

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

I risultati dell'anno

Dalla metà del 2003 l'attività economica mondiale ha ripreso slancio, con l'attenuarsi delle tensioni politiche internazionali e il permanere di un orientamento decisamente espansivo delle politiche monetarie e di bilancio. L'accelerazione dell'economia degli Stati Uniti e il perdurare della fase di eccezionale crescita del prodotto della Cina hanno favorito un forte recupero del commercio internazionale nella seconda metà dell'anno. La ripresa, pur estendendosi gradualmente a tutte le aree del globo, ha avuto intensità difforme fra paesi e fra aree. Si sono aggravati gli squilibri esterni mondiali; in particolare, il disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti si è ancora ampliato. Ne sono derivate ulteriori pressioni al ribasso sul cambio del dollaro, già indebolitosi nel corso del 2002. Il deprezzamento della valuta statunitense è stato contenuto dall'attuazione da parte delle autorità di numerosi paesi di strategie volte a contrastare il rafforzamento delle proprie monete e ad accumulare riserve in dollari. L'euro, la sterlina e il franco svizzero si sono invece apprezzati in misura significativa nei confronti della valuta statunitense. Nonostante l'indirizzo espansivo delle politiche monetarie e la ripresa dell'attività produttiva, l'inflazione, già su livelli assai contenuti, ha mostrato tendenze a ridursi, generando in taluni paesi timori di deflazione.

Dalla primavera del 2003 si è avviata una ripresa dei mercati finanziari, favorita dall'abbondante liquidità e dal miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale. Le quotazioni azionarie hanno segnato recuperi cospicui su tutti i mercati; negli Stati Uniti e in Giappone esse sono state sospinte dal significativo aumento dei profitti. I premi per il rischio sulle obbligazioni delle imprese e dei paesi emergenti sono scesi su livelli particolarmente bassi.

Nella media del 2003 il ritmo di sviluppo del prodotto mondiale è salito al 3,9 per cento, dal 3,0 nell'anno precedente, valore in linea con quello potenziale stimato dal Fondo monetario internazionale (FMI). Il commercio mondiale, aumentato del 3,1 per cento nel 2002, ha accelerato al 4,5. Come nel 2002 dall'espansione degli scambi hanno tratto benefi-

cio soprattutto i paesi dell'Asia, le cui esportazioni sono cresciute a ritmi del 12 per cento circa; quelle dei paesi dell'area dell'euro hanno invece ristagnato, risentendo dell'apprezzamento del cambio. La dinamica del commercio mondiale, debole nella prima metà dell'anno, si è rafforzata nel terzo trimestre e soprattutto nel quarto; vi sono indicazioni di un'ulteriore accelerazione degli scambi nel 2004.

Nei primi mesi del 2003 l'andamento del prezzo del petrolio ha risentito delle incertezze legate all'evolversi della crisi in Iraq; successivamente, ha riflesso soprattutto la ripresa dell'attività produttiva mondiale; l'indebolimento della valuta statunitense ha concorso a mantenere le quotazioni su livelli elevati. Nella media dell'anno il prezzo del greggio ha sfiorato i 30 dollari al barile, segnando un incremento di circa il 16 per cento rispetto al 2002. Nei mesi iniziali dell'anno in corso il rafforzamento del ciclo mondiale, la decisione dei paesi dell'OPEC di attuare tagli alla produzione e, più di recente, l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente hanno determinato ulteriori rialzi, fino a 39 dollari al barile alla fine della seconda decade di maggio. Anche i prezzi dei metalli, prevalentemente quotati in dollari, hanno segnato incrementi significativi; un impulso è provenuto dalla domanda della Cina. Gli aumenti finora conseguiti, rapportati a quelli dei prezzi internazionali dei manufatti, risultano simili per intensità agli incrementi registrati in precedenti fasi di ripresa.

Nel 2003 la crescita del prodotto nelle economie emergenti ha superato il 6 per cento, dal 4,6 nell'anno precedente, pur con differenze significative fra aree. È stata assai elevata in Cina, in India e nell'ex Unione Sovietica. In Africa l'attività produttiva ha accelerato al 4,1 per cento, dal 3,5 nel 2002; il prodotto pro capite è aumentato del 2 per cento circa. In America latina, dopo il ristagno nel 2002, il prodotto è tornato ad aumentare, dell'1,7 per cento, riflettendo principalmente la ripresa in Argentina, che ha peraltro soltanto parzialmente compensato il forte calo produttivo registrato nei quattro anni precedenti. In Brasile l'attività economica si è invece indebolita nella prima parte dell'anno, risentendo dell'orientamento assai restrittivo delle politiche economiche; la ripresa del commercio mondiale e il miglioramento delle condizioni finanziarie hanno favorito un rafforzamento della produzione negli ultimi mesi dell'anno. Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che sono entrati a far parte della Unione europea (UE) dal 1° maggio 2004, il prodotto è aumentato del 3,6 per cento (2,4 nell'anno precedente), sostenuto dalla domanda interna.

L'abbondanza di liquidità, la riduzione dell'incertezza, il rafforzamento dell'attività produttiva hanno favorito una ripresa dei flussi di capitale privato alle economie emergenti, in particolare a quelle asiatiche; in alcuni paesi hanno contribuito i progressi conseguiti a livello strutturale.

Si sono ridotti per il secondo anno consecutivo i flussi di investimenti diretti, mentre hanno segnato una netta ripresa i prestiti bancari. Le condizioni di accesso al credito internazionale sono migliorate in misura significativa per la generalità dei paesi stimolando un aumento dell'indebitamento; in taluni casi la riduzione dei premi per il rischio è stata assai rapida e consistente.

Gli Stati Uniti

Nel 2003 negli Stati Uniti la crescita è salita al 3,1 per cento, dal 2,2 dell'anno precedente, sopravanzando di quasi un punto percentuale le previsioni effettuate un anno fa. L'attività produttiva ha accelerato nella seconda metà dell'anno, sospinta dallo stimolo fornito dalle politiche economiche. Nel mese di giugno i timori di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, scesa su livelli molto bassi, hanno indotto la Riserva federale ad abbassare il tasso di interesse di riferimento all'1 per cento, il valore minimo dalla fine della seconda guerra mondiale. In termini reali i tassi di interesse a breve termine sono rimasti negativi nell'anno, per circa un punto percentuale.

Anche la politica di bilancio ha impresso un ulteriore, forte impulso alla domanda: nell'esercizio fiscale 2003 il disavanzo federale si è ampliato rispetto all'anno precedente di due punti percentuali di PIL, al 3,5 per cento; il peggioramento si è sommato a quello registrato fra il 2000 e il 2002, pari a quasi quattro punti. Sull'aumento del disavanzo hanno soprattutto inciso gli sgravi fiscali approvati nel 2001 e nel 2003. I loro effetti si sono aggiunti agli incrementi della spesa militare e di quella per la sicurezza interna, decisi a più riprese dal settembre 2001. Alcuni dei provvedimenti già approvati influiranno anche sui risultati del 2004; secondo le recenti valutazioni dell'Amministrazione il disavanzo federale dovrebbe ampliarsi quest'anno al 4,5 per cento del prodotto.

Sfruttando i guadagni di efficienza e l'accresciuta flessibilità dei processi produttivi consentiti dall'utilizzo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, le imprese statunitensi hanno realizzato nell'ultimo biennio tassi di crescita della produttività particolarmente elevati. Essi hanno reso possibile far fronte a volumi crescenti di domanda riducendo nel contempo l'impiego del lavoro. Nel periodo 1996-2003 il tasso di crescita medio annuo della produttività del lavoro è raddoppiato, salendo al 3,0 per cento, dall'1,5 nel ventennio precedente. La crescita potenziale dell'economia potrebbe attestarsi nei prossimi anni su un valore anche superiore a quello correntemente stimato, pari al 3,5 per cento.

I cospicui incrementi di produttività, in presenza di una dinamica salariale moderata e di un graduale rafforzamento della domanda, hanno favorito il recupero della redditività delle imprese non finanziarie che si era deteriorata fortemente nel biennio 2000-01. L'espansione dei profitti e il prevalere di condizioni finanziarie assai favorevoli hanno consentito nel corso dell'anno una ripresa degli investimenti, in particolare nel comparto dei beni capitali a tecnologia avanzata. Il drastico processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria delle imprese ha però avuto ripercussioni negative sul mercato del lavoro. L'occupazione, in calo dai primi mesi del 2001, ha infatti continuato a ridursi fino allo scorso agosto; dal mese successivo si sono manifestati segnali di miglioramento; solo dall'inizio del 2004 il ritmo di crescita dei posti di lavoro si è riportato in linea con quelli realizzati in precedenti fasi di ripresa. Nonostante la debolezza delle condizioni del mercato del lavoro l'espansione dei consumi si è mantenuta elevata, sospinta dagli sgravi fiscali approvati nel maggio 2003, dall'aumento della ricchezza delle famiglie e dalla maggiore capacità di spesa derivante dall'attività di rifinanziamento dei mutui ipotecari.

Il divario di crescita della domanda interna rispetto a quella prevalente nelle altre principali economie industriali e in alcune di quelle emergenti ha più che compensato l'effetto favorevole sulla bilancia dei pagamenti dell'aumento di competitività dei prodotti statunitensi. È derivato un ulteriore ampliamento del saldo passivo di parte corrente degli Stati Uniti, che ha sfiorato il 5 per cento del prodotto, un massimo dalla fine del secondo conflitto mondiale. Lo squilibrio esterno era già peggiorato, di quasi tre punti percentuali, tra il 1997 e il 2000, in seguito all'eccezionale espansione dell'accumulazione nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. In quel periodo i cospicui afflussi di capitale privato, soprattutto nel comparto azionario, avevano ampiamente superato le necessità di finanziamento del disavanzo del conto corrente. Nell'ultimo biennio tali afflussi si sono ridimensionati; nel contempo hanno acquisito crescente rilevanza gli investimenti in titoli obbligazionari statunitensi di autorità ufficiali straniere, in particolare della Cina e di altri paesi asiatici, che hanno accumulato riserve al fine di contrastare l'apprezzamento delle loro valute nei confronti del dollaro.

Anche in conseguenza dell'attuazione di tali strategie il deprezzamento della moneta statunitense, in termini effettivi, è stato contenuto nel 10 per cento rispetto al febbraio 2002. Lo scorso 7 febbraio i ministri delle finanze e i governatori dei principali paesi industriali, al termine dell'incontro tenutosi a Boca Raton, avevano auspicato una maggiore flessibilità delle valute che non si erano ancora rafforzate nei confronti del dollaro, al fine di agevolare un graduale aggiustamento degli squilibri esterni mondiali. L'annuncio, il cui contenuto è stato ribadito in occasione dei recenti incontri di Washington, ha avuto l'effetto di stabilizzare il rapporto di cambio

fra dollaro ed euro, che si è anzi leggermente mosso verso il rafforzamento della valuta statunitense nelle settimane successive.

Nonostante il forte accumulo di passività nette sull'estero degli Stati Uniti dalla metà degli anni novanta, il saldo dei redditi da capitale è stato lievemente positivo nel 2003, in quanto i rendimenti sulle attività detenute all'estero sono strutturalmente più elevati di quelli che gravano sulle passività, particolarmente bassi dato il ruolo del dollaro come valuta di riserva internazionale. Tale situazione, assieme all'andamento favorevole dell'economia e, nell'ultimo biennio, all'aumento del valore in dollari delle attività, ha contribuito a contenere l'espansione del debito netto sull'estero in rapporto al prodotto, nonostante il forte ampliamento del disavanzo commerciale. È comunque evidente che il riequilibrio del disavanzo corrente richiede di ridurre nel medio periodo l'attuale divario fra la crescita produttiva degli Stati Uniti e quella dell'Europa.

Un contributo importante al contenimento della dinamica della domanda interna degli Stati Uniti potrà provenire dalla correzione dei conti pubblici. In questa direzione si muove il programma, presentato nel febbraio 2004, con cui l'Amministrazione si impegna a ridurre lo squilibrio del saldo del bilancio federale all'1,6 per cento del prodotto nel 2009, meno della metà di quello registrato nel 2003. La correzione discenderebbe soprattutto da una severa azione di contenimento della dinamica delle spese discrezionali, incluse quelle per la difesa; queste ultime, dopo aumenti dell'ordine del 10 per cento nello scorso triennio, crescerebbero a un ritmo annuo appena superiore all'1 per cento nel periodo 2005-09.

L'area dell'euro

Nel 2003 l'andamento dell'attività economica nell'area dell'euro è stato deludente: dopo aver ristagnato nel primo semestre, l'attività produttiva è tornata a espandersi a ritmi modesti nel secondo. Nella media dell'anno il prodotto è aumentato appena dello 0,4 per cento, contro l'1,1 previsto un anno fa e lo 0,9 del 2002 (cfr. la sezione B: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*). I consumi delle famiglie sono aumentati in misura contenuta. Gli investimenti, frenati dall'incertezza sui tempi e sull'entità della ripresa, hanno subito una flessione per il terzo anno consecutivo. Il settore estero, che nel 2002 aveva fornito un sostegno importante all'attività economica, ha sottratto oltre mezzo punto alla crescita, anche per effetto della perdita di competitività indotta dall'apprezzamento dell'euro. Nel corso del 2003 l'inflazione al consumo si è mantenuta attorno al 2 per cento; nel marzo dell'anno in corso si è ridotta all'1,7.

In seguito all'attenuarsi delle tensioni sui prezzi, al fine di contrastare la debolezza ciclica, le condizioni monetarie sono state rese più espansive. All'inizio di marzo del 2003 l'Eurosistema ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento; in giugno è stata attuata un'ulteriore riduzione, di 0,50 punti, al 2,00 per cento, il livello più basso dall'avvio della terza fase della Unione economica e monetaria; in termini reali i tassi di interesse a breve termine sono scesi attorno allo zero (cfr. la sezione D: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). Anche nel 2003, dati gli elevati livelli dei disavanzi nei principali paesi dell'area, la politica di bilancio non ha potuto contrastare la debolezza ciclica con azioni discrezionali; l'attività economica ha tratto sostegno solamente dall'operare degli stabilizzatori automatici. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è salito nell'anno al 2,7 per cento del prodotto, dal 2,3 nell'anno precedente (cfr. la sezione C: *La finanza pubblica*); secondo recenti stime della Commissione europea, depurato degli effetti del ciclo, esso sarebbe leggermente diminuito rispetto al 2002, dal 2,5 al 2,2 per cento del prodotto; la componente strutturale dell'avanzo primario si sarebbe invece mantenuta pressoché invariata, all'1,3 per cento del prodotto. Risentendo della bassa crescita dell'economia, il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche rispetto al prodotto è ancora salito, al 70,5 per cento dal 69,3 nel 2002.

L'Asia

In Giappone la fase espansiva avviata nel 2002 e innescata dalla ripresa delle esportazioni verso gli altri paesi dell'area asiatica è proseguita lo scorso anno a ritmi elevati e superiori alle attese. Nel 2003 il prodotto è aumentato del 2,5 per cento, dopo la flessione dello 0,3 registrata nell'anno precedente. L'attività produttiva è stata sospinta, oltre che dalle esportazioni, il cui incremento è risultato più che doppio rispetto a quello del commercio mondiale, anche dagli investimenti privati. La ripresa dell'accumulazione, dopo la fase di ristagno protrattasi per un decennio, è stata favorita dall'aumento della domanda estera e dal recupero di redditività delle imprese, in particolare di quelle di grandi dimensioni del comparto manifatturiero. Attraverso un processo di riassetto avviato negli ultimi anni dello scorso decennio, esse hanno ridotto in misura significativa l'elevato indebitamento raggiunto nei primi anni novanta. Di recente vi è stato un miglioramento del clima di fiducia anche delle imprese operanti in settori meno esposti alla concorrenza internazionale; ciò conferma che la ripresa dell'attività produttiva si sta diffondendo a tutta l'economia. La positiva evoluzione congiunturale ha favorito il risanamento del sistema bancario; gli utili sono stati superiori alle attese e le partite in sofferenza si sono ridotte in misura significativa. Si è tuttavia

approfondito il divario tra le maggiori banche, più solide, e quelle regionali, le cui condizioni patrimoniali rimangono fragili.

Nonostante il progressivo rafforzamento della produzione, la tendenza flettente dei prezzi al consumo, pur attenuandosi, è proseguita nel 2003. In tale contesto la Banca del Giappone ha accentuato la strategia incentrata su una forte espansione della liquidità e su tassi d'interesse nominali a breve termine prossimi allo zero. L'obiettivo quantitativo, adottato nel marzo 2001 e basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, è stato innalzato più volte nel corso dell'anno. I cospicui interventi effettuati sul mercato dei cambi, volti a contrastare l'apprezzamento dello yen, hanno concorso a mantenere le condizioni monetarie espansive; esse hanno favorito il permanere dei tassi di interesse a lungo termine su livelli molto bassi. Anche la politica di bilancio ha mantenuto un orientamento espansivo: secondo recenti valutazioni dell'OCSE, nel 2003 il disavanzo pubblico, al netto degli effetti del ciclo, è aumentato di mezzo punto percentuale, al 7,5 per cento del prodotto. L'incidenza del debito lordo sul prodotto ha superato il 150 per cento, il livello più elevato fra i paesi industriali.

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica, dopo un temporaneo rallentamento in connessione con lo scoppio dell'epidemia polmonare atipica, si è riportata su ritmi di sviluppo elevati nella seconda metà dell'anno, beneficiando anche dell'andamento sostenuto della domanda interna. Il prodotto della Cina, che rappresenta oltre il 45 per cento di quello della regione e il 13 di quello mondiale, è aumentato del 9,1 per cento, riflettendo l'eccezionale espansione degli investimenti. Anche nel 2003 le importazioni cinesi hanno fornito un fondamentale sostegno allo sviluppo delle altre economie asiatiche.

La Cina ha assunto un peso assai rilevante negli scambi commerciali dell'Asia. Nel 2002 il suo mercato ha assorbito il 14 per cento delle esportazioni dei paesi emergenti della regione, da appena il 6 nel 1990; le sue esportazioni sono arrivate a costituire circa il 16 per cento delle importazioni di quegli stessi paesi. È fortemente aumentata anche la penetrazione dei prodotti cinesi nei mercati delle principali economie industriali; in particolare, la Cina è di recente divenuta il secondo esportatore, dopo il Canada, sul mercato statunitense, sorpassando il Messico.

Le prospettive

Le stime rese note dall'FMI lo scorso aprile indicano per il 2004 tassi di sviluppo del prodotto e del commercio mondiale del 4,6 e del 6,8 per

cento, rispettivamente, superiori ai valori medi degli anni novanta. Tali valutazioni sono da ritenersi complessivamente prudenti. Al termine dell'incontro tenutosi alla fine dello scorso mese di marzo il Foro per la stabilità finanziaria ha sottolineato che i progressi nel risanamento finanziario delle imprese conseguiti nella generalità dei paesi costituiscono un importante fattore di sostegno alla ripresa in atto.

La crescita, pur rafforzandosi in tutte le aree del globo, si manterrebbe difforme per intensità; gli Stati Uniti e la Cina continuerebbero a fungere da traino dell'economia mondiale. Nei principali paesi industriali l'espansione del prodotto salirebbe al 3,5 per cento, dal 2,2 nel 2003; negli Stati Uniti l'attività produttiva accelererebbe al 4,6 per cento, il tasso più elevato dal 1984, continuando a trarre impulso da politiche economiche espansive. In Giappone la crescita del prodotto si porterebbe al 3,4 per cento, grazie all'ininterrotto apporto positivo del settore estero. Nell'area dell'euro l'espansione sarebbe, invece, modesta, dell'1,7 per cento nella media dell'anno, un tasso ancora inferiore a quello potenziale. Per le economie emergenti si prevede un generalizzato aumento dei ritmi di sviluppo e un'attenuazione della divergenza fra aree. In quella asiatica, che rappresenta circa un quarto del prodotto mondiale, l'attività produttiva aumenterebbe ancora in misura assai elevata, del 7 per cento circa, traendo impulso dalla forte espansione in Cina (8,5 per cento) e in India (6,8 per cento). Nei paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che sono appena entrati a far parte della UE il ritmo di sviluppo salirebbe al 4 per cento, mentre in Russia si ridurrebbe leggermente, al 6 per cento. In America latina la crescita si rafforzerebbe notevolmente, giungendo a sfiorare il 4 per cento, riflettendo soprattutto l'accelerazione del prodotto in Brasile e in Messico. Anche nell'Africa subsahariana l'attività si espanderebbe a un ritmo sostenuto, del 4,2 per cento, implicando un aumento del prodotto pro capite dell'area del 2 per cento circa.

I risultati dei primi mesi dell'anno in corso sono sostanzialmente in linea con il quadro sopra delineato. Nel primo trimestre il prodotto degli Stati Uniti è aumentato del 4,2 per cento in ragione d'anno, valore che, seppure leggermente inferiore alle attese, conferma la robustezza della ripresa di quella economia. I consumi hanno fornito il principale impulso alla crescita, sostenuti dall'aumento dell'occupazione; la spesa in beni capitali a tecnologia avanzata, pur decelerando, ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Le recenti tensioni al rialzo sui prezzi segnalano che i margini di capacità inutilizzata nell'economia si stanno rapidamente esaurendo e che l'attuale livello dei tassi di interesse reali potrebbe presto divenire incompatibile con il proseguimento di una crescita non inflazionistica. Ulteriori tensioni sui prezzi potrebbero derivare dal permanere del prezzo del petrolio sui livelli attuali, superiori del 30 per cento a quelli ipotizzati nello scenario di riferimento (30 dollari al barile nella media del 2004).

Nel comunicato ufficiale emesso all'inizio di maggio la Riserva federale ha lasciato intendere di essere pronta a modificare l'indirizzo della politica monetaria in tempi relativamente brevi. Anche sulla base del forte incremento dell'occupazione registrato in aprile, superiore alle previsioni degli analisti, i mercati si aspettano un primo rialzo dei tassi di interesse già in occasione della prossima riunione del Federal Open Market Committee, programmata per la fine di giugno. Anticipando l'inversione della politica monetaria, i rendimenti a lungo termine sono aumentati nelle ultime settimane di circa 100 punti base, partendo comunque da livelli assai bassi; l'incremento non dovrebbe comportare rischi significativi per la ripresa in atto. I consumatori statunitensi sono, infatti, prevalentemente indebitati a tassi a lungo termine fissi; le imprese potranno contare su buone condizioni di redditività per far fronte ad aumenti dei costi di finanziamento.

Secondo stime preliminari nell'area dell'euro il prodotto sarebbe aumentato, nel primo trimestre 2004, a un ritmo del 2,4 per cento in ragione d'anno, un risultato superiore alle attese dato anche il debole andamento della produzione industriale nello stesso periodo. In Giappone l'attività produttiva è aumentata del 5,6 per cento in ragione d'anno; sulla base di questo risultato, molto favorevole, l'FMI ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita per il 2004, al 4 per cento circa. In Cina il prodotto nel primo trimestre dell'anno in corso ha registrato un incremento eccezionale (9,7 per cento, sul periodo corrispondente), spingendo le autorità a prendere misure atte a contenere il ritmo di espansione degli investimenti che rischia di generare una situazione di surriscaldamento dell'economia e di eccesso di capacità produttiva in taluni settori.

LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

La congiuntura negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito

Stati Uniti. – L'attività economica, in ripresa dal novembre del 2001, ha registrato un netto rafforzamento nella seconda metà del 2003, beneficiando del permanere di un orientamento espansivo della politica monetaria e di bilancio. La crescita del prodotto, dal 2,1 per cento in ragione d'anno nel primo semestre, si è innalzata al 5,9 nel secondo, in seguito all'accelerazione dei consumi e degli investimenti privati e alla ripresa delle esportazioni (tav. A1). Nel 2003 la crescita della produttività del lavoro è proseguita a ritmi molto elevati; nel settore delle imprese private non agricole è stata pari al 4,4 per cento. Essa ha contribuito al ripristino di condizioni di elevata redditività del sistema produttivo e al mantenimento di un tasso di inflazione assai basso.

I consumi delle famiglie sono cresciuti a un ritmo sostenuto, 3,1 per cento, simile a quello registrato nel 2002, beneficiando dell'espansione del reddito disponibile, pari al 2,6 per cento in termini reali, dovuta per circa il 40 per cento agli sgravi fiscali e all'incremento dei trasferimenti pubblici. Nella prima metà dell'anno i consumi hanno tratto impulso anche dall'espansione dell'indebitamento delle famiglie in connessione con l'intensa attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, stimolata dall'ulteriore riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Successivamente i consumi hanno beneficiato del miglioramento delle condizioni patrimoniali delle famiglie dovuto alla ripresa delle quotazioni azionarie e al proseguimento dell'ascesa dei prezzi degli immobili (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Le favorevoli condizioni di finanziamento hanno determinato nel corso del 2003 un aumento dell'indebitamento pari a sei punti percentuali del reddito disponibile (da 102 a 108); la crescita della domanda di abitazioni ha sostenuto gli investimenti nell'edilizia residenziale, saliti del 7,5 per cento nella media del 2003.

L'attività di accumulazione delle imprese private è aumentata del 3 per cento, dopo una flessione complessiva dell'11,3 per cento nel precedente biennio; è stata trainata dagli investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, cresciuti del 13,8 per cento. Nella lunga espansione degli anni novanta questi investimenti erano aumentati al ritmo medio annuo di circa il 18 per cento; è probabile che la ripresa della loro

domanda rifletta anche la sostituzione di capitale accumulato alla fine dello scorso decennio, considerata l'obsolescenza assai più rapida rispetto a forme più tradizionali di investimento. È risultato ancora negativo l'andamento degli altri investimenti; la caduta di quelli in impianti si è tuttavia fortemente attenuata rispetto al 2002.

Tav. A1

**PIL E COMPONENTI DELLA DOMANDA
NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI**
*(a prezzi costanti; variazioni percentuali sul periodo precedente
in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)*

PAESI	2002	2003	2003				2004
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
Stati Uniti							
PIL	2,2	3,1	2,0	3,1	8,2	4,1	4,2
Consumi delle famiglie (1)	3,4	3,1	2,5	3,3	6,9	3,2	3,8
Spesa delle amministrazioni pubbliche (2)	3,8	3,3	-0,4	7,4	1,8	-0,1	2,0
Investimenti privati fissi lordi ..	-3,7	4,4	1,1	6,1	15,8	9,9	5,4
Variazione delle scorte (3)	0,4	..	-0,7	-0,2	-0,1	0,7	0,3
Esportazioni nette (3)	-0,7	-0,4	0,8	-1,3	0,8	-0,3	..
Giappone							
PIL	-0,3	2,5	0,8	3,4	3,0	6,9	5,6
Consumi delle famiglie (1)	0,9	0,9	-0,2	1,1	2,6	4,4	4,0
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,4	1,0	1,6	-0,9	2,3	1,3	0,6
Investimenti fissi lordi	-6,2	3,1	2,4	8,5	-2,8	17,4	4,3
Variazione delle scorte (3)	-0,3	0,3	0,1	-0,4	1,2	-1,5	0,9
Esportazioni nette (3)	0,7	0,7	..	1,2	0,7	1,6	1,3
Area dell'euro							
PIL	0,9	0,4	-0,1	-0,4	1,5	1,2	....
Consumi delle famiglie (1)	0,1	1,0	1,9	0,1	0,5	0,1	....
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,9	2,0	2,0	2,4	2,8	1,8	....
Investimenti fissi lordi	-2,8	-1,0	-3,2	-1,2	-0,7	2,2	....
Variazione delle scorte (3) (4)	0,2	0,3	0,7	-0,2	-1,0	2,3	....
Esportazioni nette (3)	0,6	-0,6	-1,5	-0,5	1,8	-1,9	....
Regno Unito							
PIL	1,6	2,2	1,1	2,4	3,4	3,7	....
Consumi delle famiglie (1)	3,4	2,5	0,1	3,0	3,6	3,5	....
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,5	1,8	3,9	0,5	0,7	7,8	....
Investimenti fissi lordi	1,8	2,9	-7,7	5,5	8,0	10,0	....
Variazione delle scorte (3) (4)	-0,2	..	-0,6	-2,0	1,0	0,1	....
Esportazioni nette (3)	-1,3	-0,3	2,4	1,4	-1,5	-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 nette di oggetti di valore.

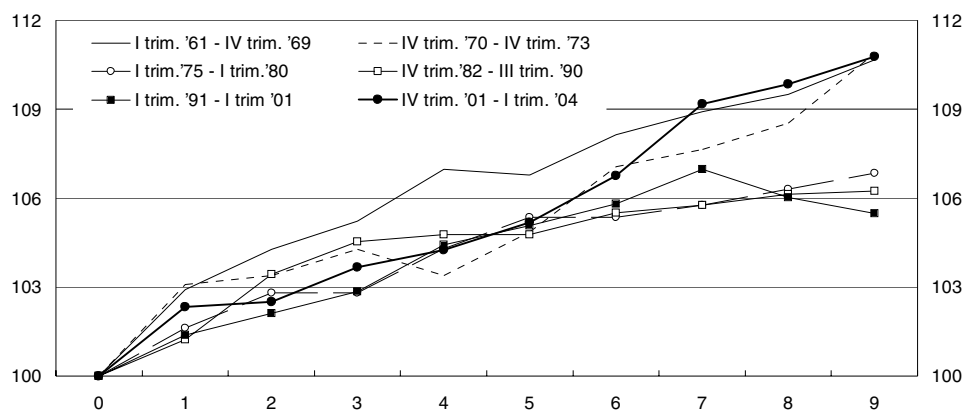
La ripresa dell'accumulazione ha tratto principalmente sostegno dal recupero dei profitti. Quelli delle società non finanziarie, nella misurazione coerente con i criteri di contabilità nazionale, sono cresciuti del 34 per cento nel corso del 2003, proseguendo l'andamento positivo avviato nel 2002, dopo due anni di consistenti flessioni. L'accresciuto autofinanziamento, in presenza di una espansione ancora moderata della spesa per investimenti, e la ripresa dei corsi azionari hanno reso possibile la diminuzione della leva finanziaria. Quest'ultima, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi e delle azioni proprie al valore di mercato, è scesa al 32,8 per cento alla fine del 2003, dal 39,5 raggiunto alla metà del 2002.

Il recupero di redditività delle imprese, in un contesto di elevata concorrenza, ha tratto origine dalla sostenuta dinamica della produttività del lavoro nell'ultimo biennio; nelle imprese private non agricole essa ha accelerato al 5 e al 4,4 per cento, rispettivamente, nel 2002 e nel 2003; in presenza di una dinamica salariale moderata ne è derivata una diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto del 2,5 e dell'1,0 per cento, rispettivamente.

La produttività del lavoro, che nel periodo 1996-2001 aveva registrato un ritmo annuo di crescita del 2,4 per cento, superiore di circa un punto percentuale a quello del ventennio precedente, ha accelerato al 4,7 per cento nella media del periodo 2002-03. A nove trimestri dall'inizio dell'attuale fase espansiva, la crescita della produttività risulta di intensità superiore a quella osservata in analoghe fasi cicliche negli ultimi trent'anni; è comparabile solamente a quella conseguita in ciascuna delle due espansioni degli anni sessanta e dei primi anni settanta (fig. A1).

Fig. A1

STATI UNITI: ANDAMENTO DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELLE IMPRESE PRIVATE NON AGRICOLE NEI PRIMI 9 TRIMESTRI DELLA FASE ASCENDENTE DEI PRINCIPALI CICLI DEGLI ULTIMI QUARANT'ANNI (1)
(indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100; in ascissa il numero di trimestri)



Fonte: Bureau of Labor Statistics.
(1) Sulla base della cronologia del NBER.

L'accelerazione della produttività nell'ultimo biennio ha riguardato tutta l'economia. Nel settore manifatturiero il ritmo di crescita è salito al 6,2 per cento, dal 3,7 nel periodo 1996-2001. Tale aumento è derivato soprattutto dall'accelerazione nel comparto dei beni durevoli (dal 4,8 all'8,1 per cento) e, in misura minore, in quello dei beni non durevoli (dal 2,5 al 3,5 per cento). Data l'elevata incidenza dei servizi sul valore aggiunto del settore privato non agricolo (circa il 75 per cento), la significativa accelerazione della produttività nel complesso delle imprese indica che il fenomeno ha riguardato anche i servizi.

La dinamica della produttività del lavoro nell'ultimo biennio è coerente con un'ipotesi di apprendimento relativamente graduale delle tecniche ottimali di utilizzo di forme innovative di capitale. Le imprese, fino al 2000, non sembra avessero ancora perfezionato la loro capacità di sfruttare pienamente, mediante la riorganizzazione dei processi produttivi, gli ingenti investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione effettuati nella seconda metà degli anni novanta. Il repentino peggioramento della redditività, nella recessione del 2001, ha spinto le imprese a ricercare guadagni di efficienza attraverso una maggiore riduzione dei costi. Le opportunità di efficiente riorganizzazione dei processi produttivi potrebbero, tuttavia, non essersi ancora esaurite; pertanto, il tasso di crescita della produttività potrebbe rimanere superiore a quello registrato nella seconda metà degli anni novanta anche nei prossimi anni. Ne conseguirebbe un innalzamento del potenziale di crescita dell'economia statunitense oltre il 3,5 per cento attualmente stimato.

Nel contesto di generale rafforzamento dell'economia un elemento di debolezza è stato costituito dal protrarsi del calo dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo, pari a 307 mila unità nei primi otto mesi del 2003, in contrasto con quanto registrato in precedenti fasi cicliche di espansione (cfr. il riquadro: *L'andamento dell'occupazione negli Stati Uniti*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Il ritardo nel miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro appare riconducibile al processo di ristrutturazione avviato dalle imprese nel 2001, che ha consentito forti guadagni di produttività. Dopo un graduale recupero fra settembre e dicembre (246 mila unità) la ripresa dell'occupazione si è rafforzata nei primi quattro mesi dell'anno in corso (867 mila unità). L'aumento registrato dallo scorso settembre riflette la stabilizzazione dell'occupazione nel settore manifatturiero e l'espansione di quella nei servizi.

Il tasso di disoccupazione, dopo avere raggiunto un picco del 6,3 per cento in giugno, è sceso sino al 5,7 per cento in dicembre, valore intorno al quale si è attestato nei primi quattro mesi del 2004. Alla flessione ha contribuito quella del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, dal 66,5 al 65,9 per cento.

Nella prima parte del 2003, in un contesto di crescita ancora moderata dell'attività economica e di ampi margini di capacità inutilizzata, l'inflazione era scesa su livelli particolarmente bassi; in aprile e maggio si registravano variazioni dei prezzi di segno negativo rispetto al mese precedente, che

generavano timori di deflazione. La successiva accelerazione dell'attività e l'aumento del prezzo del petrolio hanno rapidamente fugato tali rischi; dall'inizio del 2004 si sono invece manifestate, intensificandosi in marzo e in aprile, pressioni al rialzo sui prezzi. Nel corso del 2003 l'inflazione al consumo sui dodici mesi, calcolata escludendo dal paniere i prodotti energetici e alimentari, è scesa dall'1,9 per cento in gennaio all'1,1 in dicembre; quella calcolata sull'indice generale dei prezzi al consumo, pur risentendo dei rialzi nel comparto energetico, è scesa nello stesso periodo dal 2,6 all'1,9 per cento. Dall'inizio del 2004 l'inflazione, misurata dal primo indicatore, ha dato segni di ripresa, risalendo in aprile all'1,8 per cento. Il ritmo di caduta dei prezzi dei manufatti si è attenuato, riflettendo la progressiva trasmissione ai prezzi finali dei rincari dei prodotti energetici.

Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto (4,2 per cento in ragione d'anno), sospinta dai consumi; la ripresa dell'attività di investimento è proseguita, seppure a un ritmo inferiore a quello registrato nel secondo semestre del 2003. La dinamica dei consumi ha tratto sostegno dall'accelerazione dei redditi da lavoro. L'espansione degli investimenti ha continuato a essere pressoché interamente trainata dall'accumulazione di capitale nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. La spesa pubblica, sostenuta dall'aumento di quella per la difesa, ha fornito un significativo contributo alla crescita.

In seguito al risultato, provvisorio, del primo trimestre, nel caso ipotetico in cui la crescita si arrestasse nei tre trimestri successivi, nel complesso del 2004 si registrerebbe comunque un incremento del prodotto pari al 3,0 per cento. Analogamente, la produttività del lavoro nel settore delle imprese private non agricole, avendo segnato rapidi innalzamenti nel corso del 2003 e un ulteriore incremento del 3,5 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre del 2004, qualora restasse invariata nei tre trimestri successivi, nella media dell'anno registrerebbe una crescita del 2,8 per cento.

Giappone. – In Giappone l'attività economica, in ripresa dal secondo trimestre del 2002 grazie all'impulso fornito dalle esportazioni, si è rafforzata nel 2003, sostenuta anche dall'espansione degli investimenti. Il prodotto è cresciuto del 2,5 per cento, un ritmo superiore alle attese e il più elevato dal 1996. Tutte le componenti della domanda hanno fornito un contributo positivo; più ampio quello degli investimenti e del settore estero, pari a 0,8 e 0,7 punti percentuali, rispettivamente; più contenuto quello dei consumi privati (0,5 punti).

La crescita delle esportazioni, salita al 10,1 per cento nel 2003 dall'8 nell'anno precedente, è stata sospinta dalla domanda degli altri paesi del-

l'area asiatica, soprattutto dalla Cina. Si è concentrata nei settori delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (12,9 per cento) e degli altri beni capitali (17,1 per cento).

L'attività di accumulazione delle imprese, stagnante negli anni novanta, aveva registrato una ripresa dal secondo trimestre del 2002, dopo due anni di contrazione. Nel 2003 gli investimenti fissi privati non residenziali sono aumentati del 9,3 per cento, mentre quelli residenziali sono rimasti pressoché invariati; si sono ancora ridotti gli investimenti pubblici. Complessivamente la formazione di capitale è cresciuta del 3,1 per cento.

La ripresa degli investimenti privati è stata determinata dal recupero di redditività delle imprese, dovuto anche al processo di ristrutturazione produttiva intrapreso dagli ultimi anni dello scorso decennio. Tra il 1997 e il 2003 l'occupazione dipendente totale si è ridotta di oltre 2 milioni di unità; si è diffuso il ricorso a contratti di lavoro più flessibili; il costo del personale è diminuito del 6 per cento (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sull'anno 2002). I profitti delle imprese non finanziarie, diminuiti nei due anni precedenti, sono aumentati del 12 per cento nella media del 2003.

Si è rafforzata anche la situazione patrimoniale delle imprese. Nel corso degli anni novanta le imprese, anche in conseguenza del forte rallentamento degli investimenti, hanno diminuito il ricorso a nuove passività; dal 1998 hanno registrato saldi finanziari positivi, che hanno consentito di ridurre l'elevato debito accumulato nella seconda metà degli anni ottanta.

Secondo un'indagine condotta dal Ministero delle finanze presso un campione di imprese non finanziarie il rapporto tra la consistenza delle passività e la somma di passività e patrimonio azionario è diminuito dal 78 per cento nel 1998 al 71 alla fine dello scorso anno, pur restando su un valore fra i più elevati nel confronto internazionale. La riduzione ha interessato sia le imprese manifatturiere (dal 63 al 59 per cento) sia il resto delle imprese non finanziarie (dall'84 al 77 per cento).

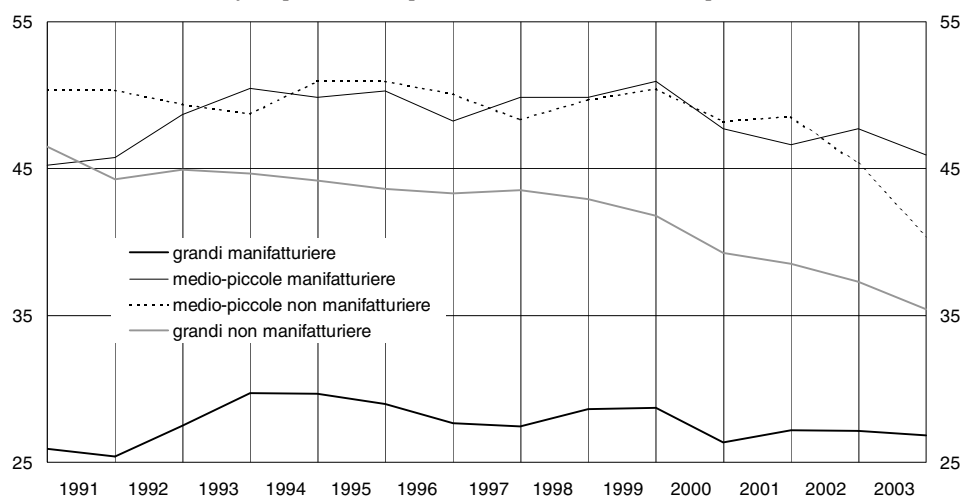
L'incidenza dei debiti verso le banche sul totale delle passività si è ridotta dal 45 per cento nel 1998 al 38 alla fine del 2003, con notevoli differenze a seconda della classe dimensionale e del settore produttivo (fig. A2). Infatti, mentre l'indebitamento bancario delle grandi imprese manifatturiere è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi alla fine dello scorso anno attorno al 27 per cento del totale delle passività; quello delle imprese medio-piccole dello stesso comparto si è ridotto in misura contenuta, rimanendo su livelli molto più elevati (46 per cento). L'esposizione nei confronti delle banche delle imprese non finanziarie appartenenti agli altri settori produttivi si è invece ridotta di quasi dieci punti percentuali, sia in quelle di grande dimensione (al 35 per cento) sia in quelle medio-piccole (al 40 per cento).

Nonostante l'ulteriore e significativa riduzione del reddito reale disponibile (-2,2 per cento per l'aggregato delle famiglie lavoratrici, da -1,3

nel 2002), i consumi privati hanno continuato ad aumentare, seppure a ritmi contenuti (0,9 per cento nella media del 2003). Dalla fine degli anni ottanta la crescita dei consumi, superiore a quella del reddito disponibile, ha comportato una significativa riduzione del tasso di risparmio delle famiglie. Quest'ultimo, che allora risultava tra i più elevati nel confronto con i principali paesi industriali, si colloca oggi poco al di sopra del 6 per cento, valore più basso di quello della Germania, della Francia e dell'Italia.

Fig. A2

**GIAPPONE: INDEBITAMENTO BANCARIO
DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE**
(dati di fine periodo; in percentuale del totale delle passività)



Fonte: Indagine campionaria del Ministero delle finanze.

Il rafforzamento dei consumi nella seconda metà del 2003 ha riflesso il miglioramento del clima di fiducia delle famiglie e la stabilizzazione dell'occupazione, diminuita di appena lo 0,2 per cento nella media dell'anno, dopo la caduta dell'1,3 nel 2002. Per effetto della concomitante riduzione delle forze di lavoro il tasso di disoccupazione si è collocato nella media dell'anno al 5,3 per cento, un livello analogo a quello del 2002.

Nel corso del 2003 la riduzione dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione ha registrato una graduale attenuazione, portandosi nella media dell'anno allo 0,3 e allo 0,8 per cento, rispettivamente, da 0,9 e 2,1 per cento nel 2002.

La decelerazione dei prezzi si era avviata nei primi anni novanta, dopo lo scoppio della bolla immobiliare e finanziaria; l'indice generale dei prezzi al consumo, il cui tasso di crescita già nel 1990 era fra i più contenuti nei paesi industriali, tra il 1995 e il 1999 è rimasto sostanzialmente invariato, avendo risentito di rialzi temporanei dovuti all'aumento delle

imposte indirette. Dal 2000 il livello dei prezzi ha assunto un andamento negativo, accentuatosi fino al 2002. I prodotti che maggiormente hanno contribuito al calo dell'indice sono quelli del comparto manifatturiero più esposti alla concorrenza internazionale e soggetti, per la componente importata, a pressioni al ribasso derivanti dal tendenziale apprezzamento dello yen. Tra il 1997 e il 2003, a fronte di un calo complessivo dei prezzi al consumo del 2,3 per cento, l'indice dei prezzi del comparto manifatturiero è diminuito del 6,2 per cento; quello dei beni durevoli di oltre il 20. Nello stesso periodo i salari nominali sono diminuiti complessivamente del 6,5 per cento.

Secondo la Banca del Giappone, all'attenuazione nel corso del 2003 della flessione dell'indice generale dei prezzi al consumo avrebbero contribuito fattori di natura temporanea, tra cui gli aumenti del costo dell'assicurazione medica, delle imposte sui tabacchi e del prezzo del riso. Secondo valutazioni dell'OCSE, al netto di queste componenti, l'indice dei prezzi avrebbe continuato a registrare una tendenza flettente dell'ordine dello 0,5 per cento.

Indicazioni di un proseguimento della tendenza deflazionistica sono anche desumibili dall'andamento del deflatore dei consumi, la cui caduta è continuata nel 2003 sostanzialmente agli stessi ritmi dell'anno precedente, -1,4 per cento nella media dell'anno. Tale indice, di tipo Paasche, quindi a ponderazione variabile, tiene conto anche delle modifiche nella composizione del paniere di spesa e pertanto risulta più adeguato a misurare l'inflazione effettiva, soprattutto in periodi di ampie variazioni dei prezzi relativi. La sua tendenza più negativa rispetto a quella dei prezzi al consumo deriva, presumibilmente, dal maggior peso acquisito nel paniere di spesa delle famiglie dai prodotti i cui prezzi sono diminuiti di più.

Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo molto sostenuto, 5,6 per cento in ragione d'anno, sospinta da tutte le principali componenti della domanda. Il sondaggio Tankan del marzo scorso indica che le grandi e medie imprese del settore manifatturiero prevedono un'ulteriore significativa espansione degli investimenti nell'anno fiscale iniziato nell'aprile scorso (del 7,8 e del 9,3 per cento, rispettivamente).

Regno Unito. – Nel Regno Unito l'attività economica si è rafforzata nel corso del 2003, accelerando nella media dell'anno al 2,2 per cento, dall'1,6 nel 2002. La domanda interna è stata sostenuta dai consumi privati, il cui ritmo di crescita nel secondo semestre è salito al 3,4 per cento in ragione d'anno, e dal proseguimento dell'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale (10,1 per cento). La spesa delle famiglie in beni durevoli e abitazioni è stata finanziata, oltretutto dall'aumento del reddito disponibile, anche dal forte incremento dell'indebitamento.

Alla fine del 2003 il rapporto tra indebitamento complessivo delle famiglie e reddito disponibile era salito al 128 per cento, un livello di dieci punti più elevato rispetto a un anno prima. L'incremento è pressoché interamente dovuto alla componente dei mutui ipotecari, passati dal 93 al 102 per cento del reddito disponibile. La domanda di mutui è

stata alimentata dall'ulteriore calo dei tassi di interesse, scesi al 5,3 per cento nel terzo trimestre, livello storicamente assai basso, e dalle attese circa il proseguimento della sostenuta rivalutazione degli immobili. Nel corso del 2003 l'Halifax House Price Index ha segnato ancora un incremento assai consistente, pari al 16 per cento, seppure inferiore a quello del 2002 (26 per cento).

La crescita dell'occupazione, pari a circa l'1 per cento nel 2003, è in gran parte da ricondursi a quella del lavoro autonomo. Il tasso di disoccupazione negli ultimi mesi del 2003 è sceso sotto al 5 per cento, il livello più basso dal 1975. Ciononostante la dinamica delle retribuzioni è rimasta contenuta.

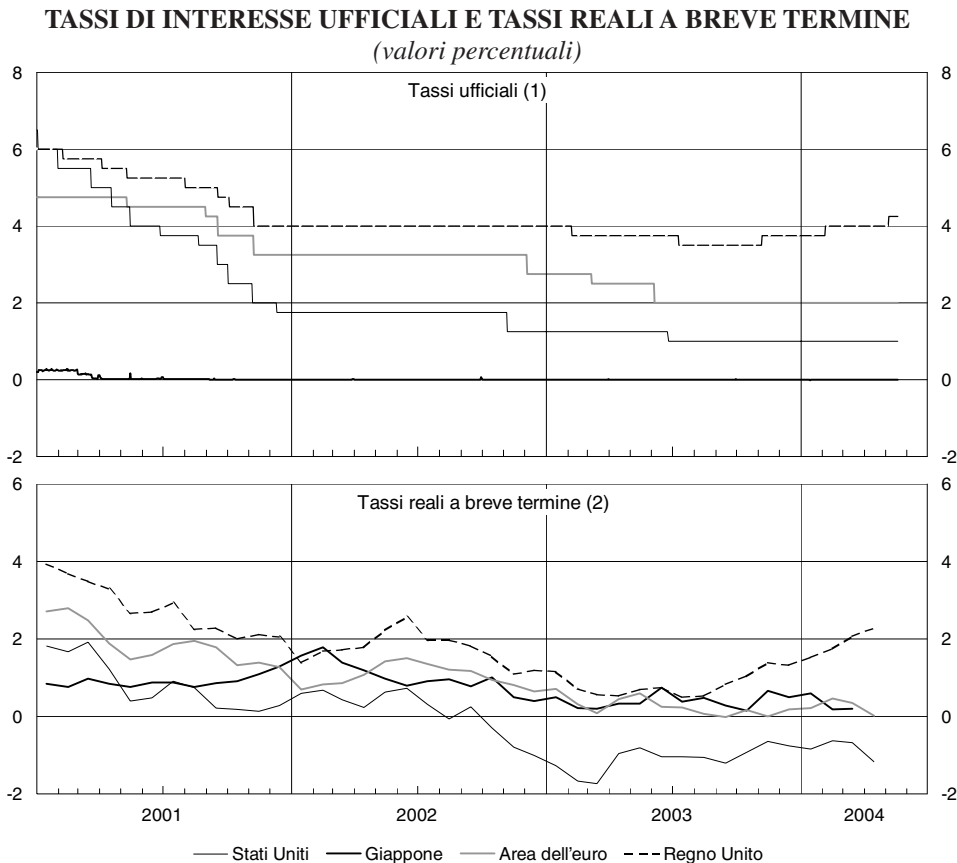
L'inflazione dei prezzi al consumo, misurata sull'indice al netto dei costi dei mutui ipotecari, che costituiva la variabile su cui veniva formulato l'obiettivo della politica monetaria sino allo scorso dicembre, è scesa tra il febbraio del 2003 e l'aprile del 2004 dal 3,0 al 2,0 per cento.

Le politiche economiche negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito

Le politiche monetarie. – Negli Stati Uniti, in un contesto di incertezza sull'intensità della ripresa, la Riserva federale ha modificato alla fine di maggio 2003 la propria valutazione dei rischi, assegnando un maggior peso a quello di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, già su livelli molto contenuti, rispetto a quello di un suo aumento; il 25 giugno ha diminuito il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento (fig. A3). Dagli ultimi mesi del 2003, in seguito al rafforzamento dell'attività economica, la Riserva federale nei suoi comunicati ha significativamente attenuato l'enfasi posta sui rischi di deflazione, prospettando come via via più probabile una futura modifica in senso restrittivo dell'orientamento della politica monetaria; all'inizio di maggio dell'anno in corso il FOMC ha giudicato bilanciati i rischi relativi alla stabilità dei prezzi e ha lasciato intendere che la restrizione delle condizioni monetarie sarà graduale.

Secondo le indicazioni desumibili dalla curva dei contratti futures, alla fine di marzo del 2004 gli investitori si attendevano un primo aumento dei tassi di riferimento di 0,25 punti percentuali nell'ultimo trimestre dell'anno. L'incremento dell'occupazione dipendente nei primi mesi del 2004, reso noto all'inizio di aprile, ha modificato le aspettative dei mercati circa i tempi della svolta della politica monetaria, inducendo un rapido rialzo dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine, sia pubbliche sia private, e del tasso sui mutui ipotecari. La curva dei tassi d'interesse attesi impliciti nei contratti futures si è spostata progressivamente verso l'alto, indicando che gli investitori hanno anticipato a giugno un primo aumento, di 0,25 punti percentuali, del tasso di riferimento.

Fig. A3



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; per il Regno Unito: tasso pronti contro termine. - (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 nei 12 mesi precedenti.

Il tasso d'interesse reale a breve termine, deflazionato con la variazione registrata nei precedenti dodici mesi dall'indice dei prezzi al consumo, è divenuto negativo negli ultimi mesi del 2002 ed è rimasto tale per tutto il 2003, per circa un punto percentuale.

In Giappone il persistere della tendenza alla diminuzione dei prezzi al consumo, seppure a ritmi più deboli, ha indotto la banca centrale ad accentuare la strategia incentrata sull'espansione della liquidità, volta a riportare il tasso di incremento dei prezzi su valori stabilmente positivi. Il saldo obiettivo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, compreso tra 15-20 mila miliardi di yen alla fine del 2002, è stato ripetutamente innalzato fino a 30-35 mila miliardi nel gennaio 2004. Il tasso d'interesse a brevissimo termine è rimasto su valori prossimi allo zero.

La Banca del Giappone ha inoltre continuato ad attuare misure a sostegno del sistema bancario e delle imprese produttive. Tra il settembre del 2002 e la prima decade di maggio dell'anno in corso essa ha effettuato acquisti di titoli azionari dalle banche commerciali per un importo di 1.980 miliardi di yen (pari allo 0,4 per cento del PIL); al fine di agevolare il finanziamento delle piccole e medie imprese, ha avviato a luglio un piano di acquisto di asset-backed securities, per un valore massimo di 1.000 miliardi di yen, da completarsi entro la fine di marzo 2006; infine, in settembre è stato annunciato che verrà considerata la possibilità di allungare la scadenza residua dei titoli acquistabili, finora limitata a un anno; la misura avrebbe lo scopo di contenere eventuali, indesiderati innalzamenti dei tassi d'interesse a lungo termine.

Anche nel 2003 la base monetaria è cresciuta a ritmi elevati, pari al 13,5 per cento; all'aumento ha contribuito l'incompleta sterilizzazione da parte della banca centrale dei notevoli acquisti di dollari sul mercato dei cambi, effettuati nell'anno per contrastare l'apprezzamento dello yen. L'aggregato ampio di moneta (M2+CD) ha tuttavia continuato ad aumentare a ritmi contenuti; l'incremento sui dodici mesi, pari all'1,5 per cento nel 2003, non ha subito cambiamenti significativi nei primi mesi del 2004. Il credito al settore privato, anche includendo i crediti inesigibili cancellati, ha continuato a diminuire; nel 2003 esso è risultato inferiore dell'1,9 per cento a quello dell'anno precedente.

I risultati semestrali dei bilanci delle banche, relativi al periodo aprile-settembre, resi noti nel febbraio 2004, sono stati migliori delle attese. Gli utili sono aumentati in misura significativa, beneficiando di un rimborso straordinario di imposte da parte delle amministrazioni locali e del buon andamento del mercato azionario; si sono nettamente ridotte le partite in sofferenza. Alla fine di settembre queste ultime, al lordo degli accantonamenti, ammontavano a 31,6 mila miliardi di yen, pari al 7,3 per cento del totale degli impieghi, un punto percentuale in meno rispetto all'anno prima. Tale riduzione è stata rilevante soprattutto per le maggiori banche; qualora la riduzione dei crediti inesigibili continuasse al ritmo registrato nel semestre aprile-settembre 2003, le maggiori banche sarebbero in grado di conseguire l'obiettivo indicato dalla Financial Services Agency nel novembre 2002, di dimezzarne la consistenza entro marzo 2005 rispetto ai livelli di marzo 2002. Appare invece più lento il miglioramento della situazione, tuttora fragile, delle banche regionali, maggiormente esposte ai rischi di fallimento delle piccole e medie imprese. In seguito alla verifica dell'insufficiente copertura patrimoniale, nel novembre 2003 è stata nazionalizzata la Ashikaga Bank, un'azienda di credito regionale di dimensione media.

Nel Regno Unito il rallentamento della domanda interna nella prima parte del 2003, in un contesto di elevata incertezza, ha indotto la Banca d'In-

ghilterra a ridurre in due occasioni, per complessivi 0,5 punti percentuali, il tasso di riferimento, al 3,5 per cento. Successivamente, l'orientamento della politica monetaria è mutato in senso meno accomodante, al fine di ridurre l'inflazione che, seppure in calo, si è mantenuta nel corso dell'anno al di sopra del valore obiettivo, e di contenere gli ulteriori rischi connessi con l'aumento dell'indebitamento delle famiglie: il tasso di riferimento è stato innalzato nel novembre 2003, nel febbraio 2004 e nuovamente in maggio, fino al 4,25 per cento.

Dallo scorso dicembre la Banca d'Inghilterra ha adottato come nuova variabile di riferimento l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC); il nuovo obiettivo d'inflazione è stato fissato al 2 per cento, contro il precedente 2,5. Diversamente dall'indice utilizzato in precedenza, lo IAPC esclude il valore implicito dei servizi abitativi, una componente molto erratica che essendo collegata all'andamento dei prezzi degli immobili residenziali ha avuto negli ultimi anni un'influenza rilevante sull'andamento e sul livello dell'inflazione.

I bilanci pubblici. – Negli Stati Uniti il disavanzo del bilancio federale nell'anno fiscale 2003 (terminato alla fine dello scorso settembre) è salito a 375 miliardi di dollari, pari al 3,5 per cento del PIL. Quello delle amministrazioni pubbliche è aumentato a 501 miliardi (4,6 per cento del PIL). L'ampliamento rispetto all'anno precedente del disavanzo federale, pari a circa 220 miliardi, è derivato da una riduzione delle entrate per 71 miliardi, in gran parte riconducibile all'approvazione da parte del Congresso nel maggio 2003 di misure di sgravio fiscale sul reddito delle persone fisiche, e da un aumento delle uscite per 147 miliardi, per oltre la metà dovuto a un incremento della componente discrezionale della spesa, in larga misura destinato al finanziamento delle operazioni militari in Iraq.

Gli andamenti nel 2003 si inseriscono in tendenze in atto dall'inizio del decennio. Tra il 2000 e il 2003 le entrate pubbliche si sono ridotte, in rapporto al prodotto, dal 20,9 al 16,5 per cento; la spesa discrezionale è aumentata dal 6,3 al 7,6 per cento; ne è risultato un deterioramento del saldo del bilancio federale di circa sei punti percentuali di PIL, da un avanzo pari al 2,4 per cento del prodotto all'attuale disavanzo del 3,5 per cento. Contestualmente il debito federale collocato sul mercato, che alla fine dell'anno fiscale 2001 era pari al 33,1 per cento del prodotto, il valore più basso dal 1983, è progressivamente aumentato, portandosi alla fine dell'anno fiscale 2003 al 36,1 per cento.

Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office, diffuse lo scorso marzo, il disavanzo federale complessivo si amplierebbe anche nell'anno fiscale 2004, al 4,2 per cento del PIL. Il risultato riflette-

rebbe il completo dispiegarsi degli effetti delle decisioni di sgravio fiscale e di incremento della spesa militare prese nel corso del 2003; tra le prime acquisirà rilevanza la riduzione della tassazione sui dividendi e sui guadagni in conto capitale (cfr. il capitolo della Sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sull'anno 2002).

Le proposte di bilancio presentate dall'Amministrazione nel febbraio scorso per il decennio 2005-2014 prevedono un ridimensionamento della spesa discrezionale e l'estensione oltre i termini previsti dalla legislazione vigente degli sgravi fiscali varati nel triennio 2001-03. La riduzione dell'incidenza della spesa discrezionale sul prodotto, dal 7,8 per cento nel 2004 al 6,5 nel 2009, deriverebbe da un netto rallentamento nel periodo 2005-09 della dinamica sia delle spese per la difesa (al ritmo annuo dell'1,4 per cento, da quello dell'11,1 per cento del triennio 2001-03) sia di quelle diverse dalla difesa (allo 0,7 per cento, dal 9,6 nel periodo 2001-03). L'incremento previsto per le spese discrezionali diverse dalla difesa sarebbe pressoché integralmente riconducibile all'aumento di quelle per la sicurezza interna. L'estensione degli sgravi fiscali avrebbe un impatto contenuto sul bilancio fino al 2010; l'effetto sarebbe, invece, molto più accentuato nel periodo 2011-14, pari in media a circa 1,5 punti percentuali di PIL. Secondo la valutazione del Congressional Budget Office il programma di bilancio presentato dall'Amministrazione consentirebbe un ridimensionamento, ma non il completo riequilibrio, del disavanzo federale. Esso, dopo una progressiva correzione fino al 2007, successivamente si attesterebbe stabilmente poco al di sopra dell'1,5 per cento del prodotto. L'andamento dei conti pubblici nei prossimi anni rimane esposto al rischio di una dinamica della spesa discrezionale più elevata del previsto; in particolare, il rallentamento delle spese per la difesa nel periodo 2005-09 dipende dall'ipotesi che quelle per le operazioni militari in Iraq e in Afghanistan non si estendano oltre l'anno fiscale 2004.

In Giappone la politica fiscale è rimasta espansiva anche nel 2003. Secondo le stime dell'OCSE, il disavanzo pubblico inclusivo del saldo della previdenza sociale, pur beneficiando di una crescita economica superiore al previsto, è rimasto in rapporto al PIL sul livello del 2002, circa l'8 per cento; al netto degli effetti del ciclo il saldo sarebbe peggiorato di 0,5 punti percentuali. Alla fine del 2003 il debito pubblico lordo sarebbe salito a circa il 155 per cento del prodotto, dal 147 nel 2002, un livello molto elevato nel confronto con i paesi industriali nell'ultimo trentennio.

Per l'anno fiscale iniziato nell'aprile 2004 la legge di bilancio prevede di mantenere la spesa complessiva pressoché invariata in termini nominali rispetto all'esercizio precedente. La riduzione, per il secondo anno consecutivo, della spesa per istruzione e per investimenti pubblici

verrebbe compensata dall'espansione di quella previdenziale, una tendenza in atto da diversi anni determinata dal processo di invecchiamento della popolazione.

Anche nel Regno Unito la politica di bilancio ha mantenuto un orientamento nettamente espansivo. Nell'esercizio finanziario conclusosi nel marzo scorso il disavanzo complessivo del settore pubblico, in rapporto al prodotto, è aumentato al 3,1 per cento, dal 2,2 nell'esercizio precedente, anche per effetto dell'ampliamento delle spese correnti; all'espansione del disavanzo ha concorso anche l'aumento delle spese in conto capitale destinate alle infrastrutture pubbliche, la cui incidenza sul prodotto è passata negli ultimi tre anni dallo 0,5 all'1,4 per cento. Il debito pubblico netto, in rapporto al prodotto, è aumentato tra il marzo del 2003 e il marzo del 2004 dal 30,8 al 32,7 per cento.

La congiuntura e le politiche economiche nei paesi nuovi membri della UE

Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che dal 1° maggio 2004 sono divenuti membri della Unione europea (UE) il ritmo dell'attività economica si è in media rafforzato, passando al 3,6 per cento nel 2003 dal 2,4 nel 2002; si è nettamente ampliato il divario positivo di crescita rispetto ai paesi già membri dell'Unione. L'aumento del prodotto è stato più elevato in quei paesi (Paesi baltici, Repubblica slovacca, Polonia) in cui le condizioni di vita, misurate dal livello del reddito pro capite, risultano più basse, inferiori di oltre il 50 per cento a quelle medie comunitarie (tavv. A2 e A3).

Rispetto ai precedenti allargamenti della UE, l'ultimo si caratterizza per il peso elevato della popolazione dei paesi entranti in rapporto a quella dei paesi già membri (20 per cento), oltretutto per l'arretratezza del tenore di vita dei nuovi entranti: il loro PIL pro capite nel 2002 era pari in media al 47,3 per cento di quello del complesso dei paesi già membri. Anche grazie all'impulso fornito dalla prospettiva di una futura ammissione alla UE, negli ultimi otto anni i divari nei livelli di benessere hanno teso a ridursi, benché a un ritmo assai lento.

La crescita media annua del reddito reale pro capite nei paesi nuovi membri è stata pari al 3,8 per cento tra il 1995 e il 2003, superiore di due punti percentuali a quella nei paesi già membri. Il risultato ha riflesso la sostenuta dinamica della produttività del lavoro (3,6 per cento per l'intera economia). Il numero degli occupati, invece, è rimasto nel complesso pressoché invariato al livello del 1995. In Polonia e nelle Repubbliche ceca e slovacca ne è derivato un ulteriore aumento della disoccupazione.

Nel 2003 il principale sostegno all'espansione dell'attività economica in quasi tutti questi paesi è continuato a provenire dai consumi privati, cresciuti

di oltre il 4 per cento, in connessione con l'aumento dei salari reali e la crescita dell'indebitamento delle famiglie. All'accelerazione dell'attività rispetto al 2002 ha contribuito soprattutto la graduale ripresa degli investimenti (1,9 per cento), contrattisi nel biennio precedente. Al netto rafforzamento delle esportazioni di beni (11,7 per cento, dal 6,5 nel 2002), soprattutto in Polonia e nella Repubblica slovacca, si è accompagnata un'accelerazione generalizzata delle importazioni, al 9,3 per cento: ne è disceso un contributo negativo alla crescita della domanda estera netta in gran parte di questi paesi.

Sebbene nell'ultimo triennio la domanda dell'area dell'euro abbia pressoché ristagnato, le esportazioni di beni dei nuovi membri della UE sono cresciute a una media annua del 9 per cento. Il guadagno di quote di mercato nell'area dell'euro è riconducibile al rapido miglioramento della competitività del sistema produttivo di questi paesi, realizzato anche grazie agli investimenti diretti dall'estero, affluiti in misura cospicua dalla metà degli anni novanta.

Tav. A2

**PRODOTTO, POPOLAZIONE E REDDITO PRO CAPITE
NEI PAESI NUOVI MEMBRI DELLA UE (1)**

PAESI	PIL nominale (2)		Popolazione (migliaia di unità)	PIL pro capite (3) (4)	
	miliardi di euro	quota percentuale sul totale dei 10 paesi		migliaia di euro	in percentuale della media UE 15
Cipro	10,7	2,4	705	18,4	76,8
Estonia	6,9	1,6	1.361	9,7	40,2
Lettonia	8,9	2,0	2.346	8,4	34,8
Lituania	14,9	3,4	3.476	9,6	39,1
Malta	4,4	1,0	395	16,6	69,1
Polonia	202,3	45,5	38.237	10,0	41,7
Repubblica ceca	78,2	17,6	10.206	14,9	61,9
Repubblica slovacca	25,7	5,8	5.379	11,4	47,1
Slovenia	23,5	5,3	1.994	16,7	69,0
Ungheria	68,9	15,5	10.175	12,8	53,4
Totale	444,4	100,0	74.274	11,4	47,3
<i>Per memoria:</i>					
UE 15	9.171,7	—	377.698	24,1	100,0
UE allargata (5)	9.616,1	—	451.972	22,0	91,4
Stati Uniti	11.083,8	—	291.040	33,0	137,4

Fonte: Commissione europea, Eurostat, FMI.

(1) Nell'anno 2002. – (2) Ai cambi di mercato – (3) Alle parità dei poteri d'acquisto. – (4) Ad eccezione di Cipro e Polonia, stime. – (5) Include i paesi nuovi membri.

**PRINCIPALI INDICATORI MACROECONOMICI NEI PAESI
NUOVI MEMBRI DELLA UE**
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL (1)		Prezzi al consumo (1) (2)		Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (3)	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Cipro	2,0	2,0	2,8	4,0	....	-4,4	-4,6	-6,3
Estonia	6,0	4,8	3,6	1,4	-12,2	-13,7	1,8	2,6
Lettonia	6,1	7,5	2,0	2,9	-7,6	-9,1	-2,7	-1,8
Lituania	6,8	8,9	0,4	-1,1	-5,4	-6,1	-1,4	-1,7
Malta	1,7	0,4	1,0	1,3	....	-3,4	-5,7	-9,7
Polonia	1,4	3,7	1,9	0,7	-2,6	-2,0	-3,6	-4,1
Repubblica ceca	2,0	2,9	1,4	-0,1	-5,8	-6,5	-6,4	-12,9
Repubblica slovacca	4,4	4,2	3,5	8,5	-8,2	-0,9	-5,7	-3,6
Slovenia	2,9	2,3	7,5	5,7	1,7	0,2	-1,9	-1,8
Ungheria	3,5	2,9	5,2	4,7	....	-5,7	-9,3	-5,9
Totale	2,4	3,6	2,7	2,1	....	-3,7	-4,9	-5,7

Fonte: Commissione europea, Eurostat.
(1) Tassi di crescita medi annui. - (2) Per Malta, deflatore dei consumi privati; per gli altri paesi, indice armonizzato dei prezzi al consumo. - (3) In rapporto al PIL.

A fronte dei notevoli progressi macroeconomici conseguiti nell'ultimo triennio da quasi tutti i paesi nuovi membri, rimane problematica la situazione dei loro conti pubblici. Inoltre, nella situazione di robusta espansione della domanda interna che ha caratterizzato gli ultimi anni, è proseguito l'accumulo di disavanzi correnti della bilancia dei pagamenti, pari nel 2003 al 3,7 per cento del prodotto nel complesso di questi paesi.

In Polonia (dove il PIL è cresciuto del 3,7 per cento, dall'1,4 nel 2002) il netto miglioramento congiunturale è stato favorito da politiche economiche fortemente espansive e dall'aumento della competitività derivante dal deprezzamento del cambio nell'ultimo biennio. Lo sviluppo del prodotto è aumentato anche nella Repubblica ceca (dal 2 al 2,9 per cento), in Lituania e Lettonia (oltre il 7 per cento).

La crescita è invece leggermente diminuita, pur mantenendosi sopra il 4 per cento, in Estonia e nella Repubblica slovacca, riflettendo, in quest'ultimo paese, il brusco arresto dei consumi, che hanno risentito dell'adozione di misure fiscali restrittive. In seguito all'ulteriore deterioramento del contributo del settore estero, il prodotto è decelerato anche in Ungheria (dal 3,5 al 2,9 per cento) e Slovenia (dal 2,9 al 2,3 per cento).

Nonostante l'espansione del prodotto, nel 2003 l'occupazione ha continuato a ridursi nel complesso dei dieci paesi, riflettendo il processo di ristrutturazione del sistema

produttivo che ha determinato una diminuzione degli esuberi di mano d'opera. La crescita della produttività del lavoro è passata al 4 per cento, dal 3,1 nel 2002. Il mercato del lavoro continua a essere caratterizzato da condizioni di particolare debolezza in Polonia, dove il tasso di disoccupazione è rimasto molto elevato, 19,8 per cento.

Politiche monetarie prudenti e orientate alla stabilità dei cambi e ulteriori guadagni di produttività hanno continuato a favorire la riduzione dell'inflazione nella maggior parte di questi paesi. Nel complesso, l'aumento dei prezzi al consumo, nella media del 2003, è risultato pari al 2,1 per cento, dal 2,7 nel 2002. L'inflazione è rimasta, invece, relativamente elevata, al di sopra del 4,5 per cento, in Ungheria e Slovenia; è temporaneamente risalita sopra l'8 per cento nella Repubblica slovacca, in seguito alla liberalizzazione di alcuni prezzi amministrati.

Il saldo del bilancio pubblico, in attivo solo in Estonia, ha registrato nel 2003 un ulteriore peggioramento in cinque dei dieci paesi, anche in seguito alle spese sostenute per l'attuazione delle riforme strutturali in vista dell'ingresso nella UE. In particolare, il disavanzo del settore pubblico è aumentato in Polonia (dal 3,6 al 4,1 per cento del PIL), a Cipro (dal 4,6 al 6,3 per cento), Malta (dal 5,7 al 9,7 per cento) e nella Repubblica ceca (dal 6,4 al 12,9 per cento); pur rimanendo elevato, si è invece ridotto in Ungheria (5,9 per cento) e nella Repubblica slovacca (3,6 per cento).

Nel 2003 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti nel complesso dei dieci paesi, tutti in passivo ad eccezione della Slovenia, si è mantenuto elevato, pari al 3,7 per cento del PIL; esso risente dell'elevato deficit commerciale (pari al 4,6 per cento del PIL). La netta correzione del disavanzo registrata nella Repubblica slovacca, dall'8 all'1 per cento del PIL, e quella, più lieve, della Polonia (dal 2,6 al 2 per cento) hanno riflesso una crescita delle esportazioni più rapida rispetto agli altri paesi.

La congiuntura e le politiche economiche in altri paesi emergenti

Nel 2003 nei paesi emergenti dell'Asia, nonostante gli effetti negativi dell'epidemia polmonare atipica scoppiata nella primavera, il prodotto ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. L'attività economica è stata trainata dalle esportazioni, soprattutto di prodotti informatici, e in alcuni paesi anche dalla domanda interna. Per il complesso dell'area (incluse le economie di recente industrializzazione) il tasso di sviluppo è salito al 7,2 per cento, dal 6,2 nel 2002 (tav. aA1).

In Cina il prodotto ha ulteriormente accelerato, al 9,1 per cento, il tasso più elevato dal 1997, dall'8 per cento nel 2002. La crescita è stata sospinta dalla fortissima espansione degli investimenti (27 per cento in valore), in particolare nel settore automobilistico, della siderurgia e dell'edilizia. Anche l'interscambio con l'estero ha registrato ritmi di sviluppo eccezionali: l'aumento delle esportazioni, pari al 35 per cento in valore, è stato accompagnato da quello ancora più sostenuto delle importazioni (40 per cento). L'afflusso di investimenti diretti dall'estero si è mantenuto elevato, attorno ai 50 miliardi di dollari, come nel 2002 (cfr. il riquadro: *L'integrazione eco-*

nomica internazionale della Cina, in *Bollettino Economico*, n. 41, 2003). Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha accelerato ancora, segnando un incremento del 9,7 per cento sul periodo corrispondente; gli investimenti sono aumentati, in valore, addirittura del 43 per cento. La forte espansione delle importazioni (42 per cento) e il lieve rallentamento delle esportazioni (al 34 per cento) hanno determinato un netto peggioramento del disavanzo commerciale rispetto allo stesso trimestre del 2003.

Nel 2003 un considerevole impulso all'attività di accumulazione è venuto dal sostenuto sviluppo del credito bancario, pari al 21 per cento; vi ha contribuito l'abbondante liquidità, sebbene le autorità abbiano tentato di sterilizzare, per quanto possibile, la base monetaria creata a fronte del forte accumulo di riserve (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). L'obiettivo di ridurre la liquidità nel sistema ha indotto le autorità ad adottare misure restrittive di politica monetaria e a programmare interventi per il risanamento del patrimonio delle maggiori banche.

Dopo aver innalzato nell'estate scorsa il coefficiente di riserva obbligatoria per la generalità delle banche, dallo scorso aprile la banca centrale ha deciso di differenziare i coefficienti, rendendoli più restrittivi per le banche che hanno un indice di adeguatezza patrimoniale inferiore a un certo livello. Ulteriori misure hanno riguardato l'allentamento delle restrizioni su alcune tipologie di deflussi di capitale, mentre si sta valutando la possibilità di introdurre restrizioni su alcuni tipi di afflussi finanziari.

È peggiorata la situazione patrimoniale delle banche, in particolare delle quattro maggiori banche pubbliche. La consistenza dei loro crediti in sofferenza ammonterebbe a circa un quarto del totale degli impieghi, mentre i coefficienti patrimoniali si collocherebbero su valori assai bassi, attorno al 6,5 per cento. Alla fine dello scorso anno le autorità cinesi hanno presentato un programma di risanamento triennale che prevede la graduale cancellazione e la cessione dei prestiti in sofferenza, l'innalzamento dei coefficienti patrimoniali all'8 per cento e l'adozione di standard internazionali di governo societario. Nel gennaio 2004 la banca centrale cinese ha effettuato un primo intervento di ricapitalizzazione di due delle quattro grandi banche pubbliche, per un ammontare pari a 45 miliardi di dollari, stanziandone altri 50 per le restanti due.

In India è proseguito il processo di apertura agli scambi internazionali di beni e agli investimenti diretti dall'estero. La forte espansione del settore dei servizi, in particolare quelli legati alle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, e il sostenuto incremento della produzione agricola, la principale fonte di reddito per circa due terzi della popolazione, hanno favorito l'accelerazione del prodotto al 7,2 per cento nella media del 2003, dal 4,6 nell'anno precedente. Nonostante la robusta crescita del PIL nell'ultimo decennio, al tasso annuo del 6,1 per cento, il livello del prodotto pro capite, valutato alle parità dei poteri d'acquisto, rimane basso nel confronto con altri paesi emergenti, pari a poco più della metà di quello delle altre economie in via di sviluppo della regione.

Negli altri PVS dell'area, anche grazie all'espansione della domanda interna, il prodotto ha generalmente accelerato, a ritmi compresi tra il 4,2 per cento in Indonesia e il 6,7 in Thailandia.

Nei paesi di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) la crescita, pur beneficiando dell'espansione della domanda estera, è diminuita nel 2003 per effetto del rallentamento di quella interna.

Nella Corea del Sud, dove i consumi hanno registrato una caduta in seguito all'inesistenza delle famiglie di ridurre l'elevato indebitamento accumulato negli ultimi tre anni, la crescita si è più che dimezzata, dal 7 del 2002, al 3,1 per cento. Anche a Taiwan e a Singapore il prodotto ha rallentato, rispettivamente, dal 3,6 al 3,2 e dal 2,2 all'1,1 per cento.

Nel 2003 l'attività economica in America latina ha registrato, dopo due anni di ristagno, un miglioramento pressoché generalizzato, beneficiando soprattutto nella seconda metà dell'anno della ripresa del commercio internazionale e del guadagno di ragioni di scambio indotto dai rincari dei prezzi delle materie prime, di cui i paesi della regione sono importanti produttori. Il prodotto dell'area, rimasto invariato nel 2002, è aumentato lo scorso anno dell'1,7 per cento; tuttavia, gli andamenti nei vari paesi sono rimasti differenziati (cfr. il riquadro: *Il recente miglioramento della situazione economica in America latina*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004).

In Argentina il prodotto, che nei quattro anni precedenti era crollato complessivamente di circa il 20 per cento, nel 2003 è cresciuto dell'8,7, riflettendo la forte ripresa della domanda interna; questa, dopo la flessione del 17 per cento nel 2002, è aumentata dell'11 per cento. Gli investimenti privati sono cresciuti del 38 per cento; i consumi dell'8,1 per cento. Il settore estero, che nel 2002 aveva fornito un apporto positivo all'espansione del reddito, lo scorso anno ha influito negativamente in seguito all'eccezionale ripresa delle importazioni; queste, dopo la caduta del 50 nell'anno precedente, sono aumentate nel 2003 del 37,6 per cento. L'inflazione, che a gennaio 2003 si collocava al 39,6 per cento sui dodici mesi, ha registrato una diminuzione molto accentuata; lo scorso aprile era scesa al 3,1 per cento. Le condizioni monetarie sono divenute meno restrittive per sostenere l'attività produttiva. La politica fiscale, al contrario, ha mantenuto un orientamento restrittivo; in seguito al buon andamento delle entrate, l'avanzo primario del bilancio federale è salito al 2,3 per cento del PIL, dallo 0,9 nel 2002. È stato conseguito l'obiettivo concordato con l'FMI lo scorso settembre. Nonostante il miglioramento congiunturale, la situazione dell'Argentina rimane in prospettiva fragile, soprattutto sotto il profilo finanziario. Appare infatti ancora di difficile soluzione il problema della ristrutturazione del debito sovrano per un ammontare pari a circa 100 miliardi di dollari. (cfr. il capitolo: I mercati valutari e finanziari internazionali).

In Brasile il prodotto, aumentato dell'1,9 per cento nel 2002, è diminuito dello 0,2 nel 2003. Dall'estate si sono manifestati segnali di un rafforzamento dell'attività economica,

confermati dalla forte espansione del prodotto nel quarto trimestre (circa 6 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno). Le componenti interne della domanda, in particolare gli investimenti, hanno risentito dell'orientamento restrittivo delle politiche economiche. Un sostegno alla crescita è continuato a provenire, come nel 2002, dal settore estero. L'inflazione, dopo essere aumentata fino al 17,2 per cento nei dodici mesi terminanti a maggio, è gradualmente diminuita, in linea con gli obiettivi concordati con l'FMI, fino al 5,3 per cento nell'aprile 2004. Dal picco di giugno, il tasso ufficiale di sconto è stato abbassato di oltre dieci punti percentuali, fino al 16 per cento nell'aprile dell'anno in corso. La politica fiscale ha mantenuto un orientamento restrittivo anche nel 2003: l'avanzo primario del bilancio pubblico consolidato è salito al 4,3 per cento del prodotto, dal 3,9 nel 2002, un livello leggermente superiore all'obiettivo concordato con l'FMI (4,25 per cento).

In Messico il prodotto ha segnato nel 2003 un incremento dell'1,3 per cento (0,7 nel 2002), beneficiando del miglioramento delle ragioni di scambio. La crescita è stata sostenuta dai consumi, privati e pubblici, aumentati complessivamente del 2,9 per cento, dall'1,2 nel 2002. Gli investimenti, in calo nella prima metà dell'anno, hanno registrato un recupero nel secondo semestre. L'orientamento restrittivo della politica monetaria ha favorito un graduale rallentamento dei prezzi: l'inflazione, che nel marzo del 2003 si collocava al 5,6 per cento sui dodici mesi, è scesa ad agosto al 4 per cento (un valore coerente con l'obiettivo di inflazione della banca centrale), mantenendosi su tale livello fino alla fine dell'anno; da gennaio 2004, tuttavia, è tornata ad aumentare, inducendo la banca centrale a rendere più restrittive le condizioni monetarie. Il disavanzo del bilancio pubblico si è ridotto solo lievemente, al 3,3 per cento del prodotto (3,4 nel 2002), nonostante il significativo aumento degli introiti derivanti dalle esportazioni di petrolio (pari nel 2002 a circa un terzo del totale delle entrate).

In Venezuela l'attività economica ha continuato a risentire della profonda crisi economica in atto dal 2002. Il prodotto, che in quell'anno si era contratto dell'8,9 per cento, nel 2003 è diminuito ancora del 9,2 per effetto di un calo di oltre il 10 per cento della produzione nel settore petrolifero, il quale pesa per circa il 25 per cento sulla produzione complessiva dell'economia.

In Russia il prodotto è aumentato nel 2003 al tasso del 7,3 per cento (4,7 nel 2002), sospinto dall'espansione degli investimenti cresciuti del 12,9 per cento (3,0 nel 2002). Il rincaro del petrolio, di cui il paese è un importante esportatore, ha reso possibile un incremento degli introiti delle vendite all'estero, del 26,7 per cento in dollari (5,3 nel 2002); l'avanzo commerciale è salito al 14 per cento del prodotto (13,4 nel 2002). Il processo di disinflazione è proseguito con lentezza; l'inflazione, che a marzo 2003 era salita al 14,8 per cento sui dodici mesi, è scesa al 10,3 per cento nell'aprile scorso, anche in seguito all'apprezzamento del cambio e al mantenimento dei controlli su alcuni prezzi. Nonostante il buon andamento delle entrate tributarie, sostenute dagli elevati prezzi del petrolio e dalla forte ripresa ciclica, l'avanzo del bilancio federale si è mantenuto pressoché invariato rispetto all'anno precedente, all'1,7 per cento del PIL.

In Turchia il prodotto, pur in decelerazione rispetto al 2002, è aumentato del 5,8 per cento, beneficiando anche del miglioramento delle condizioni

finanziarie. L'espansione dell'attività è stata sostenuta dalla domanda interna che, per il secondo anno consecutivo, ha fornito un contributo alla crescita del prodotto prossimo a nove punti percentuali, riflettendo lo sviluppo degli investimenti privati (20,3 per cento) e dei consumi (5,6 per cento). Il rafforzamento del tasso di cambio ha favorito la discesa dell'inflazione, che nell'aprile 2004 si collocava al 10,2 per cento nei dodici mesi, dal 26,4 nel gennaio 2003. Il rallentamento dei prezzi ha consentito alle autorità monetarie di rendere meno restrittivo l'orientamento della politica monetaria: i tassi di riferimento sono stati ridotti di circa venti punti percentuali; quello medio sui depositi overnight è stato abbassato al 24,5 per cento nel marzo dell'anno in corso. L'avanzo primario del bilancio pubblico, in aumento rispetto al 2002, ha superato lievemente il 6 per cento del PNL, pur rimanendo inferiore all'obiettivo del 6,5 per cento concordato con l'FMI.

I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2003 la flessione del dollaro, iniziata nei primi mesi dell'anno precedente, si è accentuata; vi hanno contribuito dapprima le incertezze circa i tempi e l'intensità della ripresa negli Stati Uniti, connesse anche con le tensioni politiche internazionali, poi soprattutto le crescenti preoccupazioni per le elevate dimensioni raggiunte dal debito estero netto, che ha superato il 25 per cento del prodotto. Il deprezzamento è stato considerevole nei confronti dell'euro e, da settembre, anche dello yen; è risultato assai più contenuto rispetto alle altre valute asiatiche, le cui autorità hanno contrastato l'apprezzamento mediante massicci acquisti di dollari sul mercato dei cambi; in America latina l'aumento delle riserve valutarie ha principalmente riflesso l'esigenza di riportarle a livelli precedenti le crisi. Nei primi mesi dell'anno in corso il dollaro ha arrestato la caduta nei confronti dell'euro, segnando un recupero apprezzabile; all'inversione di tendenza avrebbe contribuito il progressivo rafforzamento dell'attività economica negli Stati Uniti a fronte di una sua persistente debolezza nell'area dell'euro; le spinte all'apprezzamento dello yen sono invece proseguite fino alla fine dello scorso marzo.

L'accentuazione dell'indirizzo già nettamente espansivo delle politiche monetarie nelle tre maggiori aree ha favorito un aumento significativo della liquidità mondiale: gli aggregati monetari, in particolare quelli più ristretti, hanno registrato una dinamica elevata; hanno segnato incrementi sostenuti anche i depositi bancari detenuti da famiglie e imprese non residenti; nelle maggiori economie i tassi d'interesse reali a breve termine sono risultati negativi dall'inizio del 2003, quelli a lungo termine sono rimasti su livelli bassi fino allo scorso aprile.

Le condizioni di abbondante liquidità e le attese di un loro protrarsi per un periodo relativamente lungo hanno favorito una ricomposizione dei portafogli degli investitori, che hanno spostato fondi verso strumenti a rendimento più elevato, così contribuendo a mantenere i tassi delle obbligazioni pubbliche dei paesi industriali su livelli bassi nel confronto storico. La riduzione dei premi per il rischio ha interessato tutte le attività finanziarie e gli emittenti di diversa qualità e area geografica: il miglioramento corrente e atteso della redditività delle imprese ha contribuito a sospingere i prezzi delle obbligazioni societarie e, dalla primavera dello scorso anno, con l'attenuarsi delle tensioni politiche internazionali, anche i corsi azionari. Favoriti dal miglioramento delle condizioni di fondo delle loro economie, sono aumentati i prezzi delle

obbligazioni emesse dai paesi emergenti. La riduzione dei tassi sui mutui ipotecari ha contribuito a sostenere i prezzi delle abitazioni.

L'aumento dei prezzi delle attività ha favorito un rafforzamento, sia pure in misura differenziata, delle condizioni patrimoniali delle famiglie, delle imprese e degli intermediari finanziari nei paesi industriali, nonché degli emittenti sovrani nei paesi emergenti.

Dall'inizio dell'anno in corso questa tendenza al rialzo si è arrestata, anche in seguito al rafforzarsi di aspettative di un'imminente inversione dei tassi d'interesse a breve termine statunitensi. Da gennaio si è osservato un aumento dei premi per il rischio, più lieve per le obbligazioni societarie, più marcato per quelle emesse dai paesi emergenti; da febbraio si è interrotta la crescita dei corsi azionari; dalla metà di marzo i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche sono risaliti.

I mercati valutari e finanziari nei paesi industriali

Nel corso della prima metà del 2003 il dollaro si è deprezzato in misura rilevante rispetto all'euro (8 per cento), al dollaro canadese, a quello australiano e alle monete dei maggiori paesi dell'America latina (in misura compresa tra il 14 e il 20 per cento); è rimasto pressoché invariato rispetto alla sterlina inglese, allo yen e alle valute dei paesi emergenti asiatici (fig. A4). Questi ultimi e il Giappone hanno resistito alle pressioni al rialzo sulle proprie valute effettuando massicci interventi sul mercato dei cambi; in particolare, la Cina, Hong Kong e la Malesia, tra i principali partner commerciali degli Stati Uniti, hanno mantenuto i propri regimi di cambio fisso nei confronti del dollaro.

Dopo un temporaneo rafforzamento durante i mesi estivi, tra settembre 2003 e gennaio 2004 il dollaro è tornato a indebolirsi, anche nei confronti dello yen. La tendenza si è accentuata dopo il comunicato emesso il 20 settembre dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette (G-7), in cui si auspicava una maggiore flessibilità dei tassi di cambio al fine di favorire il riassorbimento degli squilibri nei conti con l'estero delle principali aree. Il deprezzamento del dollaro durante tale periodo è stato significativo, compreso tra il 9 e il 13 per cento, oltre che nei confronti dell'euro, anche rispetto allo yen e alla sterlina inglese; i cambi con le valute delle economie emergenti asiatiche e dell'America latina, le cui autorità hanno intensificato gli acquisti di dollari, sono invece rimasti pressoché invariati.

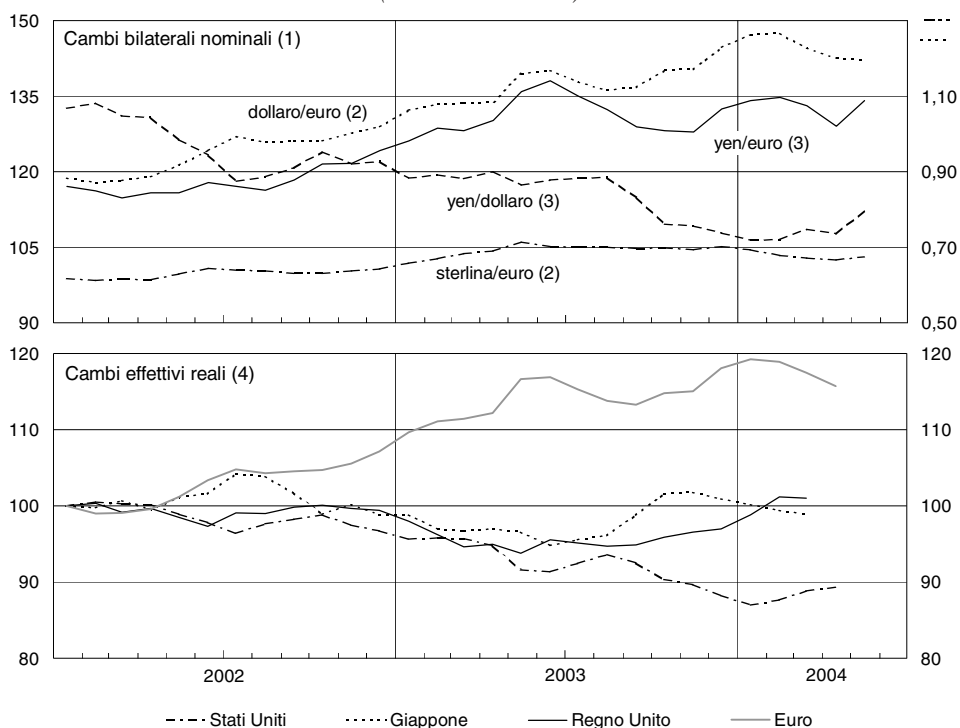
Nei primi due mesi del 2004 il dollaro si è stabilizzato nei confronti dell'euro: il 12 gennaio e il 17 febbraio ha segnato i valori minimi, prossimi

a 1,29 dollari. Nel vertice del G-7 svoltosi il 7 febbraio in Florida, le autorità hanno auspicato una maggiore flessibilità di quei tassi di cambio che fino ad allora non avevano registrato apprezzamenti significativi nei confronti del dollaro ed espresso preoccupazione per l'eccessiva variabilità dei cambi. Nel vertice tenutosi lo scorso aprile a Washington, le autorità del G-7 hanno ribadito gli orientamenti espressi in febbraio.

Dalla seconda metà di febbraio la valuta statunitense ha registrato una inversione di tendenza nei confronti dell'euro: rispetto ai valori minimi, alla fine della seconda decade di maggio si era apprezzata del 7 per cento. Nei confronti dello yen, le pressioni al ribasso del dollaro sono invece proseguite fino alla fine di marzo, contrastate dagli interventi delle autorità giapponesi: queste tra l'inizio di gennaio e la metà di marzo hanno acquistato un ammontare di dollari pari a circa l'80 per cento degli acquisti effettuati nell'intero 2003. Rispetto alle valute dei paesi emergenti dell'Asia il dollaro è rimasto pressoché invariato. In termini effettivi nominali, dallo scorso gennaio esso si è apprezzato del 4 per cento; aveva perso l'8,8 per cento del suo valore nel corso del 2003.

Fig. A4

**TASSI DI CAMBIO NOMINALI BILATERALI FRA LE PRINCIPALI VALUTE
E INDICATORI DI COMPETITIVITÀ**
(dati medi mensili)



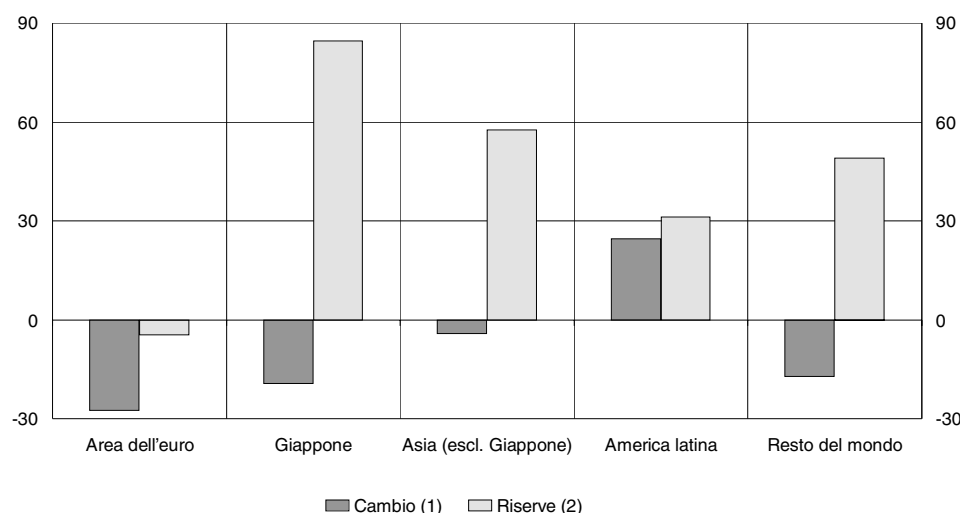
Fonte: Banca d'Italia, BCE e Riserva federale.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2004 si riferiscono ai primi 19 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2002=100, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti; un aumento indica un peggioramento di competitività.

Complessivamente, da quando si è avviata la fase discendente (febbraio 2002) a maggio di quest'anno, la valuta statunitense si è deprezzata del 10 per cento in termini effettivi nominali; il guadagno di competitività è stato dell'11 per cento. All'indebolimento del dollaro hanno corrisposto apprezzamenti bilaterali assai diversi delle valute dei paesi partner (fig. A5). L'euro ha segnato l'apprezzamento più elevato, pari al 38 per cento; la sterlina è salita del 25 per cento. Grazie ai massicci interventi sui mercati valutari, lo yen ha contenuto l'apprezzamento al 18 per cento, le valute dei paesi emergenti dell'Asia al 4. Per effetto degli ingenti acquisti di dollari effettuati dalle autorità, tra febbraio 2002 e lo scorso gennaio le riserve valutarie in Asia sono aumentate complessivamente di circa 800 miliardi di dollari, superando i 2.000 miliardi (di cui 730 in Giappone e 420 in Cina), livelli eccezionalmente elevati. Nel periodo considerato le valute dei paesi dell'America latina si sono, invece, deprezzate nei confronti del dollaro. Dopo le forti flessioni registrate in occasione della grave crisi finanziaria che aveva colpito la regione nel 2002 (tra febbraio e ottobre il peso argentino e il real brasiliano si erano deprezzati fino al 40 per cento nei confronti del dollaro), nel 2003 le autorità della regione hanno contrastato la tendenza all'apprezzamento delle proprie valute mediante cospicui acquisti di dollari, che hanno consentito di ricostituire le riserve valutarie: tra ottobre 2002 e lo scorso gennaio queste ultime sono aumentate di 50 miliardi di dollari, a oltre 200 miliardi, un livello superiore ai massimi raggiunti alla metà del 1998.

Fig. A5

**VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO E DELLE RISERVE UFFICIALI
DEI PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI DEGLI STATI UNITI
DA FEBBRAIO 2002**
(variazioni percentuali)

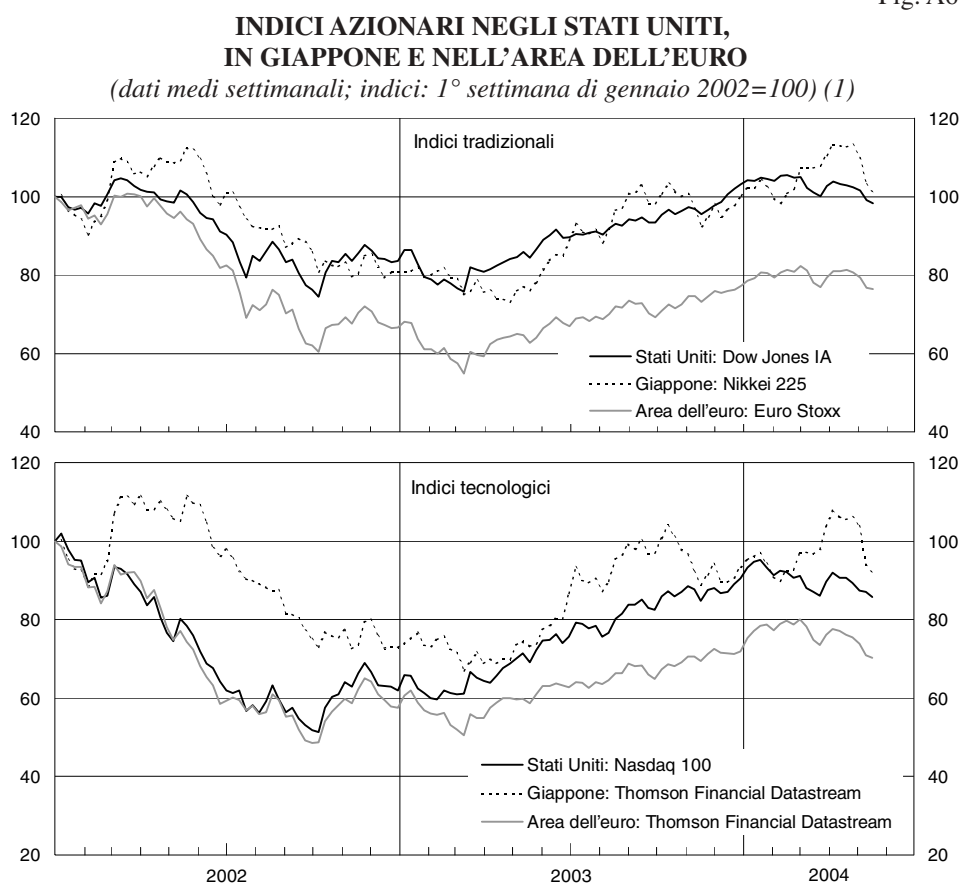


Fonte: elaborazioni su dati FMI, Riserva federale e Thomson Financial Datastream.

(1) Tassi di cambio nominali euro/dollaro e yen/dollaro; tassi di cambio nominali medi del dollaro nei confronti delle valute delle restanti tre aree, ponderati sulla base dei flussi di interscambio degli Stati Uniti. Variazioni tra febbraio 2002 e aprile 2004. - (2) Variazioni tra fine febbraio 2002 e fine gennaio 2004.

Dal marzo del 2003 in tutte le principali borse mondiali si è avviata una fase di significativi rialzi, interrottasi nel febbraio di quest'anno. Tra marzo dello scorso anno e la fine della seconda di maggio 2004 l'indice Dow Jones Industrial Average è aumentato di circa il 32 per cento; l'indice tecnologico Nasdaq 100 di quasi il 50 per cento (fig. A6). Oltre che dell'abbondante liquidità, i corsi azionari nella prima metà dell'anno hanno beneficiato dell'attenuarsi delle tensioni internazionali e, dalla seconda metà, del miglioramento dei profitti, correnti e attesi, delle società quotate, connesso con il rafforzamento della congiuntura, soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone.

Fig. A6



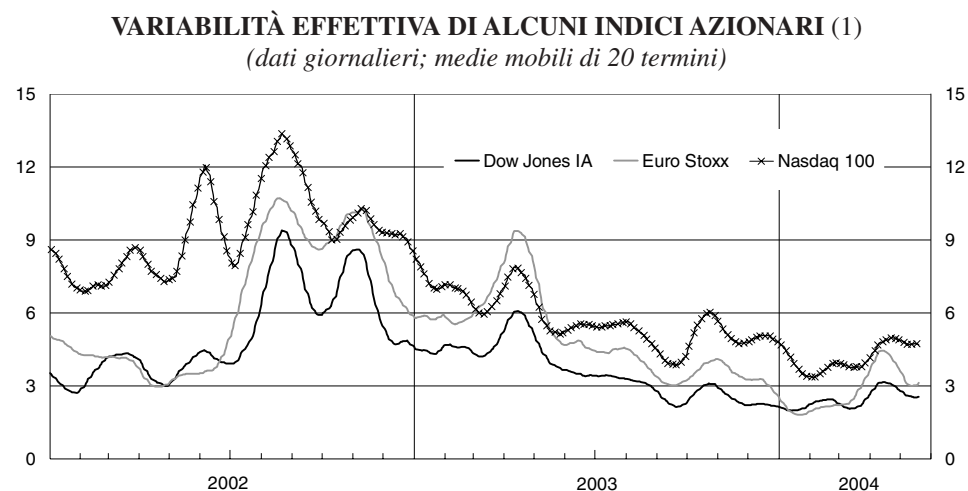
Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) L'ultimo dato disponibile è quello del 19 maggio 2004.

Il rialzo dei corsi si è accompagnato a un aumento delle operazioni di prima quotazione e a una diminuzione della variabilità dei prezzi. Negli Stati Uniti il numero di società neo-quotate, pari a 9 nella prima metà del 2003, è salito a 78 nella seconda metà; nei primi quattro mesi del 2004 è stato pari a 51. La variabilità effettiva e quella implicita nelle quotazioni delle opzioni sui futures dei principali indici di borsa, molto elevate fino

alla vigilia del conflitto in Iraq, sono calate rapidamente; dalla fine del 2003 sono ritornate su valori molto contenuti (fig. A7).

Fig. A7



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) La variabilità è calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti azionari nei 20 giorni terminanti in quello indicato. L'ultimo dato disponibile è quello del 19 maggio.

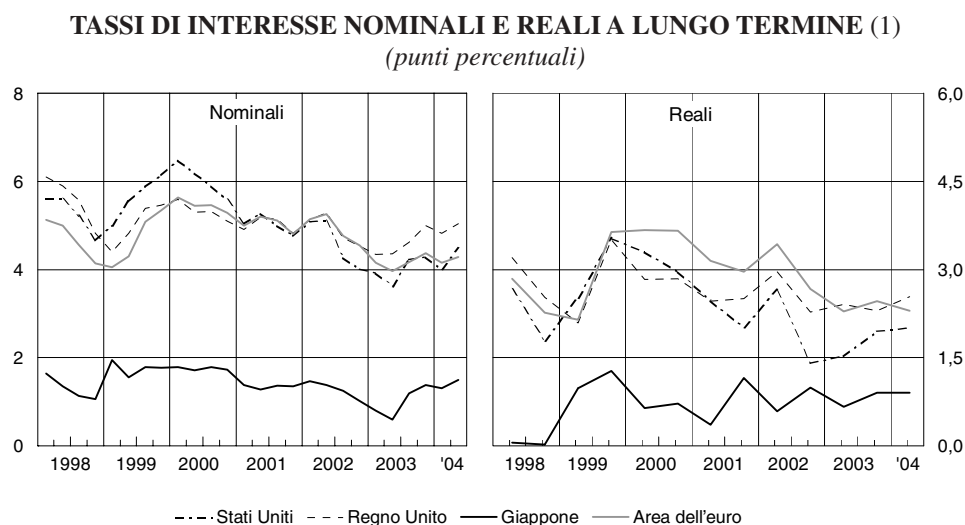
Negli Stati Uniti i prezzi delle azioni appaiono in linea con gli utili e con i tassi di interesse attesi; riflettono aspettative di crescita economica elevata.

I rendimenti delle obbligazioni decennali emesse dal Tesoro degli Stati Uniti, che nel 2002 erano scesi in misura significativa, fino al 4 per cento (un valore storicamente basso), si sono mantenuti nella media del 2003 su quel livello, ma con notevoli oscillazioni nei mesi centrali dell'anno (fig. A8). A contenere i tassi a lungo termine hanno contribuito gli ingenti acquisti dall'estero: tra l'inizio del 2002 e il quarto trimestre del 2003 la quota di titoli del Tesoro detenuti da non residenti, per oltre metà autorità estere, è salita di oltre sette punti percentuali, al 44,6 per cento.

Tra l'inizio di maggio e la metà di giugno i rendimenti sono calati fino a toccare il 3,1 per cento, livello minimo degli ultimi quaranta anni. A soppingere la domanda di titoli pubblici hanno contribuito i timori di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, già bassa, e le conseguenti attese, alimentate dai comunicati della Riserva federale, di un'accentuazione dell'orientamento nettamente espansivo della politica monetaria. Alla decisione della Riserva federale di giugno di ridurre i tassi ufficiali di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento – misura inferiore alle attese – è seguito un repentino rialzo dei rendimenti decennali, che alla fine di luglio hanno raggiunto il 4,5 per cento, per poi stabilizzarsi su livelli di poco inferiori. Ad accentuare il calo e il successivo rialzo dei rendimenti obbligazionari avrebbero contribuito taluni fattori tecnici connessi con le operazioni di copertura effettuate dalle agenzie statunitensi specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari.

Nel 2004, dopo un temporaneo calo dei rendimenti a lunga scadenza nella prima metà di marzo, fino al 3,7 per cento, connesso con l'insoddisfacente andamento dell'occupazione, i primi segnali di ripresa del mercato del lavoro e di accelerazione dei prezzi hanno determinato un nuovo aumento. Alla fine della seconda decade di maggio essi erano pari al 4,8 cento, valore non particolarmente elevato, tenuto anche conto dell'ampio squilibrio nei conti pubblici.

Fig. A8



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

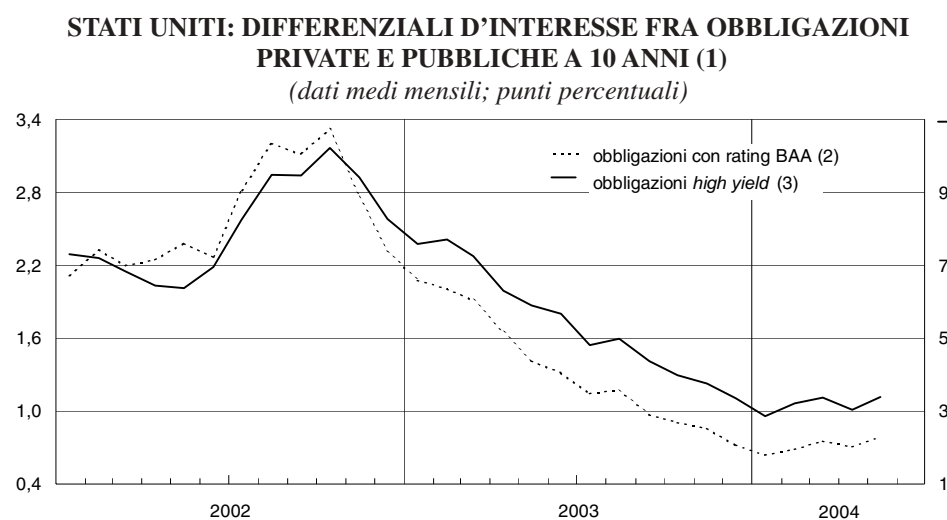
(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media dei rendimenti nazionali ponderata fino al dicembre 1998 con il PIL, successivamente con gli stocks nominali di titoli. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati relativi al 2° trimestre 2004 sono aggiornati sino al 18 maggio); dati medi di 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).

Nel 2003 i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti sono rimasti su livelli contenuti anche in termini reali: sebbene siano lievemente risaliti nel corso dell'anno, nell'aprile del 2004 i tassi d'interesse deflazionati con le aspettative d'inflazione di lungo periodo desunte da *Consensus Forecasts* si collocavano al 2 per cento, valore nettamente inferiore al tasso di crescita potenziale dell'economia statunitense.

Nonostante le gravi irregolarità contabili messe in luce nel 2002 dai casi della Enron e di altre imprese con elevata capitalizzazione, che avevano intaccato profondamente la fiducia nel sistema di governo societario, la propensione degli investitori ad acquistare obbligazioni private si è ristabilita rapidamente, anche in seguito all'adozione tempestiva di modifiche restrittive di alcune norme del diritto societario (cfr. il *Bollettino Economico* n. 39, novembre 2002). Nel 2003 il calo dei premi per il rischio su tali obbligazioni iniziato alla fine dell'anno precedente si è fortemente accentuato, favorito, oltre che dall'abbondante liquidità, dal miglioramento delle condizioni patrimoniali delle imprese. Rispetto ai valori massimi toccati

nell'ottobre 2002, il differenziale di rendimento dei titoli emessi dalle imprese con rating BAA rispetto ai titoli pubblici si è ridotto di quasi tre punti percentuali e, alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, era pari a 0,8 punti; quello delle imprese *high yield* è calato di sette punti percentuali, fino a circa tre punti (fig. A9). Nello stesso periodo, il costo di finanziamento per le due classi di imprese è sceso di due e sei punti percentuali, al 5,6 e all'8,3 per cento, rispettivamente.

Fig. A9



Fonte: Thomson Financial Datastream.

(1) I dati relativi a maggio si riferiscono ai primi 19 giorni del mese. - (2) Scala di sinistra. - (3) Scala di destra.

La considerevole diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni private e l'ascesa dei corsi azionari nel 2003 sarebbero in parte da attribuire a un aumento della propensione degli investitori ad assumere rischi finanziari (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Un indicatore utilizzato dagli analisti per individuare mutamenti della propensione al rischio si basa sulle variazioni della correlazione di rango tra i rendimenti attesi e la rischiosità di un insieme di attività finanziarie. Un'analisi empirica condotta su un campione di indici azionari settoriali degli Stati Uniti, dell'area dell'euro e del Giappone segnala un significativo aumento della propensione al rischio nel corso del 2003; questa evidenza è coerente con quella ottenibile da altri indicatori. Da tale analisi emerge, inoltre, che la correlazione di rango costituisce una buona approssimazione di una misura di propensione al rischio derivata dalla stima del Capital Asset Pricing Model (CAPM), il modello comunemente utilizzato per lo studio dei prezzi delle attività finanziarie. In letteratura tale modello viene tuttavia utilizzato su orizzonti temporali non inferiori a cinque anni. Su orizzonti temporali più brevi le stime del CAPM sono meno affidabili. Pertanto, le indicazioni ottenute dalla correlazione di rango ai fini dell'analisi congiunturale vanno utilizzate con cautela.

In Giappone, dove l'espansione dell'attività economica è proseguita nel 2003 a ritmi elevati e superiori alle attese, dall'inizio di maggio si

è avviata una fase ascendente del mercato azionario. Da allora l'indice Nikkei 225 ha registrato un guadagno del 44 per cento (fig. A6). L'aumento è stato ancora più consistente per i titoli delle banche, il cui valore, nello stesso arco di tempo, è più che raddoppiato, sospinto dal miglioramento delle loro condizioni reddituali e patrimoniali (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*). L'accentuarsi dell'espansione della liquidità e l'impegno delle autorità monetarie a proseguire tale strategia finché il tasso d'inflazione non sarà stabilmente positivo hanno contribuito a mantenere i rendimenti dei titoli pubblici su livelli molto bassi. Nella seconda parte del 2003 una ricomposizione dei portafogli degli investitori ha determinato un aumento di tali rendimenti: quelli a dieci anni, che nella media dei primi sei mesi dell'anno si collocavano allo 0,7 per cento, si sono stabilizzati, da settembre, attorno all'1,3; nei mesi successivi sono saliti lentamente e alla fine della seconda decade di maggio erano pari all'1,5 per cento.

Nel 2003 il mercato internazionale dei derivati ha segnato una crescita particolarmente sostenuta. Le forti tensioni politiche internazionali nei primi mesi dell'anno e, successivamente, l'elevato grado di incertezza circa l'orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti, tradottosi in marcate oscillazioni dei corsi obbligazionari, hanno generato un'elevata domanda di copertura con strumenti derivati. I contratti di opzione su tassi d'interesse e, tra i futures, quelli sugli eurodepositi a tre mesi in dollari e in euro, nonché sui titoli pubblici degli Stati Uniti e della Germania hanno segnato incrementi significativi. I valori nozionali dei contratti di opzione trattati sui mercati organizzati sono aumentati del 71 per cento rispetto alla fine del 2002, quelli dei contratti futures del 33; le consistenze di tali contratti, quasi interamente relativi a tassi d'interesse, hanno così raggiunto, rispettivamente, i 23.000 e i 13.700 miliardi di dollari. Una dinamica così sostenuta si era osservata, peraltro, anche nel 2001, in connessione con l'avvio dell'espansione monetaria attuata dalla Riserva federale e, alla fine dello stesso anno, con gli attentati terroristici negli Stati Uniti: in quell'anno il valore nozionale dei contratti era aumentato del 67 per cento.

Nel 2003, come nell'anno precedente, gli investitori hanno fatto ampio ricorso a tecniche per il trasferimento del rischio di credito. Fra gli strumenti utilizzati a tal fine, i derivati creditizi, costituiti quasi interamente da *credit default swaps*, sono quelli che si stanno diffondendo più rapidamente sui mercati OTC. Secondo stime dell'International Swaps and Derivatives Association, lo scorso anno lo stock di *credit default swaps* è aumentato del 64 per cento rispetto al 2002, sfiorando i 3.600 miliardi di dollari (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Mentre i derivati tradizionali consentono alle banche di cedere a terzi i rischi di mercato come quello di cambio e quello d'interesse, i *credit default swaps* permettono di trasferire il rischio di credito connesso con la

più tradizionale attività di prestito, rischio che finora era difficile cedere sul mercato. La diffusione di tali derivati potrebbe mutare profondamente il modo di operare dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Le autorità stanno seguendo il fenomeno con particolare attenzione, anche nelle sedi della cooperazione internazionale; fra gli aspetti più rilevanti che sono oggetto di analisi vi è la possibilità che il rischio di credito divenga troppo concentrato; che gli operatori non abbiano piena consapevolezza dei rischi connessi con l'utilizzo di tali strumenti; che le banche si trasformino, nel medio-lungo periodo, da finanziatrici a lungo termine in "originatrici" di credito, poi ceduto a terzi.

Attualmente il fenomeno del trasferimento del rischio di credito è oggetto di un'indagine da parte del Joint Forum – un'emanazione degli organismi internazionali di cooperazione tra autorità di vigilanza sulle banche, sulle assicurazioni e sulle borse – che ne presenterà i risultati il prossimo settembre al Financial Stability Forum (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*).

Le condizioni finanziarie delle imprese e delle famiglie negli Stati Uniti

Nel 2003 la favorevole evoluzione dei mercati finanziari e il buon andamento degli utili hanno consentito alle imprese degli Stati Uniti di migliorare in misura significativa la propria posizione reddituale e patrimoniale. Il consistente rialzo dei corsi azionari e la marcata riduzione dei rendimenti dei titoli a reddito fisso emessi dalle imprese hanno favorito una riduzione del costo della raccolta e un aumento dei volumi di emissioni obbligazionarie.

È proseguita la riduzione dell'indebitamento. Il debito delle imprese non finanziarie, che alla fine del 2001 aveva raggiunto il 90 per cento del valore aggiunto da esse generato (il 47 per cento del PIL), il massimo degli ultimi venti anni, nel corso del 2003 si è ridotto fino all'85,6 per cento (il 45,3 per cento del PIL). Alla fine dello scorso anno la leva finanziaria, calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie ai valori di mercato, rispetto al terzo trimestre del 2002 era scesa di quasi sette punti percentuali, al 33 per cento, un livello significativamente più basso di quello registrato negli anni ottanta (fig. A10).

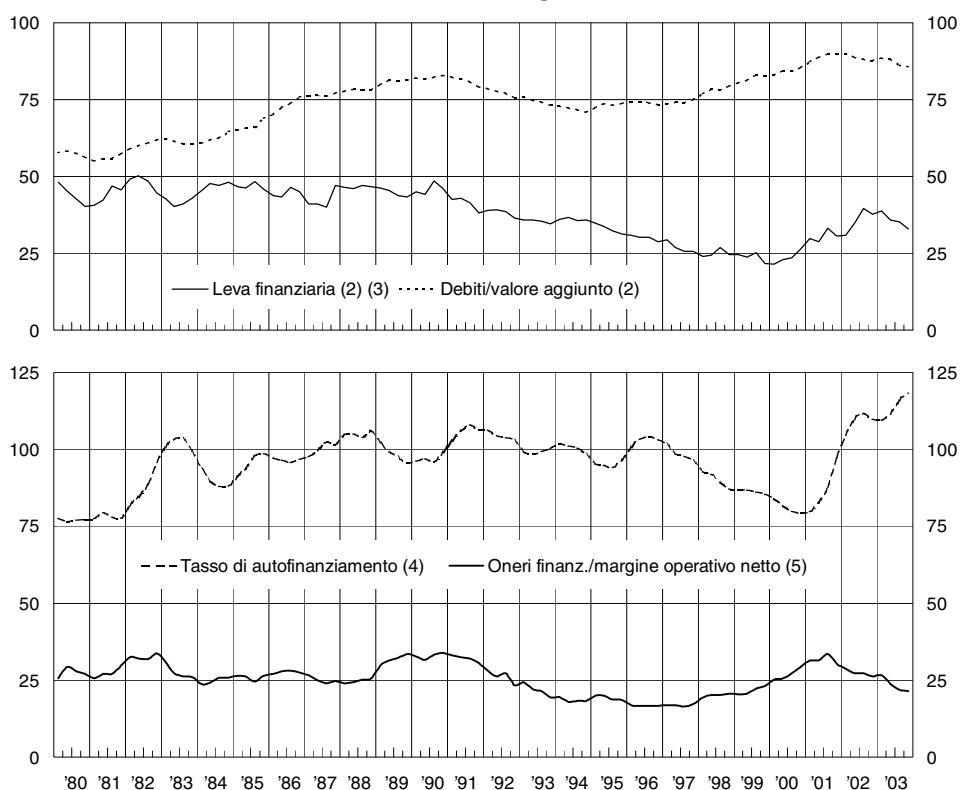
Anche gli indicatori di flusso segnalano un netto miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese: il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto, che nel terzo trimestre del 2001 aveva toccato un valore massimo (33 per cento), nel corso del 2003 è calato di dodici punti percentuali (fig. A10). Il tasso di autofinanziamento delle imprese, calcolato come

rapporto tra fondi interni complessivi e investimenti lordi non finanziari, alla fine del 2000 aveva raggiunto il valore minimo degli ultimi venti anni (79 per cento); da allora è risalito ai livelli massimi (118 per cento), riflettendo dapprima la flessione degli investimenti e, nel 2003, il sostenuto incremento dei profitti (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*).

Fig. A10

CONDIZIONI PATRIMONIALI DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NEGLI STATI UNITI (1)

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Settore *non financial corporate*. – (2) Il debito include solo gli strumenti del mercato del credito (carta commerciale, obbligazioni private, prestiti bancari e di altri istituti). – (3) Rapporto tra i debiti e la somma di debiti e azioni proprie (ai valori di mercato). – (4) Rapporto tra i fondi totali interni (somma di profitti non distribuiti al netto dell'imposizione fiscale, ammortamenti e profitti su attività estere non rimpatriati) e la spesa per investimenti lordi non finanziari; media mobile di quattro termini. – (5) Margine operativo netto = valore aggiunto al netto degli ammortamenti – costo del lavoro – tasse (+ sussidi) su produzione e importazioni.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese statunitensi appare al momento contenuta. Un potenziale fattore di rischio è rappresentato dalla sottocapitalizzazione dei fondi pensione aziendali a prestazioni predefinite. Alcuni elementi inducono tuttavia a circoscrivere l'entità di tale rischio. In primo luogo, negli Stati Uniti l'utilizzo di tali fondi come forma di retribuzione differita è limitato alle grandi imprese a elevata intensità di capitale, tipicamente nelle aerolinee e nell'industria automobilistica. In secondo luogo, gli andamenti correnti e prospettici dei prezzi delle attività finanziarie stanno contribuendo al riequilibrio attuariale di questi fondi: i rialzi delle quotazioni azionarie

hanno accresciuto il valore delle attività patrimoniali; in futuro, un probabile rialzo dei rendimenti a lungo termine, riducendo il valore attuariale degli oneri pensionistici, porterebbe a un calo delle passività.

Anche le condizioni patrimoniali delle famiglie sono migliorate, pur rimanendo caratterizzate da elevato e crescente indebitamento: tra la fine del 2002 e la fine del 2003 la ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, è aumentata da 506 a 541 punti percentuali, sebbene il tasso di risparmio sia rimasto su livelli bassi (2,1 per cento nel 2003, da 2,3 nell'anno precedente).

Il forte rialzo degli indici azionari nel corso del 2003 ha consentito di invertire la tendenza alla flessione della ricchezza finanziaria lorda, in atto dall'inizio del 2000, e proseguita fino al terzo trimestre del 2002, quando era stato raggiunto un minimo, pari al 378 per cento del reddito disponibile; alla fine del 2003 il rapporto era risalito al 418 per cento.

In connessione con il persistente dinamismo del mercato delle abitazioni, nel corso del 2003 la ricchezza immobiliare delle famiglie ha proseguito la tendenza crescente iniziata nel 1997 (quando era pari al 146 per cento del reddito disponibile), raggiungendo, alla fine dell'anno, il 185 per cento. I prezzi delle abitazioni in termini nominali hanno continuato ad aumentare, sia pure in decelerazione: dopo avere raggiunto all'inizio del 2001 tassi di incremento superiori all'8 per cento, rispetto al periodo corrispondente, hanno gradualmente rallentato fino al 6 per cento nel terzo trimestre del 2003; nel quarto trimestre si è tuttavia registrata una nuova accelerazione, all'8 per cento (fig. A11). Nella media dell'anno l'aumento è stato del 7 per cento sia nel 2003 sia nel 2002.

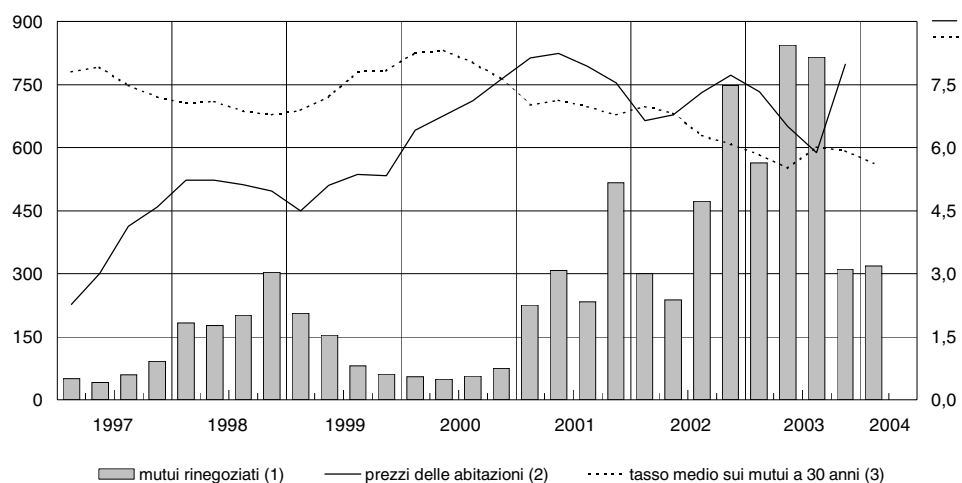
I tassi sui mutui ipotecari, che lo scorso giugno erano scesi fino al 5,2 per cento, valore storicamente basso, sono poi risaliti, oscillando in un intervallo compreso tra il 5,4 e il 6,5 per cento; alla fine della seconda settimana di maggio si collocavano attorno al 6 per cento (fig. A11). La riduzione dei tassi d'interesse nella prima metà dell'anno e il continuo aumento dei prezzi delle abitazioni hanno favorito anche nel 2003 l'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, che è ancora aumentata rispetto ai livelli già molto elevati dell'anno precedente: sono stati rinegoziati mutui per 2.500 miliardi di dollari, rispetto a una media annua di 1.500 nel biennio 2001-02 e di 460 miliardi nel quadriennio 1997-2000 (fig. A11).

La discesa dei tassi d'interesse, oltre all'espansione dei mutui ipotecari, ha favorito anche la crescita del credito al consumo. In rapporto al reddito disponibile l'indebitamento costituito da queste due componenti ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 108 per cento alla fine dello scor-

so anno. Grazie all'aumento del valore delle attività finanziarie e reali, il rapporto tra lo stock del debito complessivo e queste ultime, che tra l'inizio del 2000 e l'inizio del 2003 era aumentato di oltre cinque punti percentuali, lo scorso anno si è ridotto di 0,5 punti, fino al 18 per cento.

Fig. A11

**STATI UNITI: TASSI D'INTERESSE SUI MUTUI IPOTECARI,
PREZZI DELLE ABITAZIONI E MUTUI RINEGOZIATI**
(dati trimestrali)



Fonte: Freddie Mac, Mortgage Bankers Association of America, Office of Federal Housing Enterprise Oversight e Thomson Financial Datastream.

(1) Mutui concessi nell'ambito di operazioni di rinegoziazione; miliardi di dollari (scala di sinistra). – (2) Prezzi delle abitazioni unifamiliari a cui sono associati mutui acquistati dalle agenzie federali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente (scala di destra). – (3) Valori percentuali (scala di destra).

Le spese per interessi e per l'ammortamento del capitale sono rimaste stabili dall'inizio dello scorso anno come quota del reddito disponibile, poco al di sopra del 13 per cento; tali livelli del servizio del debito costituiscono un massimo storico.

L'inchiesta triennale sulle condizioni finanziarie delle famiglie condotta dalla Riserva federale nel 2001 consente di confrontare la situazione patrimoniale dei nuclei familiari proprietari dell'abitazione con quella delle famiglie che abitano in locazione: tra il 1992 e il 2001 la quota percentuale dei nuclei proprietari è salita dal 64 al 68 per cento del totale.

Il reddito mediano dei proprietari è più che doppio rispetto a quello degli affittuari; inoltre, tra il 1992 e il 2001 il reddito mediano degli affittuari è cresciuto complessivamente del 17 per cento in termini reali, quello dei proprietari del 21.

Le fonti di reddito dei due gruppi sono differenti: le entrate da dividendi, interessi e lavoro autonomo rappresentano il 28 per cento del reddito dei proprietari e solo l'8 per cento di quello degli affittuari. I trasferimenti pubblici rappresentano il 28 per cento del reddito degli affittuari, ma solo il 9 per i proprietari. Di conseguenza, i proprietari sono particolarmente sensibili all'andamento dei prezzi delle attività finanziarie; gli affittuari sono più esposti al rischio di una riduzione della spesa sociale (tav. A4).

Le passività finanziarie dei proprietari sono costituite principalmente da mutui ipotecari, generalmente a lungo termine e a tasso d'interesse fisso; quelle degli affittuari da carte di credito, finanziamenti per acquisto di autoveicoli e prestiti per studio, il cui onere è strettamente connesso con i rendimenti a breve termine.

Tav. A4

**STATI UNITI: PASSIVITÀ FINANZIARIE
E FONTI DI REDDITO DELLE FAMIGLIE**
(quote percentuali)

Voci	Proprietari	Affittuari
Tipo di passività finanziaria (1)		
Mutui ipotecari.....	82	–
Carte di credito	7	40
Finanziamenti per acquisto di mezzi di trasporto (2)	9	36
Prestiti per studenti	1	20
Prestiti personali	2	4
Fonti di reddito (3)		
Retribuzioni	53	63
Dividendi, interessi e lavoro autonomo	28	8
Trasferimenti e assistenza sanitaria "Medicare"	9	23
Oneri sociali e assistenza sanitaria "Medicaid"	9	7

Fonte: *Federal Reserve Bulletin*, ottobre 2003.
(1) Dati relativi alla media degli anni 1990-2002. – (2) Autoveicoli, imbarcazioni e "case mobili" (caravan). – (3) Dati relativi al 2001.

La Riserva federale elabora anche un coefficiente di "onere finanziario" delle famiglie, che alla spesa per interessi in senso stretto aggiunge altre voci di spesa come il canone di affitto dell'abitazione, le imposte e le polizze assicurative sulla casa, il canone di noleggio dell'automobile acquisita in leasing. Come quota del reddito disponibile tale coefficiente è molto più elevato per gli affittuari (29 per cento) che per i proprietari (14 per cento): il maggiore onere per gli affittuari è dovuto per circa nove punti percentuali alle spese per l'abitazione e per cinque punti alle spese per interessi sul credito al consumo. Tra il 1992 e il 2001 il coefficiente di "onere finanziario" dei proprietari è salito di due punti percentuali, quello degli affittuari di 6,8 punti. La differenza è riconducibile principalmente alle diverse dinamiche del reddito disponibile: in termini nominali, il reddito medio degli affittuari è cresciuto complessivamente del 22 per cento, quello dei proprietari del 60.

Nel breve periodo la vulnerabilità dei bilanci delle famiglie a variazioni dei prezzi delle attività appare limitata.

Un eventuale rialzo dei rendimenti a lungo termine non penalizzerebbe le famiglie in quanto i mutui ipotecari sono, nella loro quasi totalità, a tasso fisso. Sarebbero, invece, più vulnerabili le famiglie non proprietarie dell'abitazione, che hanno contratto soprattutto debiti a tasso variabile.

In un'economia in cui i mutui ipotecari sono a tasso fisso, il rischio d'interesse è traslato sugli intermediari finanziari che hanno concesso i prestiti e, nella misura in cui questi vengono cartolarizzati, sugli investitori che li acquistano. Nel caso degli Stati Uniti questo rischio in ultima istanza fa capo alle agenzie specializzate nei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) e agli intermediari creditizi (banche commerciali e casse di risparmio); queste due categorie di istituzioni detengono infatti, direttamente o sotto forma di mutui cartolarizzati, una quota elevata del debito ipotecario in essere.

Le agenzie specializzate e le banche si coprono dal rischio d'interesse facendo ampio uso di strumenti derivati. Tuttavia, il numero di controparti è relativamente ridotto e i contratti, principalmente swap su tassi d'interesse, non sono scambiati su mercati organizzati. Di conseguenza, come sottolineato in più occasioni da esponenti della Riserva federale, in caso di turbolenza alcuni operatori potrebbero avere difficoltà a rispettare i contratti; pertanto, le due agenzie, pur avendo eliminato il rischio d'interesse, avrebbero assunto un rischio di controparte.

I mercati valutari e finanziari nei paesi nuovi membri della UE

Nel 2003 le condizioni sui mercati valutari e finanziari dei paesi che dal 1° maggio scorso sono entrati a far parte della UE sono divenute meno distese. Negli anni precedenti i progressi nella convergenza economica avevano favorito ingenti afflussi di capitali esteri, determinando l'apprezzamento delle valute e una riduzione dei differenziali d'interesse; lo scorso anno queste tendenze si sono arrestate. Il permanere di squilibri nelle finanze pubbliche e nei conti con l'estero ha provocato, in alcuni paesi, tensioni sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*).

Le valute dei tre maggiori paesi tra i nuovi membri della UE (Polonia, Repubblica ceca e Ungheria) hanno subito pressioni al ribasso di diversa entità, connesse anche con il regime di cambio in vigore (cfr. il riquadro: *I tassi di cambio dei nuovi membri della UE: aspetti istituzionali ed evoluzione recente*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Nella Repubblica ceca, che ha conseguito un grado di convergenza economica più elevato, le condizioni sono rimaste nel complesso stabili: dall'inizio del 2003 allo scorso aprile la corona si è deprezzata del 4 per cento nei confronti dell'euro; il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro, pressoché nullo dalla seconda metà del 2002, è rimasto invariato. In Polonia è proseguita la tendenza calante dello zloty, che tra l'inizio del 2003 e lo scorso aprile ha perso il 16 per cento del suo valore, per effetto anche dei timori connessi con il peggioramento dei conti pubblici; il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro è rimasto stabile intorno a tre punti percentuali. In Ungheria, dove vige un regime di cambio incentrato sull'euro con banda di fluttuazione, le autorità hanno contrastato con determinazione le forti pressioni al ribasso sul fiorino manifestatesi dopo che, nel mese di giugno,

esse avevano annunciato una contenuta svalutazione della parità centrale nei confronti dell'euro; nelle settimane successive all'annuncio la banca centrale ha aumentato i tassi di riferimento di tre punti percentuali, portandoli al 9,5 per cento. In novembre nuove pressioni al ribasso hanno indotto le autorità a innalzare i tassi d'interesse di altri tre punti percentuali, fino al 12,5 per cento. Nei primi mesi del 2004 le pressioni speculative si sono attenuate e il cambio del fiorino si è stabilizzato. I tassi di riferimento sono stati diminuiti di cento punti base. Complessivamente, dall'inizio del 2003 ad aprile dell'anno in corso, il fiorino si è deprezzato del 6 per cento.

In Ungheria, nonostante il deprezzamento del cambio nei confronti dell'euro, dall'inizio del 2003, per effetto dell'apprezzamento del fiorino rispetto al dollaro, la competitività si è ridotta del 3 per cento. Nello stesso periodo in Polonia, dove il deprezzamento nei confronti dell'euro è stato più accentuato, la competitività ha registrato un miglioramento prossimo al 10 per cento; nella Repubblica ceca il guadagno è stato marginale, dell'ordine dell'1 per cento.

I dieci paesi nuovi membri della UE potranno chiedere di entrare negli accordi di cambio (SME2) e, una volta rispettati i criteri stabiliti dal trattato di Maastricht, adottare l'euro. All'interno dello SME2 dovrà essere concordata, su base multilaterale, una parità centrale delle valute dei nuovi membri nei confronti dell'euro dalla quale questi paesi non dovranno scostarsi in misura significativa, per rispettare il criterio della "stabilità del cambio". Sebbene il meccanismo valutario garantisca un margine di flessibilità grazie alle ampie bande di oscillazione (± 15 per cento), la scelta della parità centrale riveste grande importanza: se questa fosse sopravvalutata si potrebbero avere effetti deflativi; se sottovalutata, si potrebbe generare un surriscaldamento dell'economia. Applicando la metodologia Vector Error Correction Model al tasso di cambio reale di Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria si può determinare un intervallo all'interno del quale collocare la parità centrale, tenendo conto delle relazioni di lungo periodo che intercorrono tra il cambio reale e alcune grandezze macroeconomiche: il differenziale di produttività, la posizione netta sull'estero, il grado di apertura dell'economia e il differenziale dei tassi d'interesse reali. Pur con le notevoli cautele imposte dallo scarso numero di osservazioni disponibili, che riducono l'affidabilità delle stime, e dalle ipotesi tecniche sottostanti questo tipo di analisi, i risultati suggeriscono che nel quarto trimestre del 2003, per i paesi considerati non si riscontravano significativi disallineamenti tra le quotazioni di mercato del tasso di cambio con l'euro e i tassi di cambio di equilibrio corrispondenti alle grandezze macroeconomiche considerate nel modello.

I mercati valutari e finanziari negli altri paesi emergenti

Nel 2003 le condizioni sui mercati finanziari dei principali paesi emergenti sono divenute più distese e si è realizzata una riduzione significativa dei differenziali d'interesse rispetto ai titoli del Tesoro statunitense; il calo è stato particolarmente accentuato in Brasile e, dalla primavera, in Turchia. Molti paesi hanno conseguito importanti progressi nella riduzione dell'in-

flazione e nel riequilibrio delle finanze pubbliche e dei conti con l'estero. Tuttavia, la riduzione dei premi per il rischio è stata generalizzata e ha favorito, con diminuzioni più rilevanti, anche paesi con merito di credito più basso; secondo gli organismi internazionali, ciò lascerebbe supporre che la riduzione dei premi sarebbe riconducibile principalmente alla liquidità internazionale, particolarmente abbondante, e solo in misura minore al miglioramento delle condizioni economiche di fondo di questi paesi. Nei primi mesi del 2004 in alcuni paesi i premi per il rischio sono aumentati in misura consistente, riflettendo il rafforzarsi delle attese di una svolta restrittiva della politica monetaria statunitense.

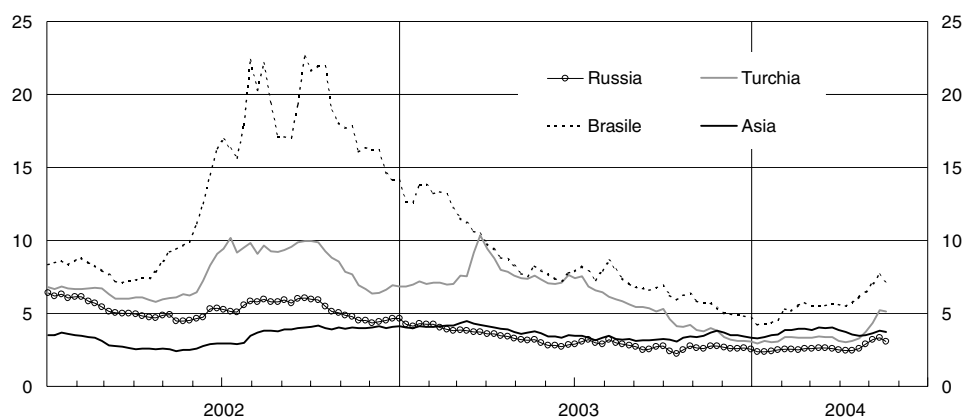
In Asia il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi è aumentato nella prima parte dell'anno in connessione con il deterioramento del quadro politico internazionale, raggiungendo un valore massimo di 4,5 punti percentuali. Dalla metà di marzo lo spread ha iniziato a calare, fino a 3,1 punti percentuali in ottobre; da allora è lievemente risalito e, attualmente, si colloca a 3,8 punti (fig. A12). Favoriti dalla ripresa ciclica, i mercati azionari asiatici hanno registrato aumenti molto elevati: dall'inizio del 2003 alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, essi sono stati compresi tra il 22 per cento della Malesia e il 70 della Thailandia. I tassi di cambio di quei paesi dove vige un regime di "fluttuazione controllata" hanno registrato variazioni assai contenute. Hong Kong, Malesia e Cina hanno continuato la loro politica di ancoraggio al dollaro; in quest'ultimo paese le autorità stanno valutando la possibilità di introdurre elementi di maggiore flessibilità nel regime di cambio, anche al fine di conseguire un migliore controllo della liquidità interna.

In Brasile, grazie al rigore delle politiche macroeconomiche e strutturali, nel 2003 è proseguito il calo del differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi, avviatosi nell'autunno dell'anno precedente. Dall'inizio del 2003, quando si è insediato il nuovo governo, il differenziale è sceso di oltre dieci punti percentuali e all'inizio dell'anno in corso era pari a 4,1 punti, valore storicamente basso. Da allora è risalito, risentendo anche della possibilità che negli Stati Uniti la politica monetaria divenga meno accomodante; alla fine della seconda decade di maggio era pari a sette punti. Il tasso di cambio della valuta brasiliana nei confronti del dollaro, dopo essersi apprezzato di circa il 20 per cento nei primi quattro mesi dello scorso anno, si è stabilizzato attorno a 2,9 real. Lo scorso dicembre l'FMI ha concesso al Brasile una proroga dei termini di rimborso del prestito concesso nel settembre 2002 e ne ha aumentato l'importo.

L'Argentina, che non ha ancora risolto il problema della ristrutturazione del proprio debito pubblico dopo l'insolvenza del dicembre 2001, continua a essere esclusa dal mercato internazionale dei capitali.

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 del 19 maggio.

Lo scorso settembre il governo ha concordato con l'FMI un piano triennale di assistenza finanziaria, per un importo di 12,5 miliardi di dollari, che ha consentito al paese di evitare l'insolvenza verso le istituzioni internazionali. Dopo l'accordo, le autorità argentine hanno presentato una proposta di ristrutturazione del debito pubblico, per un ammontare nominale pari a circa 100 miliardi di dollari, che prevede una decurtazione del 75 per cento del suo valore facciale, accolta con sfavore dai creditori; soltanto nello scorso marzo, nell'ambito dei negoziati con l'FMI, il governo si è impegnato a riprendere le trattative con le rappresentanze dei creditori.

Nel corso del 2003 il cambio tra il peso argentino e il dollaro ha mostrato un'elevata correlazione con quello tra il real brasiliano e la valuta statunitense: da gennaio ad aprile la valuta argentina si è apprezzata del 19 per cento, successivamente si è stabilizzata intorno al livello di 2,9 pesos.

In Messico è proseguito, pur con ampie oscillazioni, il deprezzamento del tasso di cambio del peso nei confronti del dollaro, che dall'inizio del 2003 a oggi ammonta al 10,5 per cento. Tale tendenza, avviatasi nel secondo trimestre del 2002, sarebbe riconducibile in parte a pressioni al ribasso connesse col peggioramento della posizione competitiva del paese sul mercato statunitense, indotto dalla forte concorrenza della Cina. Dall'inizio del 2003 sono tuttavia migliorate le condizioni di accesso ai mercati internazionali dei capitali: il differenziale di rendimento dei titoli pubblici messicani denominati in dollari è infatti diminuito di 1,3 punti percentuali, a due punti.

In Turchia, nei primi mesi del 2003 l'incertezza connessa con il conflitto in Iraq aveva causato un aumento del differenziale di rendimento dei titoli pubblici denominati in dollari pari a sei punti rispetto alla fine dell'anno precedente. Da aprile 2003, grazie anche al miglioramento del quadro economico e al sostegno finanziario concesso dall'FMI e dagli Stati Uniti, il differenziale, nonostante i gravi attentati terroristici dello scorso novembre, si è gradualmente ridotto fino a toccare un minimo di 2,3 punti alla metà di aprile dell'anno in corso; nelle settimane successive esso è risalito; alla fine della seconda decade di maggio era pari a cinque punti. Pur continuando a collocare la Turchia nella categoria dei paesi a "rischio elevato", lo scorso luglio l'agenzia di rating Standard & Poor's ha migliorato la propria valutazione del debito pubblico turco di una classe di merito. Tra l'inizio del 2003 e la fine dello scorso marzo il cambio della lira turca nei confronti del dollaro si era apprezzato del 25 per cento; da allora ha perso il 15 per cento.

In Russia i mercati finanziari hanno beneficiato dell'accelerazione dell'attività economica. Nel corso del 2003 lo spread dei titoli pubblici in valuta è calato di oltre due punti percentuali, stabilizzandosi, nei primi mesi dell'anno in corso, attorno a tre punti. Dall'inizio del 2003, il tasso di cambio nei confronti del dollaro si è apprezzato del 9 per cento.

L'azione per la prevenzione e la risoluzione delle crisi finanziarie internazionali

Nel 2003 l'FMI ha rallentato la concessione di finanziamenti ai paesi membri e rafforzato la propria azione di prevenzione basata sulla sorveglianza. Sul fronte della risoluzione delle crisi, dopo aver accantonato l'ipotesi di un intervento normativo da attuare attraverso un trattato internazionale (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM), la comunità ufficiale ha indirizzato i propri lavori verso soluzioni più orientate al mercato. In questo quadro sono proseguite le iniziative volte a promuovere forme contrattuali che agevolino l'aggregazione dei creditori privati e la loro rappresentanza e prevengano azioni legali da parte di minoranze di creditori nel processo di ristrutturazione del debito; ha preso inoltre avvio un dibattito sulla definizione di un "codice di condotta" per creditori e debitori nei negoziati per la ristrutturazione del debito sovrano, al quale aderire su base volontaria.

Il Fondo monetario internazionale. – Nel 2003 e fino al primo trimestre del 2004 l'FMI ha erogato nuovi finanziamenti a 23 paesi per com-

plessivi 13,3 miliardi di DSP (pari a 19,5 miliardi di dollari), circa un terzo dell'ammontare del 2002. I principali beneficiari sono stati l'Argentina (9 miliardi di DSP) e la Colombia (1,5 miliardi); la parte rimanente è stata in prevalenza erogata a paesi a basso reddito pro capite, attraverso la Poverty Reduction and Growth Facility.

Il 26 marzo 2004 il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha completato il sesto esame del programma in favore del Brasile (approvato nel settembre 2002 e pari a 40,2 miliardi di dollari). In quell'occasione si è deciso di stanziare altri 1,3 miliardi di dollari, riconoscendo i progressi compiuti dal paese nella realizzazione delle misure correttive richieste dal Fondo. Le autorità brasiliane si sono impegnate a proseguire l'azione intrapresa e hanno espresso l'intenzione di non effettuare tiraggi sui fondi messi a disposizione se non in caso di reale necessità, con ciò sottolineando la natura "precauzionale" del prestito. L'esposizione dell'FMI nei confronti di quel paese tenderà a rimanere assai elevata (oltre il 700 per cento della quota) nei prossimi anni.

La consistenza dei crediti netti dell'FMI è rimasta sostanzialmente immutata rispetto alla fine del 2002. Alla fine di marzo 2004 essa era pari a 69,5 miliardi di DSP (102,9 miliardi di dollari), poco meno del 4 per cento del debito estero complessivo dei paesi emergenti. La concentrazione geografica dei crediti dell'FMI ha continuato a crescere, con il conseguente appesantimento dei rischi patrimoniali e reddituali di quell'istituzione. Sempre alla fine dello stesso mese i primi cinque paesi prenditori (nell'ordine: Brasile, Turchia, Argentina, Indonesia e Russia) rappresentavano il 77,5 per cento dei crediti in essere, 1,8 punti in più rispetto alla fine del 2002.

La sorveglianza del Fondo monetario ha continuato ad articolarsi su più livelli: "multilaterale" (basato sul *World Economic Outlook* e sul *Global Financial Stability Report*); "regionale" (volto a esaminare le politiche perseguite da organismi sovranazionali quali le unioni monetarie); "bilaterale", che si esplica attraverso consultazioni regolari con i paesi membri, in accordo con quanto previsto dall'articolo IV dello Statuto.

Nell'ambito della sorveglianza multilaterale e regionale, l'FMI ha dedicato risorse crescenti all'analisi delle ramificazioni globali di accadimenti nei paesi di "rilevanza sistemica", sia avanzati sia emergenti, e rafforzato la cooperazione con altri organismi deputati alla stabilità finanziaria (il Financial Stability Forum, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la International Organization of Securities Commission, IOSCO).

Nell'ambito della più tradizionale sorveglianza bilaterale l'FMI ha esteso le analisi di sostenibilità del debito a paesi non beneficiari di programmi di assistenza finanziaria; ha promosso un maggiore utilizzo dei dati di contabilità finanziaria (balance sheet analysis) a fini di sorveglianza; ha avviato una valutazione critica dell'impatto delle pro-

prie raccomandazioni sulle politiche economiche dei paesi membri. Nel gennaio 2004 il Consiglio di amministrazione dell’FMI ha stabilito di accrescere il novero di informazioni statistiche che i paesi membri sono tenuti a fornire a fini di sorveglianza.

Procede la predisposizione di rapporti sull’osservanza di standard e codici internazionali (Report on the Observance of Standards and Codes, ROSC) da parte dei paesi membri: alla fine di marzo 2004 l’FMI aveva completato 492 ROSC per 101 paesi, fra cui l’Italia. Si è altresì intensificata la partecipazione dei paesi ai programmi di valutazione del settore finanziario (Financial Sector Assessment Program, FSAP): alla fine di marzo 61 paesi avevano completato il programma; altri 28 FSAP erano in corso di svolgimento e 18 nuovi paesi avevano annunciato l’intenzione di parteciparvi, fra questi l’Italia.

Le clausole di azione collettiva. – Le clausole di azione collettiva (CAC) consentono a una maggioranza qualificata di creditori di apportare modifiche alle condizioni del prestito vincolanti per tutti i detentori dei titoli.

Nel settembre 2002 un gruppo di lavoro del G-10 aveva raccomandato che le decisioni in materia di ristrutturazione del debito venissero prese da una maggioranza qualificata compresa tra il 66 e il 75 per cento dello stock di debito in essere e che i poteri di rappresentanza dei detentori dei titoli venissero rafforzati. I governi della UE hanno ribadito l’impegno a stimolare la diffusione delle CAC, includendole nei propri titoli di Stato denominati in valuta e governati da legislazioni estere, sulla base dello standard raccomandato dal G-10. Il 16 giugno 2003 la Repubblica italiana ha introdotto le CACs nella documentazione dei propri titoli da emettere sulla piazza di New York e governati da quella legge; successivamente e fino ad aprile 2004 l’Italia ha effettuato 6 nuove emissioni in valuta su quella piazza, per complessivi 11 miliardi di dollari. L’FMI e la Banca Mondiale hanno espressamente raccomandato ai paesi membri l’inclusione delle CAC nei titoli di debito emessi all’estero.

Nel periodo gennaio 2003 – marzo 2004 i paesi emergenti hanno effettuato 77 nuove emissioni internazionali di titoli di debito sovrano contenenti CAC, contro le 17 effettuate nei 15 mesi precedenti; il controvalore corrispondente è passato da 9 a 51,6 miliardi di dollari, pari al 72,3 per cento delle emissioni complessivamente effettuate nello stesso periodo dai paesi in questione (22,1 per cento nei 15 mesi precedenti). I considerevoli progressi nella diffusione delle CAC sono principalmente imputabili alle nuove emissioni effettuate sotto la giurisdizione della piazza di New York, quantitativamente la più rilevante, che rappresenta circa il 63 per cento dei titoli emessi dai paesi emergenti. Secondo stime dell’FMI, alla fine di marzo 2004 il valore facciale dei titoli emessi da paesi emergenti e contenenti CAC era di 141 miliardi di dollari, pari al 39 per cento di quelli complessivamente emessi da quei paesi.

Il codice di condotta. – Sul fronte del codice di condotta i progressi stentano a manifestarsi. I lavori in questo senso sono stati avviati da un gruppo di lavoro ristretto guidato dalla Banca di Francia e dall’Institute of International Finance (IIF); sono proseguiti sotto l’egida del G-20, nel cui

ambito un gruppo di lavoro composto da rappresentanti di alcuni dei maggiori paesi prenditori (Brasile, Corea e Messico) e del settore privato ha ricevuto il mandato di preparare una bozza del codice. Sono tuttavia emerse forti divergenze tra paesi emergenti e creditori sui contenuti specifici del codice, fatto salvo l'accordo sui principi generali (volontarietà, flessibilità, bilanciamento degli interessi in gioco). I punti più controversi riguardano, in particolare, gli obblighi di trasparenza a carico dei debitori e le caratteristiche e le prerogative dei comitati dei creditori.

Secondo i rappresentanti del settore privato, il codice di condotta costituirebbe uno strumento utile a fini di prevenzione delle crisi e non solo per la loro risoluzione. In questo quadro si iscrive la proposta di creare comitati consultivi permanenti, composti da esponenti di primo piano del mondo bancario e finanziario, che interagiscano con le autorità dei paesi emergenti. Inoltre, il codice dovrebbe prevedere la costituzione di appositi comitati dei creditori successivamente alla dichiarazione di insolvenza da parte del paese debitore; la composizione e il ruolo di tali comitati andrebbero decisi caso per caso. Infine, è stato suggerito un meccanismo per verificare il grado di osservanza del codice al fine di accrescerne la credibilità. Secondo alcuni paesi emergenti, invece, l'utilizzo del codice a fini di prevenzione delle crisi sarebbe inopportuno, così come ogni modifica dei poteri negoziali in favore dei creditori. In particolare, è stata espressa contrarietà all'idea di (i) innalzare gli obblighi di trasparenza verso il settore privato, oltre quelli già previsti dagli standard accettati internazionalmente; (ii) costituire comitati consultivi permanenti – a causa di possibili problemi di rappresentatività dei creditori coinvolti, nonché del possibile abuso di informazioni sensibili da parte di questi comitati; (iii) costituire in via automatica comitati dei creditori dopo un default sovrano; (iv) istituire meccanismi di monitoraggio ritenuti incompatibili con la natura volontaria del codice. Secondo questi paesi, il codice di condotta dovrebbe ammettere un ampio numero di comportamenti senza però raccomandare opzioni specifiche.

Nel quadro delle altre iniziative ufficiali volte a facilitare la risoluzione ordinata delle crisi, nell'ottobre dello scorso anno il Club di Parigi ha convenuto sull'adozione di un nuovo approccio ai problemi di sostenibilità del debito per i paesi che non beneficiano dell'iniziativa HIPC (Highly Indebted Poor Countries). Il nuovo approccio prevede che le decisioni dei paesi creditori aderenti al Club siano in futuro più strettamente coordinate con quelle dell'FMI e si basino maggiormente sulle valutazioni di sostenibilità effettuate da quell'istituzione.

In particolare, il Club di Parigi continuerà ad alleviare, nei termini e nelle forme attualmente previste, l'onere del servizio del debito di paesi con problemi di temporanea illiquidità, ma il cui debito è ancora sostenibile nel medio termine. Nei casi in cui la situazione debitoria risulti non sostenibile, il Club potrà garantire inizialmente (per un periodo da 1 a 3 anni) un riscadenzamento dei pagamenti in favore di paesi che abbiano stipulato un programma di assistenza finanziaria con l'FMI, e considerare una ristrutturazione dei propri crediti solo in una fase successiva, sulla base di ulteriori analisi di sostenibilità effettuate dal Fondo e dell'adempimento, da parte del paese debitore, delle proprie obbligazioni verso il Club.

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale

La ripresa del commercio mondiale, in atto dal 2002, si è intensificata nella seconda metà del 2003, traendo impulso principalmente dall'accelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti e in Asia. Gli scambi di beni e servizi valutati a prezzi costanti, stazionari nel 2001 e aumentati del 3,1 per cento nel 2002, nello scorso anno sono cresciuti del 4,5 per cento, un tasso ancora al di sotto di quello medio dell'ultimo decennio (6,5 per cento; tav. aA4).

Il ritmo di sviluppo dell'interscambio dei soli beni è salito al 5,2 per cento nel 2003, dal 3,1 nel 2002, sostenuto dalla ripresa del ciclo mondiale degli investimenti. A tale impulso si è accompagnata l'accresciuta domanda, soprattutto da parte dei paesi asiatici emergenti, di fonti energetiche e di materie prime per l'industria. Poiché l'offerta di questi prodotti è relativamente rigida nel breve periodo, ne sono derivati, soprattutto nella seconda metà dell'anno, rialzi delle loro quotazioni (cfr. il paragrafo: *I prezzi delle materie di base*).

Nell'ultimo biennio la crescita del commercio è stata solo leggermente superiore a quella del prodotto mondiale, a fronte di valori circa doppi nella media dell'ultimo ventennio. La bassa elasticità del commercio rispetto all'attività economica è da ricondurre soprattutto al ristagno nei paesi dell'area dell'euro, la cui quota sulle importazioni mondiali di beni e servizi (31 per cento) è circa doppia di quella sul prodotto globale (15,9).

I paesi dell'Asia, incluso il Giappone, hanno registrato, come nel 2002, un'espansione delle esportazioni molto più forte di quella delle altre principali economie e aree. L'elevata dinamica ha riflesso, data la forte integrazione commerciale tra le economie della regione, l'accelerazione dell'attività economica, in particolare in Cina e in Giappone. Un impulso è provenuto dal rafforzamento del ciclo internazionale nel settore dei beni a tecnologia avanzata, di cui i paesi della regione sono importanti esportatori. Le vendite all'estero dei paesi asiatici hanno, inoltre, continuato a essere favorite dalla loro elevata competitività di prezzo, preservata attraverso strategie di ancoraggio delle loro valute a quella statunitense (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

La crescita delle esportazioni di beni e servizi del Giappone, pari al 10 per cento, ha continuato a beneficiare soprattutto della forte espansione dei flussi verso gli altri paesi asiatici. I comparti dei beni capitali e degli altri prodotti a tecnologia avanzata, che rappresentano complessivamente circa la metà delle vendite all'estero, hanno registrato la ripresa più elevata. All'accelerazione delle esportazioni di beni dei PVS dell'Asia, dall'11,5 al 14,7 per cento, hanno contribuito soprattutto quelle della Cina, aumentate del 35 per cento in valore. Proseguendo una tendenza avviata nello scorso decennio, le produzioni della Cina hanno conseguito, nel 2003, i maggiori guadagni di quote di mercato nei paesi industriali, in particolare negli Stati Uniti e nella UE; il fenomeno riflette lo spiazzamento sia dei produttori di altri paesi emergenti (ad esempio, il Messico sul mercato statunitense) sia di quelli di alcuni paesi industriali (ad esempio, l'Italia sul mercato tedesco).

La ripresa delle esportazioni ha interessato lo scorso anno anche gli Stati Uniti, che hanno beneficiato dei guadagni di competitività accumulati nell'ultimo biennio, e i PVS delle altre principali regioni, che, in quanto esportatori netti di prodotti primari, hanno tratto vantaggio anche da un miglioramento delle ragioni di scambio.

Negli Stati Uniti, dopo un biennio di contrazione, le esportazioni di beni e servizi sono tornate a crescere nel 2003, al ritmo del 2 per cento. La ripresa dei flussi, concentrata nell'ultima parte dell'anno, ha riguardato tutti i principali comparti e mercati. Nonostante la ripresa della domanda degli Stati Uniti, nel resto del Nord America l'andamento delle esportazioni è stato negativo; in Canada ha risentito soprattutto dell'apprezzamento del dollaro canadese nei confronti di quello statunitense, in Messico della generalizzata debolezza dell'attività nel settore manifatturiero.

Per il terzo anno consecutivo si è registrato un rallentamento delle esportazioni dei paesi dell'area dell'euro, determinato principalmente dall'andamento delle vendite verso i paesi esterni all'area, che ha risentito negativamente dell'apprezzamento del tasso di cambio (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*). Le esportazioni dei paesi dell'Europa centrale e orientale sono invece aumentate a ritmo sostenuto, riflettendo il proseguimento dell'integrazione dei loro sistemi produttivi con quelli dei paesi già membri della UE.

Le importazioni di beni e servizi dei paesi avanzati, valutate a prezzi costanti, sono aumentate del 3,5 per cento nel 2003 (2,3 nel 2002). A fronte di un incremento debole nei paesi dell'area dell'euro (1,7 per cento, da -0,1 nel 2002), l'andamento relativamente più sostenuto della domanda interna negli Stati Uniti e in Giappone ha sospinto la crescita delle importazioni, al 4 e 4,9 per cento, rispettivamente, dal 3,3 e 2 nel 2002. Nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia l'accelerazione delle importazioni, 8,9 per cento, ha riflesso l'elevato ritmo di attività nei settori produttivi con forte vocazione all'esportazione.

L'accelerazione delle importazioni di beni nel complesso delle aree emergenti, 10,6 per cento dal 6,4 nel 2002, ha tratto impulso soprattutto dall'ulteriore rafforzamento di quelle nei PVS dell'Asia (al 16,2 per cento, dal 12,1 nel 2002). Quest'ultimo ha beneficiato, in particolare, dell'eccezionale espansione degli acquisti all'estero della Cina, che già nel 2002 pesavano per il 4,5 per cento sulle importazioni mondiali. Del loro aumento, stimato in valore intorno al 40 per cento (21 nel 2002), si sono avvantaggiati gli altri paesi asiatici, che hanno acquisito nell'ultimo decennio un peso rilevante quali fornitori di questo mercato (cfr. il capitolo: L'economia e la finanza internazionale in Bollettino Economico, n. 41, 2003). Le importazioni dei paesi dell'Europa centrale e orientale sono aumentate del 13,9 per cento (8,8 nel 2002) e quelle dei paesi dell'ex URSS del 12 per cento (8,2 nel 2002); le importazioni hanno invece ristagnato in America latina, dopo una caduta complessiva dell'8,3 per cento nel precedente biennio.

Nel 2003 gli Stati Uniti hanno registrato un deterioramento delle ragioni di scambio (beni e servizi) pari all'1,7 per cento, risentendo del deprezzamento del dollaro e dell'aumento delle quotazioni delle materie prime (tav. aA4). Le ragioni di scambio (beni e servizi) dei paesi dell'area dell'euro, nonostante il rincaro dei prodotti energetici, sono invece leggermente migliorate (0,8 per cento), beneficiando dell'apprezzamento dell'euro. Nelle aree emergenti, i PVS esportatori di petrolio e quelli esportatori di altre materie prime hanno registrato, per il secondo anno consecutivo, un miglioramento delle loro ragioni di scambio; in America latina il guadagno è stato del 3,5 per cento, in Africa dell'1,6 e in Medio Oriente dello 0,8. I PVS asiatici, le cui valute sono ancorate al dollaro e che sono importatori netti di materie prime ed esportatori di manufatti, hanno registrato una perdita di ragioni di scambio dell'1,6 per cento.

La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), svoltasi a Cancun nel novembre del 2003, si è conclusa senza raggiungere un'intesa tra i paesi membri (cfr. il riquadro: *La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive*, in *Bollettino Economico*, n. 41, 2003). Questa intesa avrebbe dovuto sancire il progresso del negoziato di liberalizzazione commerciale avviato a Doha nel 2001; il suo mancato raggiungimento ha quindi peggiorato le prospettive di una rapida conclusione dello stesso negoziato, inizialmente indicata per la fine del 2004 (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali* nella Relazione sull'anno 2002). Anche in occasione degli ultimi incontri dei ministri economici dei principali paesi industriali, svoltisi a Washington nell'aprile scorso, è stata ribadita l'importanza di superare l'attuale fase di stallo del negoziato, sottolineando il sostegno che tale intesa può fornire alla crescita del commercio e dell'economia mondiali nel lungo periodo. Vi è il rischio che tale stallo possa alimentare la recrudescenza del contenzioso internazionale in campo commerciale, con effetti negativi principalmente per i consumatori, e incentivare il ricorso

ad accordi di commercio preferenziale, che, oltre a essere meno efficienti ed equi dei trattati multilaterali, tendono a mantenere lo status quo in quei comparti, quali l'agricoltura, dove più radicate sono le pratiche di protezionismo commerciale da parte dei paesi industriali.

I prezzi delle materie di base

L'accelerazione dell'attività economica e l'indebolimento del dollaro hanno accentuato la tendenza al rialzo delle quotazioni delle materie prime avviatasi nel 2002. L'indice dei prezzi in dollari del petrolio e quello relativo alle materie prime non energetiche sono aumentati nella media del 2003 del 15,8 e 7,1 per cento, rispettivamente, dal 2,5 e 0,5 nel 2002 (tav. aA4). L'incremento relativo alle materie di base non energetiche è dovuto soprattutto alla ripresa delle quotazioni dei metalli (11,9 per cento nel 2003, a fronte di -12,5 nel complesso del precedente biennio), più reattive all'andamento del ciclo internazionale.

Aumenti più contenuti sono stati registrati dalle quotazioni dei beni alimentari e degli altri prodotti agricoli, pari, rispettivamente, al 5,9 e al 3,5 per cento. Essi sono peraltro da attribuirsi anche a specifici eventi negativi, che hanno comportato riduzioni dell'offerta da parte di alcuni paesi produttori, in particolare nei comparti del grano, della soia, della gomma e del cotone.

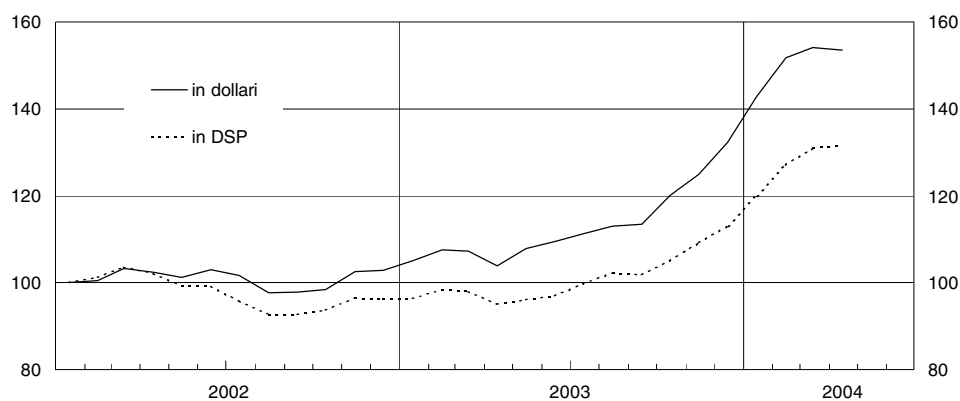
Per non subire una perdita di ragioni di scambio, i paesi produttori di materie prime hanno teso a compensare il deprezzamento del dollaro registrato nello scorso biennio con aumenti dei prezzi, quotati in dollari, delle materie di base.

Nel 2003 l'indice dei prezzi espressi in dollari dei manufatti esportati dai paesi avanzati ha registrato un aumento del 14,5 per cento, a fronte di un incremento del 2,4 nel 2002 e di una tendenziale flessione nella seconda metà degli anni novanta. Il rialzo dei prezzi delle materie prime nel 2003 non è stato nel complesso superiore a quello dei prodotti manufatti.

Il rafforzamento della domanda internazionale nell'ultimo anno ha impresso una significativa accelerazione all'indice dei prezzi in dollari delle materie prime metallifere, salito complessivamente del 47,8 per cento tra aprile 2003 e lo stesso mese del 2004 (fig. A13). Esprimendo l'indice in diritti speciali di prelievo (DSP), l'unità di conto internazionale costituita da un paniere delle principali valute, l'aumento nello stesso periodo risulta pari al 38,5 per cento.

Fig. A13

INDICE DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE
(gennaio 2002=100)



Fonte: FMI.

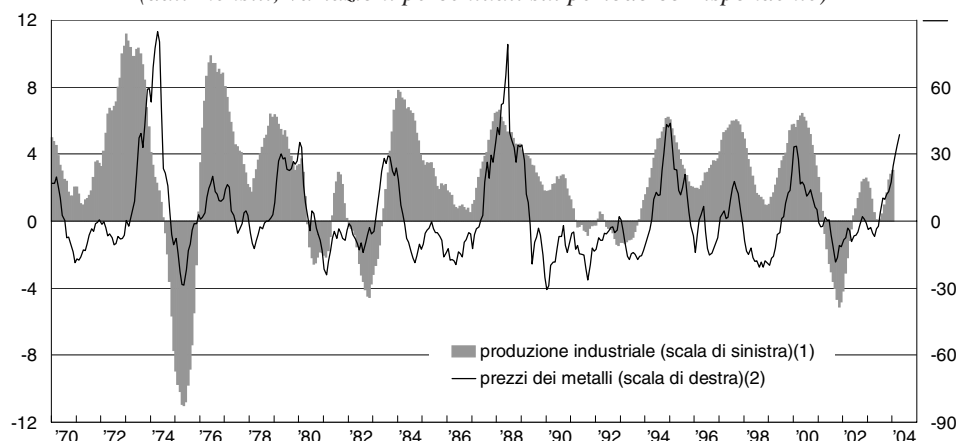
Un contributo rilevante è provenuto dalla espansione eccezionale della domanda della Cina, soprattutto nel comparto del ferro e del rame, dovuta alla sostenuta dinamica degli investimenti nell'edilizia privata e nelle infrastrutture pubbliche. Nel 2002 le quote della Cina sulle importazioni mondiali di rame e ferro avevano superato il 20 e il 15 per cento, rispettivamente. Nel comparto del rame e del nickel, che hanno registrato aumenti delle quotazioni nettamente superiori a quelli degli altri metalli (84,3 e 60,5 per cento, rispettivamente, tra aprile 2003 e lo stesso mese del 2004) si sono anche registrate tensioni dal lato dell'offerta dovute a scioperi dei minatori. Ai rialzi delle quotazioni dei metalli hanno contribuito anche le posizioni speculative costituite dai fondi d'investimento di alcuni paesi; questi avrebbero investito in titoli derivati sui metalli sia nell'aspettativa di forti rialzi delle quotazioni per effetto della ripresa congiunturale sia per coprirsi dalle perdite sulle attività in portafoglio denominate in dollari.

L'aumento dell'indice dei prezzi delle materie prime metallifere, espresso in DSP in modo da depurarlo della componente ascrivibile al deprezzamento del dollaro, si configura di intensità non superiore a quella registrata in corrispondenza di analoghe fasi di espansione dell'attività industriale mondiale (fig. A14).

La ripresa ciclica dei prezzi dei metalli avviatasi dal 2002 risulta finora meno accentuata di quella registrata alla fine degli anni ottanta e in linea con quelle dello scorso decennio. Durante la ripresa della fine degli anni ottanta (gennaio 1987 – giugno 1988), infatti, l'aumento cumulato dell'indice dei prezzi espressi in DSP fu superiore al 100 per cento, a fronte di un incremento del 57 e 36 per cento, rispettivamente, negli episodi di rincaro registrati nella prima metà e negli ultimi anni del decennio scorso (rispettivamente, nei periodi novembre 1993 – gennaio 1995 e gennaio 1999 – febbraio 2000). Nell'attuale fase di rialzo dei prezzi l'incremento registrato tra il minimo dell'ottobre 2001 e il livello dell'aprile 2004 è stato del 43,3 per cento.

Fig. A14

**PREZZI DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE
E PRODUZIONE INDUSTRIALE NEI PAESI DELL'OCSE**
(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



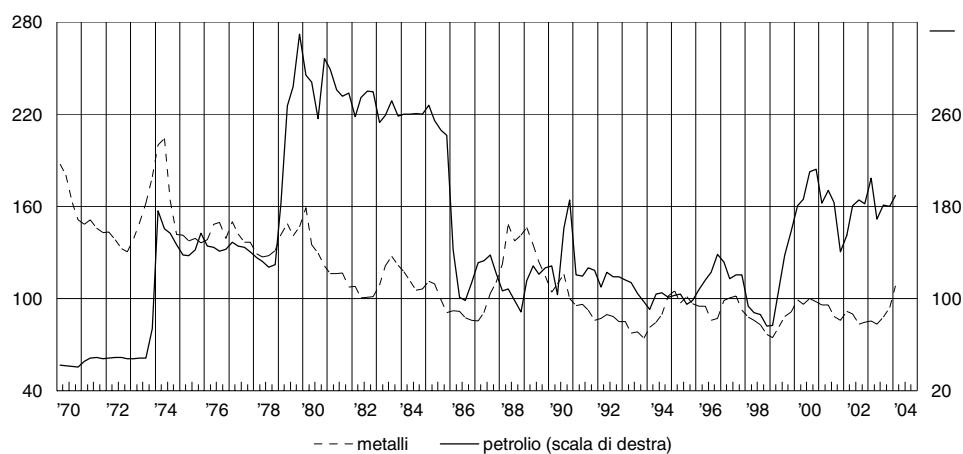
Fonte: FMI e OCSE.

(1) Medie mobili centrate di 3 mesi. - (2) In DSP.

Mentre nelle precedenti fasi di rialzo ciclico l'incremento medio mensile dei prezzi si era collocato ben oltre il 2 per cento, segnando il valore più elevato nel ciclo della fine degli anni ottanta (oltre il 4 per cento mensile), durante l'attuale fase di ripresa la crescita mensile dei prezzi è stata finora pari in media all'1,2 per cento. Da aprile 2003 essa è tuttavia salita, al 2,8 per cento.

Fig. A15

**PREZZI DEL PETROLIO
E DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE IN TERMINI REALI (1)**
(dati trimestrali; indici: 1995=100)



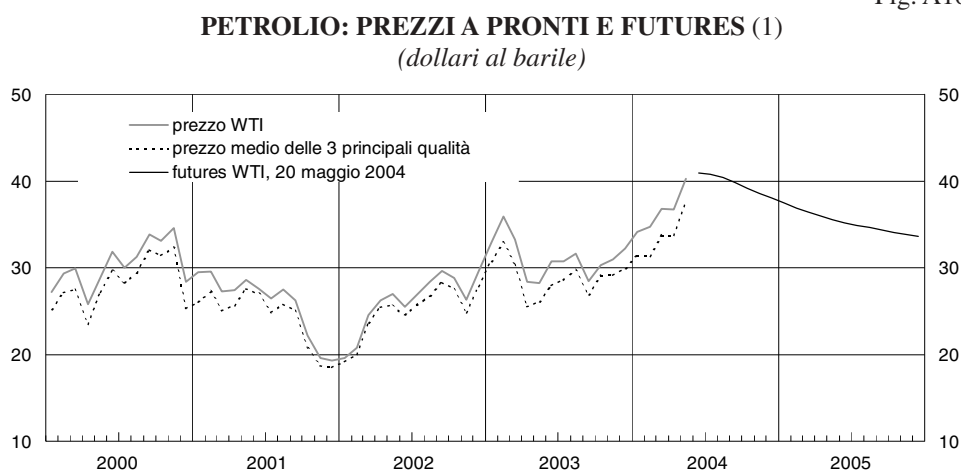
Fonte: FMI e OCSE.

(1) Rapporto fra gli indici del prezzo del petrolio e delle materie prime espressi in dollari e la media ponderata dei deflatori (espressi in dollari) delle esportazioni di beni e servizi dei maggiori paesi industriali.

L'indice del prezzo dei metalli, rapportato a quello dei prezzi dei beni e servizi esportati dai maggiori paesi industriali, è aumentato, tra il quarto trimestre del 2001 e il primo del 2004, del 26,2 per cento, portandosi sul livello più elevato dal terzo trimestre del 1990 (fig. A15).

Le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità) hanno sfiorato, nella media del 2003, i 29 dollari al barile, circa 4 dollari in più rispetto al 2002 (fig. A16).

Fig. A16



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per maggio 2004, l'ultimo dato disponibile è del giorno 20. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

Ai forti rincari del primo trimestre del 2003, fino a oltre 34 dollari al barile nella prima metà di marzo, hanno contribuito soprattutto le incertezze sull'evoluzione della crisi in Iraq. La successiva, repentina, caduta dei prezzi dopo l'inizio del conflitto, a 25,5 dollari in aprile, è stata tuttavia temporanea. Dopo aver oscillato nel corso dell'estate, dalla fine di settembre, sospinti dalla ripresa dell'attività economica mondiale più intensa del previsto e dal persistere delle tensioni in Medio Oriente, i prezzi sono tornati ad aumentare in modo continuativo.

Nei primi mesi del 2004 le quotazioni del petrolio hanno registrato ulteriori forti incrementi, in un contesto di variabilità elevata, raggiungendo in marzo circa 34 dollari; al rialzo ha contribuito l'annuncio della decisione dei paesi dell'OPEC di ridurre, dal 1° aprile, il livello-obiettivo della produzione del cartello. Lo scorso 20 maggio le quotazioni (media delle tre principali qualità) si collocavano a 38,5 dollari. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX il 20 maggio scorso, i prezzi dovrebbero gradualmente scendere, dall'attuale livello di 41 dollari, fin sotto i 38 all'inizio del 2005.

All'aumento delle quotazioni del petrolio negli ultimi tre trimestri ha contribuito il permanere di tensioni nell'offerta, connesse con la crisi in Medio Oriente.

Secondo le statistiche più recenti pubblicate dall'International Energy Agency (IEA), all'espansione della domanda mondiale di petrolio nel 2003, pari a circa il 2 per cento, avrebbe concorso per circa il 35 per cento la Cina, seguita dai paesi del Nord America (quasi il 30 per cento) e dal resto dell'Asia (quasi il 20 per cento). Nella prima metà del 2004 l'aumento della domanda globale si sarebbe portato al 2,8 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, eccedendo ampiamente le stime di crescita fornite ancora all'inizio dell'anno in corso.

Le tensioni sui prezzi hanno riflesso, in primo luogo, la grave situazione politica in Medio Oriente, in particolare in Iraq. La produzione in questo paese, dopo essersi pressoché annullata nel secondo trimestre del 2003, ha registrato una ripresa più difficile del previsto, tornando solo recentemente su un livello analogo a quello del 2002. Gli altri paesi dell'OPEC hanno più che compensato la riduzione della produzione irachena e venezuelana, espandendo la loro del 9,8 per cento nel 2003, contribuendo per oltre il 90 per cento all'aumento dell'offerta mondiale. Ne è derivata una drastica diminuzione della capacità produttiva inutilizzata nei paesi del cartello (da 4,7 milioni di barili al giorno nel dicembre del 2002 a circa 2 milioni, per una quota inferiore al 3 per cento della domanda mondiale, nei primi mesi del 2004). L'assottigliarsi dei margini disponibili per fronteggiare eventuali eventi negativi ha contribuito a mantenere tese le condizioni del mercato.

Anche per le scadenze oltre il breve termine, i contratti futures sulle principali qualità di petrolio segnalano il permanere dei prezzi su valori relativamente elevati, rispetto sia alle quotazioni a pronti nella media dello scorso decennio sia ai contratti futures quotati all'inizio della scorsa estate. Ciò rifletterebbe il persistere, ben oltre il breve periodo, di un significativo premio al rischio dovuto alle tensioni geopolitiche.

Ai rialzi dei prezzi ha anche contribuito il livello storicamente basso delle scorte di petrolio detenute dal settore privato dei paesi industriali. Secondo i dati dell'IEA, il livello delle scorte, da una consistenza appena sufficiente a coprire i consumi relativi a 51 giorni di domanda futura alla fine del 2002 (a fronte di 54 giorni nel precedente quinquennio), è risalito solo lievemente nel corso del 2003, collocandosi, nel marzo 2004, a 52 giorni. Tali scorte sono continuate a risultare, anche recentemente, particolarmente basse negli Stati Uniti.

Secondo valutazioni dell'FMI, almeno metà dell'incremento registrato tra settembre 2003 e marzo 2004 sarebbe, comunque, riconducibile al deprezzamento del dollaro, che avrebbe indotto i principali paesi produttori di petrolio a rialzare i prezzi di offerta per contrastare il deterioramento delle ragioni di scambio.

Nel primo trimestre del 2004 il prezzo del petrolio in termini reali si è collocato su di un livello analogo a quello registrato nella media dei primi quattro anni di questo decennio. In seguito al netto rafforzamento delle quotazioni in atto dal 2000, il prezzo del petrolio in termini reali nella media del periodo 2000-03 è risultato di circa il 60 per cento più elevato rispetto a quello medio nel periodo 1986-99.

Le bilance dei pagamenti

Nel 2003 gli squilibri internazionali nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono accentuati, proseguendo le tendenze del 2002 (tav. A5). Il cospicuo disavanzo degli Stati Uniti è salito a 542 miliardi di dollari (4,9 per cento del PIL), da 481 miliardi nel 2002 (4,6 per cento del PIL), risentendo del persistere di un divario positivo fra la dinamica della domanda interna e quella della domanda di altre importanti economie.

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

Gruppi di paesi e paesi	Miliardi di dollari				In percentuale del PIL			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Paesi avanzati								
Stati Uniti	-411,5	-393,7	-480,9	-541,8	-4,2	-3,9	-4,6	-4,9
Giappone	119,6	87,8	112,8	136,4	2,5	2,1	2,8	3,2
Area dell'euro	-62,3	-15,1	53,0	30,8	-1,0	-0,2	0,8	0,4
Economie di recente industrializzazione asiatiche (NIEs) (1)	41,4	52,0	63,6	86,5	3,8	5,1	5,9	7,6
di cui: <i>Corea del Sud</i>	12,2	8,0	5,4	12,3	2,4	1,7	1,0	2,0
Paesi emergenti e in via di sviluppo								
America latina	-47,0	-54,5	-15,8	3,8	-2,4	-2,9	-0,9	0,2
di cui: <i>Argentina</i>	-9,0	-3,9	9,6	7,9	-3,2	-1,5	10,4	6,1
<i>Brasile</i>	-24,2	-23,2	-7,7	4,1	-4,0	-4,6	-1,7	0,8
<i>Messico</i>	-18,2	-18,2	-14,1	-9,2	-3,1	-2,9	-2,2	-1,5
<i>Venezuela</i>	12,1	2,1	7,4	9,6	10,0	1,6	7,9	11,3
Asia	45,4	38,1	68,1	61,8	2,1	1,7	2,8	2,3
di cui: <i>Asean-4 (2)</i>	32,1	21,7	26,2	29,1	7,3	5,2	5,6	5,5
<i>Cina</i>	20,5	17,4	35,4	29,6	1,9	1,5	2,8	2,1
<i>India</i>	-5,1	-0,8	4,8	3,0	-1,1	-0,2	1,0	0,5
Medio Oriente	69,6	38,1	29,0	51,7	11,0	5,9	4,6	7,3
Europa centrale e orientale (3)	-31,7	-14,8	-22,2	-31,7	-5,2	-2,5	-3,3	-3,9
Russia	46,8	33,9	29,5	35,9	18,0	11,1	8,5	8,3
<i>Per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di petrolio	99,6	48,7	34,1	62,7	13,4	6,4	4,7	7,6
Giappone, NIEs e PVS asiatici	206,5	209,6	251,4	267,8	2,6	2,8	3,4	3,3

Fonte: FMI, BCE e statistiche nazionali.

(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (2) Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia. – (3) Include Malta e Turchia.

L'aumento del disavanzo corrente degli Stati Uniti nel 2003 continua a riflettere l'ampliamento di quello nell'interscambio di beni, salito a 549 miliardi (483 nel 2002). All'aumento del disavanzo commerciale ha contribuito, oltre alla crescita delle quantità importate più elevata di quella delle quantità esportate, il rincaro delle importazioni di prodotti energetici. L'attivo dei servizi si è lievemente ridotto (da 65 miliardi nel 2002 a 59 nel 2003), proseguendo una tendenza in atto dalla seconda metà del decennio scorso. Il deprezzamento del dollaro e la flessione dei tassi d'interesse hanno, invece, favorito il netto miglioramento del saldo nei redditi da capitale, tornato attivo per 17 miliardi.

A fronte dell'ampliamento del deficit statunitense nel 2003, sono cresciuti l'avanzo corrente del complesso delle economie asiatiche (da 251

miliardi nel 2002 a 268 miliardi), che ha risentito dell'andamento molto favorevole dei volumi dell'interscambio, e quello dei paesi esportatori di petrolio, che hanno beneficiato del miglioramento delle ragioni di scambio. Si è invece quasi dimezzato, nonostante il rallentamento dell'attività produttiva, il surplus corrente dell'area dell'euro.

All'ulteriore espansione dell'avanzo corrente del complesso dell'Asia hanno contribuito l'aumento dell'attivo del Giappone (dal 2,8 al 3,2 per cento del PIL) e delle economie di recente industrializzazione (dal 5,9 al 7,6 per cento del PIL). La forte crescita delle importazioni dei PVS della regione ha, invece, determinato una riduzione del loro avanzo; quello della Cina, in particolare, è diminuito dal 2,8 al 2,1 per cento del PIL.

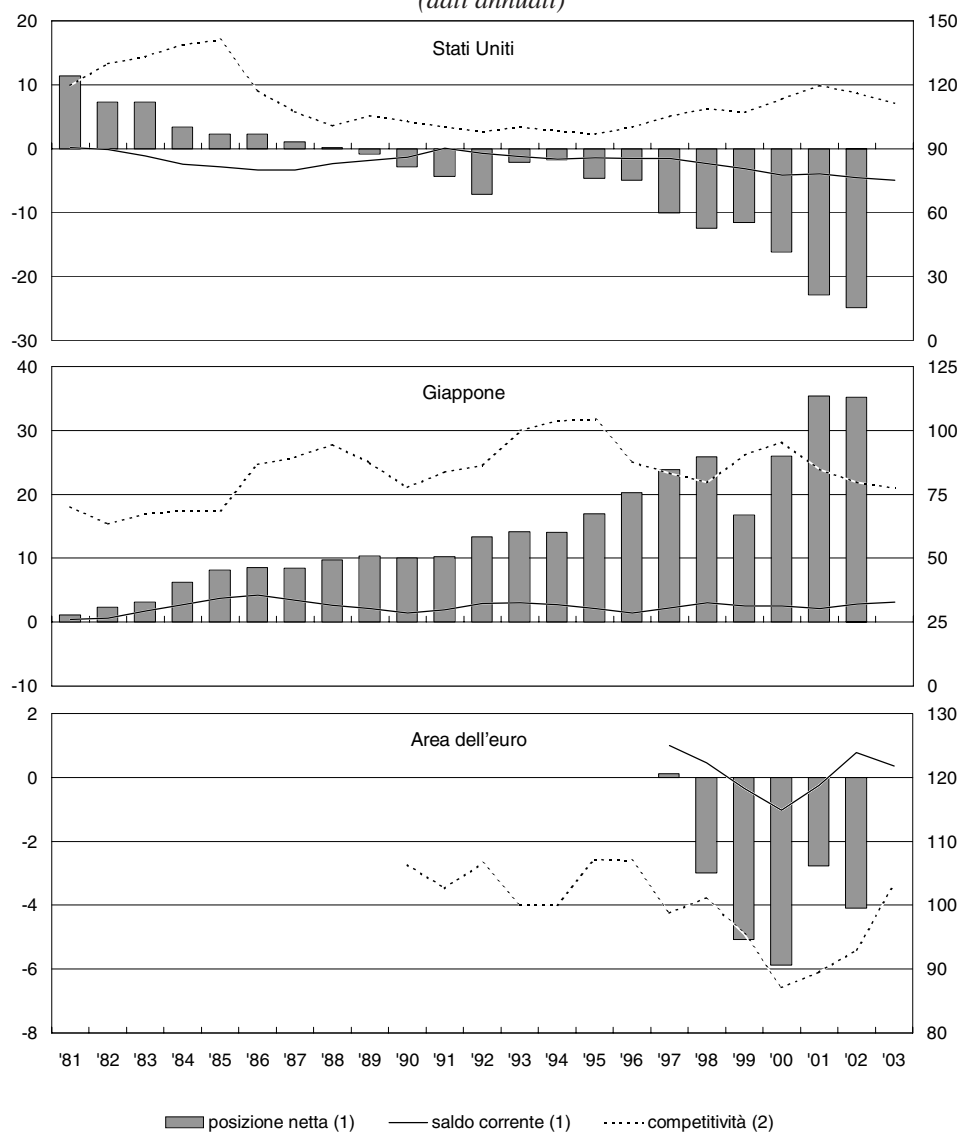
Tra le aree emergenti che presentano un disavanzo strutturale nei conti con l'estero si è registrato un aumento, pari al 3,9 per cento del PIL (3,3 nel 2002), nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Il complesso dei paesi dell'America latina ha invece conseguito, per la prima volta da oltre quarant'anni, un pareggio nei conti con l'estero.

Il miglioramento dello squilibrio esterno dei paesi dell'America latina è derivato dal positivo andamento delle ragioni di scambio e, in misura minore, dalla debolezza della domanda interna, che ha contenuto la dinamica delle importazioni. In Brasile il conto corrente ha registrato un leggero avanzo (0,8 per cento del PIL) per la prima volta dal 1992.

La competitività dei prodotti statunitensi sui mercati internazionali, misurata dalla variazione del cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, è aumentata mediamente del 4,3 per cento nel 2003, riflettendo il deprezzamento del dollaro (cfr. il capitolo: I mercati valutari e finanziari internazionali). Il miglioramento conseguito tra il 2001 e il 2003, pari complessivamente al 7 per cento, appare peraltro ancora contenuto se raffrontato al peggioramento registrato tra il 1996 e il 2001, pari al 19,3 per cento (fig. A17). Principalmente in seguito al forte apprezzamento dell'euro, la competitività dell'area è invece nettamente peggiorata nel 2003, del 10,9 per cento; il deterioramento registrato tra il 2000 e il 2003 è stato del 18,4 per cento. La competitività del Giappone è lievemente migliorata nel 2003, anche se in misura più contenuta del 2002, riflettendo l'evoluzione favorevole dei prezzi relativi; il tasso di cambio dello yen è rimasto, infatti, sostanzialmente invariato in termini effettivi.

Fig. A17

**SALDO DEL CONTO CORRENTE, POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO
E COMPETITIVITÀ DI STATI UNITI, GIAPPONE E AREA DELL'EURO**
(dati annuali)



Fonte: BCE, statistiche nazionale ed elaborazioni su dati FMI e OCSE.

(1) In percentuale del PIL. Scala di sinistra. - (2) Tasso di cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione; indice: 1993=100. Un aumento dell'indice corrisponde a un peggioramento della competitività. Scala di destra.

Il finanziamento del conto corrente negli Stati Uniti

In seguito all'accumulo di cospicui disavanzi dalla seconda metà del decennio scorso, la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti è aumentata, dal 5 per cento del prodotto alla fine del 1996 al 25 alla fine del 2002.

Fino al 2000 l'incremento del disavanzo aveva riflesso il progressivo deterioramento, su valori nettamente negativi, del saldo finanziario del settore privato, dovuto all'accelerazione dell'accumulazione nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione e all'elevata dinamica dei consumi, sospinta dall'aumento del reddito permanente atteso. Dal 2001 lo squilibrio finanziario del settore privato si è progressivamente ridotto fino ad annullarsi nell'ultimo biennio, riflettendo principalmente la caduta degli investimenti; il peggioramento del saldo esterno ha pertanto risentito soprattutto del rapido deterioramento dei conti pubblici.

Nell'ultimo triennio sono anche mutate significativamente le modalità di finanziamento del disavanzo del conto corrente.

Sono diminuiti gli afflussi netti di capitale privato, 649 miliardi di dollari nel 2003 rispetto a 988 nel 2000 (tav. A6). I minori finanziamenti privati sono stati compensati, anche se solo parzialmente, dall'aumento di quelli che fanno capo alle autorità ufficiali, saliti da 38 miliardi nel 2000 a 208 nel 2003, in conseguenza del cospicuo accumulo di riserve valutarie da parte delle banche centrali dei maggiori paesi asiatici (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nello stesso periodo si è anche registrato un cambiamento degli strumenti di finanziamento. Dopo l'inizio della fase di ribasso dei corsi azionari, gli investimenti dall'estero diretti e di portafoglio azionario si sono nettamente ridimensionati, da 321 e 192 miliardi, rispettivamente, nel 2000 a 82 e 37 miliardi nel 2003. Nel contempo sono aumentati gli acquisti di titoli del Tesoro statunitense da parte di non residenti, da -79 a 247 miliardi; ciò ha riflesso, oltre agli acquisti effettuati dalle autorità ufficiali, anche una ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali in favore di attività meno rischiose.

La quota detenuta da non residenti sul totale dei titoli del Tesoro statunitensi collocati sul mercato dall'inizio del 2001 è salita di 8,5 punti percentuali, raggiungendo il 44,6 per cento. La rilevanza degli acquisti dei non residenti è in crescita dalla metà dello scorso decennio; tra il 1994 e il 1997 il loro peso era salito dal 20 al 35 per cento, risentendo anche di un aumento dei differenziali di interesse tra gli Stati Uniti e le altre principali aree. Nell'ultimo triennio, invece, gli acquisti degli investitori esteri sono avvenuti in un contesto di tassi di interesse in flessione fino a livelli storicamente bassi e di riduzione dei differenziali. Gli acquisti di titoli del Tesoro da parte delle autorità ufficiali nel 2002-03 hanno rappresentato oltre un quarto del totale delle emissioni nette nello stesso periodo, contribuendo a sostenerne le quotazioni pur nel contesto di deterioramento, anche prospettico, dei conti pubblici.

**BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI:
AFFLUSSI NETTI DI CAPITALI DA PARTE DI NON RESIDENTI**
(miliardi di dollari)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Totale	424	740	1.026	766	707	857
Investimenti diretti	179	289	321	152	40	82
Investimenti di portafoglio	188	286	420	425	421	516
di cui: <i>azioni</i>	46	113	192	119	55	37
<i>titoli del Tesoro</i>	28	-35	-79	-8	96	247
<i>obbligazioni societarie</i>	106	143	166	202	160	249
Altri titoli di debito	8	64	140	112	110	-18
Altri investimenti	57	165	285	189	246	259
<i>Per memoria:</i>						
Afflussi di capitali da investitori privati	443	697	988	760	612	649
Afflussi di capitali da autorità ufficiali straniere	-20	44	38	5	95	208
di cui: <i>Asia</i>	-3	61	23	4	71	192
Saldo del conto finanziario (1)	76	237	456	416	528	579
Investimenti diretti	36	65	162	32	-98	-73
Investimenti di portafoglio	63	169	298	340	437	452
di cui: <i>azioni</i>	-56	-1	86	10	-38	-54
Altri investimenti	-17	-6	-4	48	193	199
Variazione delle riserve	-7	9	..	-5	-4	2

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

(1) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti

Nel 2003 gli afflussi netti di capitali privati verso i paesi emergenti si sono nettamente rafforzati, a 131 miliardi di dollari, da 47 nel 2002, il livello più elevato dal 1997 (tav. A7). I finanziamenti costituiti da prestiti ufficiali netti, invece, dopo essersi ridotti sino ad annullarsi nel 2002, sono divenuti negativi per 7 miliardi.

L'aumento dei finanziamenti privati è stato stimolato, oltreché dai livelli eccezionalmente bassi dei tassi di interesse nei paesi industriali, dal generale rafforzamento dell'attività economica nei paesi emergenti, in particolare in quelli asiatici, anche in seguito alla ripresa delle esportazioni (cfr. il paragrafo: *Il commercio internazionale*).

Il credito bancario internazionale è tornato a crescere, per la prima volta dal 1996. Il ritorno dei capitali bancari nelle economie emergenti, in particolare in quelle asiatiche, ha trovato fondamento anche nella miglio-

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

Paesi	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Totale paesi emergenti								
Capitali privati	217,8	177,6	77,4	86,6	42,2	20,6	47,0	131,2
Investimenti diretti	116,0	144,0	153,0	171,2	175,0	189,1	139,3	119,3
Investimenti di portafoglio ..	85,0	62,8	38,4	66,0	6,1	-95,7	-98,6	-87,5
Altri investimenti	16,8	-29,2	-114,0	-150,6	-139,0	-72,8	6,3	99,3
Capitali ufficiali	-5,1	48,3	47,3	6,4	-14,5	25,8	3,3	-7,2
Asia (2)								
Capitali privati	118,6	34,0	-50,6	2,7	-4,2	10,1	24,8	84,3
Investimenti diretti	53,4	56,5	56,1	66,4	67,4	60,5	53,1	49,3
Investimenti di portafoglio ..	32,0	6,3	8,4	56,6	20,1	-54,4	-57,6	-58,4
Altri investimenti	33,1	-28,8	-115,0	-120,2	-91,7	4,0	29,3	93,4
Capitali ufficiali	-13,2	25,2	17,5	1,8	4,0	-2,0	-1,9	-8,6
America latina								
Capitali privati	70,4	91,9	78,6	53,2	51,9	26,9	8,5	11,8
Investimenti diretti	39,6	56,9	61,5	65,5	66,4	68,9	39,6	30,0
Investimenti di portafoglio ..	47,9	29,2	27,2	4,4	2,9	-7,2	-13,7	2,9
Altri investimenti	-17,1	5,8	-10,1	-16,6	-17,4	-34,7	-17,4	-21,1
Capitali ufficiali	-7,2	7,3	9,5	-3,4	-9,9	26,3	14,6	18,2
Africa								
Capitali privati	9,1	4,0	9,1	11,8	1,1	6,5	7,2	9,5
Investimenti diretti	3,6	7,9	6,9	9,8	8,2	23,9	12,3	14,3
Investimenti di portafoglio ..	2,8	7,0	3,7	8,3	-2,2	-8,8	-0,7	1,8
Altri investimenti	2,7	-10,9	-1,6	-6,3	-4,9	-8,5	-4,4	-6,6
Capitali ufficiali	-3,0	3,3	4,7	3,5	3,1	1,9	4,2	4,1
Medio Oriente								
Capitali privati	2,0	9,6	8,4	-7,9	-24,9	-16,3	-27,6	-22,9
Investimenti diretti	4,1	5,2	5,1	3,9	7,7	8,1	6,9	8,9
Investimenti di portafoglio ..	1,0	-2,7	-6,2	-4,5	-12,3	-15,8	-19,0	-24,3
Altri investimenti	-3,1	7,2	9,5	-7,3	-20,4	-8,6	-15,4	-7,4
Capitali ufficiali	7,4	6,7	5,2	6,6	-11,0	-3,2	-5,4	-11,0
Paesi dell'Europa centrale e orientale (3)								
Capitali privati	25,6	21,8	27,3	34,5	33,4	-1,1	43,8	43,5
Investimenti diretti	10,4	11,6	18,0	21,3	22,9	22,7	23,1	13,2
Investimenti di portafoglio ..	1,3	5,4	-2,4	4,3	3,6	-0,2	0,7	3,9
Altri investimenti	13,9	4,8	11,8	8,8	6,9	-23,6	20,0	26,4
Capitali ufficiali .....	..	-2,8	1,1	-2,0	2,7	6,5	-7,2	-5,7
Paesi dell'ex URSS (4)								
Capitali privati	-7,9	16,3	4,5	-7,6	-15,1	-5,6	-9,7	4,8
Investimenti diretti	4,9	5,9	5,3	4,3	2,4	5,0	4,2	3,6
Investimenti di portafoglio ..	-0,1	17,6	7,7	-3,0	-6,0	-9,2	-8,2	-13,3
Altri investimenti	-12,7	-7,2	-8,5	-8,9	-11,5	-1,3	-5,7	14,6
Capitali ufficiali	10,9	8,5	9,4	0,1	-3,4	-3,7	-1,1	-4,2
<i>Per memoria:</i>								
Variazione delle riserve (5)								
Totale paesi emergenti	-91,2	-104,1	-34,6	-92,7	-116,9	-113,5	-196,0	-363,9
di cui: Asia	-46,1	-35,9	-52,6	-87,1	-60,8	-90,7	-157,8	-245,3

Fonte: FMI.

(1) Saldo degli afflussi e dei deflussi di capitali verso e dall'area. 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 le economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan). - (3) Include Malta e Turchia. - (4) Include la Mongolia. - (5) Un valore negativo indica un incremento di riserve.

rata qualità del loro debito nel corso dell'ultimo quinquennio; tale positiva evoluzione è riconducibile al rafforzamento del conto corrente della bilancia dei pagamenti, al diminuito peso dei finanziamenti internazionali a breve termine, all'accumulo di riserve valutarie.

Nel comparto "altri investimenti", che include i prestiti bancari, si sono registrati nel 2003 afflussi netti per 99 miliardi, da 6 nel 2002; nel quinquennio precedente tale comparto aveva dato luogo a deflussi netti di ammontare rilevante. Nei paesi emergenti dell'Asia gli afflussi netti in questo comparto sono aumentati a 93 miliardi, da 29 nel 2002, sospinti dalla forte espansione della domanda di credito, in particolare nella Corea del Sud e in Cina.

Gli investimenti diretti, pur continuando a rappresentare per le economie emergenti la principale fonte di finanziamento esterno, sono calati per il secondo anno consecutivo, a 119 miliardi netti da 139 nel 2002, continuando a risentire del rallentamento dell'attività internazionale di fusione e acquisizione di imprese in atto dal 2001. Una quota rilevante degli afflussi ha riguardato la Cina (47 miliardi).

Gli investimenti di portafoglio, nonostante il miglioramento rispetto al 2002 registrato nel comparto obbligazionario, hanno continuato a segnare deflussi netti, per 88 miliardi.

Nei paesi dell'America latina gli afflussi netti di capitale privato hanno continuato ad attestarsi su valori contenuti, pari a 12 miliardi (9 nel 2002). Al miglioramento registrato nel comparto di portafoglio, che ha beneficiato della ripresa delle emissioni di obbligazioni, si è contrapposta la diminuzione degli investimenti diretti, a 30 miliardi (40 nel 2002), che hanno risentito dell'esaurirsi dei programmi di privatizzazione avviati negli anni novanta.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale gli afflussi netti di capitale privato sono rimasti invariati rispetto al 2002 (44 miliardi). È proseguita la graduale sostituzione degli afflussi di investimenti diretti con quelli degli altri comparti, in particolare degli "altri investimenti". Nei paesi dell'ex Unione Sovietica i flussi netti di capitale privato sono tornati lievemente positivi, per la prima volta dal 1998, anche per effetto dell'attenuazione della fuga all'estero dei capitali dei residenti.

Nel 2003, a fronte del forte aumento degli afflussi finanziari dall'estero e del complessivo miglioramento del conto corrente della bilancia dei pagamenti, si è registrato un accumulo di riserve valutarie da parte delle autorità ufficiali dei paesi emergenti per 364 miliardi (196 nel 2002). Questo processo ha continuato a riguardare soprattutto i paesi emergenti dell'Asia, per 245 miliardi (158 nel 2002).

Le rimesse dei lavoratori emigrati

In seguito alla forte contrazione dei prestiti privati ai paesi emergenti e a quelli in via di sviluppo registrata dalla crisi asiatica del 1997-98, le rimesse dei lavoratori emigrati sono diventate, per molti di quei paesi, un'importante fonte di finanziamento esterno: stimate pari a 88 miliardi di dollari nel 2002 e a 93 miliardi per il 2003, esse costituiscono, dopo gli investimenti diretti, la seconda maggiore componente di introiti finanziari.

In termini assoluti il fenomeno interessa soprattutto alcune importanti economie come India, Messico e Filippine; per 20 paesi le rimesse rappresentano almeno il 7 per cento del PIL. Il loro ammontare risulta più equamente distribuito tra i paesi destinatari rispetto al totale dei flussi di capitale. I paesi da cui provengono i flussi maggiori di rimesse sono Stati Uniti, Arabia Saudita, Germania, Belgio e Svizzera.

Le rimesse, oltre ad avere maggiore stabilità rispetto ad altri flussi di capitale, presentano una dinamica anticiclica. In periodi di recessione, infatti, i flussi migratori si intensificano, mentre i lavoratori già all'estero tendono a inviare più fondi a sostegno delle famiglie rimaste nei paesi di origine.

L'ambiente politico, giuridico e istituzionale riveste un ruolo determinante per il proficuo utilizzo delle risorse finanziarie provenienti dalle rimesse. In paesi caratterizzati da scarsa certezza del diritto e da un assetto istituzionale debole, infatti, i proventi delle rimesse hanno maggiore probabilità di essere destinati interamente al sostentamento e al consumo; viceversa, in contesti più virtuosi, una parte di tali fondi viene reinvestita in attività produttive di piccole e medie dimensioni, soprattutto nel settore primario, con ripercussioni positive per lo sviluppo e per la riduzione della povertà.

I paesi del Gruppo dei Sette hanno recentemente avviato un lavoro di analisi comparata delle rimesse; l'attenzione si è concentrata sulla struttura e la dimensione del fenomeno, sull'assetto infrastrutturale e regolamentare del settore, sui costi di transazione, sugli eventuali ostacoli ai trasferimenti, sul ricorso a canali informali.

Sono in via di definizione, in vista del prossimo Vertice economico dei Capi di Stato e di governo, iniziative volte a migliorare la qualità dei dati statistici, a facilitare il potenziale impatto delle rimesse sullo sviluppo dei paesi poveri, ad agevolare l'accesso ai servizi bancari e finanziari da parte della popolazione immigrata, a incrementare il grado di integrazione tra i sistemi di pagamento dei diversi paesi.

Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento dello sviluppo

La lotta alla povertà. – Nel tentativo di rendere più efficace l'azione volta alla riduzione della povertà, la Banca mondiale e l'FMI hanno di recente

presentato la prima edizione del *Global Monitoring Report* (d'ora in avanti il "Rapporto"); esso fornisce una valutazione dello stato di avanzamento delle iniziative per il raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio.

Sono otto gli Obiettivi di sviluppo che, in occasione della Dichiarazione del Millennio sottoscritta dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel settembre 2001, la comunità internazionale si è prefissa di raggiungere entro il 2015; tra i principali, il dimezzamento della quota di popolazione mondiale che vive in estrema povertà e soffre la fame, l'accesso universale all'istruzione primaria, la riduzione della mortalità infantile, la lotta alle principali malattie infettive (AIDS, malaria, tubercolosi).

Il messaggio centrale del Rapporto è che allo stato attuale è improbabile che gli Obiettivi possano essere raggiunti, soprattutto quelli non legati al livello dei redditi; per i paesi dell'Africa subsahariana, inoltre, nemmeno quest'ultimo obiettivo appare raggiungibile nei tempi programmati.

Secondo le statistiche della Banca Mondiale le persone che dispongono di meno di un dollaro al giorno superano il miliardo e vivono soprattutto nell'Africa subsahariana e nel continente asiatico (Cina e India in particolare). Il numero di persone con un reddito inferiore a 2 dollari al giorno era pari a 2.736 milioni nel 2001, 82 milioni in più rispetto al 1990; in percentuale della popolazione mondiale si è registrata una diminuzione, dal 61 al 53 per cento.

I ritardi vengono attribuiti soprattutto: (i) alla modesta dimensione dei flussi di aiuti ufficiali e alla loro cattiva allocazione geografica (soprattutto quella degli aiuti bilaterali), (ii) al persistere di politiche protezionistiche che limitano l'accesso dei paesi poveri ai mercati dei paesi avanzati e (iii) all'insufficienza delle riforme strutturali avviate dai paesi poveri al fine di rendere più proficuo l'utilizzo degli aiuti allo sviluppo e attirare investimenti diretti.

Nel Rapporto si sostiene la necessità di procedere fin da subito a rimuovere gli ostacoli in ciascuno di questi campi; in particolare, per ogni categoria di soggetti impegnati nella lotta alla povertà si individua un insieme di iniziative prioritarie. Le istituzioni finanziarie internazionali devono affinare gli strumenti di sostegno allo sviluppo e rendere più selettivi i programmi nei rispettivi campi di specializzazione. Ai paesi in via di sviluppo si chiede di migliorare la gestione nel settore pubblico, incrementare gli investimenti in infrastrutture, incoraggiare l'espansione del settore privato e delle piccole e medie imprese, ampliare l'accesso da parte della popolazione meno abbiente a beni e servizi pubblici essenziali. Ai paesi industriali si prescrive di garantire maggiore coerenza tra le varie politiche che hanno un diretto impatto sullo sviluppo, da quelle commerciali a quelle ambientali, di assistenza tecnica,

di aiuto ufficiale, di regolamentazione dell'immigrazione; di rimuovere le misure protezionistiche, soprattutto con riferimento ai prodotti agricoli e tessili; di accrescere gli aiuti e la loro efficacia, attraverso una migliore distribuzione degli stessi e un maggiore coordinamento tra i donatori.

Dopo il crollo registrato nella seconda metà degli anni novanta, nel 2002 il flusso netto di aiuti ufficiali allo sviluppo è risultato per la prima volta in aumento (58,3 miliardi di dollari, rispetto ai 52,3 del 2001); in rapporto al PNL dei paesi donatori l'ammontare di aiuti è passato dallo 0,22 allo 0,23 per cento (0,34 per cento nei primi anni novanta). In base agli impegni sottoscritti dopo la Conferenza di Monterrey, il flusso annuo di aiuti dovrebbe salire nel 2006 a 77 miliardi (0,29 per cento del PNL), ancora ben al di sotto dei circa 110 miliardi annui (0,35 per cento in termini di PNL dei donatori) giudicati necessari per raggiungere gli Obiettivi del Millennio.

L'aumento dei flussi di aiuti, tuttavia, sebbene rappresenti un segnale di per sé incoraggiante, rischia di essere in larga parte destinato a finanziare iniziative non collegate al raggiungimento degli Obiettivi del Millennio. Dell'incremento di circa 6 miliardi di dollari registrato nel 2002 la metà è rappresentata da cancellazione di debiti, il 30 per cento da iniziative di assistenza tecnica e il 10 per cento da aiuti alimentari corrisposti a fronte di situazioni di emergenza; inoltre, la componente di provenienza "bilaterale" (90 per cento circa dell'incremento) è risultata estremamente concentrata a favore di pochi paesi, tra cui spiccano Serbia e Montenegro, con 1,3 miliardi, e alcuni Stati coinvolti nell'azione diretta contro il terrorismo (ad esempio l'Afganistan con 0,7 miliardi). In prospettiva, è concreto il rischio che gli obiettivi strategici dei principali donatori possano influenzare la distribuzione dei futuri flussi di aiuti, "spiazzando" così i finanziamenti necessari al raggiungimento degli Obiettivi del Millennio.

Nel Rapporto si sottolineano due ulteriori aspetti strettamente connessi: la composizione degli aiuti e l'efficacia degli stessi. Quanto al primo, nel caso di paesi con una corretta e trasparente gestione della spesa pubblica, si evoca la necessità di incrementare la componente più "flessibile" degli aiuti, di tipo "svincolato" da forniture commerciali dei paesi donatori e non connessa a progetti specifici; quanto al secondo, si ribadisce che la qualità dell'assetto istituzionale e delle politiche macroeconomiche svolge un ruolo determinante per l'efficacia degli aiuti. La correlazione tra ammontare di sussidi e crescita economica nei paesi in via di sviluppo risulta statisticamente significativa in presenza di appropriati contesti macroeconomici e istituzionali. Ne consegue, per i paesi donatori, il richiamo a una maggiore selettività nelle politiche degli aiuti.

L'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries) e la sostenibilità del debito nei paesi poveri. – Con riferimento all'iniziativa HIPC, tra la metà del 2003 e lo scorso aprile 5 nuovi paesi hanno raggiunto il punto di "completamento", ovvero il momento in cui viene materialmente eseguita la cancellazione del debito da parte dei creditori multilaterali e bilaterali; è così salito a 13 il numero di paesi che hanno raggiunto tale traguardo. Sono 14 quelli che, avendo superato il punto di "decisione" (momento in cui viene ufficialmente riconosciuta l'idoneità a beneficiare della riduzione del debito),

si trovano nella fase intermedia; si prevede che 8 di essi (Camerun, Repubblica Democratica del Congo, Ghana, Honduras, Madagascar, Malawi, Ruanda e Sierra Leone) raggiungeranno il punto di completamento in tempi relativamente brevi, in considerazione dei risultati conseguiti, che sono ampiamente in linea con i programmi macroeconomici e di riforma inizialmente presentati. Degli 11 paesi che non riescono ancora a raggiungere il punto di decisione, molti sono gravati da conflitti interni.

Se da un lato l'iniziativa HIPC consentirà ai paesi poveri altamente indebitati di ridurre lo stock di debito, dall'altro essa non è in grado di garantire il mantenimento della sostenibilità nel lungo periodo. Secondo le stime dell'FMI, infatti, il grado di indebitamento in diversi paesi a basso reddito sta aumentando in misura non coerente con le prospettive di crescita. Per tali paesi diventa cruciale ottenere risorse aggiuntive a condizioni agevolate se si vogliono raggiungere, in condizioni di stabilità, gli Obiettivi del Millennio.

Per i paesi poveri il concetto di sostenibilità del debito estero assume connotati peculiari rispetto al caso più generale dei paesi emergenti, in ragione del fatto che, per i primi, una quota elevata delle entrate è rappresentata da aiuti e finanziamenti ufficiali; ne consegue che la capacità di onorare il debito è strettamente collegata alla volontà dei creditori ufficiali e dei donatori di garantire flussi di risorse attraverso l'erogazione di sussidi e nuovi finanziamenti.

Una condizione di indebitamento eccessivo (debt overhang) può avere serie ripercussioni sulle prospettive di sviluppo dei paesi a basso reddito: può rallentare i processi di riforma e scoraggiare gli investimenti privati; può, inoltre, avere effetti distorsivi sull'allocazione delle risorse agevolate da parte dei paesi donatori. Queste risorse, infatti, rischiano di essere erogate al fine di garantire il servizio del debito estero, a scapito di paesi che, avendo intrapreso politiche "virtuose", presentano condizioni debitorie relativamente più equilibrate.

In occasione degli scorsi *Spring Meetings* la Banca Mondiale e l'FMI hanno proposto l'adozione di un nuovo quadro formale di riferimento per la valutazione della sostenibilità del debito nei paesi a basso reddito, con l'obiettivo, complementare all'iniziativa HIPC, di orientare correttamente le future politiche di indebitamento e impedire che si raggiungano situazioni di insostenibilità.

Il nuovo approccio si fonda su due pilastri: il primo è costituito da un'analisi preventiva, basata sulla proiezione degli indicatori di sostenibilità del debito (scenario di base) e integrata simulando shock alle variabili esogene (prove di stress); il secondo consiste nella determinazione di specifiche soglie, indicative della sostenibilità del debito, strettamente collegate alla qualità delle politiche e delle istituzioni in ciascuno dei paesi interessati.

Il quadro di riferimento proposto ha conseguenze rilevanti sia per la comunità dei donatori e dei creditori, sia per i paesi debitori: in particolare,

ai primi sarà chiesto di rivedere le proprie politiche di finanziamento, affinché esse riflettano più correttamente i rischi di insolvenza dei prenditori; ciò richiederà verosimilmente l'incremento della quota di risorse trasferite a fondo perduto o a condizioni agevolate. Sarà inoltre necessario prevedere nuovi strumenti di assistenza finanziaria "di emergenza" per fronteggiare shock esogeni imprevedibili e di vasta entità.

Preservare la sostenibilità del debito, tuttavia, rimane in primo luogo responsabilità degli stessi paesi debitori. Nel tentare di raggiungere gli Obiettivi di sviluppo del Millennio, essi sono chiamati a garantire una gestione dell'indebitamento improntata a maggiore prudenza e coerenza con la capacità di rimborso, ad attuare riforme favorevoli alla crescita, a rafforzare la capacità del sistema produttivo di reagire agli shock esterni.

Le economie del Mediterraneo e le loro relazioni commerciali e finanziarie con l'Europa e l'Italia

La relativa carenza di conoscenze delle economie del Mediterraneo e dei loro sistemi bancari e finanziari, l'avvio nel 1995 a Barcellona del Partenariato euro-mediterraneo, che prevede per il 2010 la creazione di un'area di libero scambio tra la UE e i paesi del Mediterraneo, la rilevanza dei flussi migratori verso la sponda "nord" dello stesso, la vicinanza dell'area all'Europa e in particolare al nostro paese hanno spinto la Banca d'Italia ad acquisire informazioni sulle condizioni economiche di questi paesi e a ricavarne indicazioni per giungere a forme di interazione più stretta con le loro banche centrali.

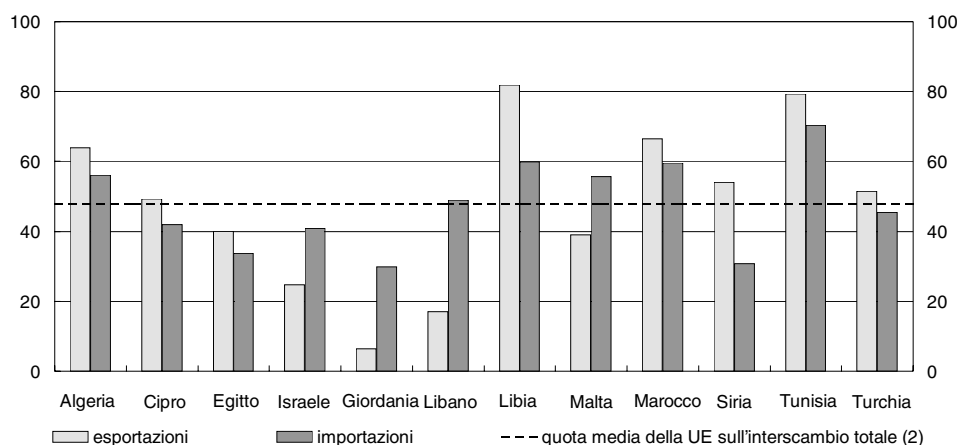
Le economie dell'area sono diverse per stadio di sviluppo, struttura, disponibilità di risorse, modelli di gestione, problemi demografici, situazioni sociali e politiche. Anche il tentativo di isolare sottogruppi di paesi aventi caratteristiche simili risulta tutt'altro che agevole. Un ulteriore elemento di differenziazione è stato introdotto più di recente con l'inclusione di Cipro, Malta e, in prospettiva, della Turchia nella UE, con il conseguente loro spostamento, dal punto di vista istituzionale, dalla sponda "sud" a quella "nord" del Mediterraneo.

Nel 2002 il prodotto totale della regione si è commisurato a circa 600 miliardi di euro, pari a circa il 6 per cento di quello della UE; per due terzi esso fa capo a tre paesi: Turchia, Israele ed Egitto. Il PIL pro capite, misurato alle parità del potere d'acquisto, oscilla dagli appena 400 euro all'anno della Cisgiordania e di Gaza agli oltre 17.000 di Cipro, contro una media di 24.000 per la UE.

Le economie dell'area sono legate, sia pure in misura diversa, ai paesi avanzati da intensi rapporti commerciali. La UE costituisce il principale mercato di destinazione nonché il primo tra i fornitori delle loro importazioni. L'interscambio con la UE rappresenta quasi il 50 per cento del loro commercio; per le nazioni del Maghreb la quota sale al 60-70 per cento, mentre Egitto, Giordania e Israele destinano la parte prevalente dei loro scambi agli Stati Uniti o ai paesi del Golfo Persico (fig. A18). Per i paesi europei il Mediterraneo rappresenta invece un'area di peso economico meno rilevante. L'area riveste maggior rilievo per l'Italia, con una quota del 6 per cento dell'interscambio contro il 3-4 per cento per Francia e Germania. Infine, le economie mediterranee sono relativamente isolate fra loro: all'interno dell'area i flussi di scambio di merci, servizi e capitali sono poco significativi.

Fig. A18

COMMERCIO DEI PAESI DEL PARTENARIATO CON QUELLI DELLA UE
(quota percentuale dell'interscambio totale) (1)



Fonte: FMI.

(1) Nell'anno 2002. – (2) Esportazioni più importazioni.

Escludendo Israele e i casi speciali degli Stati-isola Cipro e Malta, le economie presentano caratteri e difficoltà tipici dei paesi in via di sviluppo.

Con il Partenariato euro-mediterraneo è mutato il rapporto tra la UE e i paesi dell'area. Questi non sono più visti come singoli partner con cui intrattenere scambi e a cui fornire assistenza, ma come un'area nella quale favorire, attraverso trasformazioni dell'economia e ingenti sforzi finanziari, l'avvio di un processo di sviluppo accelerato, sfruttando le potenziali sinergie tra i progressi in ciascun paese e il resto dell'area. Diversi fattori – l'insufficiente impegno della UE, gli sfavorevoli sviluppi politici nel Medio Oriente, le carenze di effettiva volontà e capacità dei governi dei paesi

mediterranei di affrontare le rilevanti trasformazioni nella struttura economica e negli assetti sociali che il progetto comportava – hanno seriamente ritardato il processo di rinnovamento economico previsto dal Partenariato. Alla luce dei risultati iniziali, complessivamente inferiori alle attese, una sua revisione appare indispensabile.

Anche dal punto di vista dell'approfondirsi dell'integrazione economica, gli accordi del Partenariato non sembrano aver esplicato gli effetti attesi. Dal 1995 l'interscambio con la UE è cresciuto del 32 per cento; la quota della UE sul totale del commercio dei paesi del Mediterraneo è calata nel periodo. L'impulso verso uno sforzo comune si è affievolito. I paesi dell'area sembrano muoversi in ordine sparso, sulla base delle condizioni e delle possibilità di ciascuno, sia pure con un disegno riformatore che tende alla creazione o al rafforzamento del mercato, alla liberalizzazione delle transazioni, alla riduzione dell'intervento statale nell'economia.

Senza una ripresa di slancio del Partenariato vi è il pericolo che solo pochi paesi trovino la via di un rapido sviluppo. L'area potrebbe sclerotizzarsi in uno stato di perenne ritardo rispetto alla trasformazione e all'internazionalizzazione dell'economia mondiale. Tale situazione rischia di provocare, soprattutto per il gravare dell'espansione demografica e della disoccupazione che caratterizzano l'area, acuti conflitti politico-sociali, dai cui effetti l'Europa potrebbe difficilmente isolarsi.

Un importante momento di confronto su questi argomenti e sugli imperativi più urgenti di politica economica è stato offerto dal primo Seminario fra l'Eurosistema e le banche centrali dell'area organizzato a Napoli lo scorso gennaio dalla Banca d'Italia e dalla Banca centrale europea. Le nazioni partecipanti sono state quelle che si affacciano (o gravitano, nel caso della Giordania) sul Mediterraneo meridionale e orientale: Algeria, Autorità Nazionale Palestinese, Cipro, Egitto, Giordania, Israele, Libano, Malta, Marocco, Siria, Tunisia e Turchia. Ad esse si è unita la Libia che nel Partenariato gode dello statuto di osservatore.

Nel Seminario, che ha stabilito di dare avvio con tale iniziativa a forme di collaborazione strutturata e permanente tra la Banca d'Italia, la Banca centrale europea, il resto dell'Eurosistema e le banche centrali mediterranee su temi di comune interesse, si è discusso dei legami economico-finanziari con la UE, dei regimi di cambio, e della natura dei sistemi bancari e finanziari nella regione.

Tra gli elementi che costituiscono il tessuto connettivo dei legami finanziari tra la sponda nord e sud del Mediterraneo, tre spiccano con particolare rilievo: gli investimenti diretti dell'estero, le rimesse degli emigrati, gli aiuti ufficiali allo sviluppo.

L'integrazione economica tra le due aree, più forte se misurata sulla base degli scambi di merci, risulta assai meno pronunciata sulla base degli

investimenti esteri. Gli investimenti diretti indirizzati dalla UE verso i paesi mediterranei sono modesti: lo 0,7 per cento delle consistenze di questi si dirige verso l'area, contro il 2 per cento circa che affluisce ai paesi nuovi entranti nella UE e il 5 per cento a quelli dell'America latina. Anche dalla prospettiva dei paesi ricettori, il fenomeno appare quantitativamente modesto: il peso delle consistenze degli investimenti provenienti dalla UE sul PIL di questi paesi è pari in media al 4 per cento.

Le rimesse degli emigrati sono divenute una componente importante nella struttura dei flussi finanziari dai paesi avanzati a quelli in via di sviluppo. Tendono a essere più stabili nel tempo rispetto ai movimenti di capitale e a distribuirsi tra paesi destinatari in modo meno diseguale degli investimenti diretti. Per le economie del Mediterraneo sono una componente significativa degli afflussi dall'estero. Anche dal punto di vista della direzione geografica delle uscite per rimesse dall'Italia, il Mediterraneo è una destinazione importante: sulla base di stime che tengono conto anche dei trasferimenti effettuati attraverso operatori specializzati non bancari, il Marocco, secondo solo alla Romania, rappresenta il 10 per cento del totale, la Tunisia l'1 per cento, l'Egitto lo 0,5.

I paesi mediterranei beneficiano di aiuti ufficiali allo sviluppo in misura significativa. Gli impegni del programma MEDA della UE ammontano a oltre 5 miliardi di euro nel periodo 2000-06, contro poco più di 3 nel periodo 1995-99; gli stanziamenti tendono a concentrarsi in alcuni paesi del Maghreb (Marocco e Tunisia) e in Egitto. Nella seconda metà degli anni novanta, peraltro, soltanto un quarto di quegli stanziamenti fu effettivamente erogato. La situazione appare in forte progresso oggi: nei primi tre anni del nuovo decennio, in virtù anche delle riforme attuate dai paesi di destinazione, gli esborsi hanno raggiunto il 60 per cento.

La BEI ha erogato prestiti nel periodo 1992-2003 per un importo di 13 miliardi di euro; nel 2002 essa ha dato vita a uno sportello denominato FEMIP (Fondo euro-mediterraneo di investimento e partenariato) con il proposito di sostenere lo sviluppo del settore privato, attraverso finanziamenti di progetti di investimento e prestiti rivolti alle piccole e medie imprese canalizzati tramite i sistemi bancari locali; il valore dei finanziamenti che lo sportello dovrebbe erogare entro il 2006 è compreso tra gli 8 e i 10 miliardi di euro, di cui una parte rilevante destinata al settore privato.

Con riferimento ai regimi di cambio, nei paesi mediterranei vige un'ampia varietà, dall'ancoraggio a una singola valuta alla fluttuazione libera. Prevalgono i regimi detti "intermedi", che prevedono l'ancoraggio a una singola valuta o a un paniere di valute, seppur con diversi gradi di flessibilità.

Nell'area è in atto una transizione da regimi di cambi amministrati verso sistemi nei quali il cambio è liberamente determinato dalle forze di mercato; allo stesso tempo vi è una tendenza verso una maggiore flessibilità dei tassi di cambio in seguito all'apertura delle economie ai flussi di capitale con l'estero. Per la maggior parte dei paesi dell'area la volatilità del cambio euro/dollaro costituisce un problema. La diversità di composizione per valuta dell'indebitamento verso l'estero e dei proventi delle esportazioni, nonché delle attività e passività del sistema bancario rappresenta una difficile sfida per le autorità nella scelta del regime di cambio ottimale.

Infine, i sistemi finanziari dei paesi del Mediterraneo presentano una struttura incentrata sulle banche; assai limitato risulta il ruolo di altre istituzioni finanziarie; i mercati di borsa hanno un modesto grado di sviluppo.

Negli ultimi anni si è dato avvio a importanti riforme nel settore bancario e finanziario: gli strumenti e le procedure della politica monetaria si sono orientati di più ai meccanismi di mercato; l'autonomia della banca centrale dal governo è stata rafforzata, i tassi di interesse – prima sottoposti a vincoli – quasi ovunque liberalizzati, le politiche di repressione finanziaria abbandonate, la presenza del settore pubblico ridotta. La regolamentazione prudenziale delle banche, infine, si è mossa verso il recepimento degli standard internazionali.

Nonostante i recenti progressi, tuttavia, lo sviluppo del sistema finanziario ha incontrato spesso gravi limitazioni nelle inefficienze del sistema giudiziario e nella scarsa affidabilità del quadro legislativo generale, nella limitata qualità delle comunicazioni societarie e delle regole di governo d'impresa.