Gli Stati Uniti. - La lunga espansione negli Stati Uniti, iniziata nel marzo del 1991, è terminata nello stesso mese del 2001. La successiva fase recessiva è stata, in confronto alle precedenti, di entità e durata limitate. Il PIL ha registrato una variazione negativa solo nel terzo trimestre, risentendo degli attentati terroristici dell'11 settembre. Gli effetti economici di tale shock si sono rivelati più contenuti di quanto inizialmente temuto. Nel quarto trimestre l'economia ha ripreso a crescere a un ritmo dell'1,7 per cento su base annua. Ne è risultato, nella media del 2001, un aumento del prodotto dell'1,2 per cento, dal 4,1 nel 2000 (tav. A1).

All'origine dell'andamento ciclico negativo vi è la caduta nell'accumulazione di capitale, particolarmente marcata per i beni delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC). Gli investimenti fissi lordi, cresciuti del 7,6 per cento nel 2000, sono calati del 2,0 nel 2001; il loro contributo alla crescita, da positivo per 1,3 punti percentuali nel 2000, è divenuto negativo per 0,3 punti. Sulla dinamica di questo aggregato ha pesato l'andamento nel comparto TIC, dove all'incremento del 20,4 per cento nel 2000 è seguita una flessione del 3,7 per cento nel 2001; il calo ha riguardato anche gli investimenti in macchinari industriali e in mezzi di trasporto. Il drastico ridimensionamento della dinamica degli investimenti in TIC osservato nel recente ciclo non trova riscontro nella recessione dell'inizio degli anni novanta. Questo suggerisce che tali investimenti possano essere aumentati in misura eccessiva nella seconda metà degli anni novanta, anche per le condizioni di finanziamento molto favorevoli. Il rapido tasso di obsolescenza che caratterizza il capitale informatico, tuttavia, attenua il rischio che l'eventuale *overinvestment* possa condizionare a lungo l'accumulazione di capitale. Gli investimenti in costruzioni residenziali, che nelle precedenti

fasi recessive avevano generalmente registrato consistenti contrazioni, nel 2001 sono rimasti sostanzialmente stabili, beneficiando del ribasso dei tassi di interesse sui mutui ipotecari (cfr. il capitolo: *I mercati finanziari internazionali*).

Tav. A1

**PRODOTTO E COMPONENTI DELLA DOMANDA
NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI**

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

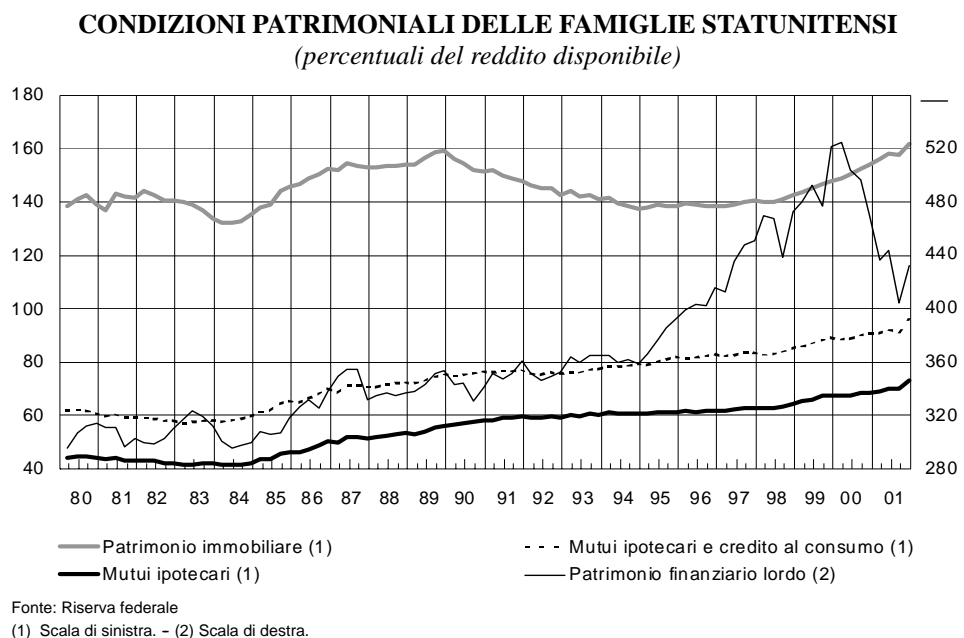
Paesi	2000	2001	2001				2002
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
Stati Uniti							
PIL	4,1	1,2	1,3	0,3	-1,3	1,7	5,8
Consumi delle famiglie (1) .	4,8	3,1	3,0	2,5	1,0	6,1	3,5
Spesa delle Amministrazioni pubbliche (2)	2,7	3,6	5,3	5,0	0,3	10,2	7,9
Investimenti privati fissi lordi	7,6	-2,0	1,9	-9,7	-5,7	-11,4	-0,2
Variazione delle scorte (3) .	-0,1	-1,1	-2,6	-0,4	-0,8	-2,2	3,1
Esportazioni nette (3)	-0,8	-0,1	0,6	-0,1	-0,3	-0,1	-1,2
Giappone							
PIL	2,4	-0,5	4,1	-4,8	-2,1	-4,8	....
Consumi delle famiglie (1) .	0,6	0,3	7,7	-4,3	-6,7	7,9	....
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	4,6	3,1	4,5	6,4	-1,1	1,5	....
Investimenti fissi lordi	3,2	-1,8	-0,4	-7,8	8,0	-28,6	....
Variazione delle scorte (3) .	..	..	0,1	..	-0,5	0,1	....
Esportazioni nette (3)	0,5	-0,7	-0,6	-1,2	0,2	-0,4	....
Area dell'euro							
PIL	3,5	1,5	2,0	0,2	0,9	-0,8	....
Consumi delle famiglie (1) .	2,5	1,7	4,0	1,9	0,3	0,5	....
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,9	2,2	2,9	1,7	1,4	2,3	....
Investimenti fissi lordi	4,4	-0,4	-1,5	-2,6	-1,3	-1,5	....
Variazione delle scorte (3)(4)	0,2	-0,5	-2,8	0,1	-0,8	-0,9	....
Esportazioni nette (3)	0,6	0,7	2,5	-0,7	1,5	-0,4	....
Regno Unito							
PIL	3,0	2,2	2,6	2,0	1,7	..	0,3
Consumi delle famiglie (1) .	4,1	3,9	4,0	4,1	4,2	3,7	....
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	3,3	2,7	10,7	-0,5	-3,4	5,9	....
Investimenti fissi lordi	3,9	0,1	-14,8	1,8	-4,9	2,9	....
Variazione delle scorte (3)(4)	-0,3	-0,2	0,7	0,5	-0,1	-2,2	....
Esportazioni nette (3)	-0,7	-0,8	0,3	-1,5	0,6	-1,9	....

Fonte: Eurostat e statistiche nazionali.

(1) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella delle istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. -
(2) Include gli investimenti pubblici. - (3) Contributo alla crescita del PIL in punti percentuali. - (4) Include le acquisizioni, meno le cessioni,
di oggetti di valore.

Un forte sostegno all'attività produttiva è venuto dai consumi, il cui ritmo di crescita è stato del 3,1 per cento, inferiore di 1,7 punti percentuali a quello del 2000, ma molto elevato se confrontato con analoghe fasi cicliche. La riduzione dei prezzi dei prodotti energetici, avvenuta nella seconda metà dell'anno, ha ampliato la capacità di spesa delle famiglie. Nello stesso periodo, in presenza di un forte deterioramento della situazione dell'occupazione e della maggiore incertezza provocata dagli eventi dell'11 settembre, la tenuta dei consumi è stata assicurata in modo determinante dalle politiche economiche. Le misure di bilancio espansive (cfr. il paragrafo: *Le politiche economiche nei principali paesi industriali*) hanno esercitato un effetto positivo di fondamentale importanza sul reddito disponibile. Il calo dei tassi sui mutui ipotecari, favorito dall'espansione monetaria, ha creato condizioni particolarmente vantaggiose per l'estinzione dei mutui in essere e il rinnovo degli stessi a costi inferiori; l'apprezzamento del valore di mercato delle abitazioni ha reso possibile incrementare l'ammontare dei finanziamenti ricevuti a fronte dello stesso bene dato in garanzia. L'indebitamento delle famiglie in rapporto al reddito disponibile, che nel corso delle passate recessioni era rimasto stabile, tra il primo e il quarto trimestre del 2001 è salito dal 91 al 96 per cento, un livello di circa venti punti percentuali più elevato di quello prevalente all'inizio degli anni novanta (fig. A1).

Fig. A1



Nel 2001 la ricchezza netta delle famiglie, calcolata su dati di fine periodo, è diminuita moderatamente (-2,4 per cento, pari a 991 miliardi di dollari). La sua flessione è dipesa da quella della componente azionaria (-2.267 miliardi di dollari), in parte bilanciata dall'aumento della ricchezza immobiliare (974 miliardi di dollari). Secondo un recente studio pub-

blicato dal National Bureau of Economic Research la composizione della ricchezza, oltre che il suo livello, avrebbe implicazioni sui comportamenti di spesa; nell'economia statunitense si riscontra infatti una reattività dei consumi, a seconda della specificazione econometrica utilizzata, da 1,5 a 3 volte più elevata alla ricchezza immobiliare che a quella azionaria. Questo risultato sarebbe in parte ascrivibile al fatto che un aumento della ricchezza immobiliare viene considerato dai consumatori più stabile di un incremento analogo di quella mobiliare. In parte sarebbe da ricondurre al diverso grado di concentrazione delle due forme di ricchezza: poiché quella immobiliare è molto più diffusa di quella azionaria, l'effetto sui consumi è maggiore nel caso di variazioni della prima, a causa della più elevata propensione marginale al consumo delle fasce di popolazione meno abbienti. Secondo stime riportate in uno studio della Riserva federale, in una distribuzione della popolazione statunitense ordinata per livello di reddito, nel 1998 il quintile più elevato possedeva l'83 per cento circa della ricchezza azionaria detenuta direttamente dalle famiglie, il 74 di quella detenuta attraverso i fondi comuni e solo il 47 della ricchezza immobiliare.

Le condizioni del mercato del lavoro si sono progressivamente deteriorate nel corso del 2001. L'occupazione dipendente non agricola risultava diminuita di 754 mila unità (-0,6 per cento) nel quarto trimestre rispetto a un anno prima, soprattutto per la considerevole riduzione nel settore manifatturiero (-6,6 per cento). Nello stesso periodo, l'occupazione nei servizi è, invece, aumentata, sia pure in misura modesta (0,3 per cento); essa ha registrato una variazione negativa solo nel quarto trimestre, in larga parte per gli effetti degli eventi di settembre sulla domanda di lavoro in taluni settori (trasporto aereo, ristorazione, alberghiero; cfr. il riquadro: *Gli effetti diretti degli eventi dell'11 settembre sull'economia degli Stati Uniti*, in *Bollettino Economico*, n. 37, 2001). Il tasso di disoccupazione è aumentato in misura rilevante nel corso dell'anno, dal 4,2 per cento nel primo trimestre fino al 5,6 nel quarto.

Il costo del lavoro nel settore delle imprese private non agricole è progressivamente decelerato, dal 5 per cento circa in ragione d'anno nella prima metà del 2001 al 2,3 per cento nel quarto trimestre (5,8 per cento in media d'anno). Nello stesso settore la produttività del lavoro è cresciuta dell'1,9 per cento nella media dell'anno; nelle precedenti fasi recessive se ne era invece registrata, generalmente, una caduta. Il mantenimento di una dinamica positiva della produttività è riconducibile, oltre che alla rapida riduzione dei livelli di occupazione, ai guadagni di efficienza derivanti dalla massiccia applicazione negli anni più recenti delle tecnologie informatiche. La continuazione della caduta del deflatore degli investimenti in computer (-19,7 per cento nella media nel 2001) indicherebbe inoltre che l'innovazione nelle TIC è proseguita intensamente.

Nel settore delle imprese non agricole e non finanziarie i profitti lordi, valutati sulla base della contabilità nazionale, sono diminuiti nei primi tre trimestri del 2001: nel terzo trimestre si registrava, rispetto a un anno prima, un calo del 27 per cento contro un incremento dell'11,4 nello stesso periodo del 2000. In tale fase la dinamica dei profitti complessivi è dipesa quasi total-

mente da quella, fortemente negativa, dei profitti unitari, diminuiti cumulativamente del 28,5 per cento tra il secondo trimestre del 2000 e il terzo trimestre dello scorso anno, a fronte di un effetto lievemente positivo proveniente dall'andamento delle quantità prodotte. Ciò sarebbe stato causato anche dall'accresciuto grado di concorrenza sul mercato dei beni, determinato dalla progressiva diffusione delle nuove tecnologie e dal rafforzamento del tasso di cambio, che avrebbe indotto le imprese a utilizzare politiche di prezzo più orientate alla difesa delle quote di mercato. Nell'ultimo trimestre del 2001 la fortissima ripresa dei profitti unitari (58 per cento rispetto al trimestre precedente in ragione d'anno) ha determinato un netto recupero di quelli complessivi, che ne ha riportato il livello su valori non discosti da quelli dell'inizio dell'anno.

Nel 2001, in seguito alla caduta degli investimenti, le imprese non finanziarie si sono indebitate a ritmi inferiori a quelli degli ultimi anni. Tuttavia, in rapporto al patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, il debito, che alla fine del 2000 era pari al 54,6 per cento, un livello analogo a quello del picco dell'inizio degli anni novanta, è salito al 59,4 per cento.

L'elevato livello di indebitamento di famiglie e imprese non finanziarie riflette il netto deterioramento dei loro saldi finanziari dall'inizio degli anni novanta. Quello delle famiglie è passato da un avanzo del 5,8 per cento del PIL nel 1990 a un disavanzo dell'1 per cento nel 2001. Il saldo delle imprese, prossimo all'equilibrio nella prima metà degli anni novanta, è divenuto lievemente negativo negli ultimi anni. Il forte peggioramento complessivo del settore privato non è stato compensato dal riequilibrio dei conti pubblici. I disavanzi del conto corrente con l'estero accumulati dall'inizio degli anni novanta hanno dato luogo a un'ingente posizione debitoria netta nei confronti dell'estero (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*).

L'inflazione al consumo è scesa, sui dodici mesi, dal 3,7 per cento in gennaio all'1,6 in dicembre, riflettendo il calo dei prezzi dei prodotti energetici; nella media dell'anno l'incremento è stato del 2,8 per cento, contro il 3,4 nel 2000. L'indice che esclude dal paniere le componenti più variabili (i prodotti energetici e gli alimentari) ha mantenuto un tasso di incremento sui dodici mesi sostanzialmente stabile, tra il 2,5 e il 2,8 per cento.

Al miglioramento del quadro congiunturale alla fine del 2001 ha fatto seguito una significativa ripresa dell'attività produttiva nel primo trimestre dell'anno in corso, dovuta soprattutto all'attenuarsi del processo di decumulo delle scorte. Secondo stime ancora preliminari, il prodotto è cresciuto del 5,8 per cento in ragione d'anno, per oltre tre punti percentuali effetto del contributo positivo delle scorte. I consumi hanno registrato una crescita elevata (3,5 per cento in ragione d'anno), anche se inferiore a quella del quarto trimestre del 2001, che aveva anche beneficiato del temporaneo sostegno costi-

tuito dagli incentivi finanziari all'acquisto di autoveicoli. L'incremento dei trasferimenti e degli sgravi d'imposta ha, inoltre, accresciuto il reddito disponibile di circa il 10 per cento in termini reali in ragione d'anno. Dopo essersi ridotti per quattro trimestri, gli investimenti in TIC sono aumentati al ritmo del 7,5 per cento in ragione d'anno.

Nel primo trimestre del 2002 la produttività del lavoro delle imprese private non agricole ha segnato un balzo dell'8,6 per cento in ragione d'anno, nettamente superiore a quello del trimestre precedente (5,5 per cento); i costi del lavoro per unità di prodotto sono diminuiti del 5,4 in ragione d'anno, indicando un ulteriore forte recupero dei profitti. Nello stesso periodo ha ripreso a crescere l'occupazione nei servizi e si è attenuata la riduzione nel settore manifatturiero.

Il Giappone. - Dall'ottobre 2000, per la terza volta negli ultimi dieci anni, il Giappone è entrato in recessione: nel 2001 il prodotto è diminuito, nella media dell'anno, dello 0,5 per cento (tav. A1). La caduta dell'attività produttiva è stata molto marcata nel secondo semestre (-3,5 per cento in ragione d'anno).

Gli investimenti privati, il cui cospicuo aumento aveva sospinto la ripresa nel 2000, sono diminuiti nel 2001 dell'1,2 per cento, riflettendo il crollo di quelli in costruzioni residenziali. Al netto di questi ultimi, gli investimenti privati sono rimasti pressoché stazionari, dopo la crescita superiore al 10 per cento dell'anno precedente. Al drastico rallentamento ha contribuito il calo dei profitti, pari, secondo un'indagine del Ministero delle finanze, al 16 per cento per il complesso delle imprese non finanziarie e al 28 per le grandi imprese manifatturiere.

Le esportazioni sono diminuite del 6,6 per cento nella media dell'anno; particolarmente colpite sono state quelle di beni d'investimento e di prodotti informatici. Il contributo della domanda estera netta alla variazione del PIL è stato negativo per 0,7 punti percentuali.

La spesa delle famiglie, già stagnante nel 2000, è cresciuta appena dello 0,3 per cento nella media dell'anno. A frenare i consumi hanno contribuito l'accresciuta incertezza sulle prospettive dell'occupazione e la debolezza del reddito disponibile. L'occupazione è calata dello 0,5 per cento (-0,2 nell'anno precedente). Il tasso di disoccupazione è aumentato, fino a raggiungere il 5,5 per cento in dicembre, dal 4,8 di gennaio. I salari nominali hanno ripreso a flettere (-1,1 per cento nella media dell'anno) dopo gli incrementi molto contenuti registrati nel 2000 (0,6 per cento); si sono lievemente ridotti anche in termini reali.

La nuova fase di debolezza del ciclo ha accentuato la deflazione: la diminuzione sui dodici mesi dei prezzi al consumo dallo 0,3 per cento in gen-

naio si è portata all'1,2 in dicembre. I prezzi alla produzione, pressoché invariati nel 2000 per effetto dei rincari del petrolio, sono tornati a calare: in dicembre la flessione sui dodici mesi era dell'1,5 per cento.

Nella media del 2001, come negli anni precedenti, la caduta dell'indice generale dei prezzi al consumo (-0,7 per cento nella media dell'anno, come nel 2000) è stata particolarmente accentuata nella componente relativa ai soli beni (-1,4 per cento), soprattutto nel comparto dei prodotti industriali (-1,9 per cento). I prezzi dei beni durevoli hanno segnato un calo prossimo al 7 per cento, anche per effetto dell'ampia flessione dei prezzi della categoria che include i computer (-20 per cento). Forti pressioni al ribasso sono state pure esercitate dal volume crescente di importazioni a basso costo dalla Cina e da altri paesi asiatici. La variazione dei prezzi dei servizi, che pesano per circa la metà del paniere, è stata solo lievemente negativa (-0,3 per cento), come nel 2000. La deflazione strisciante che caratterizza l'economia giapponese da oltre un quinquennio ha determinato un ulteriore aumento, da un livello già eccezionalmente elevato nel confronto internazionale, del prezzo relativo tra beni non tradabile e tradabile.

Nei primi mesi del 2002 la ripresa della domanda estera ha determinato un miglioramento del quadro congiunturale giapponese. Il deprezzamento del cambio, da circa 120 yen per dollaro nell'autunno del 2001 a oltre 133 nel febbraio 2002, ha contribuito a sostenere la ripresa delle esportazioni. Ne ha beneficiato, cessando di diminuire, la produzione industriale, che aveva toccato alla fine del 2001 il livello minimo dal 1987. Le aspettative delle imprese e delle famiglie, peggiorate molto nel corso del 2001, si sono stabilizzate.

L'Europa. - Nell'area dell'euro (i cui andamenti economici sono estesamente trattati nella sezione B di questo volume) la crescita del PIL è scesa all'1,5 per cento nella media del 2001, dal 3,5 dell'anno precedente (tav. A1); particolarmente accentuata è risultata la decelerazione in Germania. Sul rallentamento dell'attività economica nei paesi dell'area hanno pesato la brusca frenata degli investimenti e la netta decelerazione delle esportazioni; il decumulo delle scorte ha sottratto mezzo punto percentuale alla crescita del PIL. L'occupazione ha rallentato, registrando tuttavia un incremento ancora significativo (1,4 per cento). Nel corso dell'anno il tasso di disoccupazione è rimasto stabile attorno all'8,3 per cento. Dopo il calo del PIL nel quarto trimestre, segni di ripresa del livello di attività sono venuti dal miglioramento degli indicatori di fiducia e dall'aumento della produzione industriale, in atto da dicembre.

L'inflazione al consumo, salita nel maggio 2001 al 3,4 per cento sui dodici mesi, si è successivamente ridotta, beneficiando del ribasso delle quotazioni del petrolio, fino al 2,1 per cento in dicembre. All'inizio del 2002 la fase di decelerazione dei prezzi al consumo si è bruscamente arrestata; in aprile la variazione sui dodici mesi si è attestata al 2,4 per cento.

Nel 2001 la crescita del PIL nel Regno Unito è stata pari al 2,2 per cento, contro il 3,0 dell'anno precedente. Sul rallentamento ha inciso soprattutto la decelerazione degli investimenti, pressoché stazionari nella media dell'anno, dopo l'aumento del 3,9 per cento nel 2000. I consumi, al contrario, hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti (3,9 per cento). La significativa accelerazione dei prezzi degli immobili (la variazione sui dodici mesi dell'Halifax House Price Index tra gennaio e dicembre del 2001 è salita dall'1,2 al 15,5 per cento) ha compensato il consistente calo della ricchezza finanziaria netta delle famiglie, scesa del 16,0 per cento tra il quarto trimestre del 2000 e lo stesso periodo del 2001. Il livello sopravvalutato del cambio ha condizionato negativamente l'attività nel settore manifatturiero, concorrendo a determinare una contrazione della produzione industriale del 2,7 per cento nella seconda metà dell'anno rispetto alla prima.

Le politiche economiche nei principali paesi industriali

I bilanci pubblici. - Negli Stati Uniti la politica di bilancio ha assunto un orientamento nettamente espansivo. L'avanzo del bilancio federale in rapporto al PIL si è ridotto di oltre un punto percentuale nel 2001; è diminuito in misura rilevante il surplus complessivo previsto nel prossimo decennio. In Giappone il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto, pur rimanendo su livelli elevati. È, invece, aumentato, per la prima volta dal 1994, quello dell'area dell'euro, riflettendo il rallentamento ciclico e l'attuazione, in alcuni paesi, di misure di riduzione della pressione fiscale.

Nell'esercizio terminato lo scorso settembre l'avanzo complessivo del bilancio federale degli Stati Uniti è stato di 127 miliardi di dollari (236 nell'anno precedente); in relazione al PIL è passato dal 2,4 all'1,3 per cento. Al netto dell'attivo della previdenza sociale, il bilancio ha registrato un disavanzo di 33 miliardi. Nel 2001 il debito federale si è ridotto, in rapporto al PIL, di un punto percentuale, al 56,8 per cento; il debito detenuto dai privati è sceso dal 35,0 al 32,7 per cento del PIL.

In un contesto di debolezza del ciclo il Congresso aveva approvato nel maggio 2001 una serie di misure espansive di carattere permanente, riguardanti prevalentemente riduzioni dell'imposizione diretta sulle persone fisiche (Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act), il cui impatto nel decennio 2002-2011 era stimato dal Congressional Budget Office (CBO) in circa 1.300 miliardi di dollari (cfr. la Relazione sull'anno 2000). Le misure hanno avuto un impatto rilevante già sul bilancio dell'anno fiscale 2001, in seguito alla restituzione, durante la scorsa estate, di imposte per 74 miliardi (0,7 per cento del PIL); l'effetto sull'esercizio in corso dovrebbe essere più contenuto (38 miliardi).

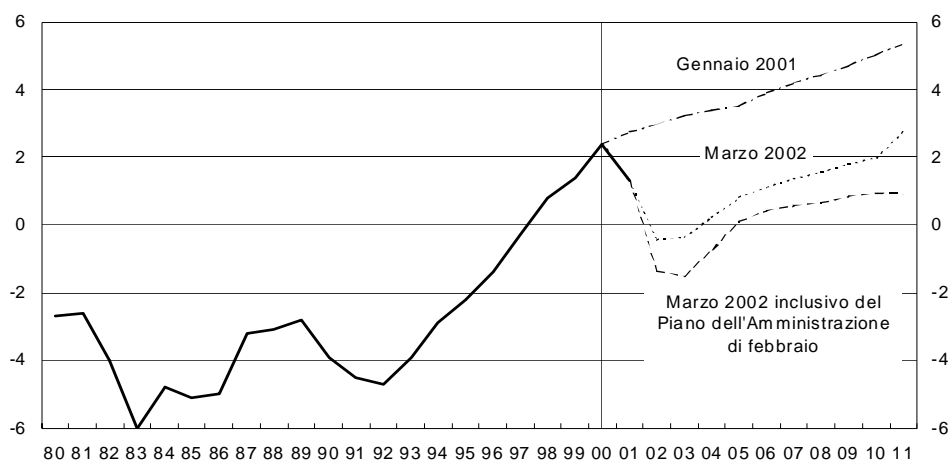
L'orientamento espansivo della politica di bilancio veniva rafforzato dopo gli eventi di settembre. Venivano approvate in rapida successione misure di emergenza riguardanti incrementi della spesa per la difesa e per la sicurezza interna, il cui impatto sul bilancio dell'anno fiscale 2002 è stato stimato dal CBO in 53 miliardi. Nel marzo scorso è stato inoltre approvato un piano di stimolo dell'attività economica, incentrato su sgravi in favore delle imprese, che peserà sul bilancio dell'esercizio in corso per altri 51 miliardi. L'effetto complessivo delle misure di sostegno, dunque, ammonterebbe nel 2002 a 142 miliardi, circa l'1,4 per cento del PIL. Secondo recenti stime del CBO, il saldo del bilancio federale diventerebbe negativo per 46 miliardi.

Le misure approvate dal maggio 2001 hanno un forte impatto anche sulle prospettive a medio termine dei conti pubblici, determinando un assottigliamento degli avanzi previsti.

Rispetto alle previsioni dell'Amministrazione formulate all'inizio del 2001, nelle quali si stimava un avanzo cumulato nel periodo 2002-2011 di circa 5.600 miliardi di dollari, quelle attuali del CBO ne indicano, in base alla legislazione corrente, uno di 1.600 miliardi (fig. A2). Sebbene parte della riduzione sia attribuibile a una revisione al ribasso della crescita economica (poco meno di 1.000 miliardi), circa 2.500 miliardi sono ascrivibili agli interventi inclusi nell'Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act e a quelli approvati successivamente.

Fig. A2

SALDI DEL BILANCIO FEDERALE DEGLI STATI UNITI (1)
(anni fiscali; in percentuale del PIL)



Fonte: Congressional Budget Office.

(1) Inclusivo dell'avanzo della previdenza sociale. Dal 2001, previsioni a varie date.

Un ulteriore ridimensionamento degli avanzi dei conti pubblici potrebbe venire dall'approvazione della proposta di bilancio per il 2003 presentata dall'Amministrazione

al Congresso lo scorso febbraio. Secondo le stime del CBO, l'attuazione di tale proposta implicherebbe l'annullamento dell'avanzo di bilancio cumulato del periodo 2002-2011. Il piano, con effetti complessivi superiori a quelli dell'Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act, prevede incrementi delle spese per 1.100 miliardi e riduzioni delle entrate per 600. In particolare, nel 2003 si registrerebbe un significativo aumento della spesa per la difesa, che salirebbe a circa 400 miliardi, valore prossimo, in termini reali, a quelli degli inizi degli anni novanta. Le spese complessive dovrebbero crescere del 5 per cento rispetto al 2002. Tale piano avrebbe effetti retroattivi rilevanti anche sull'anno fiscale in corso, determinando un maggiore disavanzo per circa 96 miliardi.

In Giappone, dopo tre anni caratterizzati da un orientamento espansivo, la politica di bilancio ha assunto un indirizzo lievemente restrittivo. Secondo le stime dell'FMI, nell'esercizio fiscale terminato a marzo 2002, il disavanzo, al netto dell'attivo della previdenza sociale, è diminuito all'8,8 per cento del PIL, dal 9,2 dell'anno precedente; di entità analoga è stata la flessione del saldo depurato degli effetti del ciclo. Nonostante il peggioramento della situazione economica, il nuovo governo, insediatosi nella primavera del 2001, ha deciso di porre un limite di 30.000 miliardi di yen all'emissione di nuovi titoli del debito. Anche le manovre supplementari di bilancio varate nello scorso esercizio sono state di ammontare assai contenuto (circa 5.000 miliardi di yen, pari all'1 per cento del PIL) rispetto a quelle dei precedenti esercizi; inoltre si sono caratterizzate per un impiego delle risorse a sostegno delle riforme strutturali, piuttosto che al finanziamento di investimenti in infrastrutture. La legge di bilancio per l'anno fiscale 2002, approvata in marzo, che mantiene il citato limite di 30.000 miliardi di yen, determinerebbe un disavanzo lievemente in calo, all'8,7 per cento del PIL, da conseguirsi soprattutto attraverso una consistente riduzione degli investimenti e dei finanziamenti a imprese pubbliche (di oltre il 10 per cento rispetto all'esercizio precedente). Il debito pubblico lordo giapponese, da alcuni anni il più elevato tra quelli dei paesi industriali, si ragguagliava, secondo stime dell'OCSE, al 133 per cento del PIL alla fine del 2001, dal 124 nel 2000.

Nell'area dell'euro l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche si è accresciuto nel 2001 all'1,3 per cento del PIL, dallo 0,8 dell'anno precedente: si è così interrotta la tendenza alla riduzione dello squilibrio dei conti pubblici in atto dal 1994 (cfr. la sezione C: La finanza pubblica). Il deterioramento è riconducibile principalmente all'operare degli stabilizzatori automatici; in alcuni paesi, tra cui la Germania, ha influito anche la concessione di sgravi fiscali. Il numero dei paesi che hanno raggiunto un saldo di bilancio attivo o in pareggio è tuttavia aumentato da 4 a 7. Il debito pubblico si è ridotto al 69,1 per cento del PIL, dal 70,2 nel 2000.

Le politiche monetarie. - Negli Stati Uniti l'orientamento espansivo assunto dalla politica monetaria fin dall'inizio dell'anno si è ulteriormente

accentuato in seguito agli attacchi terroristici di settembre. L'azione della Riserva federale è stata rapida e intensa: tra gennaio e maggio il tasso obiettivo sui federal funds e il tasso di sconto, rimasti invariati per tutta la seconda metà del 2000 su livelli elevati (rispettivamente del 6,5 e 6,0 per cento), venivano ridotti complessivamente di 2,5 punti percentuali (al 4,0 e 3,5 per cento; fig. A3). Nell'estate gli interventi divenivano più gradualisti, con due tagli di 0,25 punti ciascuno in giugno e in agosto. Gli attacchi terroristici di settembre inducevano la Riserva federale a un'immediata e incisiva azione di ulteriore allentamento. Il 17 settembre, prima della riapertura dei mercati finanziari nel paese, in una riunione straordinaria del Federal Open Market Committee (FOMC) i tassi di riferimento venivano ridotti di 0,5 punti percentuali, con un intervento concertato assieme ad altre banche centrali, tra cui l'Eurosistema; venivano adottate ulteriori misure straordinarie per assicurare al sistema finanziario livelli di liquidità adeguati. All'inizio di ottobre, e poi nuovamente in novembre, la Riserva federale riduceva ancora i tassi di riferimento, in ciascuna occasione di 0,5 punti. Nella prima decade dello scorso dicembre veniva operato un ulteriore ribasso di 0,25 punti, che portava il tasso obiettivo sui federal funds all'1,75 per cento, il livello più basso degli ultimi cinquant'anni. Nel marzo scorso, in un quadro di incertezza sulle prospettive di durevole ripresa della domanda interna, il FOMC ha lasciato invariati i tassi ufficiali, ma ha annunciato un miglioramento nella sua valutazione delle condizioni economiche e ha assunto un orientamento neutrale quanto alle prospettive inflazionistiche.

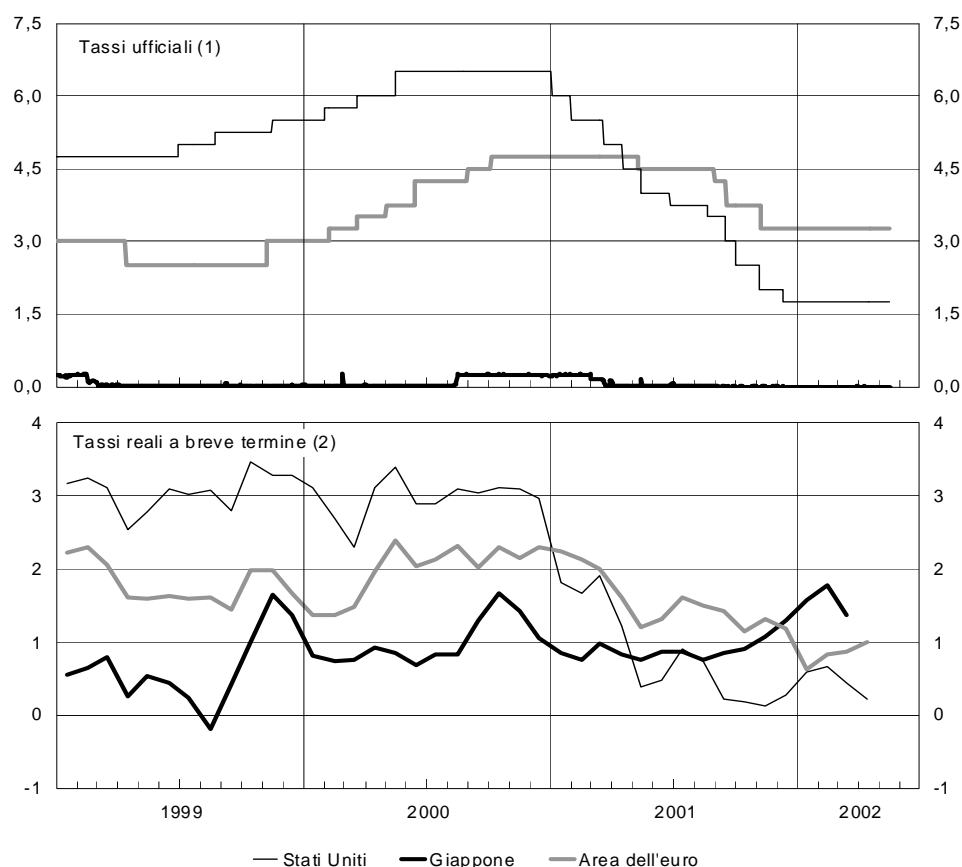
In Giappone, per contrastare la deflazione, in un contesto di debolezza dell'economia, le autorità hanno intensificato lo sforzo per rendere ancora più espansivo l'orientamento della politica monetaria, cercando modalità più efficaci per assicurare un'abbondante liquidità al sistema. Dalla metà di marzo del 2001 l'obiettivo operativo della politica monetaria è divenuto l'ammontare dei saldi dei conti correnti delle istituzioni finanziarie presso la banca centrale: il livello obiettivo di tale aggregato è stato innalzato progressivamente da 5 mila miliardi di yen in marzo fino a 15 mila in dicembre. Tale mutamento nella strategia di politica monetaria ha permesso al tasso d'interesse a brevissimo termine di mantenersi prossimo allo zero. Al fine di rendere più efficace l'azione di espansione monetaria, la Banca del Giappone ha anche aumentato l'ammontare di titoli pubblici a lungo termine che essa può acquistare in via definitiva, da 400 miliardi di yen al mese all'inizio del 2001 fino a 1.000 nel febbraio dell'anno in corso. Per mantenere bassi i tassi a breve termine attesi e, per questa via, anche quelli a medio e a lungo termine, le autorità monetarie hanno inoltre dichiarato che la nuova strategia sarà mantenuta fino a quando il tasso d'inflazione, misurato sui prezzi al consumo, non sarà ritornato stabilmente positivo.

L'espansione delle riserve bancarie ha indotto un'accelerazione fortissima della base monetaria, cresciuta nella media del quarto trimestre del

2001 di oltre il 15 per cento rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente (3,0 nel quarto trimestre del 2000), che è continuata nei primi mesi del 2002. All'incremento della base monetaria non ha fatto seguito una pari espansione dell'aggregato ampio di moneta (M2+CD), aumentato in dicembre del 3,4 per cento sui dodici mesi. Riflettendo difficoltà patrimoniali e reddituali, accentuatesi anche a causa della recessione, le banche hanno concesso credito al sistema privato con grande cautela: il moltiplicatore del credito, in calo dal 1993, ha registrato una ulteriore netta flessione.

Fig. A3

TASSI DI INTERESSE UFFICIALI E TASSI REALI A BREVE TERMINE
(valori percentuali)



Fonte: BCE e statistiche nazionali

(1) Dati giornalieri. 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. - (2) Dati medi mensili. Per le definizioni cfr. nell'Appendice la tav. aA8. I tassi di interesse reali sono ottenuti deflazionando quelli nominali con il tasso di incremento dei prezzi al consumo registrato nei 12 mesi precedenti.

Secondo le rilevazioni della Financial Services Agency (FSA), pubblicate lo scorso febbraio, nel settembre del 2001 l'ammontare dei crediti inesigibili per l'insieme delle banche era pari a quasi 36 mila miliardi di yen, il 7,0 per cento del PIL (dal 6,3 segnalato nel marzo dello stesso anno), a fronte di quasi 12 mila miliardi di accantonamenti.

Tra ottobre 2001 e aprile 2002, la FSA ha effettuato una serie di ispezioni straordinarie presso 13 tra le 17 maggiori banche, allo scopo di verificare l'adeguatezza dei criteri di valutazione dei crediti e la congruità delle cancellazioni e degli accantonamenti realizzati. Crediti pari a circa 7.500 miliardi di yen, più della metà di quelli complessivamente esaminati, sono stati declassati; crediti per 3.700 miliardi di yen sono stati valutati "a rischio di bancarotta". Rispetto a quanto rilevato lo scorso settembre, le perdite a fronte di crediti inesigibili sono state valutate più elevate per circa 2 mila miliardi di yen. Secondo le valutazioni della FSA, i coefficienti di adeguatezza patrimoniale delle banche esaminate sarebbero rimasti sufficientemente elevati, superiori al 10 per cento per quelle con operatività internazionale e all'8 per quelle operanti sul mercato interno.

Dal maggio del 2001 anche l'Eurosistema ha intrapreso un'azione di allentamento delle condizioni monetarie (cfr. la sezione D: La politica monetaria e i mercati monetari e finanziari). Tra quella data e l'inizio di novembre, in presenza di un'attenuazione delle spinte inflazionistiche e di un indebolimento della domanda interna e internazionale, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato ridotto, in quattro successivi interventi, dal 4,75 al 3,25 per cento. Alla fine del 2001 il tasso reale a breve termine, calcolato in base all'inflazione realizzata, risultava inferiore di oltre un punto percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (fig. A3).

I paesi emergenti

Nel 2001, nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan), l'impulso negativo della domanda estera, soprattutto nel settore dei prodotti tecnologici, ha determinato un forte rallentamento del prodotto, il cui tasso di crescita si è ridotto sotto l'1 per cento, dall'8,5 nel 2000. Nei PVS della regione più aperti agli scambi internazionali (Indonesia, Malesia, Filippine e Thailandia) la crescita si è dimezzata, dal 5,1 al 2,6 per cento. A sostenere l'attività produttiva internazionale ha invece contribuito il persistere di tassi di sviluppo elevati in Cina e India, il cui peso sul prodotto mondiale, valutato alle parità dei poteri d'acquisto, si attestava nel 2000 rispettivamente all'11,1 e al 5,3 per cento (tav. aA1).

Nella Corea del Sud la crescita si è ridotta al 3 per cento, dal 9,3 dell'anno precedente. Nonostante la forte caduta delle esportazioni, la dinamica sostenuta della domanda interna, in particolare per consumi privati, ha permesso di contenere il rallentamento del prodotto. Il PIL è invece caduto a Singapore e a Taiwan.

In Malesia l'attività economica è aumentata solo dello 0,4 per cento, riflettendo soprattutto la debolezza della domanda di prodotti dell'elettronica, di cui il paese è un importante esportatore. Nelle Filippine, paese anch'esso fortemente specializzato in queste produzioni, la crescita è rimasta elevata (3,4 per cento), soprattutto per il forte aumento della produzione del settore agricolo. In Thailandia e in Indonesia, dove l'andamento della doman-

da estera è stato meno negativo, anche per la minore specializzazione di questi paesi nell'elettronica, il prodotto sarebbe cresciuto, rispettivamente, dell'1,8 e del 3,4 per cento.

Cina e India, paesi strutturalmente più chiusi, hanno risentito in misura limitata del rallentamento mondiale, crescendo, rispettivamente, del 7,3 e del 4,3 per cento. In entrambi i paesi la domanda interna è stata sostenuta da politiche monetarie e fiscali espansive. In India, il margine per ulteriori manovre espansive di bilancio è limitato dall'elevato disavanzo, che nel 2001 ha raggiunto l'11 per cento del PIL.

Il peso della Cina sul valore delle esportazioni mondiali di beni è salito dal 2 al 4 per cento nel corso dell'ultimo decennio; era pari ad appena l'1 per cento all'inizio degli anni ottanta.

Nel 2001 la crescita dell'economia in America latina ha risentito della crisi in Argentina, scendendo allo 0,7 per cento dal 4 dell'anno precedente. Al risultato negativo hanno contribuito gli stretti legami economici con gli Stati Uniti e la crisi del turismo internazionale determinata dagli eventi di settembre.

In Messico l'economia ha subito gli effetti della recessione negli Stati Uniti; nel secondo semestre del 2001 il PIL è caduto dell'1,6 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nella media dell'anno la crescita è stata lievemente negativa (-0,3 per cento), dal 6,6 del 2000. Nonostante il deterioramento macroeconomico, sono state mantenute politiche economiche rigorose, che hanno favorito l'attribuzione al paese di un merito di credito più elevato e determinato un leggero apprezzamento del tasso di cambio rispetto al dollaro.

In Brasile la crescita si è ridotta all'1,5, dal 4,4 per cento nell'anno precedente. La banca centrale, nella seconda metà del 2001, ha mantenuto elevati i tassi di interesse al fine di contrastare la tendenza al deprezzamento del tasso di cambio. L'avanzo primario di bilancio è risultato superiore al valore previsto nel programma macroeconomico concordato con l'FMI nel settembre 2001, in occasione della concessione di un nuovo credito stand-by.

In Venezuela l'attività economica ha rallentato in misura più contenuta, dal 3,2 al 2,7 per cento, beneficiando dei livelli ancora elevati del prezzo del greggio nella prima metà del 2001. Sul quadro macroeconomico pesano la gravissima situazione politica e l'incertezza sull'andamento futuro dei corsi del greggio, i cui ribassi sul finire del 2001 hanno determinato un ampliamento del disavanzo pubblico.

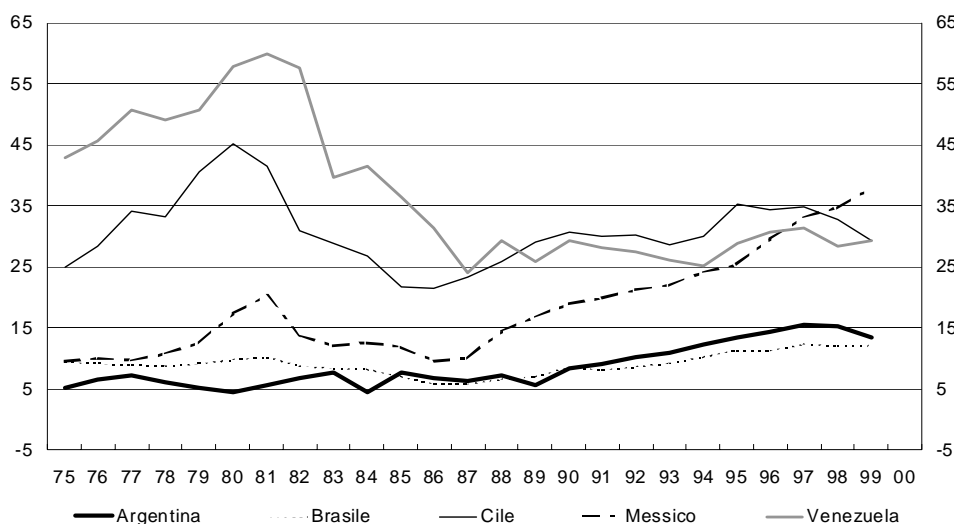
L'Argentina è stata investita da una violenta crisi finanziaria. L'attività economica, in calo pressoché continuo dal terzo trimestre del 1998, è diminuita del 4,5 per cento nella media del 2001. La situazione è precipitata lo scorso novembre: timori di una imminente svalutazione del peso hanno innescato una corsa agli sportelli bancari e una fuga di capitali all'estero. Dopo un periodo caratterizzato da gravissime tensioni sociali e da instabilità politica, il 23 dicembre le autorità hanno annunciato una moratoria sul servizio del debito estero e, il 6 gennaio del 2002, sospeso la "legge di convertibilità", ponendo fine al regime di *currency board* con il dollaro adottato nel 1991

(cfr. il riquadro: *La crisi economica e finanziaria in Argentina*, in *Bollettino Economico*, n. 38, 2002). Il peso si è rapidamente deprezzato, fino a oltre il 70 per cento, nei confronti del dollaro. La relativa chiusura commerciale verso l'esterno e l'arretratezza della struttura produttiva potrebbero non consentire all'economia del paese di beneficiare pienamente della svalutazione del cambio.

Una caratteristica dell'economia argentina, che la differenzia anche dagli altri paesi dell'America latina, è data dalla coesistenza di una relativa chiusura commerciale all'estero e di un'elevata apertura finanziaria. L'interscambio commerciale (importazioni più esportazioni) nel 1975-1990 ha oscillato fra il 5 e l'8 per cento del PIL (fig. A4). Negli anni novanta esso è aumentato, fino a superare il 15 per cento, ma la tendenza si è invertita nel 1998 ed è soprattutto da ricondurre alla forte crescita delle importazioni. Rispetto agli altri paesi dell'America latina, il rapporto interscambio/PIL dell'Argentina è comparabile solo a quello del Brasile e risulta nettamente inferiore a quello del Cile, del Venezuela e, soprattutto, del Messico. Tenendo però conto della dimensione geografica e della popolazione del paese, entrambe molto più contenute di quelle del Brasile, l'Argentina risulta di gran lunga il paese più chiuso dell'America latina e tra i più chiusi di tutte le economie emergenti.

Fig. A4

**INTERSCAMBIO DI BENI E SERVIZI
DI ALCUNI PAESI DELL'AMERICA LATINA (1)**
(percentuale del PIL)



Fonte: Banca Mondiale.

(1) Somma di esportazioni e importazioni a prezzi correnti rispetto al PIL valutato alle PPA.

Alla relativa chiusura dal lato commerciale, si è contrapposto, negli anni novanta, un forte aumento del grado di apertura finanziaria del paese, più elevato di quello osservato per le altre principali economie dell'America latina. L'ammontare complessivo degli afflussi di capitale pubblici e privati (al netto dei disinvestimenti), pressoché nullo nel 1990, è salito, nel 1999, a quasi il 12 per cento del prodotto. Tale incremento è di entità comparabile solo con quello registrato in Cile nello stesso periodo.

Come risultato del crescente accumulo di passività nei confronti dell'estero e della concomitante incapacità di aumentare la quota di produzione esportata, il rapporto fra passività estere lorde (denominate pressoché integralmente in valuta) ed esportazioni di beni e servizi era superiore a 4 nel 1999, valore più elevato di quello del Brasile e più che doppio rispetto a quelli di Cile e Venezuela. Tale rapporto, sceso a poco più di 3 nel 1994, è aumentato costantemente nella seconda metà degli anni novanta.

Alla chiusura commerciale si accompagna una struttura economica incentrata prevalentemente sulla produzione di beni primari. In particolare, la composizione delle esportazioni è fortemente sbilanciata in favore dei prodotti agricoli e alimentari, con una quota pari a circa il 39 per cento delle esportazioni complessive nel periodo 1996-98, e delle altre materie prime non alimentari (15 per cento); il peso dei beni manufatti è solo del 35 per cento. Nella media dei paesi dell'America latina tali valori erano pari, rispettivamente, al 19, 8,5 e 59 per cento; in Messico al 6, 1,7 e 83 per cento.

Un'analisi dettagliata della struttura produttiva dell'Argentina, basata sull'indice di specializzazione di Lafay calcolato su 220 gruppi di prodotti, mostra che i vantaggi comparati di quell'economia sono concentrati in materie prime (petrolio), prodotti dell'agricoltura (mais, frumento, semi oleosi), prodotti alimentari (oli vegetali, mangimi per animali), pesce, carne e cuoio (non lavorato). Al contrario, i dieci prodotti in cui la despecializzazione è massima comprendono beni capitali e macchinari a tecnologia avanzata. Ordinando i 220 prodotti sulla base del tasso di crescita della domanda mondiale nel periodo 1980-1998, si nota che i prodotti in cui l'Argentina è più specializzata sono quelli la cui domanda ha un tasso di crescita relativamente basso; di converso è molto marcata la despecializzazione in quelli a tasso di sviluppo elevato. Tale caratteristica dell'assetto produttivo non è mutata nel corso del ventennio considerato: ne consegue una tendenza strutturale alla riduzione della quota complessiva delle esportazioni dell'Argentina sui mercati mondiali, sebbene il paese abbia mantenuto, e in taluni casi anche rafforzato, i suoi vantaggi comparati nelle produzioni nelle quali è più specializzato.

Nei dodici paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'area del Mediterraneo che hanno in corso le procedure di ingresso nell'Unione europea (UE), l'attività economica, pur rallentando rispetto al 2000, si è mantenuta nel complesso su ritmi apprezzabili, al di sopra del 3 per cento, grazie al sostegno della domanda interna (cfr. il capitolo della sezione B: *L'offerta interna*). La Polonia, tra i paesi dell'area, è stata quella che ha risentito maggiormente del rallentamento nella UE: il PIL è cresciuto solo dell'1,1 per cento, dal 4 del 2000 (tav. A2), anche per effetto della forte caduta degli investimenti. In Slovenia, nonostante un significativo calo degli investimenti, l'attività ha decelerato in misura limitata (dal 4,6 al 3 per cento), grazie al contributo ancora favorevole delle esportazioni nette. In Ungheria il permanere di un tasso di sviluppo elevato (3,8 per cento, dal 5,2 nel 2000) è stata favorito da manovre di bilancio espansive. La forte ripresa della domanda interna ha invece determinato un'accelerazione del PIL nella Repubblica ceca e in quella slovacca, rispettivamente al 3,6 e 3,3 per cento (dal 2,9 e 2,2 del 2000). L'inflazione, grazie anche alla fermezza delle politiche monetarie e al calo del prezzo del petrolio, si è ridotta in quasi tutte le economie al di sotto del 10 per cento; solo in Romania si è mantenuta molto elevata. In alcuni paesi

dell'area l'attuazione di politiche di bilancio espansive ha ampliato il disavanzo pubblico; nella media lo squilibrio si è mantenuto elevato.

Tav. A2

**PRINCIPALI INDICATORI MACROECONOMICI
NEI PAESI CANDIDATI ALL'INGRESSO NELLA UE**
(valori percentuali)

Paesi	PIL (1)		Prezzi al consumo (1)		Saldo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (2)		Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (2)	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Bulgaria	5,8	4,3	10,3	7,5	-0,7	-0,6	-5,9	-6,9
Cipro	5,1	3,7	4,1	2,0	-2,7	-3,0	-5,2	-4,4
Estonia	6,7	5,4	4,0	5,9	-0,4	0,2	-6,4	-6,5
Lettonia	6,8	7,6	2,7	2,5	-2,7	-1,7	-6,9	-10,2
Lituania	3,8	5,9	1,0	1,3	-3,3	-1,5	-6,0	-4,9
Malta	5,2	-1,0	2,4	2,9	-7,0	-7,0	-14,9	-4,8
Polonia	4,0	1,1	10,1	5,5	-3,8	-5,6	-6,3	-4,0
Repubblica ceca ..	2,9	3,6	3,9	4,7	-3,3	-5,5	-5,6	-4,7
Repubblica slovacca	2,2	3,3	12,0	7,3	-4,8	-5,5	-3,7	-8,8
Romania	1,8	5,3	45,7	34,5	-4,0	-3,3	-3,7	-5,9
Slovenia	4,6	3,0	8,9	8,4	-1,6	-1,3	-3,4	..
Ungheria	5,2	3,8	9,8	9,2	-3,1	-4,3	-2,9	-2,2

Fonte: Commissione europea.
(1) Tassi di crescita medi annui. - (2) In rapporto al PIL.

Il Consiglio europeo di Laeken del dicembre scorso ha preso atto che ben dieci paesi sarebbero in grado di recepire l'acquis communautaire, il complesso di regole che garantisce la coerenza della normativa dei paesi candidati con quella della UE, entro il 2002 e potrebbero quindi entrare a farne parte dal 2004. Dei dodici paesi candidati, solo Bulgaria e Romania sono lontani dalla chiusura di tutti i 31 capitoli dell'acquis, avendo concluso le negoziazioni solo in 14 e in 9 capitoli, rispettivamente. Tra gli altri paesi, la Slovenia è nella fase più avanzata del processo, avendo chiuso 26 capitoli; tutti gli altri sono giunti alla conclusione di almeno 20 capitoli. Tutti e dieci i paesi hanno concluso i capitoli sull'unione monetaria e sulla libera circolazione dei servizi; dei capitoli più importanti, la Polonia non ha ancora chiuso quello sul libero movimento dei capitali e l'Estonia quello sul libero movimento delle persone.

L'attività economica si è fortemente contratta in Turchia, in seguito alla crisi finanziaria che nel febbraio 2001 aveva indotto le autorità all'abbandono del regime di *crawling-peg* della lira turca. Il PIL è diminuito del 7,3 per cento, contro una crescita positiva del 7,3 nell'anno precedente (cfr. il riquadro: *La crisi valutaria della Turchia*, in *Bollettino Economico*, n. 36, 2001).

Alla fine dell'anno l'inflazione ha sfiorato il 70 per cento, da valori prossimi al 30 all'inizio dell'anno. Nei primi mesi del 2002 è stato concluso un nuovo accordo con l'FMI per un programma di sostegno di 16,2 miliardi di dollari da distribuirsi su tre anni, di cui gran parte (9 miliardi) già resi disponibili.

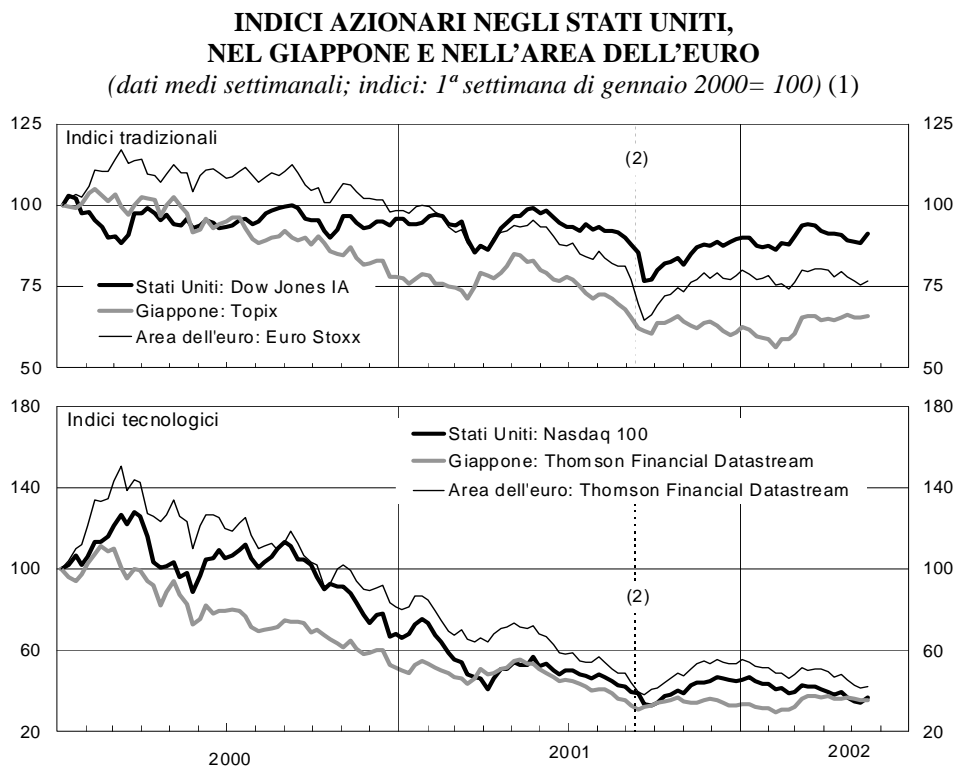
In Russia il tasso di sviluppo, pur riducendosi fortemente rispetto al 9 dell'anno precedente, è rimasto elevato, al 5 per cento, grazie al sostegno delle componenti interne della domanda. L'andamento sfavorevole del commercio con l'estero e la caduta dei prezzi del petrolio hanno determinato una riduzione dell'avanzo delle partite correnti, sceso all'11 per cento del PIL, dal 17 dell'anno precedente.

I MERCATI FINANZIARI INTERNAZIONALI

I mercati azionari e obbligazionari

Il crollo delle quotazioni azionarie nei giorni immediatamente successivi all'11 settembre si è inserito in una tendenza flettente di tutte le principali borse mondiali che era già in atto. Proseguiva la caduta dei corsi dei titoli tecnologici iniziata nella primavera del 2000; dalla metà dello scorso anno anche i valori azionari dei settori tradizionali mostravano una accentuata debolezza. In un contesto di sincronia tra comparti e tra aree geografiche, il calo delle borse rifletteva il rallentamento dell'economia, particolarmente intenso negli Stati Uniti e in Giappone, e il conseguente ridimensionamento degli utili societari. La flessione dei prezzi dei titoli tecnologici, più pronunciata, dipendeva anche dalla continuazione del processo di revisione, sollecitato dal calo della domanda, delle prospettive di redditività di quelle imprese ancora caratterizzate da eccessi di capacità produttiva (fig. A5).

Fig. A5



Fonte: Thomson Financial Datastream.

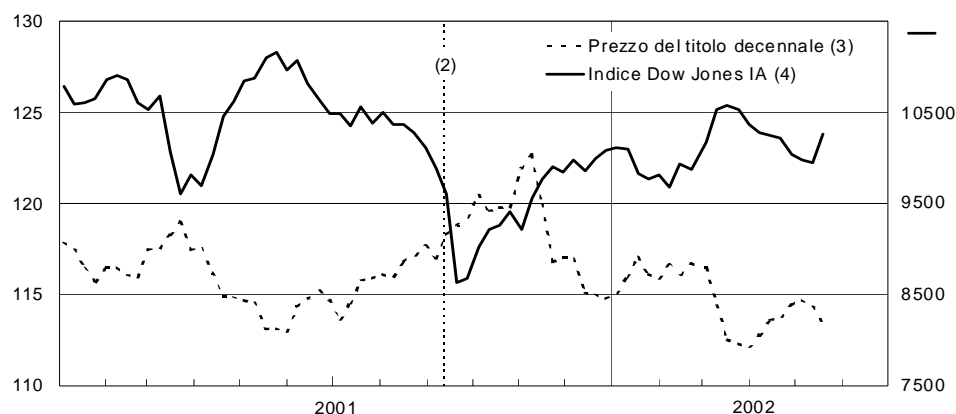
(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 17 maggio. - (2) Attentati negli Stati Uniti (11 settembre 2001).

Negli Stati Uniti, tra l'inizio dell'anno e la prima decade di settembre, l'indice tecnologico Nasdaq 100 perdeva il 42 per cento. L'indice Dow Jones Industrial Average, composto prevalentemente da titoli di imprese dei settori tradizionali, all'inizio di giugno si collocava ancora su valori non discosti da quelli d'inizio d'anno, ma dai primi di giugno al 10 settembre perdeva il 13 per cento.

L'ulteriore caduta delle quotazioni azionarie sulle principali piazze seguita agli attacchi terroristici dell'11 settembre è stata temporanea. L'azione tempestiva delle banche centrali e delle autorità di vigilanza nonché, in particolare negli Stati Uniti, le misure di rilancio immediatamente annunciate a sostegno dell'economia hanno assicurato l'ordinato funzionamento dei mercati e ripristinato la fiducia degli investitori (cfr. il riquadro: *Gli eventi dell'11 settembre: i riflessi sui mercati finanziari internazionali*, in *Bollettino Economico*, n.37, 2001). Nell'ultima decade di settembre è iniziata una fase di recupero delle borse, favorita dal formarsi di attese di un'inversione del ciclo economico e dall'indirizzo ancora più espansivo assunto dalla politica monetaria e di bilancio negli Stati Uniti. Rispetto al 10 settembre, alla fine del 2001 il Dow Jones aveva guadagnato il 4 per cento, il Nasdaq 100 il 16.

Fig. A6

**STATI UNITI: PREZZO DEI TITOLI DI STATO
A 10 ANNI E INDICE AZIONARIO DOW JONES IA**
(dati medi settimanali) (1)



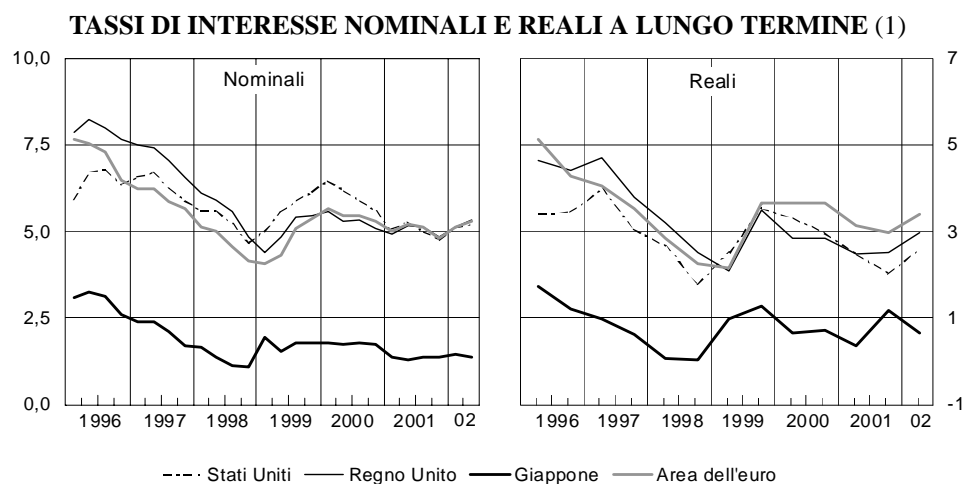
Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 17 maggio. - (2) Attentati negli Stati Uniti (11 settembre 2001). - (3) Corso secco; scala di sinistra. - (4) Scala di destra.

Nel 2001 l'evoluzione dei corsi delle obbligazioni pubbliche statunitensi e dell'area dell'euro, così come quella degli indici azionari, ha risentito delle aspettative sull'andamento del ciclo economico degli Stati Uniti (fig. A6). In questo paese, dopo il significativo calo dei rendimenti osservato nel corso del 2000, pari a 1,5 punti percentuali, fino al 5 per cento, scaturito dalle attese di rallentamento della crescita e dalla rarefazione dell'offerta di

titoli determinata dagli avanzi del settore pubblico, la riduzione dei rendimenti decennali è proseguita anche nei primi dieci mesi del 2001, raggiungendosi a quasi un punto percentuale (fig. A7). Alla metà del mese di novembre, anche in seguito all'attenuarsi delle tensioni a livello internazionale, i rendimenti sono risaliti rapidamente, stabilizzandosi nei mesi successivi attorno al 5 per cento. L'evoluzione dei rendimenti dei titoli pubblici dell'area dell'euro è stata pressoché identica (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari*). La ricomposizione dei portafogli tra azioni e obbligazioni provocata dalle aspettative sull'evoluzione del ciclo ha generato una forte correlazione negativa tra i corsi azionari e quelli obbligazionari negli Stati Uniti. Tale legame è venuto meno soltanto dalla fine di settembre alla metà di novembre, quando l'immissione di abbondante liquidità da parte delle autorità monetarie ha favorito cospicui rialzi dei corsi su entrambi i mercati. Le prospettive di una rapida soluzione del conflitto in Afghanistan hanno successivamente indotto gli investitori a liquidare le obbligazioni in portafoglio per investire sul mercato azionario. In termini reali, ad aprile 2002 i tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti erano pari al 2,6 per cento, pressoché invariati rispetto allo stesso mese del 2001; nell'area dell'euro, nello stesso periodo erano saliti dal 3,1 al 3,4 per cento.

Fig. A7



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media dei rendimenti nazionali ponderata, fino al dicembre 1998, con il PIL, successivamente con gli stocks nominali di titoli. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati relativi al 2° trimestre 2002 sono aggiornati sino al 15 maggio); dati medi d'aprile e ottobre per i tassi reali. Questi ultimi sono deflazionati con le aspettative d'inflazione al consumo tratte dai sondaggi di Consensus Forecasts sull'orizzonte tra 6 e 10 anni (per il Giappone 4 anni).

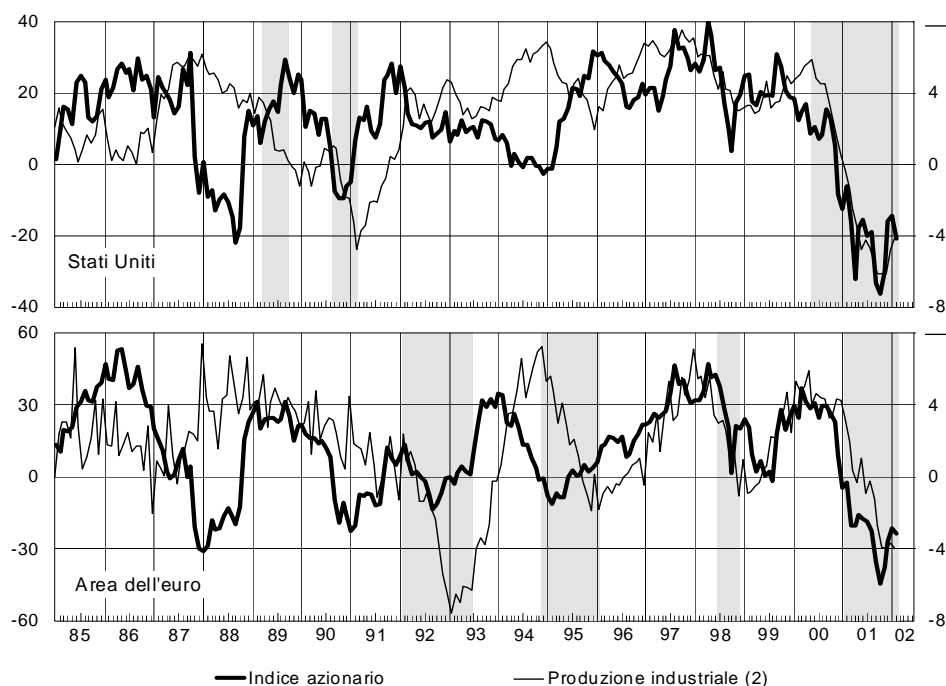
Proseguendo la tendenza avviata nel 2000, anche lo scorso anno negli Stati Uniti il tasso sui mutui ipotecari trentennali è calato in misura significativa: a novembre era pari al 6,7 per cento, con una diminuzione nel corso dell'anno di un punto percentuale; nei mesi successivi è risalito lievemente, stabilizzandosi attorno al 7 per cento (fig. A8). Il permanere di tale tasso a livelli storicamente bassi ha attenuato i timori della Riserva federale per i

Il recupero dei corsi azionari negli Stati Uniti e nell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2001 è stato sorprendente per entità e rapidità; si è avanzata l'ipotesi che esso abbia riflesso l'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali dopo gli eventi di settembre. Tuttavia il recupero poteva essere connesso anche con l'attesa di una imminente inversione del ciclo economico negativo. Quest'ultima ipotesi appare suffragata da un'analisi dell'andamento passato di dieci settori che compongono l'indice azionario Thomson Financial Datastream (che include 1.000 titoli per gli Stati Uniti e 1.280 per l'area dell'euro) in occasione di "diminuzioni prolungate" - calcolate secondo la metodologia proposta da Bry e Boschan - del livello della produzione industriale negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. L'evidenza econometrica suggerisce che gli indici di borsa, soprattutto quelli relativi ai settori dei beni durevoli di consumo (autoveicoli ed elettrodomestici), di alcuni servizi (distribuzione, pubblicità, trasporti e tempo libero) e dei prodotti tecnologici, anticipano i punti di svolta della produzione industriale con modalità relativamente stabili e più tempestivamente dell'indice generale. La capacità di prevedere l'inversione appare maggiore in occasione dei momenti di uscita da fasi cicliche negative (fig. A9). Se raffrontati con la pendenza della curva dei rendimenti, considerata tradizionalmente un buon indicatore anticipatore del ciclo, gli indici di borsa settoriali appaiono fornire, pur con differenze tra Stati Uniti e area dell'euro, informazioni aggiuntive, talvolta più significative, sull'evoluzione futura della produzione industriale, soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni ottanta. Ciò giustifica l'inclusione di entrambe le variabili nella costruzione di indicatori compositi dell'attività economica.

Fig. A9

INDICE AZIONARIO E PRODUZIONE INDUSTRIALE NEGLI STATI UNITI E NELL'AREA DELL'EURO (1)

(dati mensili; variazioni percentuali rispetto al mese corrispondente)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

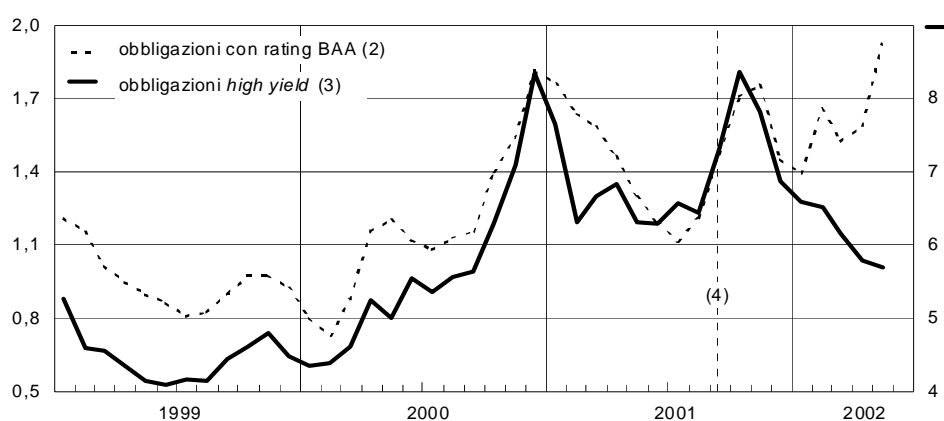
(1) Le aree ombreggiate indicano i periodi di "diminuzione prolungata" della produzione industriale, individuati secondo la metodologia di Bry e Boschan. - (2) Scala di destra.

La significatività del contenuto informativo degli indici azionari settoriali è confermata anche da un'analisi volta a quantificare la probabilità di un'inversione nell'andamento della produzione industriale. Per gli Stati Uniti gli indici relativi ai settori dei beni durevoli di consumo e dei beni a elevato contenuto tecnologico davano indicazioni corrette circa la probabilità che nel 1991 e nel 2000 si sarebbe registrata una caduta prolungata della produzione industriale nei tre mesi successivi alla rilevazione. Nell'area dell'euro il contenuto informativo degli indici settoriali circa le inversioni nell'andamento della produzione industriale è invece meno significativo.

L'allentamento delle condizioni monetarie avviato all'inizio del 2001 dalla Riserva federale ha favorito una significativa riduzione dei premi al rischio richiesti agli emittenti privati di obbligazioni. Per i prenditori con merito di credito più elevato (BAA), dall'inizio dell'anno ad agosto il differenziale d'interesse rispetto ai tassi swap a dieci anni si era ridotto da 1,9 a 1,2 punti percentuali; per quelli con merito di credito più basso (*high yield*), da 8,3 a 6,5 punti. Gli eventi di settembre hanno causato un brusco ma temporaneo rialzo dei premi al rischio, che alla fine di dicembre sono tornati in entrambi i comparti sui livelli precedenti gli attentati. Nei primi mesi del 2002 le incertezze sulle procedure per la valutazione dei bilanci societari, indotte dalla crisi della Enron, una grande impresa del settore energetico, hanno determinato un aumento dei premi al rischio richiesti agli emittenti con merito di credito più elevato; nella prima metà di maggio erano pari, in media, a 1,9 punti percentuali (fig. A10).

Fig. A10

STATI UNITI: DIFFERENZIALI D'INTERESSE FRA OBBLIGAZIONI PRIVATE E TASSO SWAP A 10 ANNI (1)
(dati medi mensili; punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.

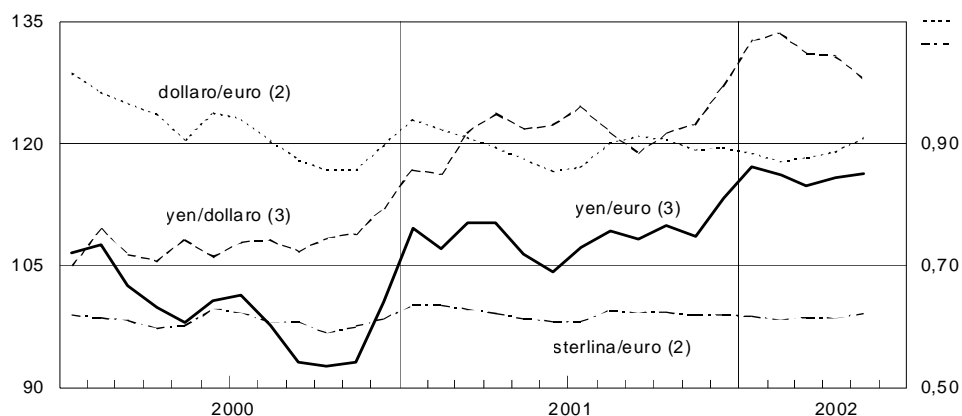
(1) I dati relativi a maggio 2002 si basano solamente sui primi 15 giorni del mese. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra. - (4) Attentati negli Stati Uniti (11 settembre 2001).

Sui mercati valutari, nel corso del primo semestre del 2001 il dollaro si è apprezzato del 14 per cento nei confronti dell'euro, raggiungendo la quota-

zione di 0,84; sebbene l'economia degli Stati Uniti fosse in fase di forte rallentamento e il differenziale d'interesse in rapida riduzione, la moneta statunitense ha tratto sostegno dal diffondersi tra gli investitori della convinzione che la decisa azione di allentamento monetario da parte della Riserva federale avrebbe evitato un ristagno prolungato del prodotto. Dopo un temporaneo deprezzamento nel terzo trimestre, accentuatosi in seguito agli eventi dell'11 settembre, tra ottobre e gennaio di quest'anno il dollaro recuperava quasi interamente tali perdite, toccando la quotazione di 0,86. Dalla fine di gennaio si è avviata una nuova fase flettente del dollaro e alla metà di maggio esso veniva quotato a 0,91: rispetto all'inizio dell'anno in corso la valuta statunitense è attualmente deprezzata del 6 per cento; rispetto all'inizio del 2001, del 3 per cento (fig. A11). Dall'inizio del 1997, quando è iniziata la fase ascendente del dollaro, la valuta statunitense si è apprezzata in termini effettivi nominali del 22 per cento.

Fig. A11

TASSI DI CAMBIO BILATERALI FRA LE PRINCIPALI VALUTE (1)
(dati medi mensili)



Fonte: BCE.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2002 si basano solamente sui primi 15 giorni del mese.
- (2) Scala di destra. - (3) Scala di sinistra.

Nei primi mesi del 2002 i corsi azionari statunitensi ed europei, in particolare quelli dei titoli tecnologici, hanno risentito negativamente del dissesto della Enron: gli investitori sono divenuti più selettivi soprattutto nei confronti delle imprese operanti nei settori delle alte tecnologie e di quelle caratterizzate da elevato indebitamento (cfr. il riquadro: *Il dibattito aperto negli Stati Uniti dal caso Enron*, in *Bollettino Economico*, n. 38, 2002). Rispetto all'inizio dell'anno, alla metà di maggio l'indice tradizionale negli Stati Uniti aveva guadagnato il 3 per cento, quello nell'area dell'euro aveva perso il 4; gli indici tecnologici delle due aree erano calati del 16 e del 21 per cento, rispettivamente (fig. A5).

Nonostante il forte ridimensionamento dei corsi, nel settore dei titoli tecnologici negli Stati Uniti alla fine dello scorso anno il rapporto tra la capi-

talizzazione e gli utili correnti era pari a 48, contro un valore medio di circa 18 negli ultimi trent'anni; nel settore dei titoli tradizionali era pari a 27, rispetto a un valore medio di 15. Nell'area dell'euro, alla fine del 2001 per il mercato azionario nel suo complesso tale rapporto era pari a 16, valore prossimo alla sua media storica. Dati questi valori del rapporto e i tassi di interesse reali prevalenti nelle due aree alla fine del 2001, assumendo che una quota costante di utili sia distribuita in forma di dividendi e che il premio per il rischio sia pari a tre punti percentuali, il tasso annuo implicito di crescita degli utili delle imprese in termini reali risulterebbe pari al 4,7 per cento negli Stati Uniti e al 3,4 nell'area dell'euro; tali valori si confrontano con stime del tasso di crescita potenziale dell'economia che, attualmente, si collocano tra il 3 e il 3,5 per cento per gli Stati Uniti, tra il 2 e il 2,5 per l'area dell'euro.

Nel valutare la coerenza delle attuali quotazioni con i fattori economici di fondo il riferimento al rapporto tra capitalizzazione e utili storici richiede notevole cautela per la presenza di taluni fattori distorsivi. In primo luogo, al termine delle fasi recessive tale rapporto tende normalmente a salire a causa dei differenti orizzonti temporali dei corsi e degli utili: i primi aumentano rapidamente poiché incorporano già le attese di maggiori profitti che discenderanno dalla imminente ripresa; gli utili correnti sono, invece, bassi poiché riflettono, retrospettivamente, la fase ciclica sfavorevole. Nel caso degli Stati Uniti un fattore più specifico, che ha inciso negativamente sugli utili delle imprese dei settori tradizionali nel 2001, è rappresentato dalla contabilizzazione di talune poste straordinarie: ingenti perdite su partecipazioni, riconducibili al forte ridimensionamento del valore dei titoli tecnologici, ed elevati costi di riorganizzazione aziendale. Secondo le stime dei principali analisti, in assenza di tali poste straordinarie, nel quarto trimestre del 2001 il volume di utili conseguiti dalle società quotate nell'indice Standard & Poor's 500 sarebbe stato quasi doppio di quello dichiarato; il rapporto tra capitalizzazione e utili sarebbe stato all'incirca la metà di quello osservato, collocandosi al di sotto del valore medio degli ultimi trent'anni, pari a 15.

In Giappone, nel 2001 è proseguito il calo delle quotazioni azionarie e dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche, avviatosi all'inizio del 2000, in un contesto caratterizzato dal protrarsi delle tendenze deflazionistiche. Nel corso dell'anno l'indice azionario Topix è calato del 20 per cento, riportandosi sui livelli registrati nell'autunno del 1998; i rendimenti delle obbligazioni pubbliche sono calati dall'1,7 all'1,3 per cento, sfiorando un minimo dell'1 per cento tra marzo e giugno. I corsi dei titoli pubblici hanno beneficiato dell'abbondante liquidità immessa dalla banca centrale; non hanno risentito negativamente dell'abbassamento del rating deciso all'inizio di dicembre 2001 dall'agenzia Moody's e dell'annuncio della stessa agenzia lo scorso febbraio di avere posto il debito giapponese sotto osservazione, in vista di un ulteriore possibile declassamento. Nei primi quattro mesi dell'anno in corso si è registrato un lieve recupero delle quotazioni azionarie (6 per cento), riconducibile in parte al maggiore rigore delle autorità nel far rispettare le restrizioni alle vendite di azioni allo scoperto, in parte al diffondersi di aspettative di un miglioramento del quadro congiunturale. Nell'aprile e

nella prima metà di maggio dell'anno in corso i rendimenti sui titoli pubblici hanno oscillato attorno all'1,4 per cento; in termini reali si sono mantenuti positivi, in misura prossima allo 0,6 per cento (fig. A7).

L'attività bancaria internazionale e i mercati dei derivati

Nel 2001 l'attività bancaria internazionale ha risentito del rallentamento dell'economia nei paesi industriali e dell'instabilità finanziaria in quelli emergenti: dopo un forte, ma temporaneo, aumento del credito tra paesi industriali nel primo trimestre – quando le difficoltà di finanziamento sul mercato interno hanno indotto le imprese statunitensi a rivolgersi a intermediari esteri – i flussi di crediti bancari sono diminuiti significativamente rispetto al 2000; è proseguita la riduzione dell'esposizione bancaria nei confronti dei paesi emergenti (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*). Il livello storicamente basso dei rendimenti obbligazionari ha indotto i prenditori di fondi a indebitarsi a lungo termine a tasso fisso, favorendo così le emissioni internazionali di obbligazioni. L'iniziale incertezza sull'entità dell'allentamento monetario negli Stati Uniti e, nella seconda parte dell'anno, quella conseguente agli eventi di settembre hanno determinato un'espansione significativa dei mercati dei derivati.

Nei primi tre trimestri del 2001 le consistenze dei prestiti esteri e dei depositi cross-border riferiti alle banche residenti nei paesi dichiaranti alla BRI sono aumentate del 6 per cento, un tasso di crescita non dissimile da quello medio del triennio 1998-2000; alla fine di settembre i prestiti esteri erano pari a 11.300 miliardi di dollari (3.850 al netto dell'interbancario) e i depositi a 10.900 miliardi (2.700 al netto dell'interbancario). Si è ulteriormente ridotta la quota degli attivi nei confronti di operatori bancari (66 per cento alla fine di settembre 2001 contro il 77 dell'inizio del 1990); è aumentato il peso dei titoli sul totale dell'attivo (24 per cento, dal 13 dell'inizio del 1996, anno di avvio della rilevazione).

Dopo la lieve flessione registrata nel 2000, lo scorso anno le emissioni internazionali nette di obbligazioni sono aumentate del 5 per cento, a 1.150 miliardi di dollari, mentre quelle nette di strumenti a breve termine sono state negative, per 80 miliardi, rispetto a un incremento di 150 miliardi nel 2000. All'origine degli opposti andamenti dei due comparti vi sarebbe il livello storicamente basso dei rendimenti a lungo termine, che avrebbe indotto gli emittenti a non rinnovare gli strumenti a breve termine in scadenza e a indebitarsi invece a lungo termine a tasso fisso; per lo stesso motivo, per le obbligazioni vi è stata una riduzione delle emissioni a tasso variabile, mentre sono cresciute quelle a tasso fisso e quelle collegate a titoli azionari. Il dollaro è rimasto la principale valuta di emissione di obbligazioni internazionali (il 48 per cento del totale delle emissioni nette, dal 51 del 2000), ma la quota di mercato dell'euro è salita dal 39 al 44 per cento.

Nel 2001 i prestiti bancari sindacati hanno avuto un andamento favorevole, stabilizzandosi su volumi solo lievemente inferiori a quelli del 2000 (da 1.460 a 1.380 miliardi di dollari), anno di eccezionale espansione. Nella prima parte del 2001 la forte domanda di credito delle imprese degli Stati Uniti ha compensato la crisi del settore delle telecomunicazioni che, soprattutto in Europa, ha ridotto il suo indebitamento.

Il 2001 è stato un anno di eccezionale espansione del mercato dei derivati, in particolare del segmento relativo ai tassi d'interesse. I valori nozionali dei contratti di opzione trattati sui mercati organizzati - quattro quinti dei quali hanno tassi d'interesse come sottostante - sono aumentati del 240 per cento, a 14.000 miliardi di dollari. Analogamente, i valori nozionali dei contratti futures trattati sui mercati organizzati - nella quasi totalità relativi a tassi d'interesse - sono aumentati del 14 per cento, a 9.500 miliardi di dollari. Il forte incremento dei valori nozionali ha riflesso le esigenze di copertura degli operatori in una fase di elevata variabilità e incertezza; in quest'ottica, l'accresciuto ricorso agli strumenti derivati ha consentito una più efficiente allocazione e diversificazione del rischio.

I mercati finanziari emergenti

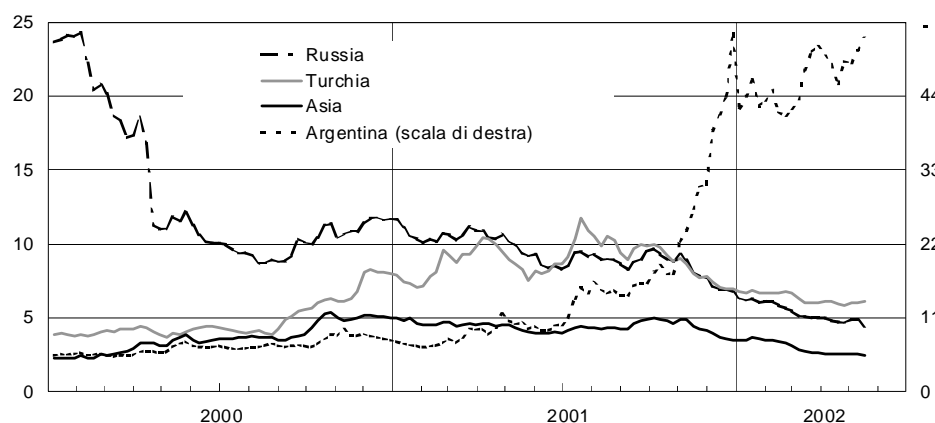
Nel corso del 2001 i paesi emergenti sono stati interessati da forti turbolenze; gli episodi più gravi hanno colpito Turchia e Argentina, fino a determinare gravi crisi economiche e finanziarie. Le ripercussioni sui paesi limitrofi sono state, tuttavia, limitate. Anche i mercati asiatici sono rimasti immuni dalle turbolenze registrate in Turchia e in Argentina, segnando, nell'ultima parte dell'anno, un netto miglioramento.

La Turchia è stata investita da una crisi finanziaria e valutaria in febbraio: tra il 19 e il 21 del mese la borsa turca ha perso circa il 30 per cento del suo valore; il 22, in seguito a intense pressioni sulla valuta, le autorità hanno deciso di abbandonare il regime di *crawling peg* e di lasciare fluttuare la lira turca (cfr. il riquadro: *La crisi valutaria della Turchia*, in *Bollettino Economico*, n. 36, 2001). Nel corso dell'estate la debolezza del ciclo nei paesi industriali contribuiva, indirettamente, a rendere più oneroso l'accesso ai mercati internazionali per i paesi emergenti, soprattutto per quelli le cui condizioni economiche di fondo erano più deboli: tra la prima settimana di giugno e la metà di luglio i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni denominate in dollari emesse da Argentina, Brasile, Russia e Turchia e quelli dei corrispondenti titoli statunitensi hanno registrato aumenti compresi tra 2,4 e 7,8 punti percentuali (fig. A12). Gli eventi di settembre hanno aggravato le difficoltà di finanziamento esterno di questi paesi; le emissioni di titoli si sono interrotte per oltre due mesi; i differenziali di rendimento per Argenti-

na, Brasile e Russia hanno raggiunto nuovi picchi. Alla fine dell'anno, mentre negli altri paesi emergenti si manifestava un netto allentamento delle tensioni, in Argentina la crisi è precipitata, inducendo le autorità, il 23 dicembre, a dichiarare una moratoria sul debito estero e, il 6 gennaio 2002, ad abbandonare la parità del peso con il dollaro (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*).

Fig. A12

**DIFFERENZIALE TRA IL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI
A LUNGO TERMINE DI ALCUNI PAESI EMERGENTI
E I CORRISPONDENTI TITOLI DEL TESORO STATUNITENSE**
(dati medi settimanali; punti percentuali) (1)



Fonte: JP Morgan Chase Bank.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 17 maggio.

Nel febbraio 2002 intense pressioni speculative hanno colpito anche il Venezuela, causando una marcata riduzione delle riserve valutarie. Vi hanno contribuito la grave crisi politica, i segnali di un brusco rallentamento dell'attività produttiva e il peggioramento del disavanzo pubblico, ascrivibile al calo del prezzo del petrolio (i cui proventi costituiscono il 50 per cento delle entrate pubbliche). Le autorità monetarie hanno deciso, il 13 febbraio, di abbandonare il regime di crawling band (una parità centrale aggiustabile nei confronti del dollaro, con una banda di oscillazione del $\pm 7,5$ per cento) e di lasciare il bolivar libero di fluttuare. Nei giorni successivi, il tasso di cambio si è deprezzato quasi del 30 per cento rispetto al dollaro. Successivamente, le tensioni si sono gradualmente allentate: alla metà di maggio il differenziale di rendimento tra i titoli venezuelani denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi, che era salito a 14,3 punti percentuali alla vigilia della crisi, è sceso al di sotto dei 10 punti; il bolivar si è rafforzato e il deprezzamento nei confronti del dollaro si è ridotto al 20 per cento.

Nonostante l'elevato ammontare delle obbligazioni pubbliche dell'Argentina detenute da non residenti, la ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali in seguito all'insolvenza di quel paese non ha avuto ripercussioni sugli altri mercati finanziari dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale. In novembre, mentre le tensioni in Argentina si intensifi-

cavano e una moratoria sul servizio del debito diveniva più probabile, diversi paesi emergenti sono tornati a emettere obbligazioni, pubbliche e private, per la prima volta dall'inizio di settembre. Tra i primi giorni di ottobre 2001 e la metà di maggio di quest'anno i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni denominate in dollari emesse da Brasile, Russia e Turchia e i corrispondenti titoli statunitensi sono scesi di circa quattro punti percentuali; nei confronti del dollaro le valute di tali paesi sono rimaste stabili o si sono apprezzate. In Turchia è proseguita l'attuazione del piano di stabilizzazione economica, favorita anche dal programma di assistenza finanziaria dell'FMI. In Messico la più stretta integrazione economica e finanziaria con gli Stati Uniti si è riflessa in differenziali di rendimento più bassi e nel miglioramento del merito di credito del debito sovrano sancito da tutte le agenzie di rating.

L'attenuazione dei fenomeni di contagio finanziario, che avevano contraddistinto gli episodi di crisi degli anni novanta, è ascrivibile a una pluralità di fattori, alcuni legati alla particolare natura della crisi argentina, altri riconducibili a modifiche nel comportamento dei mercati finanziari. Le difficoltà economiche dell'Argentina, rese evidenti da tre anni di recessione, hanno spinto gli investitori a ridurre con grande anticipo e gradualmente la propria esposizione nei confronti di quel paese. Inoltre, nel 2001 gli investimenti di portafoglio, la cui elevata variabilità in passato aveva favorito la trasmissione delle turbolenze, erano già su livelli molto più bassi rispetto ai picchi del 1996-97. Infine, sembra essere aumentata la capacità degli investitori di valutare il diverso grado di rischiosità delle economie emergenti. Tale ipotesi è avvalorata sia dalla diminuzione della correlazione dei differenziali di rendimento tra l'Argentina e gli altri paesi emergenti, sia dal fatto che, nel corso del 2001, mentre calavano i finanziamenti ai paesi le cui condizioni economiche erano ritenute più fragili, sono aumentati quelli ai paesi emergenti considerati più stabili.

Le economie emergenti dell'Asia sono rimaste immuni dagli effetti delle crisi in Turchia e in Argentina; la minore quota di debito pubblico in valuta estera, l'elevato grado di apertura commerciale e gli incisivi progressi nell'attuazione di riforme strutturali dopo le crisi del 1997-98 sarebbero alla base della maggiore stabilità finanziaria della regione. Le quotazioni azionarie dei principali paesi dell'area, che avevano oscillato nei primi dieci mesi del 2001, calando significativamente solo nelle Filippine, hanno in seguito conseguito cospicui rialzi: alla metà di maggio di quest'anno i corsi azionari nei paesi del Sud Est asiatico erano cresciuti di circa il 40 per cento rispetto ai livelli dell'inizio di novembre 2001. Le valute di tali paesi sono rimaste stabili nel corso del 2001, con l'eccezione della rupia indonesiana, che ha registrato ampie variazioni fino a riportarsi, alla metà di maggio di quest'anno, sugli stessi livelli di gennaio 2001. Nei primi dieci mesi del 2001 i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni denominate in dollari emesse dai

paesi asiatici e i corrispondenti titoli statunitensi hanno seguito un andamento analogo a quello dei corsi azionari, con ampie oscillazioni attorno ai livelli osservati alla fine dell'anno precedente; dallo scorso novembre sono diminuiti in misura marcata (fig. A12). Nell'insieme, i paesi asiatici continuano a pagare premi al rischio nettamente più bassi rispetto ai paesi dell'America latina.

La “dollarizzazione” delle attività e delle passività finanziarie nei paesi emergenti

A differenza degli anni ottanta, quando in molti paesi emergenti l'iperinflazione aveva favorito l'utilizzo di valuta estera come mezzo di pagamento (*currency substitution*), negli anni novanta l'adozione di regimi di cambio fisso e la concomitante liberalizzazione finanziaria hanno indotto gli operatori economici di questi paesi a denominare in valuta estera una quota elevata delle proprie attività e passività finanziarie (cosiddetta *dollarizzazione finanziaria*). È noto che le economie emergenti, in particolare i loro settori pubblici, non riescono a raccogliere finanziamenti all'estero se non in valuta estera, il cosiddetto *original sin*; un fenomeno differente, che ha ricevuto minore attenzione, è rappresentato dalla scelta degli operatori privati di questi paesi - famiglie, imprese e banche - di negoziare tra loro attività e passività finanziarie in valuta estera. A tale scelta si collega una regolarità empirica che da alcuni anni si osserva in numerosi paesi emergenti: anche laddove ufficialmente vige un regime di cambio flessibile, le autorità tendono, di fatto, a contenere i movimenti del cambio utilizzando gli interventi sui mercati valutari o la manovra dei tassi d'interesse. Uno dei motivi dell'avversione alla fluttuazione del cambio (*fear of floating*) è rappresentato dalla elevata quota di passività in valuta estera di ampi settori dell'economia, che in caso di svalutazione può comportare elevate perdite in conto capitale per i settori debitori. L'esperienza degli anni novanta suggerisce che vi sono due tipologie di paesi emergenti: quelli le cui autorità dispongono di un sufficiente patrimonio di credibilità possono scoraggiare per via amministrativa l'utilizzo di valute estere da parte dei residenti, al fine di ampliare i margini di manovra della politica monetaria e prevenire fenomeni di fragilità finanziaria; negli altri la *dollarizzazione finanziaria* può essere un modo per favorire comunque lo sviluppo di un sistema bancario.

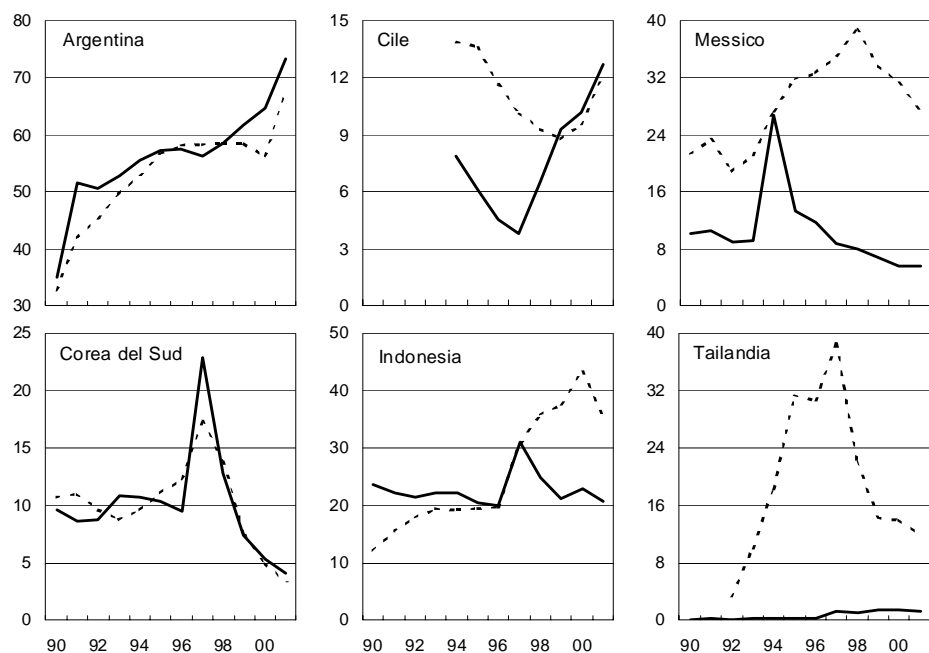
Negli anni novanta il fenomeno della *dollarizzazione finanziaria* è stato quantitativamente rilevante in numerosi paesi emergenti. Con riferimento ai maggiori paesi dell'America latina, la *dollarizzazione* dei depositi e dei prestiti bancari è stata particolarmente accentuata in Argentina (prossima al 60 per cento per buona parte del decennio), meno intensa in Cile e in Messico (in quest'ultimo paese alla fine del 2001 circa il 30 per cento degli impieghi

era in dollari), nulla in Brasile, dove è vietata per legge. In Asia, alla vigilia della crisi del 1997 il grado di dollarizzazione dei depositi e dei prestiti raggiungeva il 30 per cento in Thailandia, il 20 in Indonesia (fig. A13).

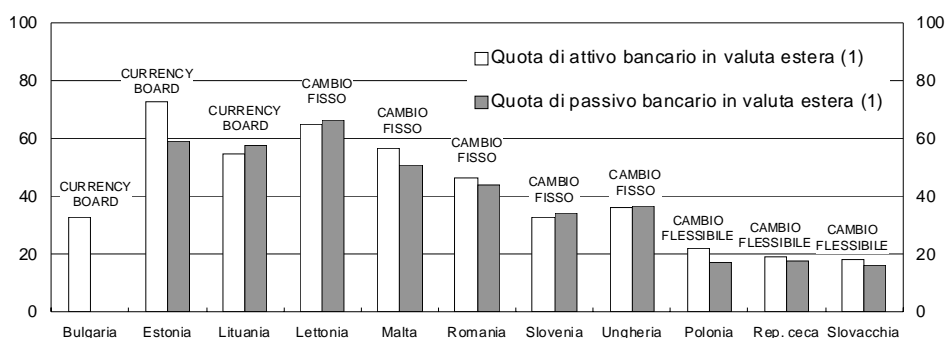
Fig. A13

**“DOLLARIZZAZIONE” DEI DEPOSITI E DEI PRESTITI BANCARI
E REGIMI DI CAMBIO IN ALCUNI PAESI EMERGENTI**

(dati di fine anno; valori percentuali)



— Quota di depositi bancari in valuta estera - - - Quota di prestiti bancari in valuta estera



Fonti: elaborazioni su statistiche delle banche centrali nazionali.
(1) Nei bilanci bancari alla fine del 2000.

Attualmente il fenomeno è particolarmente accentuato tra i paesi dell'Europa centro-orientale candidati a entrare nella UE: le quote dei bilanci bancari denominate in valuta estera sono comprese in media tra il 30 e il 70 per cento, sia nei paesi che adottano un *currency board* (Bulgaria, Estonia e Lituania) sia in quelli in cui vigono regimi di cambio fisso di tipo tradizio-

nale (tra questi l'Ungheria e la Slovenia); nei paesi che adottano un cambio flessibile (tra questi la Polonia e la Repubblica ceca), invece, tale quota è prossima al 20 per cento (fig. A13).

In Argentina, dove tra il 1991 e il 2001 un regime di *currency board* ha fissato rigidamente la parità con il dollaro a un cambio unitario, il fenomeno della dollarizzazione ha assunto caratteristiche e dimensioni particolari. Innanzitutto, il regime di cambio adottato nel 1991 si è accompagnato fin dalla nascita con livelli di dollarizzazione dei depositi particolarmente elevati, che sono cresciuti nel tempo; le autorità hanno dovuto assecondare questa preferenza del pubblico al fine di ripristinare l'uso della moneta nell'economia e restituire alle banche il ruolo di intermediari in una situazione di non perfetta credibilità del nuovo regime. In un simile contesto l'imposizione di restrizioni all'utilizzo di valuta estera per le transazioni finanziarie non avrebbe rappresentato un'opzione realistica; altri paesi, come il Brasile, hanno potuto imporre tali restrizioni grazie alla minore instabilità monetaria sperimentata in passato. Il continuo aumento della quota del passivo in valuta estera ha indotto il sistema bancario argentino a perseguire strategie molto prudenti, sollecitate anche da un'efficace vigilanza bancaria: la composizione per valuta dell'attivo è stata gestita in modo tale da mantenere la posizione in cambi pareggiata e, dal 1998, il sistema è divenuto prestatore netto al resto del mondo. Infine, il grado di dollarizzazione delle passività finanziarie del settore pubblico è stato ancora più elevato di quello del settore privato; ciò che distingue l'Argentina da altri paesi emergenti è che, pur riuscendo a collocare una quota rilevante (il 40 per cento) del debito pubblico presso i residenti, questo era denominato quasi interamente in dollari.

Sebbene in Argentina il grado di dollarizzazione dell'economia fosse più elevato che in altri paesi emergenti, l'esposizione in cambi dei singoli settori, misurata dalla posizione patrimoniale netta in valuta, non era più squilibrata che in altri paesi. Il confronto con paesi come Cile, Messico, Corea del Sud, Indonesia e Thailandia mostra che, alla vigilia delle rispettive crisi finanziarie la posizione netta in valuta delle imprese (inclusi i finanziamenti raccolti direttamente all'estero) era negativa, con valori compresi tra il 20 e il 27 per cento del prodotto; fanno eccezione la Corea del Sud (10 per cento) e la Thailandia (38 per cento), mentre in Argentina era pari al 21 per cento. A differenza dei sistemi bancari dell'America latina, che hanno mantenuto una posizione in valuta pareggiata o creditoria, quelli asiatici si erano accollati un rischio di cambio significativo: alla fine del 1996 la posizione debitoria netta in valuta era pari al 12 per cento del prodotto in Corea e Thailandia, al 5 per cento in Indonesia; negli anni successivi tale esposizione è stata corretta solo in parte.

Nei paesi che adottano un regime di cambio fisso la dollarizzazione delle passività finanziarie del settore pubblico e di quello privato può contribuire ad aumentare la vulnerabi-

lità a shock avversi. Questa si manifesta in una maggiore reattività dei premi per il rischio di cambio e per quello di insolvenza del settore pubblico a eventuali shock. La relazione tra dollarizzazione e premi al rischio può essere analizzata mediante un modello teorico che formalizza la decisione delle autorità che, per soddisfare il vincolo di bilancio, in seguito a uno shock negativo devono scegliere se svalutare il cambio o attuare una moratoria sul servizio del debito estero. Quando la quota delle passività finanziarie del settore privato denominata in valuta estera è elevata, la correlazione positiva tra rischio di cambio e rischio di insolvenza del settore pubblico diviene più stretta. In particolare, l'incremento dei due premi al rischio a fronte di un aumento dei tassi d'interesse internazionali o di una caduta delle entrate tributarie è tanto maggiore quanto più elevata è la quota delle passività finanziarie denominate in valuta estera. I due premi al rischio si muovono all'unisono in seguito a tali shock negativi, in quanto questi ultimi, peggiorando i conti pubblici, provocano un aumento della probabilità che per risanare il bilancio si renda necessaria una svalutazione o una moratoria.

Diverso è il caso in cui le autorità riescono a rafforzare la propria credibilità, ad esempio mediante l'adozione di un regime di cambio "più rigido" quale un currency board, l'adozione unilaterale del dollaro o un'unione monetaria. Si possono distinguere due casi. Se tutte le passività del settore privato sono in valuta nazionale, un aumento della credibilità del regime di cambio provoca una correlazione negativa tra i due premi per il rischio: il venire meno della possibilità di utilizzare la leva del cambio per stimolare l'economia aumenta la probabilità che, per rispettare il vincolo di bilancio, si debba ricorrere a una moratoria. Viceversa, se il settore privato detiene una quota sufficientemente elevata delle passività finanziarie in valuta estera, un simile aumento della credibilità genera una correlazione positiva tra i premi per il rischio di default e di cambio poiché la diminuita probabilità di una svalutazione della moneta riduce il rischio che si rendano necessari interventi di bilancio a sostegno del settore privato, diminuendo, quindi, anche il rischio di una moratoria.

Tale correlazione positiva tra i due premi al rischio in seguito a un rafforzamento della credibilità del cambio può avere implicazioni per la scelta del regime valutario in economie "parzialmente dollarizzate", quali quelle emergenti: in un contesto di dollarizzazione delle passività finanziarie relativamente elevata, la riduzione o, nel caso di adozione di una valuta terza, l'eliminazione del rischio di cambio possono consentire di abbassare anche il premio per il rischio di insolvenza e, con esso, i tassi d'interesse.

L'azione per la prevenzione e la risoluzione delle crisi sovrane

La pressoché totale assenza di contagio della crisi dall'Argentina alle economie di altri paesi emergenti testimonia i progressi compiuti in materia di prevenzione delle crisi, in particolare nel campo della trasparenza e della solidità dei sistemi finanziari nazionali. L'esperienza argentina ha d'altro canto mostrato come, in assenza di meccanismi per una prevedibile e tempestiva ristrutturazione del debito pubblico, le crisi finanziarie di Stati sovrani rischiano di svolgersi in modo disordinato e con maggiori costi economici e sociali. Per questi motivi, alla fine dello scorso anno l'FMI ha lanciato una iniziativa tesa a formalizzare i meccanismi di risoluzione delle crisi finanziarie internazionali. Ne è scaturito un ampio dibattito in seno alla comunità internazionale, che ha portato a individuare tre principali opzioni in materia di gestione delle crisi e di coinvolgimento del settore privato: 1) quella con-

trattuale, basata sull'inclusione nei contratti di debito di specifiche clausole che disciplinano le procedure da seguire in caso di insolvenza; 2) quella normativa, fondata sulla definizione di una procedura giuridica di risoluzione delle crisi sovrane; 3) quella informale, incentrata sull'adozione di un meccanismo predefinito di sospensione temporanea del servizio del debito attivato dallo stesso paese in crisi.

L'approccio contrattuale si sostanzia nell'inclusione di clausole di azione collettiva (CAC) nei contratti di debito. L'adozione generalizzata di tali clausole, già presenti nell'ordinamento inglese, era stata proposta per la prima volta nel 1996 in un rapporto del Gruppo dei Dieci (Rapporto Rey). Le CAC prevedono, nei casi di insolvenza del debitore, la rappresentanza collettiva dei creditori, il voto a maggioranza qualificata e il blocco delle azioni legali individuali; esse mirano a prevenire la possibilità che il processo di ristrutturazione del debito venga bloccato da azioni legali intentate da minoranze di creditori. Questa soluzione presenta tuttavia alcuni limiti: (a) si basa sull'iniziativa dei paesi debitori, i quali potrebbero non adottare tali clausole nel timore di ripercussioni sul proprio merito di credito; (b) si applica a contratti singoli e non all'universo delle obbligazioni emesse; (c) non considera altri strumenti finanziari utilizzati dai paesi emergenti (prestiti bancari e crediti commerciali). Per ovviare a questi limiti si sta esplorando la possibilità di rendere l'inclusione delle CAC più conforme a prassi di mercato e di estendere le CAC stesse a tutte le emissioni sovrane in via automatica e retroattiva.

L'approccio normativo proposto dall'FMI nel novembre 2001 si basa sull'adozione di una procedura formale di ristrutturazione del debito sovrano (Sovereign Debt Restructuring Mechanism) da attivarsi qualora la situazione finanziaria di un paese divenga "insostenibile". Tale approccio consentirebbe di superare i problemi di non universalità tipici della soluzione contrattuale, garantendo la protezione da eventuali azioni legali e una sostanziale equità di trattamento dei creditori. Il meccanismo in questione presuppone l'esistenza di istituzioni che ne governino l'applicazione, svolgendo una funzione arbitrale; tra le possibili opzioni vi è quella di attribuire questo compito all'FMI, ovvero a un'agenzia appositamente costituita (quale un tribunale fallimentare internazionale). L'attuazione di un meccanismo formale presuppone pertanto l'adozione di un trattato internazionale o la modifica degli Articoli costitutivi dell'FMI e appare quindi complessa, difficoltosa e con lunghi tempi di realizzazione.

La soluzione informale si fonda sullo strumento della moratoria, ossia la temporanea sospensione del servizio del debito da parte del paese debitore. Si tratta di un meccanismo diretto ad assicurare la neutralità di trattamento dei creditori nei casi in cui si voglia guadagnare tempo a fronte di incertezza sulla natura della crisi in atto (di insolvenza o di illiquidità). Tale approccio non richiede alcuna modifica degli Articoli costitutivi dell'FMI e mira alla definizione di uno schema di risoluzione delle crisi finanziarie internazionali più pragmatico e flessibile, data la sua natura unilaterale e informale. Il rischio, tuttavia, è che questa flessibilità possa rivelarsi illusoria per la possibilità di azioni legali da parte di singoli creditori. Tale rischio potrebbe venire attenuato attraverso la definizione di criteri opportuni. In particolare, il ricorso alla moratoria dovrebbe essere ammesso solo in presenza di una concreta impossibilità di onorare il debito (buona fede del debitore); il debitore dovrebbe fornire tempestivamente a tutti i creditori le informazioni rilevanti (trasparenza); contestualmente alla dichiarazione dovrebbe essere fissata la scadenza del periodo di moratoria (temporaneità); dovrebbe inoltre essere garantita la parità di trattamento sia tra i creditori individuali appartenenti alla medesima classe, sia tra i detentori di strumenti diversi (equità). Fornendo finanziamenti, sia pure di ammontare limitato, al paese che sia in arretrato

nei pagamenti verso i creditori privati (cosiddetto meccanismo del Lending into arrears), l’FMI segnalerebbe l’accettazione della moratoria da parte della comunità internazionale, ferma restando la responsabilità del paese debitore per la sua introduzione.

Il dibattito in materia di gestione delle crisi sovrane è stato ripreso nei recenti incontri di primavera dell’FMI e della Banca Mondiale. Si è in particolare sottolineata la necessità di disciplinare in modo più rigoroso l’applicazione di limiti ai finanziamenti dell’FMI. Si è altresì ribadita l’opportunità di continuare a lavorare per la definizione di uno schema per la risoluzione delle crisi sovrane e per il coinvolgimento del settore privato. In questo ambito si è ritenuto che le diverse opzioni dovessero essere considerate complementari e non alternative.

La fissazione di limiti credibili ai finanziamenti dell’FMI contribuirebbe a ridurre l’aspettativa di salvataggi con risorse ufficiali e appare quindi particolarmente importante per incentivare l’adozione delle CAC e il tempestivo ricorso alle moratorie. La possibilità che limiti definiti quantitativamente (ad esempio in base alle quote di partecipazione all’FMI) siano superati in presenza di eventi eccezionali rende tuttavia opportuno specificare chiaramente i casi in cui tali limiti possano essere superati.

L’attività del Forum per la stabilità finanziaria, tesa a individuare i potenziali fattori di vulnerabilità del sistema finanziario internazionale, ha assunto notevole rilevanza alla luce del rallentamento dell’economia globale e degli shock verificatisi nel 2001; dopo gli eventi di settembre tale attività ha contribuito, in particolare, a catalizzare gli sforzi per impedire il ricorso al sistema finanziario internazionale per sostenere le attività terroristiche. Nella riunione di Hong Kong dello scorso marzo, il Forum ha precisato, tra l’altro, le caratteristiche delle prossime iniziative attinenti ai centri off-shore.

Nel settembre 2001 il Forum aveva invitato l’FMI ad accelerare l’attuazione del suo programma di valutazione dei centri off-shore, avviato nel luglio 2000. Tale programma ha innanzitutto l’obiettivo di valutare gli assetti legali, di regolamentazione e di supervisione del sistema finanziario di tali centri, con particolare attenzione alle norme antiriciclaggio; mira, inoltre, a migliorare qualità e quantità dei dati statistici da essi raccolti e diffusi. Il programma si articola in tre moduli di valutazione, di ampiezza e grado di approfondimento crescenti. Il modulo 1 (o autovalutazione) è svolto con l’assistenza dell’FMI o di consulenti esterni; il modulo 2 è condotto da un più ampio gruppo di supervisori; il modulo 3 (o Financial Sector Assessment Program) rappresenta la modalità di valutazione più completa e approfondita. L’FMI ha sinora partecipato a dodici esercizi di autovalutazione e condotto dieci missioni nell’ambito dei rimanenti moduli, i cui risultati sono stati resi pubblici da tre paesi (Cipro, Gibilterra e Panama). Venti missioni sono previste per il 2002 e altre dieci per il 2003. Queste iniziative si avvalgono di esperti messi a disposizione dell’FMI dalle banche centrali dei maggiori paesi, tra cui la Banca d’Italia.

In occasione della riunione di Hong Kong, il Forum ha preso atto dei progressi conseguiti da alcuni centri finanziari off-shore e ha invitato gli altri a seguirne l’esempio. Conte-

stualmente sono stati elencati i centri che non hanno ancora formalmente pianificato lo svolgimento delle missioni valutative dell’FMI e si è deciso di segnalare pubblicamente quelli ritenuti tuttora potenziali fonti di preoccupazione. Il Forum valuterà l’efficacia complessiva della sua azione sui centri off-shore all’approssimarsi del completamento del programma di valutazione dell’FMI, previsto per il 2003.

Nel 2001 si è intensificata da parte dell’FMI e della Banca Mondiale l’attività di verifica dell’osservanza degli standard e dei codici di buona condotta nei singoli paesi. Alla fine dell’anno 67 paesi avevano acconsentito a sottoporsi a un Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), 31 in più rispetto al 2000. Nel complesso sono stati finora completati 201 moduli ROSC; di questi, 140 sono stati resi pubblici dall’FMI. Una larga maggioranza dei moduli ROSC effettuati nel 2001 (oltre il 60 per cento) è stata condotta nell’ambito di un più ampio esercizio di valutazione del sistema finanziario nazionale (Financial Sector Stability Assessment). Nel corso dell’anno l’FMI ha organizzato nelle principali piazze finanziarie internazionali una serie di seminari informativi, tesi a diffondere la conoscenza dei programmi in questione presso gli operatori di mercato e a promuoverne l’utilizzo per le rispettive decisioni di investimento. Nel 2001 l’Italia ha avviato la preparazione di quattro moduli ROSC relativi alla compilazione e alla diffusione di statistiche economiche, alla trasparenza della politica di bilancio, alla vigilanza bancaria e al sistema dei pagamenti. Gli ultimi due moduli, di competenza esclusiva della Banca d’Italia, sono stati completati di recente.

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale

Nel 2001 il rallentamento del commercio mondiale, cominciato nella seconda metà dell'anno precedente, è stato di intensità inusuale. Gli scambi di beni e di servizi valutati a prezzi costanti, aumentati al tasso, eccezionalmente elevato, del 12,4 per cento nel 2000, sono diminuiti dello 0,2 per cento nel 2001; variazioni negative più rilevanti sono state registrate nel corso dell'anno (tav. aA4). Ancora più consistente è risultata la flessione del commercio di soli beni (-0,7 per cento nella media dell'anno). Era dal 1982 che il commercio mondiale non registrava una caduta nei livelli.

L'andamento negativo del commercio è stato accentuato dalla sincronia della fase ciclica recessiva delle principali economie industriali; il ridimensionamento delle eccedenze di scorte nell'industria ha avuto pesanti ripercussioni sulle importazioni di materie prime e di altri prodotti intermedi. Il brusco rallentamento degli investimenti negli Stati Uniti è stato particolarmente pronunciato per quelli nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), un settore il cui peso assai elevato sul commercio mondiale (15 per cento circa del valore delle esportazioni di beni) riflette l'accentuata delocalizzazione internazionale di queste produzioni. L'andamento degli scambi di servizi ha risentito della riduzione nei settori dei servizi turistici e di trasporto, il cui valore in dollari è diminuito, rispettivamente, del 3 e del 2 per cento.

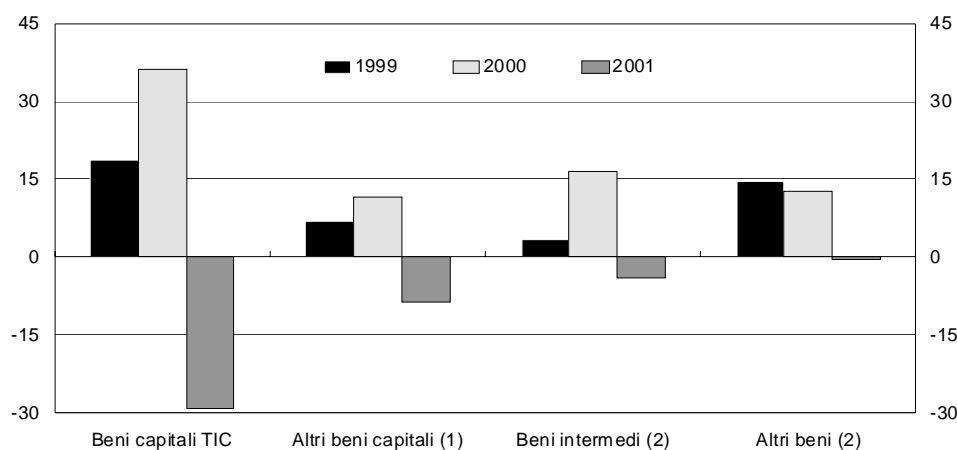
Nel 2001 i volumi delle importazioni di beni degli Stati Uniti hanno registrato un calo del 2,8 per cento, concentrato nel settore dei beni capitali. A prezzi correnti, si è avuta una flessione del 29 per cento delle importazioni di beni d'investimento TIC, dopo una crescita del 36 per cento nel 2000 (fig. A14); per il complesso dei beni capitali di tipo industriale e per quello dei prodotti industriali intermedi la riduzione è stata, rispettivamente, dell'8 e del 4 per cento.

Si sono ridotte in misura rilevante le esportazioni dei paesi più specializzati nella produzione di TIC. In volume, le vendite complessive del Giappone sono diminuite del 10 per cento circa. Quelle dell'insieme delle economie di recente industrializzazione e dei paesi in via di sviluppo asiatici più aperti al commercio (escluse quindi Cina e India) si sono ridotte del 5 per cento in media, a fronte di aumenti prossimi al 16 per cento registrati nel

2000. Le esportazioni di prodotti elettronici sono cadute, a prezzi correnti e in dollari, tra il 14 e il 24 per cento a Taiwan, in Malesia e nelle Filippine, le cui economie sono più specializzate in tali produzioni (con una quota sulle esportazioni totali di beni superiore al 50 per cento; tav. A3); sono diminuite di oltre il 20 per cento in Giappone e nella Corea del Sud, paesi con un minor grado di apertura e che presentano una struttura delle esportazioni più diversificata.

Fig. A14

IMPORTAZIONI DI BENI DEGLI STATI UNITI PER DESTINAZIONE D'USO
(a prezzi correnti; variazioni percentuali sull'anno precedente)



Fonte: U.S. Bureau of Census.

(1) Esclude gli autoveicoli, inclusi negli altri beni. - (2) Esclude il petrolio e i prodotti petroliferi.

Nei paesi dell'area dell'euro le importazioni, nella media del 2001, hanno registrato un lievissimo aumento (0,4 per cento). Le esportazioni, seppure in forte rallentamento rispetto al 2000, sono cresciute del 2,4 per cento, soprattutto in seguito all'aumento di quelle della Germania (3,5 per cento); ciò ha presumibilmente riflesso la minore rilevanza che la produzione di beni del comparto TIC riveste nelle economie dell'area.

Dal 9 al 14 novembre si è svolta a Doha la quarta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale per il commercio (OMC), in cui si è sancito l'ingresso della Cina e di Taiwan in tale organismo. È stata raggiunta un'importante intesa sull'avvio di negoziati in materia di liberalizzazione commerciale ed è stata inoltre adottata una serie di decisioni volte a favorire una maggiore partecipazione dei PVS, in particolare di quelli più poveri, ai benefici del commercio internazionale (cfr. il riquadro: *La quarta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale per il commercio: le opportunità per l'economia mondiale e i PVS*, in *Bollettino Economico*, n. 37, 2001).

L'esito favorevole degli incontri ha permesso di definire un'agenda sufficientemente dettagliata dei negoziati di liberalizzazione commerciale, stabilendo alcuni obiettivi di mas-

sima e fissando una scadenza ravvicinata (entro la fine del 2004) per la loro conclusione. Sebbene l'esito degli incontri di Doha non costituisca di per sé una garanzia di successo dei negoziati avviati, nondimeno esso segna un progresso significativo, grazie al compromesso faticosamente raggiunto (e accettato all'unanimità, come richiesto dall'OMC) tra le istanze dei 142 paesi membri.

Tav. A3

ESPORTAZIONI DI BENI DI ALCUNI PAESI DELL'ASIA
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

Paesi	Esportazioni totali nel 2000 (1)	Variazione delle esportazioni totali (2)		Esportazioni di prodotti elettronici/Esportazioni totali nel 2000	Variazione delle esportazioni di prodotti elettronici (2)		Esportazioni verso gli Stati Uniti/Esportazioni totali nel 2000
		2000	2001		2000	2001	
Cina	249	27,9	6,8	....	....	....	23,5
Corea del Sud ..	176	21,1	-14,0	35,3	38,8	-23,4	22,4
Filippine	37	8,7	-15,6	58,7	14,1	-24,1	29,3
Giappone	460	14,8	-15,0	23,6	19,3	-20,6	30,1
Hong Kong (3) ..	23	6,1	-15,3	21,3	13,4	-26,1	22,5
India	43	17,0	1,2	....	....	....	22,7
Indonesia (4) ...	62	27,4	-9,7	10,4	103,8	-13,6	13,7
Malesia	98	16,1	-10,4	58,8	18,5	-13,5	20,5
Singapore	136	16,9	-12,9	23,9	-2,3	-12,1	17,3
Tailandia	68	19,7	-6,3	23,6	20,0	-12,5	22,5
Taiwan	148	21,8	-17,1	56,0	28,7	-19,0	23,5

Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Miliardi di dollari. - (2) Sui flussi in dollari. - (3) Esclude le riesportazioni. - (4) Per il 2001, i prodotti elettronici escludono gli audiovisivi.

Per i prodotti agricoli, assai protetti nei mercati dei paesi industriali, è stato stabilito un obiettivo di graduale eliminazione dei sussidi alle esportazioni e di riduzione sostanziale dei dazi alle importazioni e delle misure di sostegno al mercato interno. La UE, che in precedenza aveva osteggiato alcune di queste decisioni, ha ottenuto che sia riconosciuta la funzione ambientale e sociale dell'agricoltura e che venga avviato uno specifico capitolo negoziale sui rapporti tra commercio e ambiente.

L'intesa ha decretato l'avvio di negoziati per una riduzione dei dazi sulle importazioni di prodotti industriali, anche al fine di diminuire significativamente la presenza di picchi tariffari sui prodotti dell'abbigliamento e del tessile; si è altresì stabilito di procedere a una revisione della disciplina generale sul dumping e sui sussidi, al fine di limitarne gli abusi in senso protezionistico. Non è stata raggiunta alcuna intesa per l'immediata eliminazione dei contingenti alle esportazioni di prodotti del tessile e dell'abbigliamento nei mercati dei paesi industriali, nonostante le pressioni esercitate dai PVS principali produttori.

I negoziati di liberalizzazione del settore dei servizi, che si estendono anche agli investimenti diretti, procederanno con modalità analoghe a quelle già sperimentate durante l'Uruguay Round; si è inoltre dato rilievo all'obiettivo, di interesse specifico per i PVS, di conseguire una più sostanziale liberalizzazione dei movimenti temporanei di lavoratori nel settore dei servizi.

L'obiettivo della UE di avviare, per la prima volta, negoziati sui rapporti tra commercio, investimenti diretti e politiche della concorrenza è stato conseguito solo parzialmente: l'avvio di negoziati per la creazione di un quadro di regole multilaterali più trasparenti e certe è stato deciso, ma avrà luogo solo dopo la prossima riunione ministeriale del 2003 e, sulla base di una clausola inserita dall'India, sarà subordinato all'esplicito accordo di tutti i paesi sulle modalità di svolgimento dei negoziati.

È stata sottoscritta un'importante dichiarazione secondo cui l'esistente disciplina dell'OMC in materia di protezione internazionale della proprietà intellettuale nel settore farmaceutico debba essere interpretata e applicata in modo da non pregiudicare il diritto delle popolazioni dei PVS a fare ricorso ai medicinali anti-epidemici a costi accessibili. È stato, inoltre, riaffermato il principio (già presente negli accordi dell'Uruguay Round e prima ancora in quelli del GATT) che la disciplina multilaterale riservi ai PVS, in particolare a quelli più poveri, un trattamento più favorevole di quello previsto per la generalità dei paesi; principio che ha trovato applicazione nelle intese specifiche raggiunte in materia di agricoltura, servizi, dazi sui prodotti industriali e nelle decisioni adottate per rendere meno onerosa per i PVS l'applicazione degli obblighi previsti da alcuni accordi conclusi nell'ambito dell'Uruguay Round (in particolare, in materia di adeguamento della regolamentazione nazionale dei requisiti sanitari e di sicurezza dei prodotti e in materia di regime sugli investimenti diretti dall'estero). A margine delle riunioni cinque istituzioni internazionali (oltre all'OMC, la Banca Mondiale e alcune agenzie dell'ONU) hanno ribadito l'impegno a incrementare le risorse devolute all'assistenza tecnica e finanziaria a favore dei paesi poveri nel campo delle politiche commerciali.

Il progresso e il successo finale dei negoziati rimangono tuttavia subordinati a un costante sostegno da parte dei principali paesi industriali. Per la UE è necessario in primo luogo proseguire nello sforzo di riforma della politica agricola comunitaria, in modo da favorire nell'ambito dell'OMC un'intesa multilaterale per quanto possibile ampia sulla liberalizzazione del commercio di prodotti agricoli, le cui implicazioni sono di vitale importanza per un gran numero di PVS (cfr. il capitolo della sezione A: I flussi commerciali e finanziari internazionali e la nuova architettura finanziaria nella Relazione sull'anno 2000). Per gli Stati Uniti è necessario in primo luogo mantenere elevato il proprio coinvolgimento nel sistema multilaterale degli scambi, frenando eventuali pressioni ad adottare misure unilaterali di politica commerciale, che tendono a minare il clima di cooperazione internazionale necessario per l'esito positivo dei negoziati.

I prezzi delle materie di base

Il prezzo del petrolio (media delle tre principali qualità), dopo l'aumento del 57 per cento registrato nella media del 2000, è diminuito nettamente nel corso del 2001 (del 29 per cento tra l'inizio e la fine dell'anno), segnando una caduta del 14 per cento sull'anno precedente (tav. aA4). Nella seconda metà del 2001 il suo valore in termini reali era ridisceso in prossimità del livello medio degli ultimi dieci anni (fig. A15).

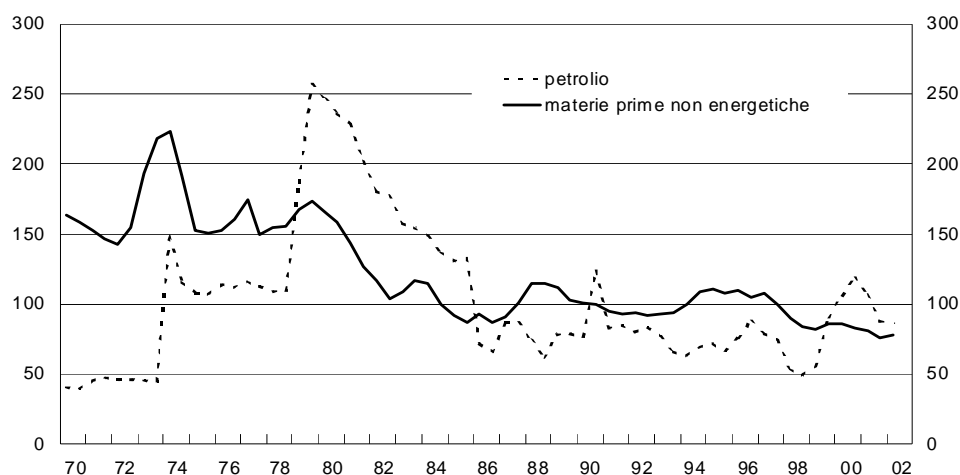
Nel 2001, nel tentativo di contrastare il declino delle quotazioni, in un contesto di offerta globale di greggio tendenzialmente eccedente e di netto indebolimento della domanda, i paesi dell'OPEC decidevano in tre occasioni di ridurre le loro quote di produzione, per complessivi 3,5 milioni di barili al giorno (pari al 4,6 per cento circa della produzione mon-

diale del 2000). Queste riduzioni più che compensavano gli ampliamenti delle quote (per complessivi 3,2 milioni di barili al giorno) decisi nel 2000, in una fase di forte crescita della domanda. Gli eventi di settembre provocavano un brusco rialzo delle quotazioni, che si mostrava tuttavia di breve durata. Nei mesi finali dell'anno il peggioramento della congiuntura nei principali paesi industriali accentuava la tendenza al ribasso dei prezzi.

A dicembre, nell'intento di sostenere le quotazioni, scese al di sotto della fascia obiettivo di 22-28 dollari per barile, i paesi dell'OPEC, unitamente ad altri importanti esportatori (Messico, Russia e Norvegia), decidevano di ridurre ulteriormente la produzione di greggio, dal gennaio del 2002 e per tutto il primo semestre, per complessivi 2 milioni di barili al giorno.

Fig. A15

**INDICATORI DEI PREZZI DEL PETROLIO E DELLE MATERIE PRIME
NON ENERGETICHE IN TERMINI REALI (1)**
(dati semestrali; indici: 1990=100)



Fonte: FMI e OCSE.

(1) Rapporto fra l'indice del rispettivo prezzo medio in dollari e l'indice del valore medio unitario in dollari delle esportazioni di manufatti dei paesi dell'OCSE. I valori del 1 semestre 2002 sono stimati sulla base dei primi 4 mesi.

Nel primo bimestre del 2002, sospinto anche dal miglioramento della congiuntura mondiale, il prezzo del petrolio risaliva lievemente, stabilizzandosi intorno a 20 dollari per barile; dalla fine di febbraio, l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente ha determinato significativi rincari e un aumento della variabilità dei prezzi. Nella seconda settimana di maggio questi ultimi avevano superato i 26 dollari per barile, tornando intorno al livello del giugno 2001.

Mentre nel 2001 si registrava in media una situazione di eccesso di offerta di petrolio sulla domanda mondiale (pari all'1,3 per cento della produzione), nel 2002, in base alle previsioni di domanda dell'Agenzia internazionale dell'energia dell'OCSE e ipotizzando che la produzione dei paesi dell'OPEC si mantenga nei restanti mesi dell'anno sul livello del primo quadrimestre, la domanda sopravanzerebbe leggermente la produzione (dello 0,9 per cento; tav. A4).

COMPOSIZIONE DELL'OFFERTA MONDIALE DI PETROLIO
(milioni di barili al giorno)

Voci	1998	1999	2000	2001	2002 (1)
Paesi dell'OPEC	30,8	29,4	30,8	30,2	-
di cui: <i>Arabia saudita</i>	8,1	7,5	8,0	7,7	-
<i>Iran</i>	3,6	3,5	3,7	3,7	-
<i>Iraq</i>	2,1	2,5	2,6	2,4	-
<i>Nigeria</i>	2,1	2,0	2,0	2,1	-
<i>Libia</i>	1,5	1,4	1,4	1,4	-
<i>Venezuela</i>	3,1	2,8	2,9	2,8	-
Altri paesi	44,7	44,7	46,1	46,8	47,7
Mondo	75,5	74,1	76,9	77,0	75,7
<i>Per memoria:</i>					
Domanda mondiale	73,6	75,2	75,9	76,0	76,4
<i>Offerta - domanda mondiale in % dell'offerta</i>	2,5	-1,5	1,3	1,3	-0,9

Fonte: Agenzia internazionale dell'energia dell'OCSE e nostre elaborazioni e stime.

(1) Previsioni. L'offerta mondiale è calcolata assumendo che quella dei paesi dell'OPEC si attesti sul livello del primo quadrimestre durante tutto l'anno.

L'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche, che nel 2000 era salito dell'1,8 per cento, interrompendo una tendenza alla diminuzione iniziata nel 1996, si è ridotto del 5,5 per cento nel 2001, soprattutto in seguito al calo delle quotazioni dei metalli (-10 per cento) e dei prodotti agricoli per uso industriale (-7 per cento); i prezzi delle bevande hanno continuato a flettere, per il quarto anno consecutivo, a ritmi molto sostenuti (-19 per cento), mentre quelli dei prodotti alimentari hanno registrato una ripresa (3,1 per cento). Dall'inizio del 2002 l'indice complessivo ha ripreso ad aumentare, riflettendo il parziale recupero delle componenti, particolarmente reattive al ciclo economico, dei prezzi dei metalli e dei prodotti agricoli per uso industriale.

Le bilance dei pagamenti

Nel 2001 gli squilibri del conto corrente della bilancia dei pagamenti tra le diverse aree sono rimasti elevati, riducendosi in misura contenuta rispetto all'anno precedente, in cui si erano nettamente ampliati.

Negli Stati Uniti, nonostante il marcato rallentamento della domanda interna, la correzione dell'ingente disavanzo è stata lieve, da 445 a 417 miliardi di dollari (dal 4,5 al 4,1 per cento del PIL; tav. A5); l'ulteriore apprezzamento del dollaro ha determinato un peggioramento della competitività di

quasi il 5 per cento nella media dell'anno, dopo il 5,5 registrato nel 2000; dall'inizio del 1997 esso si è ragguagliato a quasi il 12 per cento. Il disavanzo commerciale, diminuito da 452 a 427 miliardi, ha continuato a riflettere un eccesso delle importazioni di beni, pari a quasi il 60 per cento delle corrispondenti esportazioni.

Tav. A5

**SALDO DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI
DEI PRINCIPALI GRUPPI DI PAESI**

Gruppi di paesi e paesi	Miliardi di dollari			In percentuale del PIL		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Paesi avanzati						
Stati Uniti	-324,4	-444,7	-417,4	-3,5	-4,5	-4,1
Giappone	114,7	119,6	87,8	2,6	2,5	2,1
Area dell'euro	-28,3	-64,9	1,5	-0,4	-1,1	..
Economie di recente industrializzazione asiatiche (1)	63,3	45,1	57,1	6,8	4,4	6,0
di cui: <i>Corea del Sud</i>	24,5	11,4	8,2	6,0	2,5	1,9
PVS						
Asia	45,9	45,9	39,1	2,2	2,1	1,7
di cui: <i>Asean-4</i> (2)	38,2	34,8	24,0	9,1	7,9	5,7
<i>Cina</i>	15,7	20,5	19,6	1,6	1,9	1,7
<i>India</i>	-3,2	-4,3	-0,1	-0,7	-0,9	..
America latina	-56,7	-47,9	-54,3	-3,2	-2,4	-2,9
di cui: <i>Argentina</i>	-12,0	-8,9	-4,6	-4,2	-3,1	-1,7
<i>Brasile</i>	-25,4	-24,6	-23,2	-4,8	-4,1	-4,6
<i>Messico</i>	-14,0	-17,7	-17,5	-2,9	-3,1	-2,8
<i>Venezuela</i>	3,6	13,1	4,5	3,4	10,8	3,6
Paesi dell'Europa centrale e orientale	-23,3	-19,9	-18,8	-5,9	-5,1	-4,4
Russia	24,7	46,3	35,4	12,8	17,8	10,9
<i>Per memoria:</i>						
PVS esportatori di petrolio	18,6	102,0	56,1	3,1	14,4	7,8
PVS non esportatori di petrolio	-29,8	-36,4	-28,8	-0,7	-0,8	-0,6

Fonte: elaborazioni su dati FMI e statistiche nazionali.
(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. - (2) Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia.

Il saldo dell'area dell'euro è risultato in equilibrio, a fronte del contenuto disavanzo (65 miliardi di dollari) registrato nel 2000. L'avanzo del Giappone è diminuito da 120 a 88 miliardi (dal 2,5 al 2,1 per cento del PIL), soprattutto per la minore domanda dall'Asia. Nelle economie di nuova industrializzazione asiatiche, in seguito alla riduzione delle importazioni, superiore a quella, pur consistente, delle esportazioni, l'avanzo si è fortemente ampliato, a 57 miliardi (pari al 6,0 per cento del PIL), non discosto dal picco del 1998.

Nel 2001 l'ingente avanzo dei paesi esportatori di petrolio emerso nell'anno precedente è stato in buona parte riassorbito: quello dei PVS è sceso da 102 a 56 miliardi (dal 14,4 al 7,8 per cento del PIL); quello della Russia

da 46 a 35 miliardi (dal 17,8 al 10,9 per cento del PIL). Lo strutturale disavanzo del conto corrente dell'America latina si è ancora ampliato, da 48 a 54 miliardi di dollari (dal 2,4 al 2,9 per cento del PIL), riflettendo soprattutto la riduzione dell'avanzo del Venezuela, paese tra i maggiori esportatori di petrolio. Il disavanzo del Brasile e quello del Messico, i più ampi della regione, sono rimasti sostanzialmente invariati in dollari (rispettivamente 23 e 18 miliardi); in rapporto al PIL, tuttavia, il primo è salito dal 4,1 al 4,6 per cento e il secondo è lievemente sceso, al 2,8 per cento; quello dell'Argentina si è pressoché dimezzato in seguito alla recessione (a 5 miliardi, pari all'1,7 per cento del PIL). Nei paesi dell'Europa centrale e orientale il disavanzo si è mantenuto prossimo a 20 miliardi, riducendosi tuttavia dal 5,1 al 4,4 per cento del PIL.

Il disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti ha continuato a essere finanziato agevolmente dal flusso abbondante di capitali esteri. Sono enormemente cresciuti, rispetto al 2000, gli afflussi netti di portafoglio nel comparto obbligazionario (da 256 a 424 miliardi), riflettendo un consistente aumento degli acquisti di titoli emessi da imprese e da agenzie pubbliche residenti nel paese. Vi è stato un netto ridimensionamento di quelli nel comparto azionario (da 94 a 19 miliardi). Gli afflussi netti di investimenti diretti, che nel biennio precedente avevano finanziato circa un terzo del disavanzo, si sono annullati, riflettendo la brusca riduzione dei nuovi investimenti esteri nel paese.

Nel 2001 i flussi mondiali di investimenti diretti esteri sono ammontati, sulla base di stime preliminari effettuate dal lato degli afflussi, a circa 710 miliardi di dollari, da oltre 1.300 nel 2000. Tale riduzione, che si contrappone alla crescita eccezionalmente rapida registrata nel triennio precedente, rifletterebbe la brusca frenata dell'attività di fusione e acquisizione internazionale tra imprese, da ricollegarsi al rallentamento congiunturale nei paesi industriali e all'andamento negativo del mercato azionario. Il calo degli investimenti diretti avrebbe riguardato soprattutto i paesi industriali, dove si sarebbe registrato, rispetto al 2000, un dimezzamento dei flussi, scesi a circa 500 miliardi; nei paesi emergenti (incluso Hong Kong) la flessione è stata più contenuta, da 250 a circa 210 miliardi. Negli Stati Uniti gli afflussi sono diminuiti da 288 a 158 miliardi; da 208 a 32 miliardi in Germania; da 120 a 54 nel Regno Unito. Sono invece lievemente aumentati in Francia e in Italia. Nel complesso dell'area dell'euro gli afflussi provenienti dall'esterno dell'area sono scesi da 377 a 110 miliardi.

Sulla base dell'andamento del conto corrente e del conto capitale, si stima che alla fine del 2001 la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti sia salita a circa 2.600 miliardi di dollari (oltre il 25 per cento del PIL), da 2.187 miliardi alla fine del 2000. A determinare la posizione in essere a quella data concorrevano, da un lato, uno stock di passività sull'estero pari a 9.377 miliardi, di cui oltre 4.300 costituiti da investimenti di portafoglio, e, dall'altro, uno stock di attività sull'estero pari a 7.190 miliardi, di cui 2.400 sotto forma di investimenti di portafoglio in titoli esteri. Notevoli difficoltà

nella misurazione delle consistenze degli investimenti di portafoglio avrebbero concorso, tuttavia, a una significativa sovrastima (oltre 500 miliardi) della posizione debitoria netta degli Stati Uniti.

Le stime pubblicate dal Bureau of Economic Analysis sulla posizione netta sull'estero degli Stati Uniti attingono, per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, ai risultati di rilevazioni quinquennali sulle consistenze dei titoli esteri detenuti dai residenti (attività) e su quelle dei titoli emessi da residenti acquisiti dal settore estero (passività); le più recenti sono state effettuate, rispettivamente per il lato del passivo e dell'attivo, alla fine del 1994 e del 1997. Per gli anni successivi, la posizione sull'estero è stata aggiornata integrando i risultati di tali rilevazioni con le informazioni, assai meno accurate, ricavate da statistiche mensili sui flussi finanziari di bilancia dei pagamenti e apportando le opportune correzioni per le variazioni dei tassi di cambio e dei valori di mercato.

In uno studio della Riserva federale si effettua un confronto tra la misura delle consistenze di portafoglio basata sui risultati di apposite rilevazioni e la stima, necessariamente imprecisa, calcolata sui dati di flusso. Per il lato delle passività, si utilizzano i risultati, preliminari e non ancora resi pubblici, della rilevazione più recente (effettuata nel marzo del 2000) sugli stock di titoli statunitensi detenuti da non residenti, da cui emergerebbe che la misura corretta delle consistenze a quella data era pari a 3.600 miliardi. Tale valore, se confrontato con una stima, ricavata sulla base dei dati di flusso, pari a 4.100 miliardi, mette in evidenza una sovravalutazione delle passività pari a 500 miliardi, che si concentrerebbe nel comparto delle obbligazioni e dipenderebbe da inesattezze nel modo in cui vengono rilevati i dati di flusso relativi ad alcune operazioni che hanno assunto una importanza crescente negli ultimi anni (operazioni repo, strumenti che prevedono un rimborso graduale del capitale, ecc.). A tale distorsione si sommerebbe quella derivante da una sottostima delle consistenze dell'attivo. L'errore per difetto (circa 300 miliardi), riscontrato comparando i risultati della rilevazione sugli stock di titoli esteri detenuti dai residenti alla fine del 1997 con le stime corrispondenti ottenute dai flussi e concentrato nel comparto delle azioni, potrebbe in parte derivare dal fatto che le nuove tecnologie informatiche permettono agli investitori statunitensi di effettuare direttamente acquisti di titoli sui mercati esteri, anziché servirsi di intermediari residenti negli Stati Uniti.

La posizione creditoria sull'estero del Giappone sarebbe ammontata a 1.100 miliardi di dollari (28,5 per cento del PIL); quella debitoria netta dell'area dell'euro sarebbe diminuita leggermente, da 94 a 80 miliardi (1,3 per cento del PIL).

I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti

Nel 2001 i flussi netti di capitale verso i paesi emergenti hanno registrato una ripresa rispetto all'andamento molto negativo del 2000. Quelli privati sono saliti da 8 a 31 miliardi di dollari (tav. A6). L'aumento di quelli ufficiali, da 6 a 37 miliardi, ha riflesso il sostegno accordato dalla comunità internazionale al Brasile e alla Turchia. Il valore complessivo dei flussi, pari a 69 miliardi, rimane tuttavia non solo assai inferiore al picco (236 miliardi all'anno) registrato nel biennio 1995-96, prima della crisi asiatica, ma anche al di sotto dei valori medi nel periodo 1997-99.

FLUSSI NETTI DI CAPITALE VERSO I PAESI EMERGENTI (1)
(miliardi di dollari)

Paesi	Media 1994-96	1997	1998	1999	2000	2001
Totale paesi emergenti						
Capitali privati	199,0	111,9	65,4	69,4	7,7	31,3
<i>Investimenti diretti</i>	99,3	142,7	154,7	163,8	153,4	175,5
<i>Investimenti di portafoglio</i>	80,4	46,3	-4,6	33,9	-4,3	-30,2
<i>Altri investimenti</i>	19,4	-77,2	-84,7	-128,2	-141,4	-114,0
Capitali ufficiali	9,6	64,9	60,5	13,7	5,7	37,2
Asia (2)						
Capitali privati	96,0	14,0	-47,0	1,3	-15,5	19,2
<i>Investimenti diretti</i>	51,6	57,5	59,8	61,9	54,4	53,5
<i>Investimenti di portafoglio</i>	23,9	6,8	-18,2	14,2	4,4	-14,4
<i>Altri investimenti</i>	20,6	-50,3	-88,5	-75,0	-74,2	-19,9
Capitali ufficiali	-1,1	7,1	20,1	1,6	4,5	-1,4
America latina						
Capitali privati	52,5	70,6	71,3	43,2	42,5	27,1
<i>Investimenti diretti</i>	29,1	56,2	60,6	64,1	61,6	67,2
<i>Investimenti di portafoglio</i>	34,9	25,9	18,7	11,1	4,6	0,9
<i>Altri investimenti</i>	-11,5	-11,5	-8,0	-32,0	-23,8	-41,0
Capitali ufficiali	8,9	13,7	16,1	7,4	-0,5	29,1
Africa						
Capitali privati	14,0	8,2	11,9	10,6	3,9	7,9
<i>Investimenti diretti</i>	3,0	8,0	6,5	8,9	7,3	22,2
<i>Investimenti di portafoglio</i>	3,2	7,0	3,7	8,7	-2,4	-8,8
<i>Altri investimenti</i>	7,8	-6,8	1,6	-7,0	-1,0	-5,5
Capitali ufficiali	1,8	1,9	3,1	1,9	1,4	1,1
Medio Oriente, Malta e Turchia						
Capitali privati	10,9	15,1	9,5	0,6	-24,0	-27,1
<i>Investimenti diretti</i>	5,3	5,2	6,3	5,4	7,3	8,5
<i>Investimenti di portafoglio</i>	3,8	-0,9	-13,2	-3,2	-13,7	-10,2
<i>Altri investimenti</i>	1,8	10,8	16,3	-1,7	-17,6	-25,5
Capitali ufficiali	4,9	9,3	2,9	2,4	-0,1	7,1
Paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'ex URSS						
Capitali privati	25,5	3,9	19,8	13,9	0,8	4,2
<i>Investimenti diretti</i>	10,3	15,8	21,4	23,4	22,8	24,0
<i>Investimenti di portafoglio</i>	14,7	7,5	4,5	3,1	2,8	2,4
<i>Altri investimenti</i>	0,5	-19,4	-6,1	-12,6	-24,8	-22,2
Capitali ufficiali	-4,9	32,9	18,2	0,4	0,4	1,4

Fonte: FMI.

(1) Valore netto degli afflussi e dei deflussi di capitale verso e dal gruppo di paesi. Gli altri investimenti comprendono crediti bancari e commerciali, depositi in valuta, altre attività e passività; possono includere movimenti ufficiali. Eventuali discrepanze nelle ultime cifre sono dovute ad arrotondamenti. - (2) Include l'Asia meridionale e orientale, ad esclusione del Giappone e Hong Kong.

Gli investimenti diretti esteri hanno continuato a rappresentare di gran lunga la fonte principale di finanziamento. Nel 2001 sono saliti da 153 a 176 miliardi, valore superiore a quelli prevalenti prima della crisi asiatica del 1997. Se si escludono i paesi asiatici più colpiti dalla crisi, dove la riduzione dei flussi rispetto al biennio precedente è dipesa dal progressivo esaurirsi delle operazioni di acquisizione di imprese da parte dell'estero e dall'andamento negativo dell'attività nel settore delle nuove tecnologie, i flussi di investimenti diretti sono aumentati o si sono mantenuti stabili in tutte le aree, continuando a registrare i valori massimi in America latina (67 miliardi).

Negli ultimi anni è drasticamente cresciuto il peso degli investimenti diretti dall'estero (IDE) sui flussi finanziari lordi verso i paesi emergenti. Nel periodo 1998-2000 essi hanno rappresentato circa l'86 per cento del totale, con punte massime in Asia (dove vi sono stati ampi disinvestimenti nel comparto dei prestiti bancari), in America latina (75 per cento) e nei paesi dell'Europa centrale e orientale e dell'ex URSS (50 per cento); nel periodo 1994-97, di massima espansione degli afflussi finanziari totali, la quota per il complesso dei paesi emergenti era pari al 40 per cento.

Sebbene una parte elevatissima degli IDE continui a indirizzarsi verso un ristretto numero di paesi emergenti (25 paesi hanno ricevuto il 90 per cento dei flussi nella seconda metà degli anni novanta), quella che si dirige verso i paesi più poveri del mondo (circa il 2,5 per cento del totale), localizzati per lo più nell'Africa sub-sahariana, ha fornito una stabile e rilevante fonte di finanziamento. Secondo la Banca Mondiale nel periodo 1997-99 i paesi più poveri avrebbero ricevuto afflussi di IDE equivalenti al 2,7 per cento del PIL, a fronte dell'1 all'inizio degli anni novanta, con effetti benefici sulla diversificazione della loro struttura industriale e sullo sviluppo del settore finanziario. Questi paesi continuerebbero tuttavia a dipendere principalmente dagli afflussi di capitale ufficiale, pari al 3,9 per cento del PIL nel 1997-99.

Un drenaggio consistente di risorse finanziarie è continuato invece a derivare dai deflussi netti nel comparto degli "altri investimenti", che include i prestiti bancari (114 miliardi nel 2001, a fronte di 141 nel 2000). Tuttavia, mentre tra il 1997 e il 2000 il processo di disimpegno degli investitori esteri aveva riguardato principalmente i paesi dell'Asia (72 miliardi all'anno), nel 2001 si è concentrato in America latina (41 miliardi, da 19 nella media 1997-2000). Anche gli investimenti di portafoglio sono stati negativi nel 2001, registrando deflussi netti per 30 miliardi, da 4 nel 2000. Vi avrebbero contribuito il sostanziale arresto dell'attività di emissione internazionale di titoli obbligazionari nel terzo trimestre e una forte riduzione degli afflussi nel comparto azionario, che avevano registrato negli ultimi anni uno sviluppo eccezionalmente sostenuto in Asia, da ricollegarsi alla dinamica positiva delle borse nel settore delle nuove tecnologie.

La liberalizzazione dei mercati finanziari attuata in numerosi paesi emergenti dalla fine degli anni ottanta aveva contribuito a determinare, soprattutto nella prima parte dello scorso decennio, incrementi eccezionali

mente rapidi e di ammontare rilevante degli afflussi di capitale verso questi paesi. Nel breve termine questi afflussi si sono associati in molti casi a sintomi di “surriscaldamento” delle economie destinarie, manifestatisi in un’eccessiva espansione degli aggregati monetari e creditizi e della domanda aggregata e in un apprezzamento del tasso di cambio reale.

È stata avanzata l’ipotesi che tra i due fenomeni vi sia una relazione di causalità. Per verificare tale ipotesi sono stati analizzati empiricamente gli effetti di breve periodo degli afflussi di capitale su alcune importanti grandezze macroeconomiche in Argentina, Messico e Turchia durante gli anni ottanta e novanta. Un esercizio di simulazione basato su stime ottenute da un modello vettoriale auto-regressivo (VAR) ha permesso di verificare che un aumento temporaneo esogeno degli afflussi di capitale non influenza in misura significativa la dinamica del tasso di cambio reale; amplifica le fluttuazioni del PIL solo nel caso della Turchia; determina una significativa espansione del credito interno al settore privato sia in Argentina sia in Turchia. Tali risultati sembrano suggerire che gli ingenti afflussi di capitale possono aver costituito una fonte di squilibrio soprattutto per il mercato del credito, accentuando la fragilità del sistema finanziario e, di conseguenza, dell’economia nel suo complesso. Sebbene il numero assai limitato dei paesi considerati renda difficile estendere i risultati dell’analisi alla generalità delle economie emergenti, l’ipotesi secondo cui gli afflussi di capitale rappresentano un fattore rilevante di amplificazione delle fluttuazioni cicliche in questi paesi viene confermata solo parzialmente.

Le iniziative per ridurre la povertà e gli aiuti ufficiali allo sviluppo

È proseguita con moderati progressi l’iniziativa in favore dei paesi poveri altamente indebitati (Heavily Indebted Poor Countries - HIPC), avviata dall’FMI e dalla Banca Mondiale nel 1996 e potenziata nel 1999 (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali e la nuova architettura finanziaria* nella Relazione sull’anno 2000).

Tra l’inizio del 2001 e il primo trimestre del 2002, 4 paesi del gruppo hanno raggiunto il punto di “decisione”, ovvero il momento in cui il paese viene qualificato idoneo a beneficiare della riduzione del debito, e altri 4 il punto di “completamento”, ovvero quello in cui inizia effettivamente la cancellazione del debito da parte delle istituzioni multilaterali e bilaterali. Allo stato attuale, dei 38 paesi eleggibili, 26 si sono qualificati, ma solo 5 di questi hanno raggiunto il punto di “completamento”, per il permanere di carenze nella capacità di integrare la gestione del debito con le politiche macroeconomiche. A sei anni dall’introduzione dell’iniziativa, 12 paesi non hanno ancora avviato il processo di riduzione della povertà e di miglioramento delle condizioni di vita, necessario per la qualificazione: per 4 di questi la prospettiva di raggiungere il “punto di decisione”, seppur non immediata, non appare remota, mentre gli altri 8 presentano gravi carenze amministrative o sono addirittura colpiti da conflitti bellici interni. Il raggiungimento di accordi di pace, un chiaro impegno alla smobilitazione militare e il conseguimento di risultati soddisfacenti nell’attuazione di riforme strutturali sono, pertanto, le tre condizioni preliminari affinché tali paesi possano raggiungere il punto di “decisione”.

Secondo le stime dell’FMI e della Banca Mondiale, per il totale dei 26 paesi che attualmente si trovano al punto di “decisione” o di “completamento”, l’applicazione della iniziativa HIPC sarà in grado di determinare una cancellazione del debito valutata in 25 miliardi di dollari in termini di valore attuale netto. Considerando l’effetto derivante dalle tradizionali procedure di cancellazione del debito e dalle autonome iniziative di ristrutturazione da parte dei creditori bilaterali, lo stock di debito dovrebbe scendere da 65 a 27 miliardi in termini di valore attuale netto.

Nonostante i progressi conseguiti nella lotta alla povertà, i risultati appaiono inferiori alle aspettative iniziali: un numero ancora troppo esiguo di paesi è passato dal punto di “decisione” a quello di “completamento”, soprattutto a causa delle difficoltà incontrate nello sviluppare strategie di riduzione della povertà o nel realizzare importanti riforme strutturali.

La volontà della comunità internazionale di perseguire con determinazione gli obiettivi internazionali dello sviluppo contenuti nella Dichiarazione del millennio, sottoscritta dall’Assemblea generale dell’ONU nel settembre 2000 – cioè la riduzione della popolazione mondiale che vive in condizioni di estrema povertà e il raggiungimento di condizioni di vita qualitativamente più elevate entro il 2015 – ha condotto nello scorso anno alla definizione di strategie innovative per favorire la crescita e lo sviluppo dei paesi più poveri.

Al vertice di Genova del luglio 2001, su iniziativa della presidenza italiana, i Capi di Stato e di governo dei paesi del G8 hanno approvato la proposta di un piano d’azione ad ampio raggio per la lotta alla povertà che, superando l’iniziativa per la riduzione del debito approvata a Colonia nel 1999, individua alcune priorità e le traduce in un insieme organico di interventi tesi a incidere sui fattori determinanti per la crescita sostenibile e lo sviluppo economico e sociale nei PVS.

Tale proposta (Debt Relief and Beyond) nasce dalla considerazione che la cancellazione del debito è utile, ma non è da sola sufficiente a sconfiggere, in modo permanente, la povertà nelle aree meno sviluppate. Nei paesi a forte indebitamento che hanno beneficiato della cancellazione, la riduzione del debito deve essere accompagnata da politiche che promuovano la crescita e gli investimenti; inoltre, ragioni di equità richiedono che la comunità internazionale consideri anche quei paesi che, pur non avendo un debito insostenibile, rimangono caratterizzati da un elevato livello di povertà e si trovano relegati ai margini nel processo di globalizzazione. Alla luce di tali considerazioni, e raccogliendo i risultati all’epoca raggiunti nell’ambito dell’iniziativa HIPC, la proposta presenta nuove iniziative che muovono lungo tre direttrici principali: 1) favorire la crescita del commercio globale con modalità tali che anche i paesi meno sviluppati possano beneficiarne; 2) facilitare l’afflusso di capitali a lungo termine destinati a investimenti produttivi nei paesi più poveri; 3) impegnarsi ad assicurare maggiori e più efficienti investimenti per lo sviluppo dei settori “sociali”, quali la sanità e l’istruzione.

L’iniziativa del G8 è coerente con la strategia dell’ONU e delle principali istituzioni finanziarie internazionali per il raggiungimento degli obiet-

tivi enunciati nella Dichiarazione del millennio. Sotto l'egida dell'ONU, nel marzo di quest'anno si è tenuta a Monterrey la Conferenza internazionale sul finanziamento allo sviluppo, indetta con l'obiettivo di imprimere una svolta sia nella entità sia nelle modalità di erogazione degli aiuti ufficiali allo sviluppo.

Per il raggiungimento degli obiettivi enunciati nella Dichiarazione del millennio, stime dell'ONU e della Banca Mondiale indicano, a oggi, un fabbisogno finanziario aggiuntivo pari a circa 50 miliardi di dollari all'anno per i prossimi quattordici anni, ovvero un sostanziale raddoppio delle risorse attualmente impiegate per gli aiuti pubblici allo sviluppo. La strategia per la riduzione della povertà è finalizzata a mobilitare sia le risorse finanziarie internazionali sia quelle interne ai PVS. Solo creando le condizioni necessarie alla mobilitazione del risparmio nazionale, sia pubblico sia privato, i paesi poveri potranno garantire un adeguato sostegno agli investimenti produttivi e al continuo sviluppo del capitale umano. Le politiche nazionali dirette alla riduzione della povertà e al miglioramento delle condizioni di vita dovranno essere adeguatamente sostenute da flussi internazionali di capitale privato, specialmente nella forma di investimenti diretti: la capacità dei PVS di creare le necessarie condizioni produttive interne adatte a facilitare il flusso di investimenti diretti rappresenterà, quindi, la principale sfida per il perseguimento degli obiettivi di sviluppo. La strategia definita in ambito internazionale riconosce l'importanza degli scambi commerciali quale motore dello sviluppo. Il commercio internazionale può diventare la principale fonte per il finanziamento allo sviluppo: la costruzione di un sistema di scambi multilaterali, sempre più universalmente condiviso, diviene viepiù indispensabile.

Per l'insieme dei PVS, a fronte di una strutturale carenza di risorse finanziarie nonché di ampie oscillazioni nei flussi finanziari internazionali, gli aiuti ufficiali allo sviluppo rappresentano un fattore di importanza primaria per il perseguimento degli obiettivi contenuti nella Dichiarazione del millennio. L'efficacia degli stessi verrà accresciuta da una più stretta collaborazione tra paesi donatori, istituzioni finanziarie internazionali e paesi poveri, sulla base di una strategia di sviluppo, della quale questi ultimi restino responsabili.

I paesi della UE si sono impegnati a raggiungere un livello di aiuti pari in media allo 0,39 per cento del reddito nazionale lordo entro il 2006, come obiettivo intermedio rispetto a quello di più lungo periodo dello 0,7 per cento: i membri che contribuiscono con quote inferiori allo 0,39 per cento, e tra questi anche l'Italia, si sono impegnati a raggiungere almeno lo 0,33 per cento entro la stessa data. Pur vincolato alle stime della crescita economica della UE, il contributo europeo potrebbe in tal modo aumentare di circa 7 miliardi di dollari all'anno. Gli Stati Uniti hanno contestualmente annunciato di voler aumentare il volume dei propri aiuti per un totale di 10 miliardi di dollari nei prossimi tre anni, e di voler contribuire con 5 miliardi annui in quelli successivi.