

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

Nel 2004 l'espansione dell'economia mondiale, avviatasi alla metà dell'anno precedente, si è rafforzata. Ha tratto sostegno dal permanere di condizioni finanziarie favorevoli e dal miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale delle imprese. Il rialzo del prezzo del petrolio, più marcato e persistente di quanto inizialmente atteso, ha inciso in misura limitata, inducendo un rallentamento dell'attività produttiva nella parte centrale dell'anno. Nei paesi industriali l'inflazione di fondo, corrente e attesa, è leggermente aumentata, mantenendosi su livelli contenuti. L'impulso fortemente espansivo impresso dalle politiche economiche nel precedente triennio si è attenuato. Da giugno la Riserva federale ha avviato un'azione volta a rendere gradualmente meno accomodanti le condizioni monetarie; i tassi di riferimento sono stati innalzati anche nel Regno Unito e in altri paesi. Nelle principali aree industriali i disavanzi pubblici hanno cessato di ampliarsi.

L'attività produttiva mondiale ha continuato a essere trainata dagli elevati ritmi di sviluppo negli Stati Uniti e nei paesi emergenti dell'Asia. I divari di crescita della domanda fra le principali aree sono rimasti ampi. Hanno determinato un ulteriore aumento del disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti. Il deprezzamento del dollaro nei confronti delle principali valute, in atto dall'inizio del 2002, è proseguito nell'ultimo trimestre del 2004. Come nel 2003, l'indebolimento della moneta americana è stato contenuto dall'attuazione, in numerosi paesi emergenti, di strategie volte a contrastare il rafforzamento delle proprie valute accumulando riserve in dollari.

Nel corso del 2004 è proseguita l'ascesa del prezzo del petrolio avviatasi nella primavera del 2003. Vi hanno contribuito vari fattori, sia di domanda sia di offerta. La domanda mondiale di petrolio, la cui stima è stata rivista più volte al rialzo, è stata sospinta dall'espansione dei consumi energetici in Cina e negli altri paesi emergenti dell'Asia e, nella parte finale dell'anno, anche negli Stati Uniti. Le tensioni in Medio Oriente e l'erosione dei margini di capacità inutilizzata nei paesi produttori dell'OPEC hanno reso più rigida l'offerta. Nell'anno il prezzo medio delle principali qualità di greggio ha sfiorato i 40 dollari al barile, con un incremento del 30 per

cento rispetto al 2003; in termini reali (rapportato ai prezzi internazionali dei manufatti), esso si colloca su un livello prossimo a quello prevalente alla metà degli anni ottanta, prima del contro shock petrolifero. I prezzi delle altre materie di base, in particolare dei metalli, anch'essi in rialzo dal 2003, hanno continuato ad aumentare a ritmi sostenuti, riflettendo soprattutto l'espansione della domanda delle economie emergenti dell'Asia; ne hanno beneficiato i paesi esportatori dell'America latina e dell'Africa.

I mercati finanziari internazionali sono stati caratterizzati da stabilità, favorita dall'abbondanza di liquidità e dal rafforzamento del ciclo. I rendimenti obbligazionari statunitensi si erano rapidamente innalzati all'inizio della primavera del 2004, in connessione con l'emergere di incertezze sull'intensità dell'azione restrittiva della Riserva federale. Essi si sono poi riportati sui livelli contenuti di inizio d'anno, sui quali si sono mantenuti, pur con fluttuazioni, anche nei primi mesi del 2005. Nel corso dell'anno le quotazioni azionarie nei principali paesi industriali sono rimaste sostanzialmente invariate, sui livelli elevati raggiunti alla fine del 2003. I premi per il rischio sulle obbligazioni private, dopo un temporaneo rialzo nei primi mesi del 2004, sono tornati a ridursi, beneficiando del miglioramento della redditività delle imprese. Nei primi mesi dell'anno in corso i segnali di un rallentamento, non previsto, dell'economia statunitense hanno indotto un rialzo dei premi per il rischio.

Nella media del 2004 il ritmo di sviluppo del prodotto mondiale è salito, dal 4,0 nell'anno precedente, al 5,1 per cento, il valore più elevato dal 1976. L'incremento del commercio mondiale è stato del 9,9 per cento; l'espansione degli scambi è risultata doppia rispetto a quella dell'attività produttiva, in linea con la tendenza di lungo periodo. Nei paesi dell'Asia e in quelli dell'Europa centrale e orientale le esportazioni sono cresciute a ritmi superiori al 15 per cento. Nei paesi dell'area dell'euro le vendite all'estero, che avevano ristagnato nel 2003, sono aumentate del 6,3 per cento.

Nel 2004 nelle economie emergenti e nei PVS la crescita ha raggiunto il 7 per cento, dal 6 nell'anno precedente. La Cina, la Russia e l'India hanno registrato tassi di sviluppo superiori alla media. In America latina il prodotto ha accelerato al 5,7 per cento (2,2 per cento nel 2003), riflettendo la forte ripresa in Brasile e in Messico e la prosecuzione della crescita in Argentina agli alti ritmi dell'anno precedente. In Africa l'attività produttiva è aumentata del 5,1 per cento (4,6 per cento nel 2003), consentendo un incremento del reddito pro capite del 2,9 per cento, il più elevato dal 1996; ritmi di sviluppo analoghi sono stati conseguiti anche nell'area subsahariana. Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che, dal 1° maggio del 2004, sono entrati a far parte della Unione europea (UE) l'attività produttiva ha accelerato rispetto all'anno precedente; in Polonia e

in Ungheria il prodotto è aumentato del 5,3 e del 4,0 per cento, rispettivamente, grazie anche al positivo apporto del settore estero.

L'abbondante liquidità, assieme al miglioramento delle condizioni macroeconomiche, ha favorito un ulteriore, significativo aumento dei flussi di capitale privato alle economie emergenti di cui circa i due terzi si sono diretti verso i paesi dell'Asia. Le favorevoli condizioni di accesso al credito internazionale hanno stimolato un aumento dell'indebitamento dei paesi emergenti, anche con l'obiettivo da parte dei debitori di allungare la scadenza e di ridurre i costi. Il debito dei settori pubblici, in larga parte detenuto da operatori esteri, rimane tuttavia ancora elevato, sebbene lo scorso anno sia diminuito in rapporto al prodotto in numerosi paesi.

Alla fine di febbraio 2005 sono scaduti i termini di adesione alla proposta delle autorità argentine di ristrutturazione del debito pubblico, che era stato dichiarato in stato di insolvenza all'inizio del 2002. La proposta è stata sottoscritta dai creditori per un importo complessivo di 62,3 miliardi di dollari, pari al 76,2 per cento del controvalore facciale del debito da ristrutturare. In occasione dei recenti incontri presso il Fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca Mondiale, la comunità internazionale, allo scopo di evitare un precedente gravemente negativo per gli equilibri finanziari mondiali, ha sollecitato le autorità argentine ad affrontare e definire in tempi rapidi la ristrutturazione della parte restante del debito.

Gli Stati Uniti

Nel 2004 negli Stati Uniti la crescita del prodotto è salita al 4,4 per cento, dal 3,0 nell'anno precedente, sospinta dall'ulteriore aumento dei profitti e della ricchezza delle famiglie; si è attenuato l'orientamento fortemente espansivo assunto dalla politica economica negli anni precedenti. Grazie ai cospicui guadagni di produttività che hanno contenuto il costo del lavoro, il rincaro del petrolio ha avuto riflessi limitati sull'inflazione di fondo; dopo l'aumento nei primi mesi dell'anno, questa si è stabilizzata su valori moderati. Anche le aspettative sull'evoluzione dei prezzi nel lungo periodo, desumibili dagli indicatori finanziari e dalle inchieste presso gli operatori, sono rimaste basse e stabili.

In tale contesto la Riserva federale, da giugno, ha mutato l'orientamento della politica monetaria: il tasso di interesse obiettivo sui federal funds, ridotto sino all'1 per cento nel giugno del 2003, è stato aumentato otto volte, fino al 3 per cento nel maggio dell'anno in corso. Calcolati sulla base dell'inflazione di fondo, i tassi di interesse reali a breve termine, pressoché nulli all'inizio del 2004, sono saliti di oltre un punto percentuale.

L'inversione della politica monetaria, predisposta dalla banca centrale nei mesi precedenti con particolare cura degli aspetti di comunicazione agli operatori, non ha avuto ripercussioni sui mercati finanziari. Contrariamente a quanto avvenuto in occasione dell'inversione nel febbraio del 1994, i rendimenti sulle scadenze più lunghe sono diminuiti.

Anche l'indirizzo della politica di bilancio è divenuto meno espansivo, ma sui conti pubblici hanno continuato a pesare gli effetti delle misure prese negli anni precedenti. Nell'esercizio fiscale 2004 il disavanzo federale, beneficiando della forte crescita dell'attività produttiva, è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al 2003, al 3,6 per cento del prodotto; l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è sceso leggermente, dal 4,6 al 4,4 per cento del prodotto. Nell'esercizio fiscale 2005, secondo le valutazioni più recenti del Congressional Budget Office, il disavanzo federale dovrebbe ridursi lievemente, al 3,2 per cento del prodotto.

Nel 2004 i consumi privati hanno continuato a fornire il principale sostegno alla crescita della domanda, segnando nell'anno un'espansione di poco inferiore al 4 per cento. Con il ritorno a ritmi di incremento dell'occupazione in linea con quelli realizzati in precedenti fasi di espansione, le condizioni del mercato del lavoro, correnti e attese, sono nettamente migliorate, sostenendo la spesa delle famiglie. Un importante impulso è derivato anche dall'aumento della ricchezza netta, reale e finanziaria. Il tasso di risparmio delle famiglie è sceso alla fine dell'anno su livelli storicamente bassi.

L'attività di accumulazione si è rafforzata rispetto al 2003; grazie alla crescita dei profitti, l'aumento degli investimenti ha potuto essere finanziato agevolmente, senza ostacolare il consolidamento patrimoniale delle imprese. L'espansione dei profitti avviatasi all'inizio del 2002 appare eccezionale se raffrontata con analoghe fasi cicliche; è da ricondurre alla moderazione salariale e, soprattutto, agli elevati incrementi di produttività derivanti dalla diffusione e dall'utilizzo sempre più pervasivo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Pur registrando una forte decelerazione nel secondo semestre, la produttività del lavoro nel settore privato, nel 2004, è aumentata del 4,1 per cento, a fronte del 4,4 nel precedente biennio e del 2,5 nella seconda metà degli anni novanta. Il rallentamento negli ultimi trimestri è da ricondurre alla ripresa della crescita dell'occupazione nei servizi; nel settore manifatturiero la produttività ha continuato a espandersi a ritmi superiori al 5 per cento.

Il permanere di un divario di crescita della domanda interna rispetto a quella prevalente nelle altre principali aree industriali ha determinato un ulteriore peggioramento del profondo, strutturale squilibrio dei conti con l'estero degli Stati Uniti: in rapporto al prodotto, il disavanzo di parte cor-

rente della bilancia dei pagamenti è aumentato dal 4,8 per cento nel 2003 al 5,7 nel 2004. L'indebolimento del dollaro è stato insufficiente a invertire la tendenza all'aumento del deficit commerciale. Assieme alla ripresa dei corsi azionari e obbligazionari sui mercati internazionali, ha però contribuito a contenere l'espansione del debito netto estero degli Stati Uniti. Si può stimare che nel triennio 2002-04 tale effetto si sia commisurato alla metà circa del disavanzo corrente cumulato nello stesso periodo; anche in conseguenza dell'elevata crescita del prodotto, dal 2002 il rapporto tra debito estero netto e PIL è rimasto sostanzialmente stabile, attorno al 25 per cento.

Nel 2004 il disavanzo esterno degli Stati Uniti ha continuato a essere finanziato in un contesto di relativa stabilità del dollaro e di tassi di interesse bassi. Circa un quarto degli afflussi netti di fondi dall'estero è derivato dall'acquisizione di attività denominate nella valuta statunitense, principalmente titoli obbligazionari pubblici, effettuata da parte delle autorità di altri paesi, in particolare quelle della Cina e del Giappone.

Anche in conseguenza dell'attuazione di strategie di cambio aventi come riferimento la moneta statunitense, il deprezzamento del dollaro, in termini effettivi, è stato, finora, del 15 per cento dal febbraio 2002. Al termine dei recenti incontri di Washington i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno ribadito che, al fine di favorire la correzione graduale, diffusa e basata su meccanismi di mercato, degli squilibri finanziari mondiali, è auspicabile una maggiore flessibilità dei tassi di cambio di quelle valute che mancano di questo requisito.

Secondo recenti valutazioni dell'OCSE – nell'ipotesi che il dollaro non si deprezzi ulteriormente e che permanga un differenziale positivo di crescita della domanda interna degli Stati Uniti rispetto a quella delle altre principali economie industriali, seppure inferiore a quello attuale – il disavanzo corrente statunitense aumenterebbe ancora, fino al 7 per cento del prodotto alla fine del decennio in corso. Queste tendenze segnalano la necessità di una più rapida espansione della domanda interna in Europa e in Asia e soprattutto di un aumento del risparmio, privato e pubblico, degli Stati Uniti che attualmente si colloca su livelli molto bassi (2,0 per cento del prodotto, al netto degli ammortamenti). Il piano di bilancio presentato dall'Amministrazione lo scorso febbraio, tuttora in fase di valutazione da parte del Congresso, delinea una graduale riduzione del disavanzo federale nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del prodotto nel 2010. Da parte di numerosi analisti sono stati espressi dubbi circa la possibilità di conseguire questo obiettivo, in relazione alle difficoltà politiche connesse con il ridimensionamento delle spese discrezionali, incluse quelle per la difesa.

L'area dell'euro

Nel 2004 nell'area dell'euro l'attività produttiva è tornata a espandersi dopo il ristagno nell'anno precedente (cfr. la sezione B: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*). Il prodotto è aumentato del 2,1 per cento; il divario di crescita rispetto agli Stati Uniti si è mantenuto elevato, prossimo a quello registrato nel 2003. Dopo l'aumento nella prima metà dell'anno, sospinto dalla ripresa dei consumi, l'attività produttiva si è indebolita, risentendo soprattutto dell'andamento negativo del settore estero. I consumi delle famiglie sono aumentati dell'1,2 per cento nella media dell'anno, segnando una decelerazione nel secondo semestre. La spesa per investimenti, in diminuzione dal 2001, è tornata a espandersi. La ripresa, tuttavia, è stata debole, soprattutto ove si tenga conto del recupero di redditività delle imprese e del permanere di favorevoli condizioni monetarie e finanziarie. Il contributo del settore estero, pressoché nullo nella media dell'anno, è risultato negativo nel secondo semestre, principalmente in seguito all'accelerazione delle importazioni.

Nel 2004 l'inflazione al consumo, risentendo del rincaro energetico, è progressivamente aumentata, dall'1,9 per cento in gennaio al 2,4 in dicembre; nel marzo scorso si è ridotta al 2,1 per cento. L'Eurosistema ha mantenuto invariato, al 2 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; le condizioni monetarie nell'area sono rimaste accomodanti (cfr. la sezione D: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è lievemente diminuito, dal 2,9 per cento nel 2003 al 2,8 per cento del prodotto (cfr. la sezione C: *La finanza pubblica*). Nel 2004 l'orientamento della politica di bilancio è stato neutrale; secondo recenti stime della Commissione europea, depurato degli effetti del ciclo, il disavanzo è rimasto stabile rispetto al 2003, al 2,3 per cento del prodotto; anche la componente strutturale dell'avanzo primario si sarebbe mantenuta pressoché invariata, all'1,0 per cento del prodotto.

L'Asia

Nel 2004 in Giappone il prodotto è aumentato del 2,7 per cento (1,4 nel 2003). L'espansione, avviatasi nel 2002 e innescata dalla ripresa delle esportazioni verso gli altri paesi asiatici, dopo il buon risultato del primo trimestre del 2004 si è arrestata, risentendo del calo della domanda internazionale di prodotti a tecnologia avanzata.

In un contesto di rallentamento dell'attività produttiva e di prezzi al consumo ancora leggermente in calo, la Banca del Giappone ha mantenuto,

nel corso del 2004, la strategia incentrata su un'ampia offerta di liquidità e su tassi d'interesse nominali a breve termine prossimi allo zero. È stato confermato, dopo l'ulteriore aumento deciso all'inizio dell'anno, l'obiettivo quantitativo stabilito nel marzo 2001, basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale. La politica di bilancio ha assunto un orientamento moderatamente restrittivo: secondo recenti valutazioni dell'OCSE, nel 2004 il disavanzo pubblico, al netto degli effetti del ciclo, è diminuito di un punto percentuale, al 5,9 per cento del prodotto. Tale riduzione segna un primo passo lungo il sentiero del riequilibrio dei conti pubblici annunciato dalle autorità, che dovrebbe portare al conseguimento di un avanzo del saldo di bilancio primario nel 2010 (nel 2004 il disavanzo primario è stato pari al 5,3 per cento del prodotto).

Nel 2004 nei paesi emergenti dell'Asia (incluse le economie di recente industrializzazione) l'attività produttiva ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, prossimi all'8 per cento. In Cina, il prodotto è aumentato del 9,5 per cento, l'incremento più elevato dal 1996. Il contenimento dell'espansione del credito, avviato dalle autorità cinesi nei primi mesi dell'anno, ha avuto effetti limitati sugli investimenti, che hanno proseguito la loro rapida crescita; si sono, invece, attenuate nell'ultima parte dell'anno le pressioni inflazionistiche.

Tra il 1978 e il 2004 il ritmo medio di sviluppo dell'economia cinese è stato superiore al 7 per cento all'anno. Nello stesso periodo il prodotto è aumentato di 6 volte, giungendo a rappresentare, sulla base delle parità dei poteri di acquisto, quasi il 14 per cento di quello mondiale (circa il 4 per cento se valutato ai cambi correnti); il prodotto pro capite è quintuplicato; anche il tasso di incremento della produttività del lavoro è stato considerevole, pari in media a circa il 7 per cento all'anno.

La forte crescita della Cina costituisce per l'economia mondiale una importante opportunità per l'impulso che riesce a imprimere alla domanda degli altri paesi, in particolare di quelli dell'Asia. Si tratta, tuttavia, di un processo di sviluppo che presenta elementi di squilibrio e di vulnerabilità. L'espansione dell'attività produttiva, ancorché rilevante, è stata meno intensa di quella registrata da altri paesi asiatici, in primo luogo dal Giappone, in analoghe fasi di sviluppo economico. Vi sono indizi, in Cina, di un utilizzo poco efficiente delle risorse, anche in relazione al basso livello dei tassi di interesse. La distribuzione del reddito è fortemente sperequata. L'inadeguatezza del sistema di sicurezza sociale spinge le famiglie a risparmiare, per motivi precauzionali. Rischia di accentuarsi la conflittualità sociale, sollecitata dal forte aumento dei divari di reddito. L'ordinamento giuridico, nelle norme e nella loro applicazione, stenta a tutelare i diritti, come una economia di mercato richiede. Sembrano acuirsi i fattori di instabilità geopolitica nell'area.

Le prospettive

Le previsioni più recenti, rese note dall’FMI lo scorso aprile, indicano per il 2005 tassi di sviluppo del prodotto e del commercio mondiali del 4,3 e del 7,4 per cento, rispettivamente. I divari di crescita fra le principali aree industriali si manterrebbero elevati; gli Stati Uniti e l’Asia emergente continuerebbero a costituire i motori della domanda nell’attività economica mondiale. L’economia statunitense rallenterebbe al 3,6 per cento, portandosi in linea con l’espansione del potenziale produttivo, in seguito al progressivo affievolirsi dello stimolo fornito dalle politiche economiche. In Giappone il prodotto aumenterebbe solo dello 0,8 per cento, risentendo soprattutto del deludente andamento nel 2004; nel corso dell’anno si prevede un rafforzamento delle componenti interne della domanda. Nell’area dell’euro l’attività economica crescerebbe dell’1,6 per cento; tale valore sarebbe il risultato di andamenti diversi fra paesi: in Germania il prodotto aumenterebbe dello 0,8 per cento, in Francia del 2,0, in Spagna del 2,8. Grazie al positivo andamento nel Regno Unito e nei nuovi paesi membri, nella UE l’attività economica si espanderebbe del 2,1 per cento. Per le economie emergenti si prevede un generalizzato consolidamento della crescita a ritmi generalmente di poco inferiori a quelli registrati nel 2004. L’area asiatica, che rappresenta circa un quarto del prodotto mondiale, risulterebbe anche quest’anno la più dinamica con un incremento dell’attività produttiva del 7 per cento circa; in Cina e in India il prodotto aumenterebbe dell’8,5 e del 6,7 per cento, rispettivamente. In America latina la crescita, pari al 4,1 per cento, sarebbe inferiore a quella del 2004 risentendo della decelerazione dell’attività produttiva in Brasile e in Argentina. In Africa l’aumento del prodotto si manterrebbe elevato (5,0 per cento) anche in rapporto alla popolazione (3 per cento).

Lo scenario sopra delineato presenta rischi. Il prezzo del petrolio è notevolmente aumentato nei primi mesi del 2005, fino a superare i 50 dollari al barile. Negli Stati Uniti e nell’area dell’euro questi incrementi hanno presumibilmente inciso sul reddito disponibile e sul clima di fiducia delle famiglie nel primo trimestre dell’anno in corso; se ritenuti persistenti, come segnala l’attuale curva dei futures, potrebbero iniziare a influire anche sulle aspettative d’inflazione. L’altro elemento di preoccupazione riguarda il disavanzo di conto corrente della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. La capacità dei mercati internazionali dei capitali di finanziare ampi squilibri tra risparmio e investimenti è notevolmente cresciuta dagli anni novanta; tuttavia a causa della dimensione, corrente e attesa, del deficit statunitense potrebbero innescarsi correzioni eccessive dei rapporti di cambio fra le principali valute e dei tassi di interesse statunitensi, con gravi ripercussioni sulla ricchezza dei vari paesi e sull’andamento dell’economia mondiale.

I risultati conseguiti nei primi mesi dell'anno in corso risultano sostanzialmente in linea con lo scenario delineato dall'FMI. Nel primo trimestre la crescita del prodotto degli Stati Uniti è leggermente diminuita al 3,5 per cento in ragione d'anno, risentendo dell'indebolimento, superiore alle attese, dell'attività di accumulazione. Le buone condizioni di redditività delle imprese e il livello ancora relativamente basso del rapporto fra investimenti produttivi e valore aggiunto lasciano prefigurare comunque un rafforzamento della accumulazione nei prossimi trimestri; l'espansione dell'occupazione, aumentata in misura significativa anche in aprile, continuerebbe a sostenere i consumi, compensando gli effetti negativi derivanti dal rincaro del petrolio. Le tensioni sui prezzi sono rimaste contenute. In tale contesto la Riserva federale dovrebbe proseguire l'azione di attenuazione graduale dello stimolo monetario; dopo l'ultimo rialzo all'inizio del mese di maggio, i mercati si attendono che il tasso sui federal funds venga portato al 3,75 per cento alla fine dell'anno.

Secondo stime preliminari, nell'area dell'euro il prodotto sarebbe aumentato, nel primo trimestre del 2005, del 2,0 per cento in ragione d'anno; sono però emersi segnali di indebolimento dell'attività produttiva nel secondo. In Giappone l'attività produttiva ha ripreso a espandersi; nel primo trimestre dell'anno in corso l'incremento, pari al 5,3 per cento in ragione d'anno, è derivato soprattutto dalla forte ripresa dei consumi. In Cina, nello stesso periodo, il prodotto ha registrato un incremento del 9,5 per cento.

LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

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

Stati Uniti. – Dopo avere preso vigore nella primavera del 2003, l'attività economica negli Stati Uniti si è rafforzata nel 2004, espandendosi del 4,4 per cento (tav. A1). La graduale attenuazione dell'impulso fornito dalle politiche economiche è stata più che compensata dal sostegno derivante dalla accelerazione dell'occupazione e dall'ulteriore miglioramento della redditività delle imprese; quest'ultima ha continuato a beneficiare di un andamento sostenuto della produttività del lavoro. Il rincaro dei beni energetici ha influito in misura contenuta sull'inflazione di fondo, aumentata moderatamente nella prima parte dell'anno anche in seguito alla progressiva riduzione dei margini di capacità inutilizzata dell'economia.

L'espansione dei consumi, pari al 3,8 per cento nella media dell'anno, contro il 3,3 nel 2003, ha tratto sostegno dall'accelerazione del reddito disponibile e dall'ulteriore incremento della ricchezza netta delle famiglie. L'aumento del reddito disponibile, pari al 3,7 per cento in termini reali (2,3 nel 2003), è da ricondurre principalmente all'andamento dei redditi da lavoro; l'apporto degli sgravi fiscali e dei trasferimenti pubblici, pari al 30 per cento circa nel 2003, è divenuto marginale; il rincaro dei prodotti energetici ha sottratto al reddito disponibile circa 0,8 punti percentuali. La ricchezza netta delle famiglie è salita nel corso dell'anno dal 546 al 562 per cento del reddito disponibile, a causa principalmente della rivalutazione del patrimonio immobiliare (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). L'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, benché divenuta meno intensa nel corso del 2004, ha continuato a sostenere i consumi. Il saggio di risparmio delle famiglie ha registrato una ulteriore flessione, attestandosi all'1,3 per cento nella media dell'anno.

Il risparmio delle famiglie ha segnato una marcata tendenza flettente negli ultimi venticinque anni, diminuendo, nella definizione al netto degli ammortamenti, dal 7,2 per cento del PIL (10 per cento del reddito disponibile) nel 1980 all'1 nel 2004 (1,3 per cento del reddito disponibile; fig. A1). La tendenza è riconducibile all'operare di diversi fattori.

Negli anni ottanta la riduzione del tasso di risparmio delle famiglie ha soprattutto riflesso l'ampliamento delle opportunità di accesso al mercato del credito. Dalla metà de-

gli anni novanta avrebbe influito il miglioramento delle aspettative di reddito nel medio-lungo periodo, indotto dall'accelerazione della produttività del lavoro. Un ulteriore contributo è provenuto nell'ultimo decennio dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e immobiliari, che ha reso possibile un incremento medio annuo della ricchezza netta pari a 35,8 punti percentuali del reddito disponibile, valore superiore a quello registrato nei precedenti quindici anni (33,3 punti).

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	2003	2004	2004				2005
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
Stati Uniti							
PIL	3,0	4,4	4,5	3,3	4,0	3,8	3,5
Consumi delle famiglie (1)	3,3	3,8	4,1	1,6	5,1	4,2	3,6
Spesa delle Amministrazioni pubbliche (2)	2,8	1,9	2,5	2,2	0,7	0,9	-0,2
Investimenti privati fissi lordi ...	5,1	10,3	4,5	13,9	8,8	10,5	5,3
Variazione delle scorte (3)	-0,1	0,4	1,2	0,8	-1,0	0,5	0,8
Esportazioni nette (3)	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-0,1	-1,4	-0,7
Giappone							
PIL	1,4	2,7	5,6	-0,8	-1,0	0,1	5,3
Consumi delle famiglie (1)	0,2	1,5	2,7	0,2	-0,4	-1,4	4,7
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,2	2,7	5,7	2,9	1,2	2,5	3,0
Investimenti fissi lordi	0,9	1,7	1,5	-5,8	-1,3	-0,5	3,1
Variazione delle scorte (3)	0,2	0,2	1,7	-1,0	..	0,8	1,7
Esportazioni nette (3)	0,6	0,8	1,1	1,0	-0,6	-0,2	-0,3
Area dell'euro							
PIL	0,5	2,1	2,9	1,8	1,0	0,6	2,0
Consumi delle famiglie (1)	1,1	1,2	2,9	0,1	0,4	2,3	....
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	1,6	1,6	0,8	1,3	2,4	1,0	....
Investimenti fissi lordi	-0,4	2,1	-0,6	2,0	1,9	2,3	....
Variazione delle scorte (3) (4)	0,3	0,5	-0,4	0,4	2,2	-0,7	....
Esportazioni nette (3)	-0,6	0,1	1,7	0,7	-2,4	-0,6	....
Regno Unito							
PIL	2,2	3,1	2,7	3,9	2,2	2,8	2,0
Consumi delle famiglie (1)	2,3	3,3	4,8	3,2	3,1	1,1	1,3
Spesa delle Amministrazioni pubbliche	3,2	4,7	3,6	2,8	4,7	3,4	2,8
Investimenti fissi lordi	2,3	5,6	1,0	10,7	4,3	2,3	-0,1
Variazione delle scorte (3) (4) .....	..	-0,2	-2,7	-1,0	1,2	1,9	-0,8
Esportazioni nette (3)	-0,4	-0,8	0,7	0,4	-2,6	-1,0	1,4

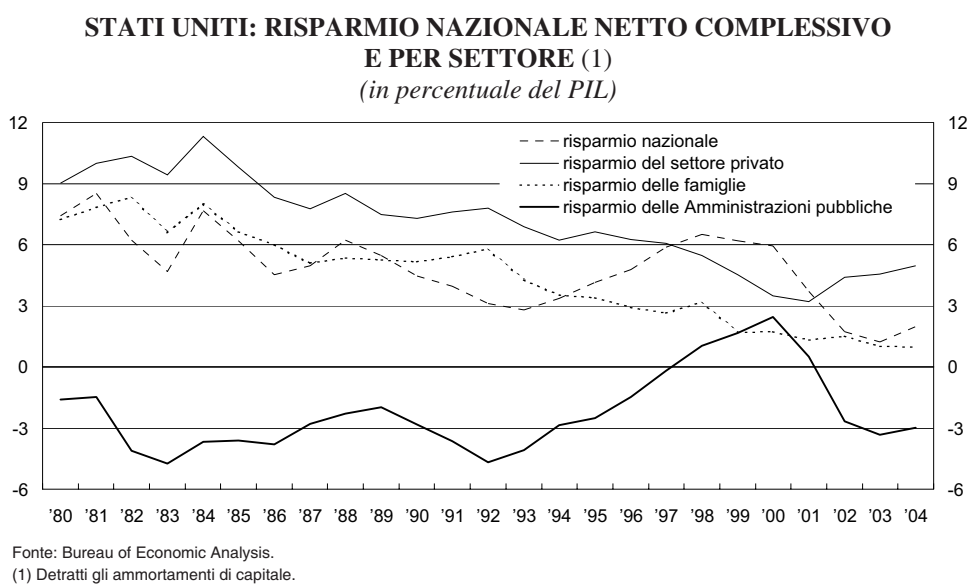
Fonte: Eurostat e statistiche nazionali.

(1) Spesa per consumi delle famiglie residenti e 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.

Al basso livello del saggio di risparmio corrisponde peraltro un rapporto tra la ricchezza netta e il reddito disponibile delle famiglie relativamente contenuto (562 per cento) nel confronto internazionale.

Il risparmio nazionale, nella definizione al netto degli ammortamenti, è sceso rapidamente negli ultimi anni: dal 6,5 per cento del PIL nel 1998, all'1,2 nel 2003, il valore più basso dal secondo dopoguerra, per poi registrare un lieve recupero nel 2004, al 2 per cento. La flessione registrata tra il 1998 e il 2003 ha riflesso, oltre alla progressiva riduzione del risparmio delle famiglie, la caduta di quello delle Amministrazioni pubbliche, intervenuta tra il 2000 e il 2003, pari a poco meno di 6 punti percentuali di PIL. Il recupero registrato nel 2004 è principalmente scaturito dalla ripresa dei profitti delle imprese, in atto dal 2001.

Fig. A1



L'accumulazione di capitale da parte delle imprese, in ripresa dal secondo trimestre del 2003, si è rafforzata lo scorso anno, fornendo un rilevante contributo alla crescita (1,1 punti percentuali nella media dell'anno). Gli investimenti produttivi sono aumentati del 10,6 per cento, riflettendo l'espansione di quelli nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, il graduale rafforzamento della spesa in macchinari industriali e la lieve ripresa, dopo tre anni di consistenti riduzioni, di quella in impianti. I piani di investimento hanno continuato, tuttavia, a essere improntati a cautela. Dopo tre anni di ripresa, l'incidenza degli investimenti produttivi sul PIL rimane ancora nettamente inferiore a quella raggiunta prima della recessione del 2001.

I profitti delle società non finanziarie, nella definizione di contabilità nazionale, hanno continuato a espandersi a ritmi molto elevati, pari al 26,5 per cento nella media del 2004. Poiché i fondi generati internamen-

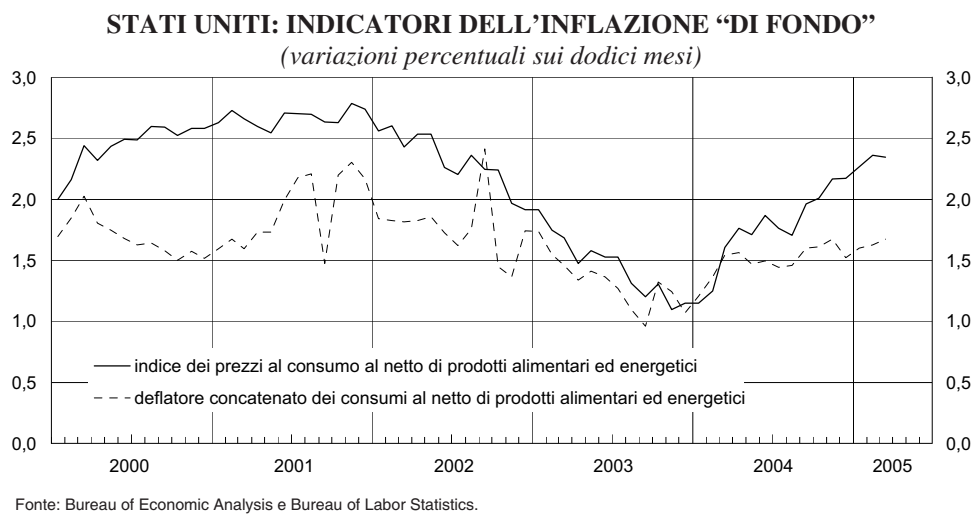
te sono risultati nell'ultimo triennio sistematicamente superiori a quelli destinati agli investimenti, ne è derivato un netto miglioramento delle condizioni patrimoniali (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Anche nel 2004 l'aumento considerevole dei profitti ha tratto principalmente impulso dalla produttività del lavoro. Nel settore delle imprese non agricole essa è cresciuta del 4,1 per cento, dal 4,4 nel biennio precedente. L'aumento del costo del lavoro nello stesso settore è stato pari al 4,5 per cento, dal 4 nel 2003 e 3,2 nel 2002. Il rallentamento della produttività registrato nel secondo semestre del 2004 potrebbe segnalare il parziale esaurimento in alcuni settori delle opportunità di riorganizzazione dei processi produttivi. I guadagni di efficienza conseguiti attraverso tale riorganizzazione potrebbero avere innalzato, nei primi anni dell'attuale fase di espansione, il tasso di crescita della produttività al di sopra del suo livello strutturale, generalmente stimato tra il 2,5 e il 3,0 per cento. La decelerazione non ha, tuttavia, interessato il comparto manifatturiero, dove la produttività ha continuato ad aumentare a un ritmo annuo superiore al 5 per cento anche nella seconda metà dell'anno.

L'occupazione dipendente nel settore non agricolo è aumentata complessivamente di circa due milioni e duecentomila unità (pari in media a circa 180.000 unità al mese) nel corso del 2004; è stata recuperata pressoché integralmente la perdita di posti di lavoro subita nella recessione del 2001 e fino alla metà del 2003. L'aumento dell'occupazione ha riguardato per poco meno dell'85 per cento il settore dei servizi e per oltre il 10 per cento quello delle costruzioni; nel settore manifatturiero, che aveva subito le perdite più cospicue, l'occupazione non ha ancora ripreso ad aumentare. Il tasso di disoccupazione è diminuito dal 5,7 per cento dell'inizio dell'anno al 5,4 in dicembre; alla riduzione ha contribuito il permanere del tasso di partecipazione alle forze di lavoro su un livello inferiore a quello registrato in precedenti fasi espansive.

Escludendo i beni energetici e alimentari, l'inflazione al consumo ha registrato un aumento contenuto e graduale nel 2004, riflettendo principalmente la ripresa dei prezzi dei beni manufatti. L'incremento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è salito dall'1,1 per cento nel gennaio 2004 al 2,3 nel marzo 2005. Nello stesso periodo l'aumento del deflatore dei consumi, anch'esso depurato delle componenti più erratiche, è stato assai più contenuto: dall'1,2 all'1,7 per cento (fig. A2). Quest'ultimo indicatore è quello a cui la Riserva federale attribuisce maggiore rilievo nelle sue valutazioni sui rischi di inflazione dell'economia statunitense, in quanto riflette in maniera più adeguata la gamma di beni e servizi effettivamente consumati.

Fig. A2



Il crescente divario, manifestatosi nel corso del 2004, tra la dinamica del primo indicatore e quella del secondo è il risultato di molteplici fattori. Esso è in parte riconducibile alla diversa metodologia di costruzione dei due indici: mentre l'indice dei prezzi al consumo viene calcolato con riferimento a un paniere fisso di beni e servizi, aggiornato con periodicità biennale, il deflatore dei consumi incorpora le modifiche nel tempo della composizione della spesa. Si può stimare che, nel marzo 2005, il fattore statistico contribuisca a spiegare circa 0,4 punti percentuali del divario osservato tra i due indicatori, pari complessivamente a 0,7 punti.

La diversa dinamica è anche da ricondurre alle differenze tra i due indicatori nel grado di copertura, oltre che nei pesi attribuiti a talune categorie di beni e servizi. Il grado di copertura del deflatore dei consumi è più ampio; i premi per le assicurazioni sanitarie a carico dei datori di lavoro costituiscono un rilevante esempio di una componente che rientra nel computo del deflatore dei consumi, ma è esclusa da quello dell'indice dei prezzi al consumo. Un esempio di differente ponderazione riguarda, invece, la maggiore incidenza dei costi degli alloggi nell'indice dei prezzi al consumo, che contribuisce a spiegare un'altra parte del divario recentemente emerso.

L'accelerazione dei prezzi registrata nel 2004 non si è riflessa in misura significativa sulle aspettative di inflazione: le più recenti previsioni, ricavate dai sondaggi di *Consensus Forecasts*, indicano per l'anno in corso un incremento dei prezzi al consumo, inclusi i beni energetici e alimentari, del 2,8 per cento, pressoché invariato rispetto al 2004, e per il 2006 una loro decelerazione al 2,5. Un elemento rassicurante del quadro inflazionistico è costituito dalla moderazione della crescita del costo del lavoro, che si è mantenuta, anche nel 2004 e per il quarto anno consecutivo, inferiore, in termini reali, a quella della produttività. Nonostante la ripresa dell'occupazione, non si sono manifestate tensioni salariali, segnalando che i margini di utilizzo del fattore lavoro sono ancora relativamente ampi.

Nel primo trimestre dell'anno in corso il ritmo di crescita del prodotto è diminuito al 3,5 per cento in ragione d'anno, dal 3,8 nel quarto trimestre del 2004. Il rallentamento, in larga parte inatteso, è soprattutto derivato dalla netta decelerazione degli investimenti, che non ha peraltro interessato quelli residenziali e quelli nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Sulla spesa in beni capitali ha influito il venire meno nel dicembre 2004 di agevolazioni fiscali che avevano indotto ad anticipare gli acquisti nella seconda metà dello scorso anno. I consumi, pur decelerando, hanno continuato a espandersi al 3,6 per cento. Il contributo alla crescita delle esportazioni nette si è mantenuto, invece, negativo. La produttività del lavoro nel settore delle imprese non agricole ha accelerato al 2,6 per cento, dal 2,1 nel precedente trimestre. Nei primi quattro mesi dell'anno la crescita dell'occupazione dipendente è proseguita a un ritmo di circa 210.000 unità al mese, superiore a quello registrato in media nel 2004.

Giappone. – Dal secondo trimestre del 2004 in Giappone l'attività produttiva, in rapido sviluppo nei trimestri precedenti, ha cessato di espandersi. L'arresto della crescita è stato determinato dal brusco rallentamento della domanda estera iniziato nella primavera; successivamente è venuto meno anche il sostegno delle componenti interne della domanda; i consumi hanno subito una flessione nel secondo semestre.

Grazie agli aumenti assai elevati segnati nel quarto trimestre del 2003 e nel primo del 2004, il prodotto è tuttavia aumentato del 2,7 per cento nell'anno, a fronte dell'1,4 nel 2003. La nuova metodologia di calcolo delle grandezze di contabilità nazionale, basata su indici di prezzo concatenati, ha comportato una diminuzione di circa un punto percentuale delle stime di crescita rispetto a quelle basate sulla metodologia precedente.

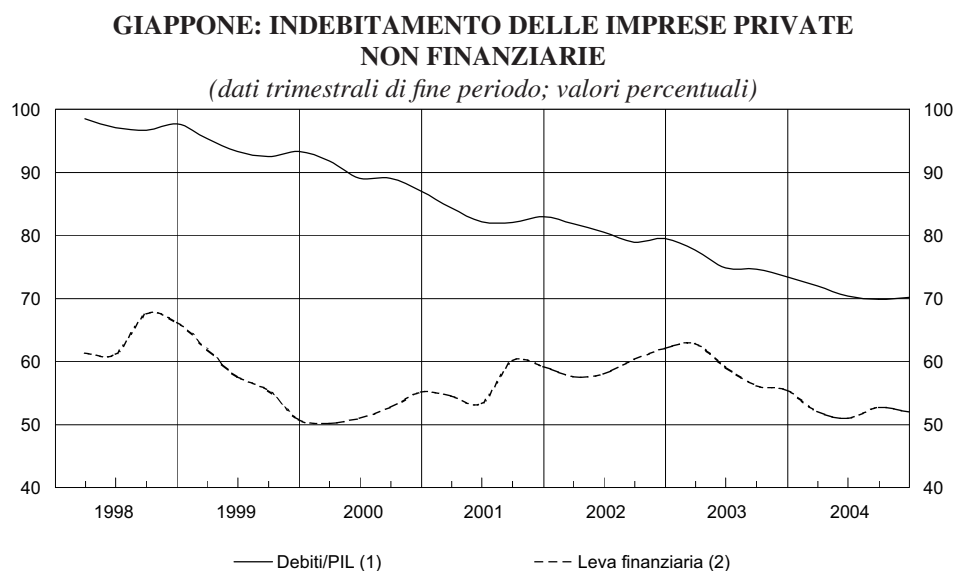
Gli investimenti fissi privati, pur segnando una netta decelerazione nel secondo semestre, nel complesso del 2004 sono cresciuti del 5,3 per cento, dal 4,8 nel 2003. Gli investimenti residenziali, in flessione nel precedente triennio, hanno registrato un aumento; è proseguita, invece, la riduzione di quelli in infrastrutture pubbliche, connessa con la strategia di graduale risanamento dei conti pubblici.

L'accumulazione ha continuato a trarre impulso dal recupero di redditività, a cui ha contribuito il processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria intrapreso dalla metà degli anni novanta. I profitti delle imprese non finanziarie sono aumentati del 23 per cento nel 2004, dal 12 nell'anno precedente; nel comparto manifatturiero il recupero di redditività ha continuato a fare leva sulla riduzione, che si protrae ininterrottamente dal 1999, dei costi del personale, diminuiti ancora del 2,2 per cento nel 2004.

È ulteriormente migliorata la situazione patrimoniale delle imprese; nel corso del 2004 l'indebitamento rapportato sia alla somma di passività e patri-

monio azionario proprio sia al PIL ha continuato a diminuire, collocandosi, alla fine dello scorso dicembre, al 52 e al 70 per cento, rispettivamente (fig. A3).

Fig. A3



Fonte: Banca del Giappone.

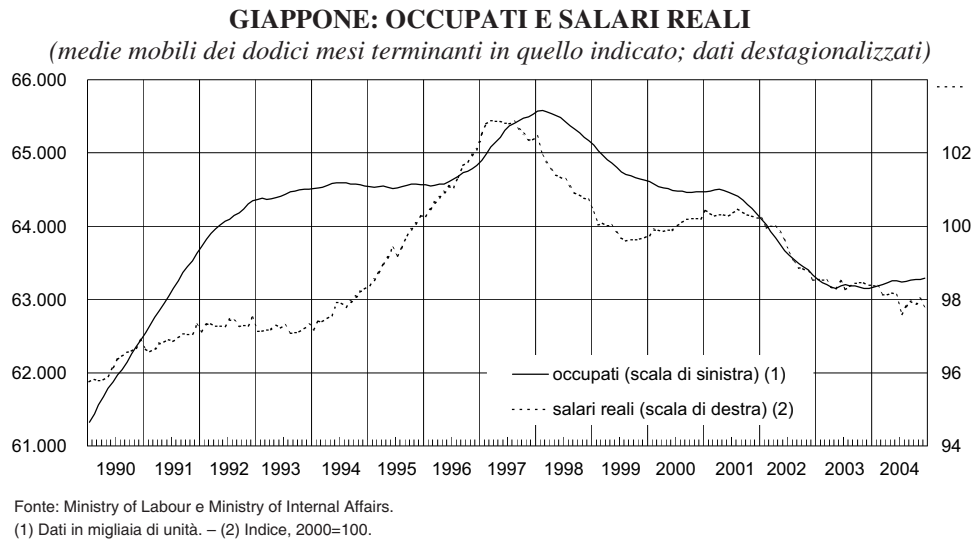
(1) Rapporto tra la consistenza delle passività e PIL; per quest'ultimo si è usata la somma del PIL dei 4 trimestri terminanti in quello indicato. - (2) Rapporto tra passività e somma di passività e azioni proprie.

Le esportazioni, in forte espansione nella prima parte dell'anno, hanno risentito successivamente dell'indebolimento della domanda internazionale nel comparto delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione; il ritmo di sviluppo, pari al 19,9 per cento nel primo semestre, in ragione d'anno, è sceso al 5,9 nel secondo.

I consumi privati sono aumentati dell'1,5 per cento nel 2004, dopo un biennio di ristagno, registrando tuttavia un netto indebolimento nel corso dell'anno.

Sulla spesa delle famiglie ha continuato a influire la situazione di debolezza del mercato del lavoro (fig. A4). Al graduale miglioramento dell'occupazione, in leggera ripresa per la prima volta dal 1997, si è associato il protrarsi del processo di sostituzione di lavoratori a tempo pieno, diminuiti dell'1 per cento, con quelli a tempo parziale, aumentati del 5,7. Il crescente peso di quest'ultima categoria di lavoratori, a cui viene attribuito un salario orario inferiore del 60 per cento a quello degli addetti a tempo pieno, ha contribuito a comprimere la dinamica delle retribuzioni. Il calo dei salari reali è stato pari allo 0,7 per cento nel 2004, dallo 0,4 nel 2003. Il tasso di disoccupazione, riflettendo soprattutto il proseguimento della tendenza flettente delle forze di lavoro, è sceso nella media dell'anno al 4,7 per cento, dal 5,3 nel 2003.

Fig. A4



La debolezza dei salari ha continuato a ostacolare il superamento definitivo della deflazione. L'indice dei prezzi al consumo, al netto delle componenti più erratiche, è diminuito anche nel 2004, dello 0,1 per cento (-0,3 nel 2003). I prezzi alla produzione, sospinti dal rincaro energetico, sono saliti dell'1,3 per cento, rispetto a una variazione negativa dello 0,8 nel 2003.

Nel primo trimestre del 2005 il prodotto è tornato a crescere, al ritmo del 5,3 per cento in ragione d'anno sulla base delle prime stime, riflettendo la netta ripresa della domanda privata per consumi (4,7 per cento) e investimenti (5,7 per cento). In base al sondaggio Tankan del marzo scorso, le imprese prevedono una moderata espansione dei piani di investimento nell'anno fiscale in corso.

Regno Unito. – Nel 2004 la crescita del prodotto è salita al 3,1 per cento, dal 2,2 nell'anno precedente. L'espansione dei consumi, sostenuta nella prima metà dell'anno, si è nettamente indebolita nel secondo semestre, risentendo anche della decelerazione dei valori immobiliari e dell'inasprimento delle condizioni monetarie. La ripresa dell'attività di investimento delle imprese (5,5 per cento nell'anno) è stata più contenuta di quella osservata in analoghe fasi cicliche; si è ampliato, rispetto al 2003, il contributo negativo del settore estero.

L'occupazione ha continuato a espandersi, di circa duecentomila unità nel corso del 2004; sebbene vi siano indicazioni di una situazione del mercato del lavoro prossima alla piena occupazione, la dinamica sa-

lariale è rimasta moderata. Nell'ultimo decennio la diseguaglianza nella distribuzione del reddito è rimasta pressoché costante su un livello elevato nel confronto internazionale (nel 2002 l'indice di Gini si collocava al 34 per cento).

Il favorevole andamento dei costi del lavoro per unità di prodotto ha contribuito a mantenere bassa la dinamica dei prezzi. L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, che ha sostituito dal dicembre 2003 quello dei prezzi al consumo al netto del costo dei mutui ipotecari come indice di riferimento della politica monetaria, dopo essersi attestata per gran parte dell'anno al di sotto dell'1,5 per cento, è successivamente aumentata, sino all'1,9 nell'aprile scorso.

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

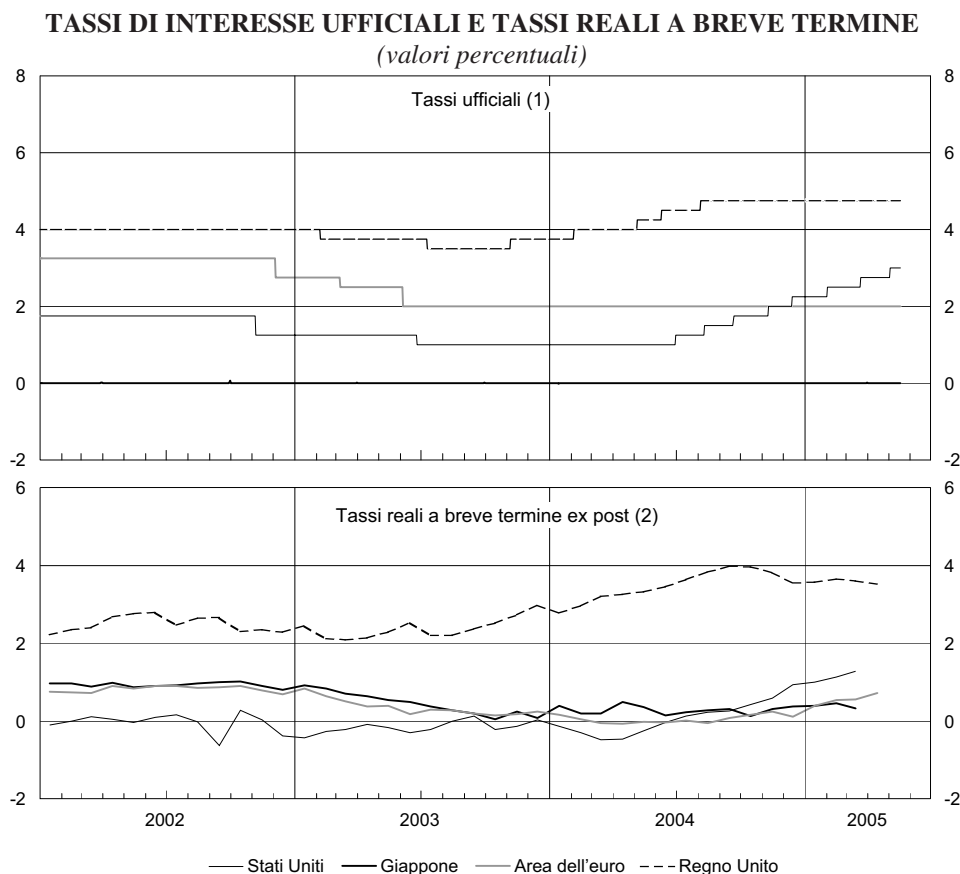
Le politiche monetarie. – Negli Stati Uniti la Riserva federale, dopo avere prefigurato nei comunicati condizioni monetarie meno espansive, il 30 giugno 2004 ha aumentato il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali. In ciascuna delle sette riunioni successive del Federal Open Market Committee (FOMC) il tasso di riferimento è stato innalzato dello stesso ammontare, per complessivi 1,75 punti percentuali, al 3 per cento (fig. A5). Nelle valutazioni della banca centrale le condizioni monetarie rimangono accomodanti e, unitamente alla crescita sostenuta della produttività, continueranno a fornire sostegno all'attività economica. Nonostante i segnali di accelerazione dei prezzi emersi nei primi mesi del 2005, le aspettative d'inflazione, specie sugli orizzonti lunghi, rimangono contenute. Ciò dovrebbe consentire alla Riserva federale di proseguire con gradualità nella sua azione.

Nei loro comunicati le autorità monetarie statunitensi hanno posto sempre più attenzione alla terminologia utilizzata, allo scopo di aumentare la trasparenza delle proprie valutazioni e delle proprie decisioni, con la finalità di ridurre la variabilità dei prezzi sui mercati finanziari e di mantenere le aspettative di inflazione su livelli contenuti (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nel corso dell'ultimo decennio la strategia di comunicazione della Riserva federale si è andata modificando in misura significativa. Prima del febbraio 1994 non veniva emesso alcun comunicato in occasione delle variazioni del tasso obiettivo sui federal funds e il nuovo valore di riferimento veniva segnalato agli operatori indirettamente, attraverso le operazioni di mercato aperto. Da quella data, la Riserva federale ha iniziato a emettere comunicati in occasione di ogni variazione del tasso obiettivo; dal maggio 1999 i comunicati vengono emessi al termine di ogni riunione, indipenden-

temente dalle decisioni prese. Dal gennaio del 2005 la Riserva federale ha deciso di anticipare la pubblicazione delle minute delle riunioni del FOMC: ora esse vengono rese pubbliche tre settimane dopo la riunione e, pertanto, prima di quella successiva; in precedenza venivano diffuse solo dopo la riunione successiva a quella a cui facevano riferimento.

Fig. A5



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Dati giornalieri. Per Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per Giappone: tasso overnight sul mercato monetario; per area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per 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, al netto delle componenti più erratiche, nei 12 mesi precedenti.

Secondo le indicazioni desumibili dai contratti futures sui federal funds, gli operatori scontano due ulteriori aumenti del tasso di riferimento, ciascuno di 0,25 punti percentuali, nell'arco delle prossime tre riunioni del FOMC in programma entro la fine di settembre dell'anno in corso.

Il tasso d'interesse a breve termine, deflazionato con la variazione nei precedenti dodici mesi del deflatore dei consumi al netto delle componenti più erratiche, pressoché nullo dalla fine del 2002, è aumentato gradualmente dall'estate dello scorso anno, fino all'1,3 per cento nel marzo dell'anno in corso.

In Giappone, il persistere di seppur lievi tendenze deflazionistiche ha indotto la Banca del Giappone a proseguire la strategia incentrata sull'espansione della liquidità, mantenendo, dal gennaio 2004, il saldo obiettivo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale a un livello compreso tra 30 e 35 mila miliardi di yen (pari al 7-8 per cento del totale dei crediti bancari), nonostante che in talune occasioni il mercato abbia mostrato riluttanza ad assorbire ulteriore liquidità. È stato ribadito l'impegno a proseguire nell'espansione monetaria fino a quando il tasso di incremento dei prezzi al consumo non sarà tornato su valori stabilmente positivi. Il tasso d'interesse a brevissimo termine è rimasto per tutto l'anno su valori prossimi allo zero.

Nel dicembre 2004 la base monetaria ha registrato un tasso di crescita sui dodici mesi prossimo al 4 per cento, nettamente inferiore a quello del dicembre 2003 (13 per cento). Al rallentamento ha probabilmente contribuito la sospensione degli interventi sul mercato dei cambi, effettuati dal Ministero delle Finanze per contrastare l'apprezzamento dello yen e non completamente sterilizzati dalla banca centrale. Nel 2004 e nei primi mesi dell'anno in corso il ritmo di contrazione del credito al settore privato è divenuto meno intenso; lo scorso marzo è stato pari allo 0,8 per cento, 1,3 punti percentuali in meno rispetto a dicembre 2003.

Le autorità monetarie giapponesi hanno, inoltre, continuato ad attuare misure volte a facilitare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese.

Sono proseguiti gli acquisti di asset-backed securities nell'ambito del piano avviato a luglio 2003 che prevede acquisti per un ammontare massimo di 1.000 miliardi di yen (pari allo 0,2 per cento del prodotto) da effettuarsi entro la fine di marzo 2006. Sono, invece, cessati gli acquisti di titoli azionari dalle banche commerciali, in seguito al raggiungimento dell'ammontare massimo acquistabile annunciato nel settembre 2002.

La Banca d'Inghilterra ha proseguito, fino ad agosto, l'azione di restrizione monetaria avviata nel novembre del 2003, innalzando progressivamente il tasso ufficiale dal 3,75 al 4,75 per cento, per contrastare l'espansione della domanda interna e contenere l'inflazione dei prezzi delle abitazioni. Da allora, in un contesto di rallentamento dei valori immobiliari e dei consumi, la banca centrale ha mantenuto invariate le condizioni monetarie.

Le politiche di bilancio. – Negli Stati Uniti l'impulso della politica di bilancio alla crescita della domanda si è attenuato, dopo essere stato molto forte nei due anni precedenti.

Il disavanzo federale al netto degli effetti del ciclo si è ampliato dal 2,5 nel 2003 al 3 per cento del prodotto potenziale nell'esercizio fiscale terminato lo scorso settembre.

Peraltro, in una diversa misurazione, che depura i saldi anche degli effetti di movimenti erratici di alcune voci di bilancio, il disavanzo federale strutturale si è ridotto nello stesso esercizio fiscale al 2,4 per cento del prodotto potenziale, dal 2,7 nel 2003.

Il disavanzo federale complessivo nell'ultimo esercizio fiscale è rimasto pressoché invariato rispetto al 2003, attestandosi a 412 miliardi di dollari, pari al 3,6 per cento del PIL. L'indebitamento netto degli Stati e delle amministrazioni locali si è ridotto a 79,8 miliardi, da 114,1 nel precedente esercizio; il loro risparmio netto, che esclude dal computo le spese in conto capitale e i relativi ammortamenti, è rimasto, come nei precedenti esercizi, prossimo a zero. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è stato di 508,2 miliardi, pari al 4,4 per cento del PIL, in lieve flessione dal 2003 (4,6 per cento).

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche viene stimato dal Bureau of Economic Analysis aggregando proprie stime del bilancio del governo federale (428,4 miliardi) e di quello degli Stati e delle altre amministrazioni locali (79,8 miliardi). La differenza tra la stima del disavanzo federale pubblicata dal Bureau of Economic Analysis (428,4 miliardi nell'esercizio fiscale 2004) e quella diffusa dall'Office of Management and Budget (412 miliardi), peraltro assai contenuta, deriva da una diversa ripartizione di alcune entrate e uscite tra anni fiscali contigui.

Le entrate federali sono aumentate del 5,5 per cento, dopo tre anni di consistenti flessioni; l'incremento è in gran parte riconducibile al gettito relativo alla tassazione dei profitti societari. Gli esborsi, pur in decelerazione rispetto al 2003, sono aumentati del 6,1 per cento, risentendo dell'espansione delle spese discrezionali destinate alla difesa. In un contesto di elevata crescita economica, l'incidenza sul prodotto sia delle entrate (16,3 per cento) sia delle spese (19,8 per cento) è rimasta pressoché invariata rispetto al precedente esercizio. Il progressivo formarsi di un ampio disavanzo del bilancio federale ha determinato un aumento del debito collocato sul mercato dal 33 al 37,2 per cento del prodotto tra la fine dell'anno fiscale 2001 e la fine del 2004; il debito federale complessivo è salito nello stesso periodo dal 57,4 al 63,7 per cento.

Nel febbraio dell'anno in corso l'Amministrazione ha presentato una proposta di bilancio diretta a conseguire una graduale riduzione del disavanzo federale nei prossimi anni fino all'1,3 per cento del PIL nel 2010. La proposta prevede un drastico ridimensionamento delle spese discrezionali; poggia inoltre sull'assunto di un aumento della pressione fiscale che trarrebbe origine dal combinarsi di favorevoli prospettive di crescita economica con la progressività dell'imposizione sul reddito delle persone, oltre che da meccanismi di drenaggio fiscale.

Nel più lungo periodo sui conti pubblici pesa il rischio derivante da una forte espansione della spesa previdenziale e di quella sanitaria. Quest'ultima (Medicare e Medicaid) salirebbe, secondo una stima prudente, al 12 per cento del PIL nel 2050, dal 4,1 nel 2004. Includendo i costi a carico di famiglie e imprese, l'incidenza sul prodotto della spesa sanitaria è elevata (14 per cento nel 2001) nel confronto internazionale. L'Amministrazione ha recentemente anticipato le principali linee guida di un progetto di riforma, ancora in corso di definizione, del sistema previdenziale pubblico (cfr. il riquadro: *Le prospettive del bilancio federale statunitense*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

Anche in Giappone la politica di bilancio ha assunto un orientamento meno espansivo nel 2004. Secondo le stime dell'OCSE, il disavanzo pubblico, inclusivo del saldo della previdenza sociale, è diminuito al 6,1 per cento del prodotto, dal 7,7 nel 2003; al netto degli effetti del ciclo, il miglioramento del saldo è stato pari a 1,1 punti percentuali. Il debito pubblico lordo, salito al 157,6 per cento del prodotto alla fine del 2004, dal 154,6 nel 2003, ha raggiunto un valore doppio rispetto a quello medio dei paesi dell'OCSE.

In Giappone, in presenza di un considerevole ammontare di attività finanziarie detenute dal settore pubblico, il debito pubblico netto è assai inferiore a quello lordo. Secondo le valutazioni dell'OCSE, esso aveva raggiunto il 78,4 per cento del PIL alla fine del 2004.

Il debito pubblico lordo viene in genere considerato una misura più adeguata per valutare la situazione delle finanze pubbliche di un paese. In Giappone, larga parte delle attività finanziarie detenute dal settore pubblico deriva dagli attivi precedentemente accumulati nel comparto della previdenza sociale; tali attività serviranno a fronteggiare obblighi pensionistici futuri. La misura del debito netto, d'altra parte, può fornire indicazioni più accurate al fine di valutare l'effettivo onere finanziario gravante sul debito. Nel 2003, in Giappone, circa metà della spesa per interessi sulle passività pubbliche lorde (3 per cento del PIL) è stata finanziata mediante gli introiti da interessi maturati sulle attività finanziarie.

Le due misure del debito offrono tuttavia indicazioni abbastanza simili per quanto riguarda la dinamica. Tra l'inizio degli anni novanta e la fine del 2004, il debito pubblico lordo è passato dal 65 al 157,6 per cento del PIL, quello netto dal 13 al 78,4 per cento.

Sulla base della legge di bilancio per l'anno fiscale iniziato nell'aprile 2005 la spesa complessiva dovrebbe rimanere pressoché invariata in termini nominali rispetto all'esercizio precedente. L'ulteriore riduzione, per il terzo anno consecutivo, della spesa per istruzione e per infrastrutture, verrebbe compensata dai maggiori oneri derivanti dal servizio del debito e dall'espansione della spesa previdenziale. All'aumento delle entrate fiscali, stimato attorno al 5 per cento in termini nominali, contribuirebbero la parziale rimozione di alcune agevolazioni fiscali introdotte nel 1999 e l'incremento dei contributi pensionistici previsto dalla riforma del sistema di previdenza sociale entrata in vigore lo scorso ottobre.

Nel giugno 2004 la Dieta ha approvato una riforma del quadro normativo tesa a limitare le ripercussioni negative dell'invecchiamento della popolazione sugli equilibri finanziari del sistema pensionistico pubblico a ripartizione. In Giappone la quota di anziani (persone di età superiore ai 65 anni) sulla popolazione attiva (in età compresa tra i 15 e i 64 anni) dovrebbe salire, secondo le stime dell'Istituto nazionale di ricerca sulla popolazione e la sicurezza sociale, dal 29 per cento nel 2004 al 42 nel 2015 e al 64 nel 2045.

La riforma recentemente varata prevede sia un graduale aumento dei contributi sia una progressiva riduzione dei benefici. È previsto un innalzamento dell'aliquota contributiva dei lavoratori dipendenti, il cui onere grava in parti uguali su lavoratori e datori di lavoro, dall'attuale 13,58 per cento della retribuzione lorda annua, al 18,3 entro il 2017; le aliquote di contribuzione per l'impiego nel settore pubblico, attualmente comprese tra il 13,03 e il 14,38 per cento, dovranno uniformarsi a quelle del settore privato entro il 2009. Il contributo che grava sui lavoratori autonomi, consistente in una somma fissa, salirà dagli attuali 13.300 yen mensili a 16.600 yen entro il 2017. Inoltre è stata innalzata la quota minima del sussidio pubblico al sistema pensionistico nazionale, dal 33 al 50 per cento degli esborsi totali entro il 2009.

Per quanto riguarda i benefici pensionistici, è prevista una loro progressiva diminuzione da conseguirsi mediante un meccanismo di indicizzazione tale da riflettere sia la riduzione del numero dei contribuenti sia l'allungamento dell'aspettativa di vita media. I benefici si ridurrebbero dello 0,9 per cento all'anno, fino al raggiungimento di una soglia minima, fissata al 50,2 per cento del reddito medio (calcolato sull'intera vita lavorativa), dall'attuale 59,3. Anche i lavoratori già in pensione verrebbero interessati dalla prevista riduzione dei benefici. Infine, è stata innalzata l'età minima di pensionamento, da 60 a 65 anni entro il 2013 (entro il 2018 per le donne).

Nel Regno Unito, nell'esercizio finanziario 2004-05, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo è diminuito al 2,9 per cento del PIL, dal 3,2 nell'esercizio precedente, traendo beneficio dalla favorevole fase ciclica. Il debito pubblico, nella definizione coerente con i criteri del Trattato di Maastricht, si è collocato alla fine dello scorso marzo al 41 per cento del PIL, 1,5 punti percentuali in più rispetto a un anno prima; quello netto è salito dal 32,8 al 34,5 per cento. Nell'ultima proposta di bilancio, presentata nel marzo scorso, il governo ha delineato uno scenario di graduale riduzione del fabbisogno complessivo nel prossimo quinquennio. Vi contribuirebbe l'aumento dell'incidenza delle entrate (dal 38,3 per cento del PIL nell'esercizio appena concluso al 40,6 nel 2009-2010) in gran parte riconducibile all'operare di meccanismi di drenaggio fiscale. Il bilancio prevede un'ulteriore espansione delle spese in conto capitale, prevalentemente destinate a investimenti in infrastrutture, la cui incidenza sul PIL si innalzerebbe di circa 0,7 punti percentuali nel complesso dell'esercizio in corso e di quello successivo.

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

Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo divenuti nel maggio del 2004 membri dell'Unione europea (UE) la crescita

dell'attività economica si è nettamente rafforzata lo scorso anno, risultando per il complesso dell'area pari al 4,8 per cento, a fronte del 4,1 per cento nel 2003 (tav. A2). Il differenziale di crescita nei confronti dei quindici paesi già aderenti alla UE è stato pari a 2,5 punti percentuali; ne è derivato un ulteriore progresso nell'innalzamento del rapporto tra il reddito pro capite dei nuovi rispetto ai vecchi paesi membri, che era pari al 48,3 per cento nel 2003.

Tav. A2

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

Paesi	PIL (1)		Prezzi al consumo (1) (2)		Saldo corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (3)	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Cipro	2,0	3,7	4,0	1,9	-3,0	-5,7	-6,3	-4,2
Estonia	5,1	6,2	1,4	3,0	-13,2	-12,9	3,1	1,8
Lettonia	7,5	8,5	2,9	6,2	-8,2	-12,4	-1,5	-0,8
Lituania	9,7	6,7	-1,1	1,1	-6,9	-8,3	-1,9	-2,5
Malta	-1,8	1,5	1,9	2,7	-5,8	-10,1	-10,5	-5,2
Polonia	3,8	5,3	0,7	3,6	-2,2	-1,5	-4,5	-4,8
Repubblica ceca	3,7	4,0	-0,1	2,6	-6,2	-5,2	-11,7	-3,0
Repubblica slovacca	4,5	5,5	8,5	7,4	-0,8	-3,4	-3,7	-3,3
Slovenia	2,5	4,6	5,7	3,6	-0,4	-0,7	-2,0	-1,9
Ungheria	3,0	4,0	4,7	6,8	-8,4	-8,9	-6,2	-4,5
Totale	3,6	4,8	2,1	4,1	-4,3	-4,4	-5,7	-3,9
<i>Per memoria:</i>								
Area dell'euro	0,6	2,0	2,1	2,1	0,6	0,6	-2,8	-2,7

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.

Il ritmo di sviluppo dell'attività economica ha beneficiato di un andamento delle esportazioni più favorevole del previsto. Nel contesto di una graduale ripresa delle importazioni dell'area dell'euro, la sostenuta espansione delle vendite all'estero ha anche riflesso l'integrazione dei sistemi produttivi di questi paesi con quelli delle economie dell'area.

La domanda interna ha tratto sostegno dal consolidamento della ripresa degli investimenti in atto dal 2003; è divenuto relativamente meno importante il contributo alla crescita fornito dai consumi privati, che in alcuni paesi avevano conseguito un'espansione assai elevata nel biennio precedente, in parte connessa con il rapido sviluppo del credito alle famiglie.

In Polonia il prodotto ha accelerato al 5,3 per cento, dal 3,8 nel 2003, anche grazie all'impulso di politiche economiche espansive. Al protrarsi della forte dinamica delle

esportazioni (12,4 per cento per i soli beni) si sono accompagnati il rafforzamento dei consumi e la ripresa, dopo un triennio di contrazione, degli investimenti. Nella Repubblica ceca e in Ungheria il prodotto è accelerato al 4 per cento nel 2004, dal 3,7 e 3 per cento rispettivamente nel 2003, in connessione con il netto rafforzamento delle esportazioni (rispettivamente al 22,3 e al 17 per cento per i soli beni); i consumi privati hanno rallentato, dai ritmi elevati del 2003, e quelli pubblici sono calati.

Il rafforzamento dell'attività economica nei dieci paesi dell'area non si è, tuttavia, tradotto in un'espansione dell'occupazione. Questa è tornata a flettere nella Repubblica ceca; si è stabilizzata in Polonia, dopo cinque anni di contrazione, contribuendo a contenere il tasso di disoccupazione entro il 19 per cento, il livello più elevato tra i paesi dell'area.

Dopo un triennio di generalizzata diminuzione, le pressioni inflazionistiche sono tornate a intensificarsi tra la fine del 2003 e la prima metà del 2004 in quasi tutti i paesi. Esse hanno risentito, oltretutto del miglioramento della congiuntura, anche di fattori di natura temporanea, riconducibili al rincaro dei beni energetici e alimentari e alle misure di liberalizzazione dei prezzi amministrati e di modifica della tassazione indiretta attuate al fine di aderire al mercato unico. Dalla seconda metà del 2004 i prezzi hanno mostrato segni di rallentamento, beneficiando in alcuni paesi dell'apprezzamento del tasso di cambio nei confronti dell'euro (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

In Polonia e nella Repubblica ceca l'inflazione misurata dalle variazioni dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentata, rispettivamente, al 3,6 e al 2,6 per cento nel 2004, dallo 0,7 per cento e da un valore nullo nel 2003. L'inasprimento delle condizioni monetarie attuato dalle banche centrali nella scorsa estate per contrastare le pressioni inflazionistiche ha contribuito a ricondurre rapidamente l'aumento dei prezzi sui dodici mesi sotto il 2 per cento nella Repubblica ceca, dal 3,2 in agosto; in Polonia, invece, l'inflazione è diminuita più lentamente, collocandosi nello scorso aprile al 3,1 per cento. In Ungheria, dove le condizioni monetarie sono state rese meno restrittive anche al fine di contrastare la tendenza all'apprezzamento del fiorino, a causa della netta accelerazione nella prima metà dell'anno l'incremento dei prezzi è salito al 6,8 per cento nel 2004, dal 4,7 nel 2003; anche grazie alla moderazione salariale, i prezzi hanno in seguito rallentato, al 3,8 per cento sui dodici mesi nello scorso aprile.

Dopo essersi ampliato per un triennio, il disavanzo pubblico in rapporto al prodotto è diminuito nel complesso dei dieci paesi al 3,9 per cento del PIL (5,7 per cento nel 2003). Il miglioramento è scaturito dal favorevole andamento congiunturale piuttosto che da misure strutturali di risanamento dei conti pubblici. La situazione delle finanze pubbliche rimane problematica in alcuni paesi, in particolare in Ungheria, e si è ulteriormente deteriorata in Polonia.

In Ungheria, dove lo stock di debito pubblico si colloca su un livello relativamente elevato rispetto agli altri paesi dell'area (57,6 per cento del PIL alla fine del 2004), ge-

nerando spese per interessi dell'ordine del 4 per cento del PIL, il disavanzo pubblico si è ridotto in misura inferiore alle attese, dal 6,2 al 4,5 per cento. In Polonia l'attuazione di consistenti misure di bilancio a sostegno della domanda ha portato a un ampliamento del disavanzo del settore pubblico al 4,8 per cento del PIL, dal 4,5 nel 2003. Nella Repubblica ceca la forte riduzione del disavanzo pubblico, al 3 per cento del PIL, è stata determinata principalmente dal netto ridimensionamento delle spese e, in misura minore, da un aumento, in parte temporaneo, delle entrate.

Il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti registrato dal complesso dei dieci paesi si è stabilizzato nel 2004, al 4,4 per cento del PIL, risultando tuttavia da andamenti diffusi tra paesi. Al suo contenimento ha contribuito, nei tre maggiori paesi, la riduzione dello squilibrio commerciale, grazie a una dinamica delle esportazioni di beni più elevata di quella, pure sostenuta, delle importazioni. I cospicui e persistenti disavanzi correnti dell'Ungheria e della Repubblica ceca sono ascrivibili in misura crescente all'aumento degli esborsi netti per redditi da capitale.

Le altre economie asiatiche

Nel 2004 nelle economie emergenti dell'Asia (incluse quelle di recente industrializzazione) l'attività produttiva ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, prossimi all'8 per cento, traendo impulso dall'accelerazione degli investimenti e delle esportazioni (tav. A1). Alcune economie della regione, specializzate in produzioni a tecnologia avanzata, hanno risentito del netto rallentamento della domanda mondiale di questi prodotti nella seconda metà dell'anno.

In Cina le misure di contenimento del credito prese all'inizio dell'anno al fine di frenare l'eccezionale espansione degli investimenti e di contrastare l'aumento dell'inflazione hanno conseguito solo in parte i risultati. Dall'autunno la dinamica dei prezzi si è progressivamente ridimensionata; la spesa per investimenti, pur decelerando, ha continuato a registrare, nella media dell'anno, un incremento del 26 per cento in valore, dal 28 nel 2003. Nel 2004 il prodotto è aumentato del 9,5 per cento (9,5 per cento nel 2003).

Lo sviluppo della Cina negli ultimi venticinque anni, pur assai ragguardevole, non è eccezionale se rapportato all'esperienza di altri paesi dell'Asia. Tra il 1978, anno di avvio del processo di riforma, e il 2004 il ritmo di crescita medio annuo dell'economia cinese è stato del 7,4 per cento (tav. A3). Nello stesso periodo il prodotto pro capite è aumentato del 6,1 per cento all'anno; nel 1978 esso rappresentava solo il 5 per cento di quello degli Stati Uniti; tale quota si è triplicata nel 2004. Il grado di sviluppo della Cina, come misurato dal reddito pro capite, è ancora assai basso. La Corea del Sud e Taiwan, negli anni cinquanta e sessanta, e Singapore, negli anni sessanta e settanta, avevano registrato tassi di incremento del prodotto pro capite più elevati di quelli conseguiti dalla Cina negli ultimi venticinque anni. Dalla fine

del secondo conflitto mondiale alla vigilia del primo shock petrolifero l'economia del Giappone era cresciuta a ritmi medi annui superiori al 9 per cento; nel 1973 il prodotto pro capite era giunto a rappresentare quasi il 70 per cento di quello degli Stati Uniti.

Tav. A3

**TASSI DI CRESCITA DEL PRODOTTO CONSEGUITI DA ALCUNE
ECONOMIE ASIATICHE NEI PERIODI DI RAPIDO SVILUPPO ECONOMICO**
(valori percentuali)

Paesi	Periodo	Tasso di crescita medio annuo		PIL pro capite in rapporto a quello degli Stati Uniti	
		PIL pro capite	PIL	all'inizio del periodo	alla fine del periodo
Cina	1979-2004	6,1	7,4	5,3	15,4
Corea del Sud	1953-1979	6,7	9,0	7,1	22,9
Taiwan	1951-1973	6,7	9,8	9,7	24,5
Singapore	1960-1984	6,7	9,0	19,5	54,6
Hong Kong	1951-1973	5,2	8,1	23,2	42,6
Giappone	1946-1973	7,9	9,3	11,5	68,5

Fonte: nostre elaborazioni ottenute aggiornando i dati di A. Maddison, *The World Economy. Historical Statistics*, OECD, 2003.

Il proseguimento dell'attuale fase di espansione dell'economia cinese presenta elementi di vulnerabilità, con punti di debolezza che attengono sia alla sfera prettamente economica sia a quella socio-politico-istituzionale.

Vi sono indizi di un utilizzo inefficiente di risorse. Negli ultimi anni, in seguito alla fortissima espansione degli investimenti, il rapporto fra la variazione dello stock di capitale e quella del prodotto è risultato pari a cinque, un valore molto elevato, che segnala la bassa produttività degli investimenti, pari al 40 per cento del PIL. Tale situazione è presumibilmente il risultato sia di un livello artificialmente basso del tasso di interesse, sia delle difficoltà del sistema bancario di allocare in modo efficiente le risorse finanziarie, come indicato anche dall'ammontare persistentemente elevato delle sofferenze.

Le sperequazioni nella distribuzione del reddito sono elevatissime, in particolare quelle tra aree urbane e rurali e quelle tra regioni costiere e interne. Nel 2003 il reddito pro capite è cresciuto in termini reali del 9 per cento nelle aree urbane, meno della metà in quelle rurali. L'indice di Gini relativo ai divari di reddito a livello regionale, che era diminuito dopo l'avvio delle riforme, ha iniziato a crescere dagli anni ottanta fino a raggiungere valori di poco inferiori al 30 per cento; quello relativo alla distribuzione del reddito familiare si colloca intorno al 45 per cento. Tali livelli non si discostano da quelli di altre economie in via di sviluppo, come il Brasile e l'India, e sono inferiori a quelli della Russia.

Sulla base delle statistiche ufficiali il risparmio delle famiglie risulta pari al 35 per cento del reddito disponibile, ma secondo alcuni studiosi supererebbe il 40 per cento. Un livello tanto elevato non è da ricondurre solo all'intensità della crescita; appare anche determinato da motivi precauzionali, legati all'esigenza delle famiglie di farsi sempre più carico, privatamente, del problema abitativo, dell'assistenza sanitaria, dell'istruzione, delle pensioni, nonché del rischio di disoccupazione. In assenza di mercati finanziari e

assicurativi sviluppati, il risparmio delle famiglie si traduce in depositi bancari scarsamente remunerati.

Sulla base dell'ultimo censimento del 2003, il tasso di fertilità sarebbe pari a 1,2, valore molto basso per un paese emergente, anche se probabilmente sottostimato. Proiezioni demografiche basate su un'ipotesi di un tasso di fertilità effettivo di 1,8 indicherebbero che nel 2010 l'8 per cento della popolazione avrebbe superato i 65 anni e che dal 2030 essa inizierebbe a ridursi. Tale eventualità, congiuntamente all'esigenza di realizzare un sistema di sicurezza sociale adeguato, chiama in prospettiva a un impegno assai rilevante le finanze pubbliche del paese, sulle quali continua a gravare l'onere della ricapitalizzazione del sistema bancario.

Vi sono dubbi sulla "sostenibilità" ambientale dello sviluppo cinese. La dipendenza energetica dell'economia, seppure ridimensionatasi nell'ultimo ventennio, è ancora molto elevata. Al pari degli altri paesi in via di sviluppo, la Cina non ha assunto alcun impegno di riduzione delle emissioni di gas serra nell'ambito della prima fase (2008-2012) del Protocollo di Kyoto (1997) sui cambiamenti climatici.

La definizione di un ordinamento giuridico adeguato per lo sviluppo di un'economia capitalista di mercato appare ancora incerta e incompleta; sussistono problemi assai rilevanti nell'ambito dell'applicazione delle leggi. La 'coesione sociale' che caratterizza la società cinese rischia di indebolirsi per il venir meno di importanti punti di riferimento, sostituiti da un approccio pragmatico, il cui principale obiettivo è quello di garantire lo sviluppo economico.

L'evoluzione recente del diritto cinese rappresenta un caso quasi unico per la rilevanza dello sforzo compiuto, la sua concentrazione nel tempo, i cambiamenti effettuati rispetto alle caratteristiche precedenti dell'ordinamento. L'attività riformatrice in campo giuridico, avviata con l'obiettivo dichiarato di adeguare il sistema legale alle esigenze di un'economia di mercato, si è intensificata soprattutto dalla metà degli anni novanta e ha subito un'accelerazione a seguito dell'ingresso della Cina nell'OMC. Essa ha riguardato quasi tutti i settori rilevanti per il sistema economico: i diritti di proprietà, i contratti, il diritto societario e fallimentare, il diritto del lavoro, quello dei mercati finanziari e delle banche, la giustizia civile. L'intero sistema sta attraversando, attualmente, una delicata fase di transizione, i cui esiti sono ancora incerti. Diritti soggettivi e interessi legittimi non sono ancora percepiti come distinti; non sono tutelati, gli uni e gli altri, in modo compiuto. Tale situazione contribuisce ad aumentare il livello di conflittualità sociale.

Tra i fattori di instabilità geopolitica è tornato ad assumere manifesto rilievo quello del difficile rapporto con Taiwan.

Lo sviluppo cinese degli ultimi anni viene percepito dal Giappone come fonte di opportunità e di stimoli, oltre che di rischi. Tale valutazione deriva dall'analisi delle complementarità dei due sistemi, che appaiono oggi maggiori rispetto alle potenziali sovrapposizioni, e che quindi dovrebbero garantire al Giappone lo sfruttamento di vantaggi comparati, statici e dinamici. Secondo alcuni studiosi il livello di sviluppo attuale della Cina sarebbe comparabile a quello del Giappone all'inizio degli anni sessanta; oggi il Giappone e gli altri paesi industriali sono specializzati nella produzione di beni con elevato contenuto tecnologico e la Cina in quelli a minor valore aggiunto; pertanto la sovrapposizione sarebbe molto limitata.

La spesa delle famiglie, pur accelerando al 12,1 per cento in termini nominali, ha continuato a essere frenata dall'elevata propensione al rispar-

mio. L'inflazione al consumo, sospinta nella prima metà dell'anno anche dal rincaro dei beni alimentari, ha sfiorato il 4 per cento nella media dell'anno, dall'1,2 nel 2003; da settembre il ritmo di incremento dei prezzi è diminuito e nell'aprile 2005 si collocava all'1,8 per cento.

In un contesto di crescita sostenuta e di accelerazione dei prezzi, l'azione della politica monetaria è stata volta a contenere l'espansione della liquidità interna, alimentata da consistenti afflussi di capitale dall'estero, anche di natura speculativa.

Il tasso di crescita della moneta, che nei primi quattro mesi del 2004 era pari a circa il 19 per cento, si è successivamente stabilizzato attorno al 14, valore inferiore all'obiettivo delle autorità (17 per cento). Al fine di moderare ulteriormente l'espansione del credito bancario, scesa al 9,3 per cento nel 2004, dal 17 nel 2003, lo scorso ottobre le autorità hanno innalzato, per la prima volta dal 1995, di 0,27 punti percentuali il tasso di riferimento a breve termine, al 5,58 per cento, e hanno rimosso il limite superiore al tasso praticabile dalle banche sui loro prestiti.

Nel primo trimestre del 2005, la crescita del prodotto è risultata ancora molto elevata, pari al 9,4 per cento sul periodo corrispondente. Il forte incremento delle esportazioni ha determinato un ampliamento del surplus commerciale a 17 miliardi di dollari, rispetto a un deficit di 8,6 miliardi nello stesso periodo del 2004.

Nelle economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) la crescita è stata compresa tra il 4,6 per cento della Corea del Sud e l'8,4 di Singapore. Nel primo paese, nonostante il sostegno fornito da politiche economiche espansive, la domanda interna è rimasta debole. Tra gli altri principali paesi emergenti dell'Estremo Oriente, la Thailandia e l'Indonesia hanno registrato tassi di incremento del prodotto del 6,1 e del 5,1 per cento, rispettivamente.

Nel 2004 in India l'attività economica è aumentata del 7,1 per cento (7,3 nel 2003), traendo impulso principalmente dall'espansione dei servizi, in particolare nel comparto delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, in cui il paese detiene un notevole vantaggio competitivo internazionale; nel 2004 le esportazioni di servizi hanno rappresentato il 34 per cento di quelle complessive e il 6,5 per cento del prodotto. Negli ultimi anni si è rafforzata anche l'attività nel settore manifatturiero. Nonostante i progressi nella liberalizzazione economica e finanziaria, gli afflussi di investimenti diretti dall'estero, anche a causa dei forti vincoli regolamentari e delle carenze infrastrutturali, sono rimasti di entità modesta.

A fronte di una popolazione di poco inferiore a quella cinese e pari al 17,3 per cento di quella mondiale, il peso economico dell'India si attesta su un valore ancora relativa-

mente basso (tav. A4). Il livello del reddito pro capite, sulla base delle parità dei poteri d'acquisto, è infatti circa la metà di quello della Cina e non molto più elevato di quello di altri paesi popolosi e relativamente poveri del continente, come il Pakistan e il Vietnam. Negli ultimi quindici anni il prodotto dell'India è aumentato a un ritmo medio annuo inferiore a quello cinese, nonostante una dinamica demografica molto più elevata. Il più contenuto ritmo di incremento del reddito pro capite, pari al 3,9 per cento in termini reali, a fronte del 6,6 per cento in Cina, ha riflesso una minore dinamica della produttività.

Tav. A4

**PRINCIPALI INDICATORI STRUTTURALI
DI ALCUNE ECONOMIE ASIATICHE**
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

Paesi	Quota sul PIL mondiale (a prezzi costanti, alle PPA) (1)	Quota della popolazione mondiale	PIL pro capite (a prezzi costanti, in dollari alle PPA) (1)	Tasso di crescita medio annuo del PIL pro capite	Tasso di crescita medio annuo della popolazione	Grado di apertura commerciale (a prezzi costanti, alle PPA) (2)	Quota di giovani (0-14 anni) sulla popolazione totale	Quota di iscritti agli studi superiori sulla popolazione in età scolare	Quota delle industrie a tecnologia medio alta sul valore aggiunto manifatturiero	Quota del settore terziario sul valore aggiunto
	2004	2004	2004	1991-2004	1991-2004	2000	2000	2001	2000	2002
NIES										
Corea del Sud	2,0	0,8	17.079	4,9	0,9	86,3	20,9	82,0	54,9	55,1
Hong Kong ...	0,4	0,1	23.439	2,1	1,4	309,6	16,6	27,4 (3)	39,5	87,1
Singapore	0,2	0,1	21.732	3,0	2,6	326,2 (4)	21,8	43,8 (3)	79,4	64,2
Taiwan	0,9	0,4	17.422	4,1	0,9	95,4 (5)	....	....	44,1 (4)	....
Altri paesi dell'ASEAN										
Filippine	0,5	1,3	2.608	1,1	2,3	76,3	37,5	30,4	28,7	52,8
Indonesia	1,9	3,5	3.605	2,6	1,5	45,0	30,9	15,1	36,6	38,1
Malesia	0,5	0,4	8.588	3,7	2,5	194,2	33,7	26,0	57,2	43,6
Tailandia	1,1	1,0	7.396	3,4	1,0	101,2	26,3	36,8	30,9 (6)	48,0
Vietnam	0,5	1,3	2.365	5,8	1,6	148,8	33,4	10,0	21,9	38,5
Asia meridionale										
India	5,6	17,3	2.240	3,9	1,9	24,6	34,1	10,6 (7)	55,3	50,7
Bangladesh	0,3	2,4	987	3,1	2,2	30,9	39,2	6,1	25,7 (3)	50,9
Pakistan	0,8	2,4	2.135	2,1	2,4	31,7	42,0	3,5 (3)	29,3 (4)	53,5
<i>Per memoria:</i>										
Cina	13,8	20,7	4.559	6,6	0,9	53,5	24,8	12,7 (7)	43,0	33,5
Giappone	6,4	2,0	21.361	0,9	0,2	21,2	14,6	47,7 (7)	51,8	68,1

Fonte: Banca Mondiale, FMI, OECD, Nazioni Unite e A. Heston, R. Summers e B. Aten, *Penn World Table Version 6.1*, Center for International Comparisons at University of Pennsylvania (CICUP), ottobre 2002.

(1) PIL ai prezzi del 1990 (per il Vietnam, 1995). Per tutti i paesi, a eccezione del Vietnam, i dati sono ottenuti aggiornando i dati di A. Maddison, *The World Economy Historical Statistics*, OECD, 2003. – (2) Calcolato come somma di importazioni e esportazioni a prezzi costanti in rapporto al PIL a prezzi costanti e alle PPA. – (3) Il dato si riferisce al 1997. – (4) Il dato si riferisce al 1996. – (5) Il dato si riferisce al 1998. – (6) Il dato si riferisce al 1994. – (7) Il dato si riferisce al 2000.

Un elemento che potrebbe avere finora influito negativamente sulla crescita dell'economia dell'India è la sua relativa chiusura agli scambi internazionali; i flussi di interscambio rappresentano, infatti, appena il 25 per cento del prodotto (misurato sulla base delle parità del potere d'acquisto), a fronte di corrispondenti valori del 54 per cento per la Cina e prossimi o superiori al 100 per cento per le economie emergenti più avanzate della regione. Dall'inizio dello scorso decennio, tuttavia, il volume dei flussi commerciali è cresciuto in media più rapidamente del prodotto (9,7 per cento a fronte del 6 per cento all'anno).

Grazie alla relativamente ampia disponibilità di risorse umane e tecnologiche, l'India sarebbe in grado di beneficiare notevolmente delle opportunità fornite dalla progressiva integrazione nell'economia internazionale. L'incidenza di giovani con un'istruzione elevata è simile a quella osservata in paesi con un grado di sviluppo più elevato, quali l'Indonesia e la Cina. Il peso delle industrie manifatturiere a tecnologia medio-alta e del settore terziario, dove viene impiegato lavoro relativamente qualificato, è paragonabile a quello osservato in paesi a reddito medio, come la Malesia.

Il peso economico delle quattro economie di recente industrializzazione (3,5 per cento del prodotto mondiale) è nel complesso pari a poco più della metà di quello del Giappone. Benché ancora relativamente elevato, il ritmo di crescita del prodotto di questi paesi diminuirebbe gradualmente, riflettendo lo stadio di sviluppo economico ormai maturo da essi raggiunto; la loro dinamica demografica è debole e il loro livello di benessere, misurato dal prodotto pro capite, è prossimo a quello giapponese.

Degli altri paesi dell'ASEAN, la Malesia e la Thailandia si avviano a divenire economie avanzate. A uno stadio di sviluppo nettamente inferiore si collocano, invece, le nazioni più popolose, tra cui l'Indonesia e le Filippine. Come altre e più avanzate economie della regione, anche questi paesi hanno teso a seguire strategie di sviluppo fortemente orientate alla crescita delle esportazioni, in taluni casi relativamente concentrate nel settore dell'elettronica (Malesia e Filippine). In Vietnam le condizioni di maggiore arretratezza economica, pure attenuatesi in seguito alla rapida crescita del prodotto degli ultimi quindici anni, riflettono l'avvio, solo dalla metà degli anni novanta, del difficile processo di trasformazione da una economia pianificata a una di mercato.

A uno stadio di sviluppo decisamente inferiore si collocano il Pakistan e il Bangladesh. Negli ultimi quindici anni il ritmo di crescita del loro prodotto pro capite (rispettivamente 2,1 e 3,1 per cento) è stato notevolmente inferiore a quello dell'India. Pur condividendo con quest'ultimo paese una relativa chiusura commerciale, essi denotano una minore disponibilità di capitale umano qualificato e di capacità tecnologiche.

La congiuntura e le politiche economiche negli altri paesi emergenti

Nel 2004 in America latina, per la prima volta da un triennio, tutti i principali paesi hanno registrato ritmi di crescita sostenuti (tav. A1). L'aumento del prodotto, salito al 5,7 per cento dal 2,2 nel 2003, ha beneficiato del rafforzamento delle esportazioni di materie prime e della netta ripresa della domanda interna. Le politiche economiche sono state volte a contenere le pressioni inflazionistiche e a migliorare i saldi dei bilanci pubblici.

In Argentina, la ripresa economica è proseguita al ritmo del 9 per cento nel 2004, dall'8,8 nel 2003; il prodotto è peraltro tornato sul livello raggiunto alla fine del 1998, prima dell'avvio della recessione sfociata nella crisi finanziaria del 2001. In seguito alla prosecuzione di una forte espansione della domanda interna, in particolare dei consumi privati, si è ampliato il contributo negativo del settore estero. Dalla primavera del 2004 si è interrotto il processo di disinflazione avviato nell'anno precedente: l'aumento dei prezzi sui dodici mesi, dal 2,3 per cento in marzo, è salito al 6,1 in dicembre e all'8,8 nell'aprile dell'anno in corso, inducendo le autorità monetarie a innalzare i tassi di riferimento all'inizio del 2005.

Grazie al buon andamento delle entrate, in parte costituite da tasse sulle esportazioni e sulle transazioni finanziarie, l'avanzo primario del bilancio federale è salito al 3,4 per cento del PIL nel 2004, dall'1,9 nel 2003, un risultato migliore dell'obiettivo indicato nel programma concordato con l'FMI nel settembre 2003.

In Brasile l'attività economica ha nettamente accelerato nel 2004, al 5,0 per cento dallo 0,5 del 2003, traendo impulso dalla forte espansione delle esportazioni (18 per cento); condizioni monetarie e finanziarie meno restrittive hanno favorito la ripresa, dopo un biennio di flessione, dei consumi e degli investimenti. L'inflazione, dopo essere scesa al 5,2 per cento nel maggio del 2004, è risalita in agosto al di sopra del 7 per cento, un valore superiore all'obiettivo delle autorità, inducendo la banca centrale a innalzare, dal settembre 2004 e a più riprese, i tassi di riferimento (dal 16,25 per cento al 19,75 nel maggio 2005). La politica di bilancio ha continuato a essere improntata al rigore. L'avanzo primario del bilancio pubblico consolidato, dal 4,3 per cento del PIL nel 2003, è salito al 4,6 nel 2004, conseguendo l'obiettivo stabilito con l'FMI; il debito pubblico netto è sceso al 51,6 per cento del PIL alla fine del 2004, dal 57,2 nel 2003. La quota del debito estero, dal 45 per cento del PIL nel 2002, è diminuita al 33 nel 2004.

In Messico la crescita è salita al 4,4 per cento nel 2004, dall'1,4 nel 2003, beneficiando del miglioramento delle ragioni di scambio, dell'accelerazione delle importazioni degli Stati Uniti e del consolidamento della ripresa degli investimenti. La riduzione del disavanzo del bilancio pubblico, al 2,4 per cento del prodotto, è stata favorita dagli elevati introiti da esportazioni petrolifere, pari a circa un terzo delle entrate totali.

In Venezuela, dopo la profonda recessione del biennio 2002-03, che ha comportato una caduta cumulata del PIL pari a circa il 16 per cento, nel 2004 l'attività economica è tornata a espandersi a un ritmo sostenuto (17,3 per cento). La ripresa ha interessato anche il settore non petrolifero, che ha beneficiato di misure di bilancio espansive.

In Russia nel 2004 il prodotto ha continuato a crescere a un ritmo elevato, pari al 7,1 per cento (7,3 nel 2003). L'eccezionale aumento degli introiti da esportazioni petrolifere ha sospinto la domanda interna, in particolare i consumi privati, accresciutisi dell'11 per cento (7,4 nel 2003). L'inflazione, pari all'11 per cento nella media del 2004, è salita al 13,5 nell'aprile dell'anno in corso, risentendo della creazione di liquidità dovuta all'accumulo di riserve, solo in parte sterilizzata. Grazie al forte aumento delle entrate tributarie, sospinte dagli elevati introiti da esportazioni di petrolio e dalla favorevole congiuntura, l'avanzo del bilancio federale è salito al 4,4 per cento del PIL nello scorso anno, dall'1,7 nel 2003.

Nel dicembre 2004 il Consiglio europeo ha deciso di avviare i negoziati per l'adesione della Turchia alla UE. Tali negoziati, il cui inizio è previsto nell'ottobre 2005, dopo la ratifica da parte del Parlamento turco dell'accordo con la UE, dovrebbero avere una durata non inferiore al decennio. L'espansione dell'economia turca, avviatasi dopo il superamento della crisi finanziaria del 2001, ha raggiunto il 9 per cento nel 2004, dal 5,8 nel 2003. L'inflazione, sia pure in ripresa nella seconda metà dell'anno, si è mantenuta su un valore inferiore all'obiettivo fissato dalle autorità, inducendo la banca centrale a rendere gradualmente meno restrittive le condizioni monetarie nel

2004 e nei primi mesi del 2005. La politica fiscale ha mantenuto, invece, un orientamento improntato al rigore: l'avanzo primario del bilancio pubblico, in aumento rispetto all'anno precedente, è risultato in linea con l'obiettivo del 6,5 per cento del PNL concordato con l'FMI. Nonostante il rafforzamento delle esportazioni, la dinamica elevata delle importazioni ha comportato un ulteriore netto deterioramento del disavanzo commerciale.

In Africa l'attività economica ha accelerato al 5,1 per cento nel 2004, dal 4,6 nel 2003, registrando il ritmo di sviluppo più elevato dal 1996. Nella regione subsahariana il favorevole andamento delle esportazioni e delle ragioni di scambio ha favorito un'accelerazione del prodotto al 5,1 per cento, dal 4,2 nel 2003; un importante sostegno è anche provenuto dal miglioramento del contesto macroeconomico interno, in particolare dalla riduzione dell'inflazione. In Sudafrica, la maggiore e più avanzata economia della regione, l'aumento del PIL è salito al 3,7 per cento, dal 2,8 nel 2003, grazie soprattutto alla forte espansione della domanda interna; nonostante il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, la disoccupazione è rimasta assai elevata (intorno al 27 per cento).

Dopo un ventennio di complessivo declino, dalla metà degli anni novanta il reddito reale pro capite nell'Africa subsahariana è tornato a crescere costantemente, a un ritmo che ha raggiunto nel 2004 il 2,8 per cento. Ciò non è stato tuttavia sufficiente a evitare un ulteriore ampliamento del divario negativo di benessere nei confronti degli altri paesi in via di sviluppo; inoltre, non si è ridotta in misura significativa l'incidenza, assai elevata tra la popolazione (circa il 46 per cento nel 2001), degli individui che vivono in condizioni di povertà estrema. Secondo stime della Banca Mondiale, il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio presupporrebbe un tasso di incremento annuo del reddito pro capite nella regione pari ad almeno il 5,2 per cento nei prossimi dieci anni, a fronte dell'1,4 per cento registrato nell'ultimo decennio. Nonostante i miglioramenti conseguiti nella gestione delle politiche macroeconomiche, l'elevata dipendenza dalle esportazioni di materie prime, la scarsa diversificazione della produzione e l'arretratezza dei sistemi finanziari fanno sì che le economie della regione rimangano vulnerabili agli effetti delle calamità naturali e alle fluttuazioni delle ragioni di scambio.

La recente liberalizzazione del commercio internazionale nel settore dei prodotti tessili e dell'abbigliamento potrebbe peggiorare significativamente le prospettive di crescita in alcuni paesi dell'Africa subsahariana che più dipendono dalle esportazioni in questo settore, in seguito alla più agguerrita concorrenza dei produttori asiatici e alla considerevole lontananza geografica dal mercato europeo (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*).

I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2004 sui mercati finanziari sono prevalse condizioni distese. I rendimenti delle obbligazioni pubbliche statunitensi sono rimasti contenuti. I premi per il rischio si sono collocati su livelli bassi per tutte le categorie di prenditori: i differenziali sulle obbligazioni societarie e su quelle dei paesi emergenti sono scesi a livelli minimi; i corsi azionari si sono mantenuti attorno agli elevati valori raggiunti alla fine del 2003; la variabilità dei corsi ha segnato un netto calo. Nei paesi industriali i prezzi delle attività finanziarie e reali hanno beneficiato dell'aumento della redditività delle imprese. Il rafforzamento delle variabili economiche di fondo ha sostenuto i prezzi delle obbligazioni di numerosi paesi emergenti; in taluni di essi permangono, tuttavia, elevati livelli di indebitamento pubblico ed estero. L'abbondante liquidità ha spinto gli investitori a ricercare rendimenti più elevati inducendoli, in alcune circostanze, a una eccessiva assunzione di rischio. I prezzi delle abitazioni nei paesi industriali hanno continuato a crescere, sospinti dai bassi livelli dei tassi sui mutui ipotecari.

Nel 2004 è proseguita, sia pure con minore intensità, la tendenza al deprezzamento del dollaro in atto dall'inizio del 2002. A contenere l'indebolimento della moneta statunitense nei confronti delle altre principali valute avrebbe contribuito, nella prima metà dell'anno, il rafforzamento della crescita negli Stati Uniti. Nel quarto trimestre, l'acuirsi delle preoccupazioni connesse con l'aumento dello squilibrio esterno degli Stati Uniti ha innescato nuove pressioni al ribasso sulla moneta statunitense. I paesi emergenti dell'Asia hanno intensificato nell'anno, rispetto a quanto avvenuto nel 2003, l'accumulo di riserve valutarie, nell'ambito di strategie volte a contrastare l'apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro. Queste politiche, oltre a rendere più difficile il controllo delle condizioni monetarie e creditizie interne accentuando i rischi di instabilità finanziaria e macroeconomica, non contribuiscono a un ridimensionamento graduale e ordinato degli squilibri nei pagamenti internazionali, come è stato ribadito dai Ministri delle finanze e dai Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali al termine dei recenti incontri di Washington.

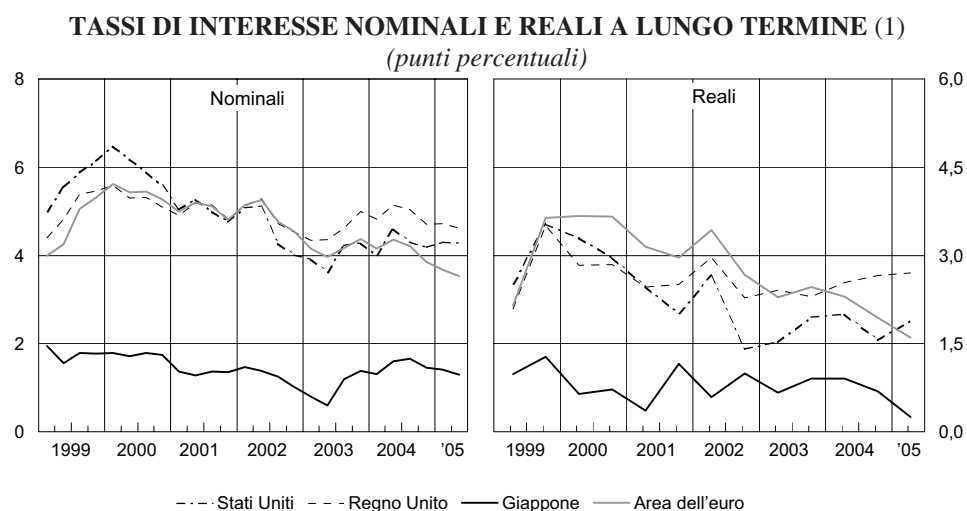
Nei primi mesi del 2005 si è osservata una lieve crescita della volatilità dei prezzi dei titoli. Dalla metà di febbraio l'aumento delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti ha indotto un rialzo dei rendimenti delle obbligazioni pubbliche. Dalla metà di marzo alcuni dati macroeconomici meno favorevoli del previsto hanno generato in-

certezza circa la solidità della crescita statunitense: i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche si sono ridotti; i premi per il rischio sul mercato azionario, sulle obbligazioni private e su quelle dei paesi emergenti sono stati spinti verso l'alto.

I mercati finanziari nei paesi industriali

Nel 2004 i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali statunitensi hanno registrato solo limitate oscillazioni attorno ai livelli, di poco superiori al 4 per cento, della fine dell'anno precedente (fig. A6).

Fig. A6



Fonte: statistiche nazionali e BCE.

(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media dei rendimenti nazionali ponderata con gli stocks nominali di titoli. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati del II trimestre 2005 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 di *Consensus Forecasts* sull'orizzonte 6 - 10 anni (per il Giappone 4 anni).

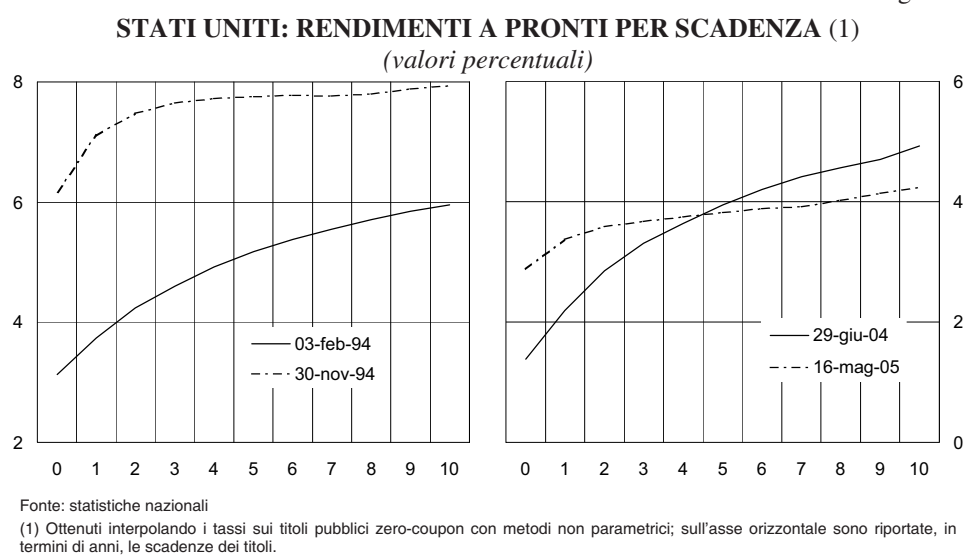
Tra la metà di marzo e la metà di maggio 2004 i rendimenti delle obbligazioni decennali pubbliche degli Stati Uniti erano saliti di 1,2 punti percentuali, al 4,9 per cento, riflettendo l'accelerazione, superiore alle attese, dell'attività produttiva nei primi mesi dell'anno e l'aumento dell'inflazione. Successivamente, nonostante il rialzo del prezzo del petrolio e il mutamento d'indirizzo della politica monetaria, si sono nuovamente ridotti e, dall'autunno, si sono stabilizzati poco al di sopra del 4 per cento.

Tra la metà di febbraio e la fine di marzo del 2005 i rendimenti delle obbligazioni decennali del Tesoro statunitense sono saliti di 0,7 punti percentuali, fino a raggiungere il 4,6 per cento, in seguito alla percezione di un aumento delle pressioni inflazionistiche negli Stati Uniti; nelle settimane successive i rendimenti sono ridiscesi, collocandosi attorno ai livelli della fine dello scorso anno.

Il livello dei tassi d'interesse nominali a lungo termine osservato negli ultimi anni riflette la bassa inflazione attesa e la riduzione del premio per il rischio connesso con la variabilità dell'inflazione e della crescita, favorite dalla accresciuta credibilità e trasparenza della politica monetaria.

Tra la fine di giugno del 2004 e la metà di maggio del 2005 la pendenza della curva per scadenza dei rendimenti a pronti negli Stati Uniti si è ridotta; l'aumento dei tassi a breve termine, connesso con il mutamento della politica monetaria della Riserva federale alla fine dello scorso giugno, si è associato a una riduzione dei rendimenti sulle scadenze più lunghe (fig. A7). Nella fase di restrizione monetaria avviata nel febbraio 1994, l'azione della Riserva federale, volta a contrastare in anticipo i focolai di inflazione in un periodo di forte espansione dell'attività produttiva, venne percepita come insufficiente dai mercati; il conseguente aumento dell'incertezza si tradusse in un rialzo repentino e consistente della curva dei rendimenti. I tassi d'interesse sulle obbligazioni decennali del Tesoro salirono, tra l'inizio di febbraio e la fine di novembre 1994, di quasi due punti percentuali, in un contesto di forte accelerazione dell'attività produttiva e dei prezzi.

Fig. A7



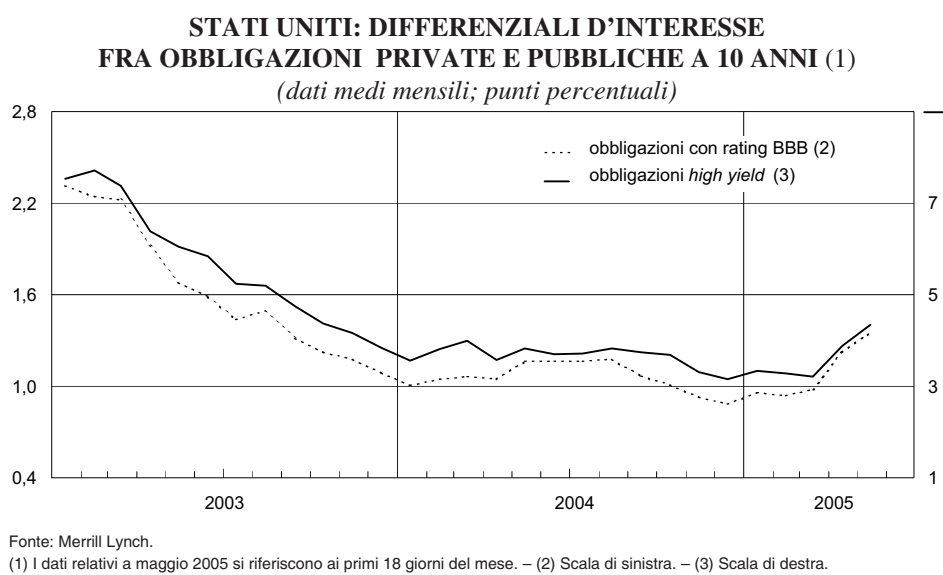
Nel 2004 negli Stati Uniti i tassi d'interesse a dieci anni, deflazionati con le aspettative d'inflazione di lungo periodo, e quelli sui titoli indicizzati all'inflazione si sono collocati al di sotto del 2 per cento (fig. A6). I tassi di interesse a lunga in termini reali si situavano su valori simili anche nel periodo 1950-1973.

Negli ultimi dieci anni nella generalità dei paesi i tassi d'interesse a lunga scadenza in termini reali sono scesi su livelli in media inferiori a quelli del decennio precedente. Questa riduzione è in contrasto con la significativa accelerazione della produttività osservata nello stesso periodo, in particolare negli Stati Uniti. Alla discesa dei tassi d'interesse reali potrebbe avere contribuito l'aumento del tasso di risparmio mondiale, salito

progressivamente dal 22,6 per cento nella prima metà degli anni novanta a quasi il 25 per cento nel 2004.

Nel 2004 gli acquisti netti di titoli pubblici statunitensi da parte di non residenti sono risultati pari al volume delle emissioni nette; alla fine dell'anno la quota dei titoli collocati sul mercato detenuti da non residenti ha superato il 50 per cento (per quasi due terzi autorità estere), dal 38 all'inizio del 2002. A contenere i rendimenti a lungo termine avrebbero contribuito taluni fattori specifici: la crescente domanda da parte dei fondi pensione, tesa a bilanciare la durata delle attività con quella delle passività, nonché la riduzione dell'offerta di titoli a lunga scadenza da parte del Tesoro statunitense, che si è tradotta nella diminuzione della vita media residua dello stock del debito pubblico.

Fig. A8

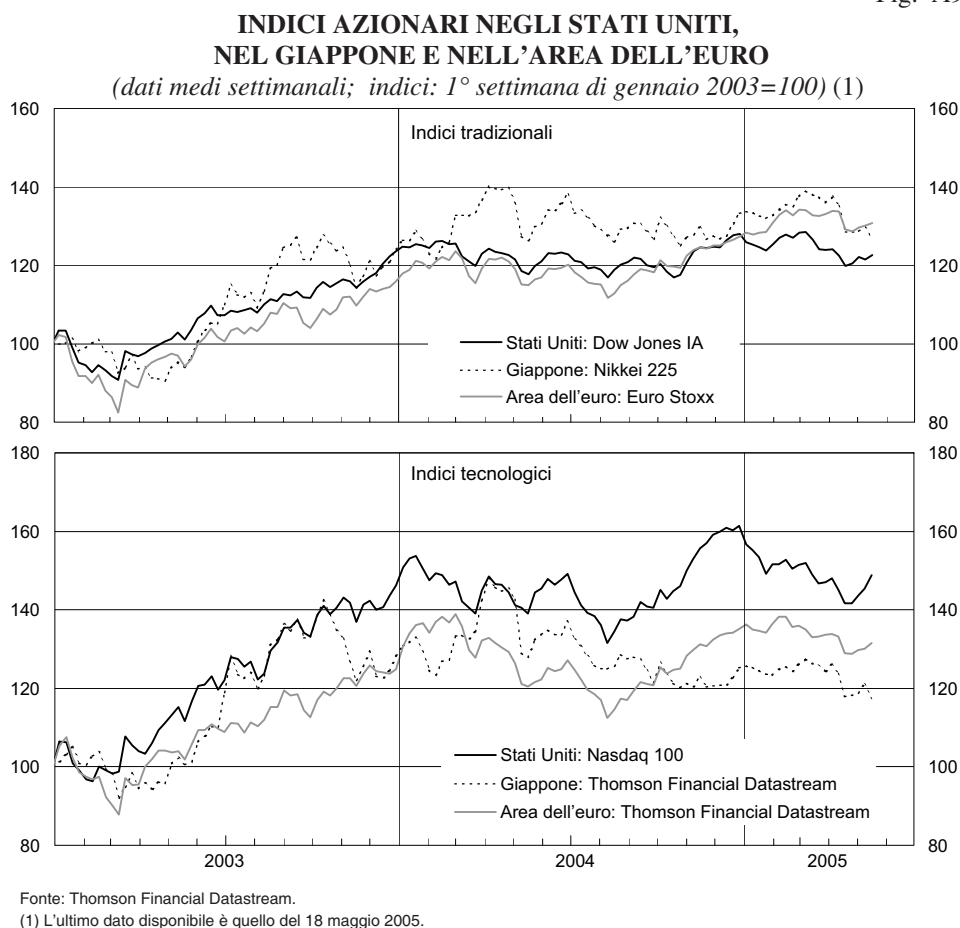


Il premio per il rischio richiesto sulle obbligazioni private statunitensi si è mantenuto nel corso del 2004 su valori molto contenuti. Vi ha contribuito il rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali delle imprese – nel 2004 le società incluse nell'indice azionario Standard and Poor's 500 hanno registrato un ROE pari al 20 per cento, di oltre 6 punti percentuali superiore al minimo toccato nel 2002 – segnalato anche dalla diminuzione delle insolvenze e dal miglioramento del saldo tra aumenti e declassamenti del merito di credito da parte delle agenzie specializzate. Per le obbligazioni delle imprese con merito di credito più elevato, il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è mantenuto attorno a un punto percentuale (fig. A8). Nel caso delle obbligazioni *high yield* il differenziale è diminuito alla fine dello scorso anno fino a 3 punti;

il calo è stato favorito dalla ricerca di rendimenti elevati da parte degli operatori e dall'aumento della propensione ad assumere rischi finanziari, in un contesto di ancora abbondante liquidità.

Dalla metà del marzo 2005 la diffusione di dati meno favorevoli del previsto sull'andamento dell'economia statunitense e l'acuirsi delle difficoltà del settore automobilistico hanno indotto un repentino rialzo dei premi per il rischio che, il 18 maggio, si collocavano, rispettivamente, a 1,4 e 4,6 punti. All'inizio di maggio un'importante agenzia di rating ha declassato le obbligazioni della General Motors e della Ford alla categoria *high yield*; la decisione, già scontata dagli investitori, ha avuto effetti limitati sulle quotazioni.

Fig. A9

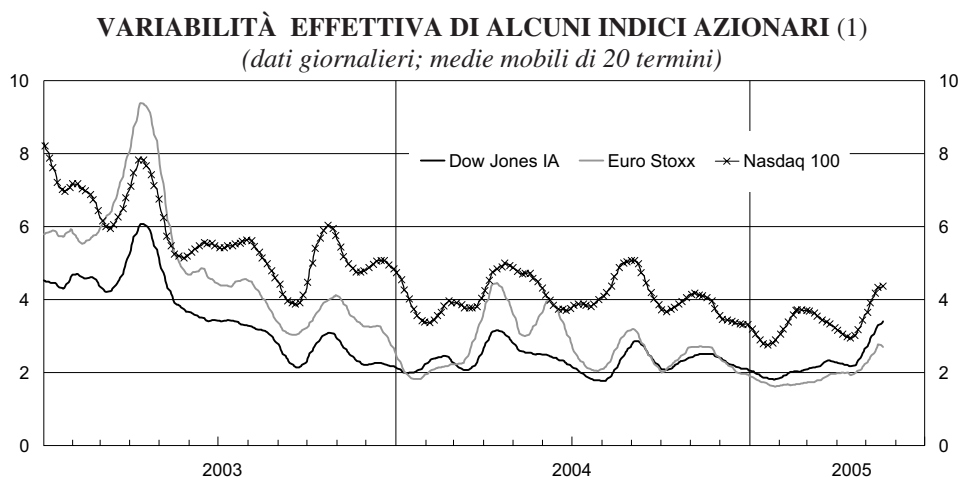


Nel 2004 i principali indici mondiali di borsa hanno segnato lievi rialzi, pur registrando nel corso dell'anno oscillazioni, più accentuate per i titoli tecnologici (fig. A9). La stabilità dei mercati azionari è risultata dall'operare di fattori contrastanti. Da un lato, le quotazioni hanno tratto sostegno dall'aumento degli utili delle imprese, che ha ecceduto il fabbisog-

gno connesso con gli investimenti produttivi; l'abbondante disponibilità di risorse liquide ha consentito di effettuare operazioni di riacquisto di azioni proprie (*buy-back*) e di distribuire dividendi elevati. Dall'altro, gli aumenti dei prezzi delle materie prime hanno esercitato una pressione al ribasso sui corsi, più accentuata su quelli di alcuni settori produttivi.

Nel 2004 negli Stati Uniti il numero di prime quotazioni in borsa, dopo tre anni di riduzione, è quasi triplicato, fino a 194 unità; esso resta, tuttavia, molto inferiore a quelli osservati nella seconda metà degli anni novanta. La variabilità dei corsi azionari è rimasta modesta (fig. A10), quella implicita nelle quotazioni delle opzioni sui futures sugli indici ha segnato un ulteriore calo. A contenere la variabilità hanno contribuito sia la riduzione dell'incertezza macroeconomica, sia l'operare di taluni fattori tecnici (cfr. il riquadro: *La bassa variabilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari*, in *Bollettino economico*, n. 43, 2004).

Fig. A10



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 18 maggio 2005.

Grazie al proseguimento del processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria avviato nel 2002 nonché alla favorevole evoluzione dei mercati finanziari, nel 2004 le imprese statunitensi hanno continuato a rafforzare le loro condizioni patrimoniali e reddituali. Il margine operativo netto delle società non finanziarie è aumentato, nella media dell'anno, del 19 per cento rispetto al 2003. Gli elevati profitti hanno consentito alle imprese di finanziare gli investimenti produttivi facendo esclusivo ricorso a fondi generati al loro interno; alla fine dell'anno, il rapporto tra il valore complessivo di questi ultimi e gli investimenti lordi non finanziari (tasso di autofinanziamento) era pari al 114 per cento, un valore elevato, anche se inferiore al massimo registrato nel 2003 (124 per cento).

Le società non finanziarie hanno continuato a ridurre l'indebitamento, disceso dall'86 all'84 per cento del loro valore aggiunto; anche la leva finanziaria, calcolata come rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie ai

valori di mercato, è ulteriormente diminuita, seppure in misura contenuta (dal 32,8 per cento del 2003 al 32,4 per cento); il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto è sceso dal 21,1 al 18,6 per cento; nel 2001 aveva raggiunto un picco del 35,2 per cento. Le imprese statunitensi hanno inoltre ristrutturato il proprio debito, rendendo meno vulnerabili i propri bilanci ad aumenti dei tassi di interesse attraverso la riduzione dell'incidenza dell'indebitamento a breve termine sul totale delle passività.

Grazie alla forte crescita della redditività, il rapporto tra i corsi delle azioni e gli utili correnti si è gradualmente ridotto fino alla scorsa estate, per poi stabilizzarsi: con riferimento all'indice del mercato azionario statunitense calcolato da Thomson Financial Datastream, alla metà di maggio dell'anno in corso si attestava a 18,5, poco al di sopra del valore medio degli ultimi trenta anni (16).

Dalla metà dello scorso marzo, la maggiore incertezza sulla solidità dell'espansione negli Stati Uniti e l'annuncio, da parte di alcune società quotate, di utili inferiori alle attese hanno determinato una lieve flessione delle quotazioni azionarie. L'indice Dow Jones Industrial Average ha perso da allora il 3 per cento; la variabilità implicita nei prezzi delle opzioni è lievemente risalita.

In Giappone l'indice di borsa Nikkei 225 aveva registrato nel primo trimestre del 2004 rialzi significativi in concomitanza con la netta accelerazione dell'attività produttiva. Successivamente esso è diminuito; nel corso dell'anno è, comunque, aumentato dell'8 per cento (fig. A9). L'indice riferito ai titoli bancari è cresciuto in misura maggiore, del 27 per cento, per effetto del rafforzamento delle condizioni reddituali e patrimoniali del sistema creditizio. Il tasso d'interesse sulle obbligazioni pubbliche a dieci anni si mantiene su valori molto contenuti; dalla fine del 2004 esso oscilla fra l'1,2 e l'1,5 per cento; in termini reali si colloca al di sotto dell'1 per cento.

È proseguito il miglioramento della situazione patrimoniale del sistema bancario giapponese, che ha tratto giovamento anche dal buon andamento delle condizioni reddituali e dal consolidamento di quelle finanziarie delle imprese. Dal 1° aprile dell'anno in corso è stata rimossa la garanzia pubblica illimitata sui depositi vincolati; la misura sarebbe dovuta entrare in vigore nell'aprile del 2003, ma era stata rinviata per timore di compromettere la raccolta degli istituti più deboli.

La Financial Services Agency ha reso noto che a settembre del 2004 il totale delle partite in sofferenza del sistema bancario era pari a 23,8 mila miliardi di yen, in diminuzione del 25 per cento rispetto a un anno prima; l'incidenza sugli impieghi si era così ridotta di 1,5 punti percentuali, al 5,3 per cento (4,7 per cento del PIL). Per le maggiori banche il rapporto tra le sofferenze e gli impieghi si era ridotto di 1,8 punti, al 4,7 per cento; per

quelle regionali in misura più contenuta, pari a 1,2 punti, al 6,3 per cento. Alla luce di tali risultati è probabile che sia stato conseguito l'obiettivo, indicato dalla Financial Services Agency alle maggiori banche nel 2002, di ridurre entro marzo 2005 il rapporto tra sofferenze e impieghi al 4,3 per cento, la metà del valore prevalente nel marzo 2002.

Nel 2004 il mercato internazionale dei derivati ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti, sia pure inferiori a quelli eccezionalmente elevati dell'anno precedente. La domanda di copertura con strumenti derivati è stata più intensa nella prima metà dell'anno. L'incertezza circa le decisioni della Riserva federale e dell'Eurosistema – in marzo si è delineata la possibilità di un allentamento delle condizioni monetarie nell'area dell'euro, in aprile e in maggio quella di un più rapido rialzo dei tassi negli Stati Uniti – ha stimolato la domanda di futures e di opzioni sui tassi a breve termine; il temporaneo rialzo dei rendimenti obbligazionari nei mesi primaverili ha sospinto la domanda di derivati sui tassi a lungo termine. Nell'anno i valori nozionali dei contratti di opzione trattati sui mercati organizzati sono aumentati del 20 per cento (71 nel 2003), quelli dei contratti futures del 38 per cento (33 nel 2003); le consistenze di tali contratti, quasi interamente relativi a tassi d'interesse, hanno così raggiunto, rispettivamente, i 27.700 e i 18.900 miliardi di dollari, pari al 107 e al 73 per cento del prodotto delle maggiori economie industriali.

Negli ultimi anni gli investitori hanno accresciuto in misura significativa il ricorso a strumenti per il trasferimento del rischio di credito. I derivati su crediti, costituiti quasi interamente da credit default swaps – contratti in cui il prestatore, pagando un premio periodico, si copre dal rischio di inadempienza del debitore – sono quelli che si stanno diffondendo più rapidamente sui mercati over-the-counter (OTC), ossia quelli non organizzati. Questi strumenti permettono di trasferire il rischio di credito della tradizionale attività di prestito, mutando profondamente il modo di operare dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Per questo le autorità stanno seguendo il fenomeno con particolare attenzione, anche nelle sedi della cooperazione internazionale come il Financial Stability Forum. Secondo i dati dell'International Swaps and Derivatives Association, lo scorso anno il ricorso a tali strumenti ha segnato un'accelerazione: lo stock di contratti in essere è aumentato del 123 per cento (72 per cento nel 2003), superando gli 8.400 miliardi di dollari.

Il fenomeno del trasferimento del rischio di credito è stato 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 costituita presso la BRI – che lo scorso settembre ha presentato i risultati al Financial Stability Forum (cfr. nella sezione E il capitolo: *Il quadro normativo*). Il rapporto, recentemente reso pubbli-

co, conclude che, in base all'esperienza degli ultimi anni, i derivati su crediti hanno consentito un trasferimento del rischio di credito ordinato ed efficiente sotto il profilo del rischio di controparte e di quello giuridico; i partecipanti al mercato appaiono consapevoli dell'aumento della vulnerabilità che il ricorso a tali strumenti comporta, in particolare per i venditori di protezione, e hanno tratto i dovuti insegnamenti dall'esperienza passata; attualmente non sembra sussistano concentrazioni eccessive di rischio di credito.

Negli ultimi anni nei paesi industriali una serie di fattori economici e normativi ha indotto alcuni operatori, segnatamente i responsabili dei piani previdenziali pubblici e aziendali nonché le istituzioni finanziarie, a trasferire in misura crescente il rischio finanziario alle famiglie; data la sua rilevanza, il fenomeno è stato di recente analizzato dal Fondo monetario internazionale (FMI) e dal Financial Stability Forum.

L'aumento dell'aspettativa di vita della popolazione e le oscillazioni dei corsi mobiliari hanno accresciuto per il settore pubblico e per le imprese private l'onere connesso con l'offerta di prestazioni pensionistiche predefinite: tra gli enti previdenziali pubblici si sta diffondendo, con ritmo diverso a seconda del paese, il passaggio dal sistema a ripartizione a quello a capitalizzazione; i datori di lavoro privati, soprattutto nei paesi anglosassoni, stanno abbandonando i piani aziendali a prestazioni predefinite a favore di quelli a contribuzione predefinita. Ne deriva un trasferimento alle famiglie del rischio di mercato, collegato alle oscillazioni dei prezzi delle attività finanziarie, e del cosiddetto rischio di longevità.

L'adozione di nuove regole di vigilanza e di standard contabili, nonché i grandi progressi realizzati in campo informatico, hanno indotto le istituzioni finanziarie a porre maggiore attenzione sulla gestione del rischio. Le banche hanno trasferito il rischio di credito, anche mediante l'uso di derivati, ad altri settori (segnatamente assicurazioni e hedge funds). A loro volta le imprese assicuratrici hanno cercato di ridurre il rischio, accrescendo la corrispondenza tra l'attivo e il passivo patrimoniale e offrendo strumenti finanziari e previdenziali in cui il rischio di credito e di mercato è a carico delle famiglie.

Questa riallocazione, che espone le famiglie al rischio finanziario in misura maggiore e più direttamente che in passato, potrebbe avere importanti implicazioni. Sotto il profilo macroeconomico, l'aumento dell'incertezza circa il costo futuro della previdenza potrebbe accrescere il risparmio precauzionale; inoltre, tale riallocazione del rischio potrebbe influire sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nella misura in cui il mutato profilo di rischio dei bilanci delle famiglie modificasse la reattività dei consumi alle variazioni dei prezzi dei titoli e dei tassi d'interesse. L'entità di tali effetti dipende anche dal volume di ricchezza reale e finanziaria delle famiglie nonché dalla sua distribuzione tra queste. Gli effetti sulla stabilità finanziaria sono più difficili da identificare. Il trasferimento alle famiglie, infatti, consente di distribuire su un elevato numero di operatori un dato rischio complessivo, riducendo la probabilità, elevata nel caso di concentrazione del rischio presso gli intermediari finanziari, di una crisi bancaria; tuttavia affinché vengano conseguiti gli attesi guadagni in termini di efficienza derivanti dalla dispersione del rischio è necessario che le famiglie siano in grado di gestire in modo consapevole, anche mediante una adeguata "istruzione" finanziaria, l'ulteriore rischio che grava sulle proprie finanze, condizione che spesso

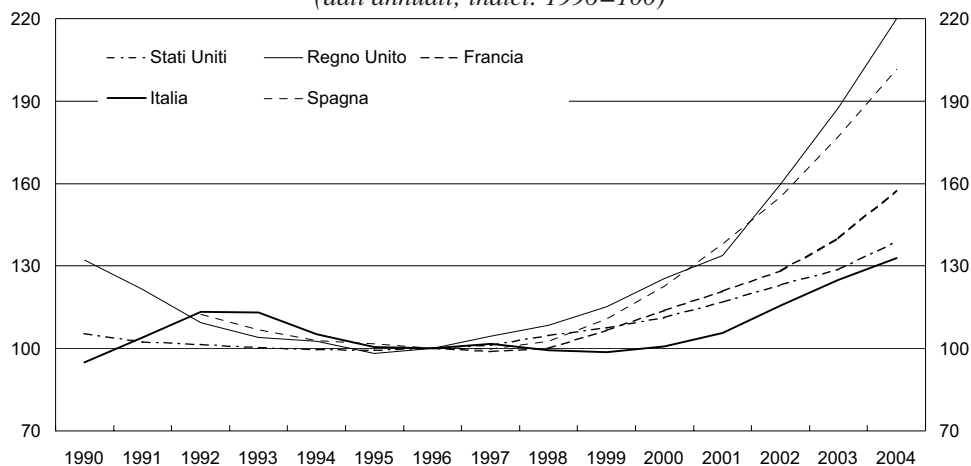
non appare soddisfatta, soprattutto per talune classi di reddito e di età. In tale contesto, sugli intermediari finanziari che non si attengono a regole di autodisciplina gravano rilevanti rischi legali e di reputazione.

I prezzi delle abitazioni nei paesi industriali

Nel 2004 nella maggior parte dei paesi industriali è proseguita la tendenza alla crescita dei prezzi delle abitazioni (cfr. il riquadro: *L'andamento dei prezzi delle abitazioni in alcuni paesi industriali*, in *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). Nella media dell'anno le quotazioni in Francia e negli Stati Uniti, depurate delle variazioni dei prezzi al consumo, hanno accelerato al 12 e all'8 per cento, rispettivamente (9 e 5 per cento nel 2003); in Spagna e in Italia sono aumentate del 14 e del 6 per cento, rispettivamente, valori non dissimili rispetto a quelli dell'anno precedente (fig. A11). Nel Regno Unito l'orientamento restrittivo della politica monetaria ha indotto una netta decelerazione delle quotazioni degli immobili nell'ultima parte dell'anno; nella media del 2004 esse sono cresciute allo stesso ritmo dell'anno precedente (17 per cento). In Australia i prezzi delle abitazioni hanno rallentato al 5 per cento, un ritmo notevolmente inferiore a quello del 2003 (15 per cento); alla decelerazione ha contribuito l'azione di restrizione monetaria avviata dalla banca centrale dal maggio 2002.

Fig. A11

**PREZZI DELLE ABITAZIONI IN TERMINI REALI
IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI (1)**
(dati annuali; indici: 1996=100)



Fonte: elaborazioni sulla base di statistiche nazionali. Per i prezzi delle abitazioni: OFHEO per Stati Uniti; Halifax per Regno Unito; statistiche nazionali per Francia e Spagna; Banca d'Italia, sulla base di dati Istat e *Il Consulente Immobiliare*, per l'Italia.

(1) Indici dei valori nominali deflazionati con i prezzi al consumo.

In Germania i valori reali delle abitazioni hanno registrato un calo del 3,7 per cento, continuando a risentire dell'ampia espansione dell'offerta

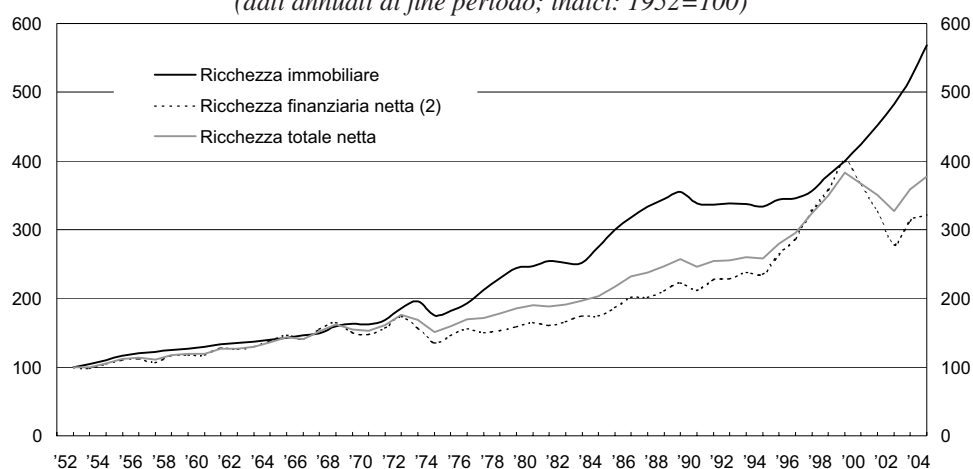
seguita all'unificazione. In Giappone, dove i prezzi erano in calo dal 1991, nell'ultima parte del 2004 e nei primi mesi dell'anno in corso in alcune aree urbane i valori immobiliari hanno ripreso ad aumentare.

Negli Stati Uniti, nel 2004 il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie è aumentato del 10 per cento pro capite in termini reali; in rapporto al reddito disponibile, esso si è innalzato, tra la fine del 2003 e quella dello scorso anno, dal 185 al 199 per cento. Nello stesso periodo l'indebitamento delle famiglie è salito dal 107 al 112 per cento del reddito disponibile; la ricchezza netta delle famiglie è aumentata dal 546 al 562 per cento del reddito disponibile.

Negli ultimi cinquant'anni il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie statunitensi in termini reali è cresciuto di quasi sei volte al netto dell'aumento della popolazione (fig. A12), rispetto a un incremento della ricchezza finanziaria netta pari al 220 per cento e del reddito disponibile pari al 260 per cento. Dal 1952 all'inizio degli anni settanta le componenti reale e finanziaria della ricchezza delle famiglie avevano mostrato dinamiche pressoché identiche, aumentando di circa il 50 per cento. Tra il 1970 e il 1989 il patrimonio immobiliare era raddoppiato, mentre quello finanziario era cresciuto solo del 50 per cento. Successivamente, dopo avere ristagnato nella prima metà degli anni novanta, il primo ha ripreso ad aumentare, accelerando nettamente dal 1998; il secondo ha rispecchiato il ciclo dei mercati azionari, con un aumento assai rapido nella seconda metà degli anni novanta seguito da un altrettanto marcato ridimensionamento all'inizio del decennio in corso. A tali andamenti ha corrisposto un incremento significativo del peso del patrimonio immobiliare sulla ricchezza netta totale, salito fino a circa il 36 per cento nel 2004, un massimo storico, assai superiore alla media degli ultimi cinquant'anni (28 per cento). Tuttavia, se si considera la ricchezza immobiliare al netto del valore dei mutui ipotecari, il suo peso rispetto a quella netta totale, sebbene in deciso aumento dal 2000, si colloca attualmente poco al di sopra del valore medio degli ultimi cinquant'anni (18 per cento).

Fig. A12

**RICCHEZZA IMMOBILIARE, FINANZIARIA E TOTALE
DELLE FAMIGLIE STATUNITENSIS PRO CAPITE IN TERMINI REALI (1)**
(dati annuali di fine periodo; indici: 1952=100)



Fonte: elaborazioni su dati Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Valori nominali deflazionati con il deflatore dei consumi totali. - (2) Differenza tra attività e passività finanziarie lorde.

Negli Stati Uniti l'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari ha nettamente rallentato: nel 2004 sono stati rinegoziati mutui per 1.180 miliardi di dollari, rispetto a una media annua di 1.860 miliardi nel triennio precedente. È aumentato invece il ritmo di accensione di nuovi mutui: nell'anno questi finanziamenti sono ammontati complessivamente a 1.470 miliardi di dollari, un valore superiore alla media annua del periodo 2001-03 (1.100 miliardi). Nonostante le attese di rialzo dei tassi di interesse a breve termine, circa un terzo dei mutui concessi nel 2004 è stato sottoscritto a un tasso variabile; nel biennio 2002-03, caratterizzato da un orientamento molto espansivo della politica monetaria statunitense, la quota dei mutui a tasso variabile era stata del 18 per cento. Questi rappresentano attualmente una percentuale molto bassa del totale e tendono a essere sottoscritti soprattutto da famiglie appartenenti alle classi di reddito inferiori, che risultano quindi più vulnerabili ad aumenti dei tassi di interesse.

Un fattore di rischio per l'economia statunitense, connesso anche con l'aumento dei tassi di interesse, è rappresentato dalla possibilità di una forte caduta dei prezzi delle abitazioni e dall'impatto negativo che questa potrebbe avere sui consumi delle famiglie. Un'analisi empirica, condotta sul periodo 1952-2004, ha stimato un modello di cointegrazione tra il livello dei consumi relativi ai servizi abitativi (essenzialmente le spese per affitti, inclusi quelli imputati a quanti vivono in abitazione di proprietà), quello di altri beni non durevoli, il reddito da lavoro (che approssima il flusso scontato di redditi da capitale umano), il livello della ricchezza immobiliare (al netto dei mutui ipotecari) e quello della ricchezza finanziaria (al netto dei debiti non ipotecari). Emerge che, nel lungo periodo, i consumi reagiscono con elasticità pari a uno alle variazioni del reddito da lavoro; con elasticità pari a 0,2 a variazioni di entrambi i tipi di ricchezza (un risultato coerente con precedenti stime dell'elasticità dei consumi rispetto alla ricchezza totale). La risposta dei consumi alle deviazioni temporanee dall'equilibrio della ricchezza reale e finanziaria non risulta significativa, rafforzando l'ipotesi secondo cui essi sono influenzati solamente da variazioni inattese e permanenti della ricchezza. L'importante sostegno fornito negli scorsi anni dall'aumento del patrimonio immobiliare alla spesa delle famiglie statunitensi farebbe quindi ritenere che il rincaro dei prezzi delle abitazioni sia stato percepito, in larga parte, come permanente. Qualora si verificasse un calo di quei prezzi, le conseguenze sui consumi dipenderebbero da come questo viene interpretato: qualora fosse considerata una correzione, già scontata, verso l'equilibrio, i consumi non dovrebbero risentirne in misura significativa; se, diversamente, la diminuzione fosse percepita come permanente, l'effetto sarebbe significativo: nel caso di una riduzione dei valori reali delle abitazioni del 10 per cento i consumi diminuirebbero, nel lungo periodo, di due punti percentuali.

Negli Stati Uniti le notevoli dimensioni assunte dai bilanci delle agenzie federali specializzate nei mutui ipotecari FNMA (Fannie Mae) e FHL-MC (Freddie Mac) e le recenti irregolarità contabili emerse a loro carico hanno indotto il Congresso ad avviare una riforma del settore.

Nel corso del tempo le due agenzie hanno modificato il modo di operare. Fino ai primi anni novanta acquistavano mutui ipotecari da intermediari al dettaglio per

poi cartolarizzarli e rivenderli come titoli a garanzia ipotecaria (mortgage-backed securities o MBS). In tal modo le agenzie assumevano solo il rischio di credito derivante dalla garanzia di rimborso offerta sui titoli venduti. Negli anni novanta esse hanno iniziato a detenere direttamente in bilancio volumi elevati di mutui, la cui consistenza tra il 1990 e il 2003 è passata da 136 a 1.560 miliardi di dollari. L'acquisto degli MBS, che sono titoli a lungo termine con possibilità di estinzione anticipata, è finanziato dalle agenzie con emissioni di obbligazioni a breve-medio termine che, agli occhi degli investitori, godono di una garanzia pubblica implicita; la diversa scadenza dell'attivo e del passivo ha comportato l'assunzione di un elevato rischio d'interesse.

Secondo la Riserva federale e il Tesoro degli Stati Uniti la mutata strategia di mercato delle due agenzie non è finalizzata al perseguimento della missione originaria, ossia la creazione di un mercato secondario sufficientemente liquido, e nel contempo ha creato un elevato rischio sistemico. Infatti, a fronte del notevole rischio di interesse da esse assunto, che il massiccio ricorso a strumenti derivati consente di coprire solo in parte, le agenzie hanno un patrimonio assai ridotto. Eventuali difficoltà delle agenzie, a cui si dovesse associare una caduta dei corsi delle obbligazioni da loro emesse, si ripercuoterebbero sulla solvibilità delle banche commerciali, che detengono in portafoglio volumi assai elevati di questi titoli. Sia la Riserva federale sia il Tesoro hanno, pertanto, proposto al Congresso di imporre alle agenzie una graduale, pressoché totale estinzione del portafoglio mutui; propongono altresì di affidare i compiti di vigilanza sulle due agenzie, attualmente responsabilità dell'Office of Federal Housing Enterprise Oversight, a un'autorità con maggiori poteri e risorse.

I mercati valutari

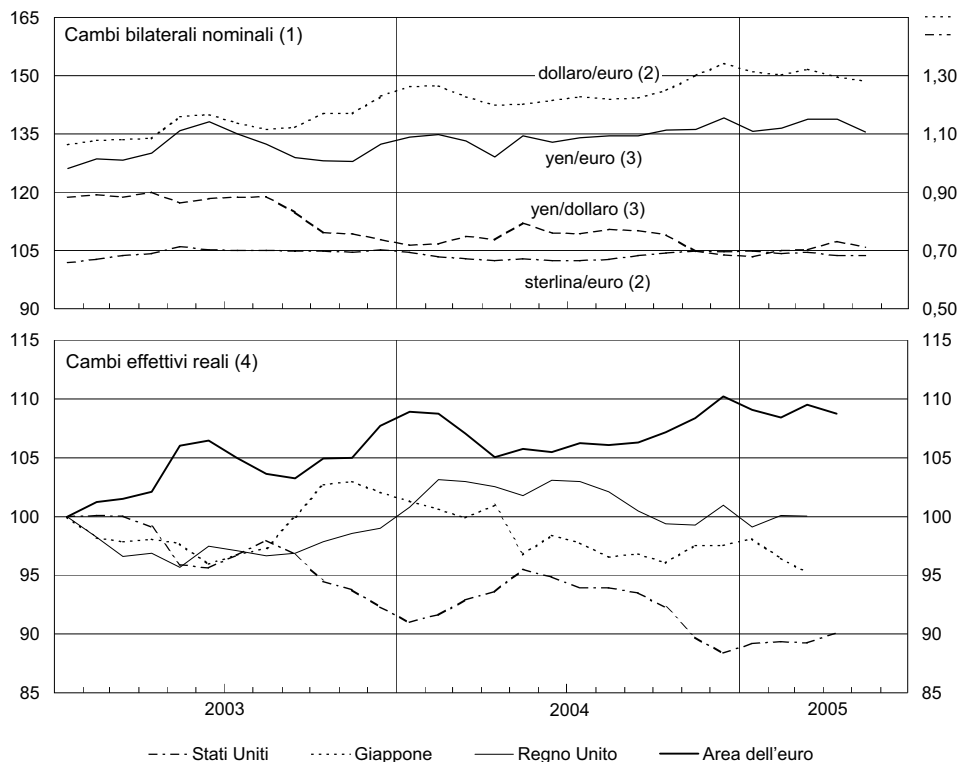
Nel corso del 2004 il dollaro si è deprezzato del 7,3 per cento nei confronti dell'euro, toccando un minimo di 1,36 alla fine di dicembre; l'indebolimento nei confronti dello yen è stato più contenuto, pari al 4,1 per cento (fig. A13). Nei primi mesi dell'anno in corso il dollaro si è rafforzato; si sono ampliati i differenziali di crescita attesa negli Stati Uniti nei confronti delle altre principali aree industriali. Dall'avvio della prolungata fase di debolezza (febbraio 2002), la valuta statunitense si è deprezzata in termini effettivi nominali del 15 per cento; il deprezzamento nei confronti dell'euro è stato del 32 per cento, quello nei confronti dello yen del 21 (fig. A14).

Grazie al deprezzamento del dollaro, la competitività dei prodotti statunitensi sui mercati internazionali, misurata dalla variazione del tasso di cambio effettivo reale calcolato dalla Riserva federale, è aumentata del 4,2 per cento nel 2004; i guadagni realizzati tra il 2001 e il 2004, pari complessivamente al 14,5 per cento, hanno riportato la competitività sui livelli del 1997. La perdita di competitività dell'area dell'euro, che si è commisurata al 21,8 per cento tra il 2000 e il 2003, è stata di minore entità (2,3 per cento) nel 2004, grazie soprattutto a un più contenuto apprezzamento dell'euro nei confronti dello yen. Nel 2004 la competitività del Giappone è migliorata (4,5 per cento) grazie sia al

lieve deprezzamento del cambio effettivo nominale dello yen sia all'evoluzione favorevole dei prezzi relativi.

Fig. A13

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



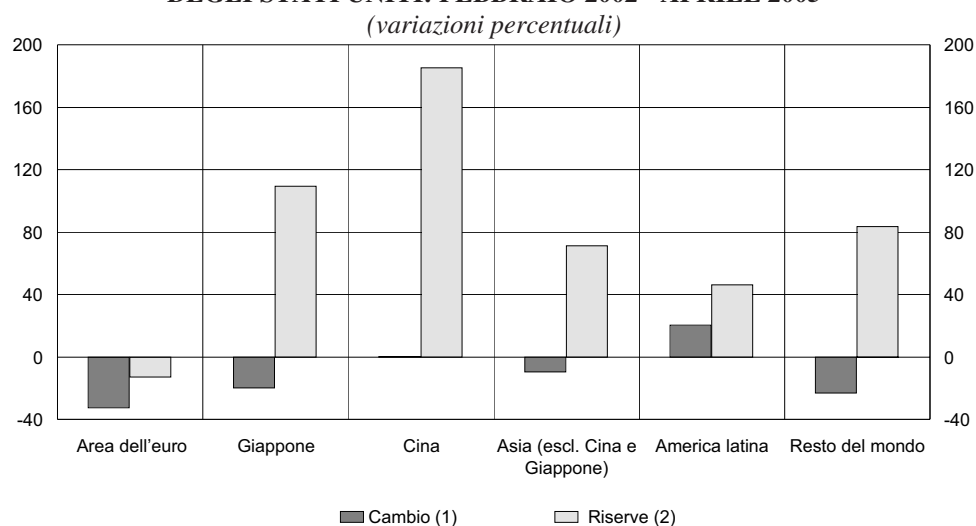
Fonte: Banca d'Italia, BCE e Riserva federale.

(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2005 si basano solamente sui primi 18 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2003=100, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti; un aumento indica un peggioramento di competitività.

Rispetto alle valute dei principali paesi emergenti dell'Asia il dollaro ha registrato, come in passato, variazioni contenute. Anche nel 2004 le banche centrali di quei paesi hanno contrastato le tendenze all'apprezzamento delle proprie valute acquistando dollari sul mercato dei cambi. La valuta statunitense è rimasta invariata nei confronti delle valute di Cina, Hong Kong e Malesia, paesi che hanno mantenuto politiche di cambio fisso; si è deprezzata lievemente nei confronti di quelle di Singapore, Thailandia e Taiwan e, in misura più consistente, nei confronti del won coreano (14,8 per cento). Le valute di Filippine e Indonesia si sono, invece, indebolite nei confronti della moneta americana. Nei primi mesi del 2005 il dollaro è rimasto sostanzialmente invariato nei confronti di tutte le valute dell'area.

Fig. A14

**VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO NOMINALI DEL DOLLARO
E DELLE RISERVE UFFICIALI DEI PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI
DEGLI STATI UNITI: FEBBRAIO 2002 - APRILE 2005**



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

(1) Per le ultime tre aree, media dei tassi di cambio del dollaro verso le valute dei paesi dell'area, ponderata sulla base dei flussi di interscambio degli Stati Uniti. Un valore positivo indica apprezzamento del dollaro. - (2) Ultimo dato disponibile, febbraio 2005.

Nel 2004 le riserve valutarie nei paesi dell'Asia, denominate prevalentemente in dollari, sono aumentate, complessivamente, di 510 miliardi di dollari (430 miliardi nel 2003), a 2.280 miliardi; nella sola Cina sono aumentate di 200 miliardi (dopo l'aumento di 120 miliardi nel 2003), a 610 miliardi. Sebbene da marzo dello scorso anno le autorità del Giappone abbiano cessato di intervenire sui mercati dei cambi, nel 2004 le riserve valutarie nipponiche sono aumentate di 170 miliardi di dollari (200 miliardi nel 2003), a 840 miliardi. Le politiche del cambio dei paesi emergenti dell'Asia hanno consentito loro di mantenere negli ultimi anni una elevata competitività internazionale e di contenerne le variazioni nei confronti degli stessi paesi dell'area. Per contro, l'accumulo di riserve rende più difficile il controllo della liquidità interna ed espone i paesi detentori al rischio di perdite consistenti in conto capitale, in caso di apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro (cfr. il riquadro: *Tassi di cambio e squilibri esterni delle economie dell'Asia*, in *Bollettino Economico*, n. 44, 2005).

I paesi emergenti dell'Asia adottano regimi di cambio diversi; il dollaro rappresenta però, formalmente o informalmente, il riferimento principale nelle politiche di cambio. In Cina, a Hong Kong e in Malesia vige un regime di cambio fisso nei confronti della valuta statunitense; Indonesia, Thailandia e Singapore adottano una politica di fluttuazione "amministrata", secondo la classificazione dei regimi di cambio adottata dall'FMI.

Infine, secondo la stessa classificazione, in due paesi – Filippine e Corea del sud – la fluttuazione è libera. Tuttavia nel triennio 2002-04 quest'ultimo paese è intervenuto con ingenti acquisti sui mercati valutari, raddoppiando lo stock di riserve ufficiali.

Dal punto di vista della strategia di politica monetaria, a Hong Kong e in Malesia il tasso di cambio è l'obiettivo intermedio; gli altri paesi, compresa la Cina, fanno riferimento, talvolta esclusivo, ad aggregati monetari o a un obiettivo d'inflazione. In taluni casi, la compatibilità tra obiettivi esterni e interni è resa possibile da vincoli ai movimenti di capitale.

Negli anni più recenti, il Giappone e l'area dell'euro hanno assunto un ruolo crescente come partner commerciali dei paesi emergenti della regione, acquisendo un peso non dissimile da quello degli Stati Uniti. Ciò potrebbe aver indotto alcuni di essi a tenere in conto, sia pure in misura limitata, l'andamento dello yen e dell'euro nelle politiche di stabilizzazione delle proprie valute.

Questa ipotesi trova una prima conferma in una recente verifica empirica condotta dalla BRI, che ha stimato, per ciascuno dei paesi emergenti della regione, l'elasticità del rispettivo tasso di cambio nei confronti del dollaro rispetto ai tassi di cambio dello yen e dell'euro nei confronti del dollaro. In base a tale metodologia, se una valuta asiatica fosse fissata rigidamente al dollaro essa dovrebbe mostrare una elasticità nulla a variazioni delle altre principali valute nei confronti del dollaro. I risultati delle stime su dati giornalieri relative al periodo 2003-04 evidenziano una elasticità statisticamente significativa nei confronti dello yen, seppure contenuta in valore assoluto (compreso tra 0,15 e 0,33), in particolare per la Corea del sud, l'India, Singapore e la Thailandia; limitatamente al 2004, per le valute di alcuni paesi si osserva un'elasticità statisticamente significativa, sebbene più contenuta (0,1), anche nei confronti dell'euro.

Nel 2004 anche le banche centrali dell'Argentina, del Messico e del Brasile hanno accresciuto, sia pure in misura limitata, le proprie riserve valutarie, fino a 19, 52 e 64 miliardi di dollari, rispettivamente, al fine di limitare la tendenza all'apprezzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro. Il peso argentino e quello messicano sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al dollaro, mentre il real brasiliano si è apprezzato dell'8 per cento. Nei primi mesi del 2005 il real si è ulteriormente apprezzato (8 per cento) nei confronti del dollaro.

In Polonia, nella Repubblica ceca e in Ungheria, i tre maggiori paesi tra i dieci nuovi membri della Unione europea (UE), i tassi di cambio nei confronti dell'euro si sono apprezzati, beneficiando dell'afflusso di ingenti capitali dall'estero; questi sono stati attratti, oltre che dai rendimenti più elevati, dal buon andamento dell'attività produttiva.

In Polonia l'orientamento restrittivo della politica monetaria – che nel 2004 ha indotto un ampliamento del differenziale d'interesse a breve termine con l'euro – ha contribuito a invertire la tendenza al deprezzamento dello zloty, che dall'inizio del 2003 al febbraio del 2004 aveva perso il 18 per cento del suo valore rispetto all'euro: da allora alla fine dello scorso anno lo zloty si è apprezzato di circa il 20 per cento nei confronti dell'euro, stabilizzandosi nei mesi successivi. Nella Repubblica ceca il formarsi, dal maggio

2004, di un differenziale d'interesse a breve termine con l'euro nonché gli elevati afflussi di capitali hanno favorito un rafforzamento del tasso di cambio nei confronti dell'euro di circa il 6 per cento. In Ungheria, nel corso del 2004, il cambio nei confronti dell'euro si è apprezzato del 7 per cento circa. Il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro, pari a oltre dieci punti percentuali all'inizio del 2004, si è successivamente ridotto fino a 7,2 punti nello scorso dicembre; alla metà di maggio era sceso a 5,3 punti.

Dal 28 giugno 2004 Estonia, Lituania e Slovenia sono entrate a far parte degli Accordi europei di cambio II (AEC II); da allora, il tasso di cambio delle rispettive valute non ha subito variazioni significative rispetto alla parità centrale (cfr. *Bollettino Economico*, n. 43, 2004). Dal 2 maggio scorso hanno aderito agli AEC II anche Cipro, Lettonia e Malta.

I mercati finanziari nei paesi emergenti

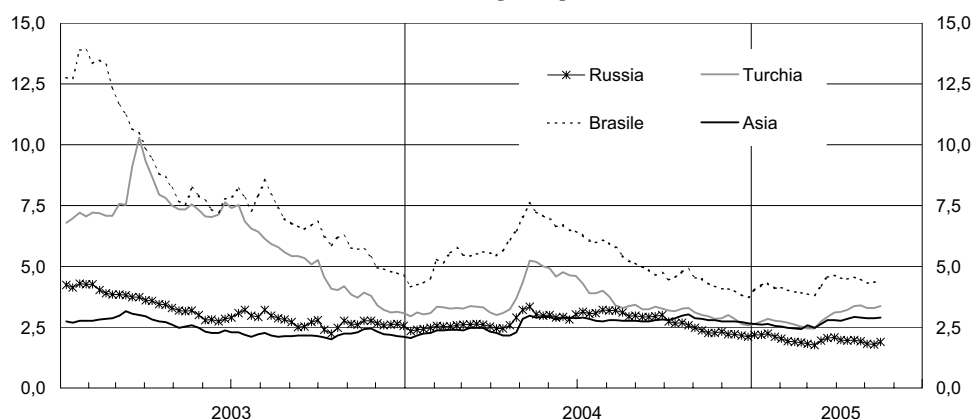
Nel 2004 le condizioni sui mercati finanziari dei principali paesi emergenti si sono mantenute distese. I premi per il rischio, dopo un aumento temporaneo nei primi mesi dell'anno in connessione con le incertezze sull'intensità della svolta della politica monetaria negli Stati Uniti, sono diminuiti fino a livelli storicamente bassi, beneficiando del rafforzamento dell'attività produttiva, del buon andamento delle esportazioni e di politiche economiche generalmente orientate al rigore. Le favorevoli condizioni di accesso ai mercati dei capitali, osservate anche nei paesi con merito di credito più basso, sono anche il risultato della ricerca di rendimenti relativamente elevati da parte di molti investitori, in un contesto di abbondante liquidità internazionale e di tassi d'interesse molto bassi. I premi per il rischio degli altri paesi non hanno risentito dei termini e delle modalità con cui le autorità argentine hanno concluso la ristrutturazione di una quota elevata del loro debito (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*); nell'aprile dell'anno in corso, le aspettative di un inasprimento delle condizioni monetarie negli Stati Uniti più rapido di quanto precedentemente atteso ha determinato un lieve ampliamento degli spread (fig. A15).

Il basso costo del finanziamento ha spinto numerosi paesi emergenti ad anticipare e a intensificare le emissioni di obbligazioni, anche al fine di ristrutturare il debito e di rafforzare la propria situazione patrimoniale: nel corso del 2004 il valore complessivo delle emissioni lorde, pubbliche e private, per il totale dei paesi emergenti è stato pari a 131,5 miliardi di dollari, un valore superiore di circa un terzo a quello registrato nel 2003 (circa 100 miliardi). Le emissioni lorde di obbligazioni sono aumentate in misura significativa nei paesi emergenti dell'Asia e dell'Europa centrale,

in particolare in Indonesia, India, Thailandia e Ungheria; non si sono discostate di molto dai valori molto elevati dell'anno precedente in Brasile, Messico e Venezuela. Per il complesso dei paesi emergenti, a febbraio scorso erano già state effettuate emissioni di titoli di Stato per un importo pari a circa la metà di quello programmato per l'intero 2005.

Fig. A15

DIFFERENZIALE TRA IL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI A LUNGO TERMINE IN DOLLARI 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 18 maggio 2005.

In Polonia, in Ungheria e nella Repubblica ceca le condizioni finanziarie sono rimaste distese. I differenziali dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni in valuta locale rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, dopo essere lievemente aumentati nei primi nove mesi del 2004, sono successivamente diminuiti: nell'aprile dell'anno in corso essi erano pari a due punti percentuali in Polonia, 3,4 punti in Ungheria, pressoché nulli nella Repubblica ceca.

In Asia il differenziale tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi, che aveva raggiunto il valore storicamente basso di circa due punti percentuali all'inizio del 2004, è aumentato di circa un punto nel primo semestre. Alla metà di maggio del 2005 si collocava a 2,9 punti percentuali.

In Brasile il proseguimento delle politiche macroeconomiche orientate al rigore ha contribuito al mantenimento di condizioni finanziarie favorevoli: nel corso del 2004 il premio per il rischio è sceso di circa un punto percentuale, a 3,7 punti; nei primi mesi dell'anno in corso è leggermente aumentato, fino a 4,4 punti.

In Argentina, nel luglio 2004 il governo aveva chiesto una sospensione temporanea dell'accordo di stand-by con l'FMI, in attesa del raggiungimento di un'intesa con i creditori internazionali per la ristrutturazione del debito in stato di inadempienza. Lo scorso 14 gennaio le autorità argentine hanno avviato un'offerta pubblica di scambio riguardante quel debito, per un controvalore facciale di 81,8 miliardi; l'offerta si è conclusa alla fine di febbraio ed è stata sottoscritta da una quota di creditori titolari del 76,2 per cento del debito. Le condizioni proposte comportano una dilazione dei termini di pagamento e una riduzione del debito, in valore attuale, pari al 75 per cento; la proporzione di tale riduzione è considerevolmente superiore a quelle subite dai creditori in precedenti episodi di ristrutturazione del debito sovrano di paesi emergenti, come ad esempio quello della Russia nel 2000. Lo scorso aprile i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei principali paesi industriali hanno sollecitato le autorità argentine a raggiungere in tempi rapidi un accordo anche con i creditori che non hanno aderito all'offerta.

In Turchia l'elevato ritmo di crescita dell'economia e il venire meno dell'incertezza circa l'avvio dei negoziati di adesione alla UE hanno contribuito a ridurre dall'inizio del 2004 alla metà di marzo dell'anno in corso il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi di circa 0,6 punti percentuali, a 2,4 punti; successivamente il premio per il rischio è aumentato, ritornando ai livelli dell'inizio del 2004.

Anche in Russia le condizioni sui mercati finanziari sono rimaste distese, nonostante la crisi di liquidità di uno dei principali istituti di credito e le difficoltà della seconda compagnia petrolifera del paese. Nel corso del 2004 e nei primi mesi del 2005 il premio per il rischio è diminuito di 0,7 punti percentuali, a 1,8 punti, livello storicamente basso.

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale

Nel 2004 l'espansione sostenuta del commercio mondiale ha riflesso il rafforzamento dell'attività produttiva e la sua diffusione a tutte le aree del globo. Gli scambi di beni e servizi, valutati a prezzi costanti, hanno accelerato al 9,9 per cento, dal 4,9 nel 2003, circa il doppio del ritmo di incremento del prodotto mondiale (5,1 per cento; tav. aA4); l'elasticità del commercio rispetto all'attività economica, fortemente ridottasi nel triennio precedente, è ritornata sui livelli degli ultimi due decenni.

L'interscambio dei soli beni, aumentato del 10,7 per cento nel 2004 (5,3 nel 2003), è stato sospinto dal rafforzamento del ciclo internazionale degli investimenti e, nella prima metà dell'anno, dall'accelerazione della produzione industriale in tutte le principali economie.

L'espansione della domanda di fonti energetiche e di materie prime per l'industria, soprattutto da parte dei paesi emergenti dell'Asia, ha impresso un notevole impulso alle quotazioni dei prodotti di base, in particolare a quelle petrolifere (cfr. il paragrafo: *I prezzi delle materie di base*).

Una spinta importante al commercio mondiale è venuta ancora dalla forte espansione della domanda negli Stati Uniti e nelle economie emergenti dell'Asia.

Negli Stati Uniti gli acquisti di beni e servizi a prezzi costanti hanno accelerato al 9,9 per cento, dal 4,4 nel 2003, continuando a espandersi a un ritmo più elevato di quello delle importazioni dell'insieme dei paesi avanzati (8,5 per cento, da 3,6 nel 2003). In Giappone le importazioni sono cresciute dell'8,9 per cento, riflettendo, come nel 2003, soprattutto l'elevata dinamica della domanda di componenti per beni d'investimento e di prodotti dell'elettronica. In una fase di ripresa ancora debole dell'attività produttiva, il ritmo di sviluppo delle importazioni dell'area dell'euro è salito al 6,5 per cento, dal 2,2 nel 2003. Nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia gli acquisti dall'estero (15,8 per cento, da 9,1 nel 2003) sono stati sospinti dall'elevato ritmo di sviluppo dell'attività produttiva nei settori più esposti alla concorrenza internazionale.

Nell'insieme dei PVS e delle economie emergenti le importazioni di beni hanno accelerato al 16,9 per cento, dal 10,3 nel 2003, un valore persino più elevato di quello conseguito nel 2000 (15,8 per cento). Si stima

che quelle della Cina, che costituiscono il 5,4 per cento del commercio globale, abbiano contribuito per circa 1,5 punti percentuali alla crescita di quest'ultimo.

Le importazioni di beni del complesso dei PVS dell'Asia, aumentate del 21,5 per cento (15,1 nel 2003), sono state sostenute soprattutto da quelle della Cina (29 per cento, da 24,8 nel 2003), che già nel 2003 pesavano per oltre la metà sui flussi complessivi della regione. Il rafforzamento della ripresa economica si è riflesso in un forte aumento, per la prima volta da un triennio, delle importazioni dell'America latina (12,5 per cento) e in un'accelerazione di quelle dei paesi dell'Europa centrale e orientale (16 per cento, da 13,5 nel 2003) e della Russia (23,9 per cento, da 10 nel 2003).

Come nei due anni precedenti, nel 2004 le esportazioni di beni dei paesi dell'Asia sono cresciute a un ritmo superiore a quello registrato nelle altre principali aree; la Cina e le economie asiatiche di recente industrializzazione hanno segnato gli aumenti più elevati, pari al 29,2 e al 19,3 per cento, rispettivamente. Si sono assai accentuati i flussi di commercio all'interno dell'area asiatica. L'elevata competitività dei paesi emergenti dell'Asia nei confronti del resto del mondo, riconducibile anche alle politiche del cambio dirette a mantenere un rapporto stabile con il dollaro, ha sospinto le esportazioni all'esterno della regione. In Giappone le vendite all'estero, dopo i cospicui incrementi nella prima parte del 2004, hanno successivamente rallentato; nell'anno e per il complesso dei beni e servizi sono aumentate del 14,4 per cento (9,1 nel 2003).

Anche nel 2004 il principale impulso all'espansione delle esportazioni del Giappone è provenuto dalla domanda degli altri paesi asiatici, verso cui si dirige quasi la metà delle vendite di beni. Quelle verso la Cina e le economie asiatiche di recente industrializzazione sono aumentate del 21,9 e del 20,4 per cento, rispettivamente.

Nel corso dell'anno le esportazioni nipponiche hanno risentito del rallentamento della domanda internazionale nei comparti dei beni capitali e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, cui è ascrivibile oltre il 40 per cento delle esportazioni complessive di beni.

Le esportazioni di beni e servizi degli Stati Uniti, cresciute dell'8,6 per cento, contro l'1,9 nel 2003, hanno beneficiato del miglioramento della competitività internazionale connesso con il deprezzamento del dollaro nell'ultimo triennio. Quelle di beni dell'America latina, aumentate a un ritmo ancora superiore (10,5 per cento, da 3,3 nel 2003), sono state sospinte dall'espansione della domanda statunitense e asiatica nei settori legati all'estrazione e alla lavorazione delle materie prime.

Il ritmo di sviluppo delle esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro, pari al 6,3 per cento, ha continuato a risultare inferiore a quello del commercio mondiale, risentendo della perdita di competitività dovuta alla

bassa dinamica della produttività e all'apprezzamento dell'euro. La ripresa rispetto al 2003, quando le esportazioni avevano ristagnato, ha tratto impulso dall'espansione della domanda nel resto del mondo e dalla crescente integrazione con le economie dell'Europa centrale e orientale (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*). In quest'area è ancora aumentato il ritmo di espansione delle esportazioni di beni (16,2 per cento, da 13,7 nel 2003).

Nel 2004 il rincaro delle materie prime ha comportato un netto miglioramento delle ragioni di scambio di quei PVS specializzati nella loro esportazione, particolarmente nel settore energetico. Quelle dei PVS esportatori di petrolio sono migliorate del 19 per cento, molto più che nei due anni precedenti; nei paesi dell'America latina e in quelli africani, forti esportatori soprattutto di materie prime non energetiche, il guadagno è stato del 3,2 e del 4,4 per cento, rispettivamente. Sono invece leggermente peggiorate le ragioni di scambio dei paesi avanzati (-0,4 per cento) e dei PVS asiatici (-0,4 per cento), che in prevalenza esportano manufatti. Il deprezzamento del dollaro ha indotto negli Stati Uniti un deterioramento delle ragioni di scambio più significativo, pari al 2,1 per cento.

La liberalizzazione del commercio nel settore tessile e dell'abbigliamento

All'inizio del 2005 sono mutate le regole multilaterali che disciplinano il commercio internazionale di prodotti tessili e dell'abbigliamento. La rimozione del sistema di contingenti alle importazioni vigente per oltre trent'anni comporterà un notevole accrescimento della concorrenza tra paesi esportatori nei principali mercati dell'emisfero occidentale.

In ottemperanza al Trattato internazionale dell'Uruguay Round (Accordo sui prodotti tessili e dell'abbigliamento, 1994), è stato definitivamente smantellato il sistema di contingenti bilaterali alle importazioni nei paesi industriali introdotto nel 1974 e noto come Accordo Multifibre. I principali partecipanti a questo sistema erano l'Unione europea (UE), gli Stati Uniti e il Canada, le cui importazioni di prodotti tessili e dell'abbigliamento nel 2003 rappresentavano complessivamente circa i due terzi di quelle mondiali. Il regime ha a lungo limitato la crescita delle esportazioni dei paesi emergenti nel comparto; essendo fondato su un esteso sistema di restrizioni quantitative bilaterali, esso ha ostacolato l'espansione delle esportazioni dei produttori più efficienti, penalizzando i consumatori.

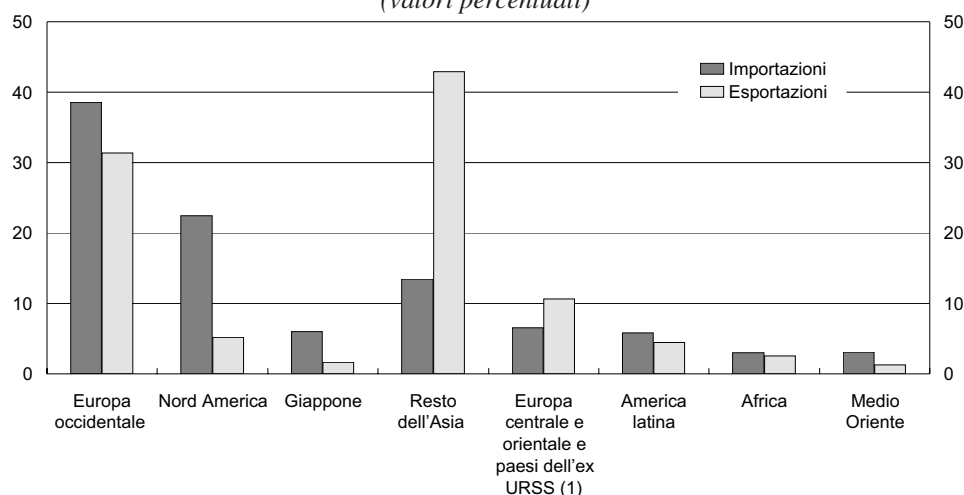
Negli ultimi anni è progressivamente cresciuto il peso nel commercio internazionale delle produzioni tessili e dell'abbigliamento dei PVS, in particolare di quelli localizzati in Asia (fig. A16). Le esportazioni di questi ultimi hanno raggiunto nel 2003 il 43 per cento di quelle mondiali. La quota della Cina, pari al 20 per cento, è più che raddoppiata dal 1990; quella

dell'India, il maggiore produttore asiatico dopo la Cina e la Corea del Sud, è salita dal 2,2 al 3,3 per cento. Il peso dei paesi industriali sulle esportazioni mondiali nel settore è nettamente diminuito nell'ultimo decennio (al 38 per cento nel 2003, dal 45 nel 1995), associandosi a perdite rilevanti di occupazione nell'industria interna. Poiché il settore dell'abbigliamento è caratterizzato da una maggiore intensità di lavoro meno qualificato rispetto a quello tessile, è nel primo settore che i paesi emergenti con costi del lavoro assai più bassi godono del vantaggio comparato più cospicuo.

Fig. A16

**QUOTE DELLE PRINCIPALI AREE SULLE ESPORTAZIONI
E IMPORTAZIONI MONDIALI DI PRODOTTI TESSILI
E DELL'ABBIGLIAMENTO NEL 2003**

(valori percentuali)



Fonte: WTO.
(1) Include la Turchia.

Secondo stime effettuate da ricercatori europei, nella UE i contingenti alle importazioni hanno avuto nel 2001 effetti analoghi a una tassa compresa tra il 25 e il 29 per cento sugli acquisti dalla Cina e tra il 6 e il 20 per cento su quelli dagli altri paesi asiatici emergenti. Dalla metà degli anni novanta, invece, le produzioni provenienti dai paesi dell'Europa centrale e orientale e, successivamente, anche dalla Turchia, dall'Africa e dall'America latina non sono state più sottoposte a contingenti da parte della UE. Nel 2003 quasi la metà degli acquisti all'esterno dell'area proveniva dall'Asia; la quota di importazioni da Turchia (14 per cento), Europa centrale e orientale (19 per cento) e Africa (10 per cento) risultava relativamente elevata, in parte come conseguenza del regime commerciale privilegiato accordato a questi paesi.

La completa liberalizzazione delle importazioni avvenuta nel 2005 potrebbe tradursi in ribassi, anche consistenti, dei prezzi dei prodotti tessili e dell'abbigliamento nei mercati della UE e degli Stati Uniti, un fenomeno già rison-

trato nel 2002 in seguito alla parziale eliminazione dei contingenti. Sebbene sia difficile quantificare l'effetto, secondo un'analisi condotta dal Fondo monetario internazionale (FMI) ne deriverebbe un aumento globale delle esportazioni dei paesi emergenti nel settore dell'ordine del 10 per cento (tav. A5).

Tav. A5

**IMPATTO SULLE ESPORTAZIONI DEI PVS DERIVANTE
DALL'ABOLIZIONE DEI CONTINGENTI ALLE IMPORTAZIONI
DI PRODOTTI TESSILI E DELL'ABBIGLIAMENTO (1)**

Paesi	In miliardi di dollari a prezzi 1997	In percentuale
Paesi in via di sviluppo	19,0	9,6
di cui: Cina.....	24,2	51,2
India	10,3	97,2
Altri paesi dell'Asia meridionale	1,5	12,1
Messico	-3,3	-44,4
America centrale e Caraibi	-4,3	-47,3
America meridionale	-0,2	-7,0
Medio Oriente e Nord Africa	-2,8	-29,9
Africa subsahariana	-0,6	-21,5

Fonte: FMI, *World Economic Outlook* (aprile 2005).

(1) Simulazioni effettuate utilizzando il modello Global Trade Analysis Project con dati del 1997.

Rilevanti sarebbero gli effetti in termini di redistribuzione delle quote di mercato tra i diversi paesi esportatori; ne trarrebbero maggiore beneficio la Cina, l'India e il Pakistan, le cui esportazioni aumenterebbero del 50-100 per cento. I paesi produttori meno efficienti, che fino a ora hanno beneficiato di posizioni di rendita, potrebbero invece venire danneggiati dal processo di liberalizzazione. Perdite particolarmente gravi sarebbero subite dalle economie più povere dell'Asia, dell'Africa e dei Caraibi, che sono molto dipendenti dalle esportazioni di prodotti dell'abbigliamento nel mercato europeo e in quello statunitense. I paesi dell'Europa centrale e orientale specializzati nelle produzioni di prodotti tessili e dell'abbigliamento (Turchia, Bulgaria e Romania, con quote comprese tra il 30 e il 40 per cento delle rispettive esportazioni di manufatti), pur essendo anch'essi esposti alla maggiore concorrenza dei produttori asiatici, continuerebbero ad avvantaggiarsi della vicinanza geografica al mercato europeo.

Negli Stati Uniti e in Europa si sono intensificate le pressioni volte a ottenere interventi temporanei di protezione commerciale nel settore del tessile e dell'abbigliamento, che diano ai produttori nazionali più efficienti ulteriore tempo, rispetto a quello indicato dall'Accordo del 1994, per fronteggiare l'aumento della concorrenza estera. Secondo le clausole transitorie contenute nel trattato di adesione della Cina all'Organizzazione mondiale del commercio (2001), è possibile per i paesi importatori introdurre limitazioni specificamente rivolte a contenere l'aumento degli acquisti da questo paese, purché nel rispetto di determinate procedure e modalità.

I prezzi delle materie di base

Nel 2004 si sono accentuate le spinte al rialzo sui prezzi del petrolio in atto dal maggio dell'anno precedente. Le quotazioni del greggio (media delle tre principali qualità), da un livello di 25,5 dollari al barile nell'aprile 2003, hanno raggiunto i 47 dollari a ottobre 2004, per poi scendere a 39 dollari a dicembre. Nella media dello scorso anno il prezzo del petrolio si è collocato a 37,8 dollari, segnando un incremento del 30 per cento circa rispetto all'anno precedente (contro il 16 per cento nel 2003; tav. aA4).

L'aumento delle quotazioni, superiore all'atteso, è soprattutto da ricondursi all'espansione assai sostenuta della domanda mondiale, risultata anch'essa maggiore del previsto. Nel contesto di perduranti tensioni geopolitiche in Medio Oriente e in altri paesi produttori, la variabilità dei prezzi è stata accentuata dall'ulteriore restringimento dei margini di capacità inutilizzata dei paesi dell'OPEC.

Tav. A6

DOMANDA MONDIALE DI PETROLIO PER AREE GEOGRAFICHE

Paesi e Aree	Livello della domanda (milioni di barili al giorno)			Quota percentuale sull'aumento della domanda mondiale rispetto all'anno precedente		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004
Nord America	24,1	24,6	25,2	16,7	29,4	21,4
Altri paesi dell'OCSE	24,0	24,3	24,4	..	17,6	3,6
Cina	5,0	5,5	6,4	50,0	29,4	32,1
Altri paesi dell'Asia (1)	7,9	8,1	8,5	33,3	11,8	14,3
Resto del mondo	17,0	17,2	18,0	..	11,8	28,6
Totale	78,0	79,7	82,5	100,0	100,0	100,0

Fonte: International Energy Agency.
(1) Esclude Giappone e Corea del Sud.

Nel 2004 la domanda mondiale di petrolio è cresciuta del 3,5 per cento, il valore più elevato dal 1976, a fronte del 2,3 nel 2003 (tav. A6); all'espansione dei consumi hanno contribuito soprattutto la Cina (per una quota pari al 32,1 per cento), i paesi del Nord America (21,4 per cento) e gli altri paesi emergenti dell'Asia (14,3 per cento). La domanda della Cina, aumentata dell'11 per cento nel 2003 e del 15,6 nel 2004, rappresenta ormai quasi l'8 per cento di quella mondiale. Il peso rilevante del complesso dei paesi non OCSE sulla domanda globale (40 per cento) riflette anche la più elevata intensità energetica delle loro economie rispetto a quelle dei paesi avanzati (cfr. il riquadro: Il mercato del petrolio, in Bollettino Economico, n. 43, 2004).

L'offerta mondiale di petrolio è aumentata di circa il 4 per cento nel 2004. Le scorte di petrolio detenute dal settore privato dei paesi avanzati, pur segnando un recupero nei mesi più recenti, si sono attestate dal 2003 e per gran parte del 2004 su un livello basso nel confronto storico.

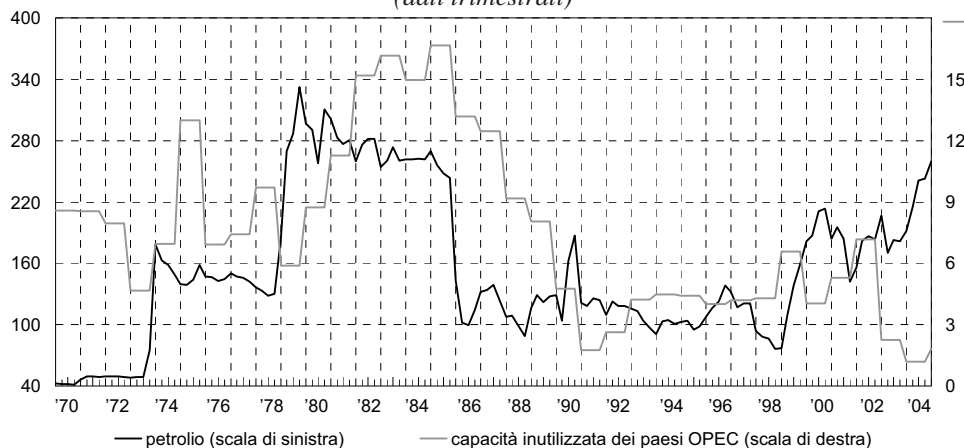
All'espansione dell'offerta nel 2004 ha contribuito per il 70 per cento la produzione dei paesi dell'OPEC, la cui quota sull'offerta mondiale è salita al 40 per cento. Tra gli altri paesi produttori la Russia ha fornito l'apporto maggiore (22 per cento). Poi-

ché l'aumento dell'offerta mondiale ha riguardato in buona parte tipologie di greggio di bassa qualità prodotte nel Golfo, meno adatte alle caratteristiche dei consumi di alcune economie avanzate, fra cui quella statunitense, si è notevolmente ampliato il differenziale di prezzo tra il petrolio di alta qualità, estratto in America e nel Nord Europa (in particolare, qualità WTI e Brent), e quello dei paesi del Golfo (qualità Dubai).

L'aumento della produzione dei paesi dell'OPEC ha comportato una ulteriore riduzione dei margini di capacità produttiva inutilizzata a disposizione per fronteggiare eventuali eventi negativi. Per il complesso dei paesi dell'OPEC, escluso l'Iraq, tali margini sono scesi da 1,8 milioni di barili al giorno nel 2003 a 1,0 nel 2004, pari all'1,2 per cento della domanda mondiale, collocandosi su un valore nettamente inferiore a quello medio dell'ultimo decennio (4,7 per cento della domanda mondiale nel 1994-2003; fig. A17).

Fig. A17

**PREZZO DEL PETROLIO IN TERMINI REALI
E MARGINI DI CAPACITÀ INUTILIZZATA DEI PAESI OPEC (1)**
(dati trimestrali)



Fonte: FMI e OCSE.

(1) Il prezzo reale è espresso come rapporto fra l'indice del prezzo del petrolio e la media ponderata dei deflatori (espressi in dollari) delle esportazioni di beni e servizi dei maggiori paesi industriali; indici: 1995=100. La capacità inutilizzata è espressa in percentuale della domanda mondiale di petrolio.

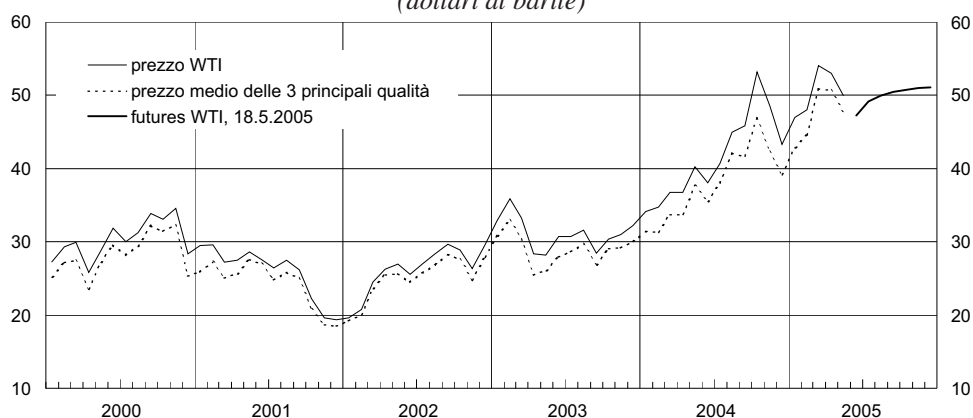
Secondo fonti dell'OPEC, i paesi del cartello hanno avviato piani di investimento che dovrebbero condurre, tra il 2006 e il 2010, ad accrescere la loro capacità estrattiva di 3,5 milioni di barili al giorno (pari al 4,2 per cento della domanda mondiale nel 2004); secondo stime della International Energy Agency e dell'FMI, i produttori non appartenenti all'OPEC dovrebbero ampliare la loro offerta di 0,9 milioni di barili al giorno nel 2005 (1,1 per cento della domanda mondiale nel 2004), un incremento non dissimile da quello realizzato in media nell'ultimo biennio, e di altri 6 milioni di barili nel quinquennio successivo (7 per cento della domanda mondiale nel 2004). Complessivamente tali incrementi sarebbero poco più che sufficienti a compensare l'espansione della domanda mondiale prevista nello stesso periodo (pari al 2 per cento circa all'anno).

Nei primi mesi del 2005 il prezzo del petrolio ha registrato ulteriori incrementi. Dopo aver toccato il 4 aprile scorso il massimo storico di 54,1

dollari al barile, esso si è collocato a 46,3 dollari lo scorso 18 maggio (fig. A18). Le elevate quotazioni hanno indotto i paesi dell'OPEC, il 16 marzo scorso, a decidere di incrementare di 500.000 barili al giorno il livello-obiettivo di produzione, portandolo a 27,5 milioni. Nel primo trimestre del 2005 il prezzo del petrolio, depurato dell'andamento di quelli internazionali dei manufatti espressi in dollari, ha raggiunto un livello prossimo a quello medio del triennio 1983-85, prima del contro shock petrolifero (fig. A17). Rispetto al minimo toccato alla fine del 1998, in un contesto di debolezza del ciclo mondiale, il prezzo del petrolio in termini reali è più che triplicato.

Fig. A18

PETROLIO WTI: QUOTAZIONI A PRONTI E FUTURES (1)
(dollari al barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.

(1) Per il prezzo a pronti, dati medi mensili; per maggio 2005, l'ultimo dato disponibile è del giorno 18. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

In base ai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NY-MEX il 18 maggio scorso, le quotazioni aumenterebbero a 51,1 dollari per barile nel dicembre 2005. Pur riducendosi leggermente nel corso del 2006, rimarrebbero su un valore più elevato rispetto alle attuali quotazioni a pronti del WTI (47 dollari).

Per prevedere l'evoluzione del prezzo del petrolio nel breve termine è consuetudine utilizzare il profilo indicato dai prezzi dei futures. Negli ultimi anni questi ultimi hanno sistematicamente sottostimato il prezzo spot alla scadenza, in misura crescente quanto più lontano è l'orizzonte considerato. Tale distorsione, che incorpora un premio per il rischio, è divenuta assai significativa tra il 1996 e il 2004 (circa 4-5 dollari sull'orizzonte dei dodici mesi), riflettendo una più efficiente gestione delle scorte.

Una recente analisi econometrica ha mostrato che la capacità previsiva dei prezzi dei futures (contratti relativi alla qualità WTI) può essere migliorata facendo ricorso a informazioni desumibili da indicatori del ciclo economico statunitense. L'entità del miglioramento può essere valutata confrontando le previsioni a dodici mesi desunte nel settembre 2003 dalle quotazioni dei futures con quelle ottenute utilizzando anche gli indi-

catori ciclici. A fronte di un prezzo spot di circa 30 dollari al barile, i futures prevedevano una riduzione a circa 26 dollari nel settembre 2004, mentre la previsione “aggiustata” indicava un incremento a 38 dollari; il prezzo spot effettivamente realizzato in quel mese è stato pari a circa 45 dollari.

Le quotazioni delle altre materie di base, in ripresa dal 2003, si sono ulteriormente rafforzate nel 2004. Quelle dei metalli, più reattive all’andamento del ciclo economico internazionale, sono aumentate del 36,4 per cento nel 2004 (11,9 nel 2003), a fronte di un aumento dei prezzi dei manufatti dell’8,8 per cento. La crescita delle quotazioni dei beni alimentari e degli altri prodotti agricoli, pari al 14,5 e al 5,5 per cento, rispettivamente, è stata più contenuta per effetto della riduzione dei prezzi avvenuta nell’ultimo scorcio del 2004, in seguito all’andamento favorevole dei raccolti.

Le bilance dei pagamenti

Nel 2004 gli squilibri internazionali nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono ulteriormente ampliati (tav. A7). Il disavanzo degli Stati Uniti è aumentato a 666 miliardi di dollari, da 531 nel 2003, raggiungendo il 5,7 per cento del prodotto (4,8 nel 2003). L’avanzo del complesso delle economie asiatiche è salito a 365 miliardi (307 nel 2003), pari al 4 per cento del prodotto, riflettendo principalmente gli accresciuti surplus del Giappone (da 136 a 172 miliardi) e della Cina (da 46 a 70 miliardi). Sono anche nettamente aumentati gli avanzi dei PVS esportatori di petrolio e della Russia, a 123 e 60 miliardi, rispettivamente (68 e 35 nel 2003); l’ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio di questi paesi si è finora solo parzialmente riflesso in un aumento delle loro importazioni.

L’America latina ha mantenuto il sostanziale equilibrio nei conti con l’estero conseguito nel 2003. Ha invece continuato a peggiorare il disavanzo dei paesi dell’Europa centrale e orientale, salito a 51 miliardi di dollari, pari al 5 per cento del PIL, anche in seguito al progressivo aumento degli esborsi netti per redditi da capitale.

All’ampliamento dell’avanzo corrente dei paesi asiatici, che ammonta a oltre la metà del disavanzo statunitense, ha contribuito nell’ultimo triennio il miglioramento della loro competitività internazionale, favorita da politiche del cambio dirette a mantenere un rapporto stabile con il dollaro. Sul consolidamento della posizione di attivo strutturale della regione hanno concorso, dalla fine dello scorso decennio, importanti modifiche nella domanda di imprese e famiglie.

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

Paesi e Aree	Miliardi di dollari				In percentuale del PIL			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Paesi avanzati								
Stati Uniti	-385,7	-473,9	-530,7	-665,9	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7
Giappone	87,8	112,8	136,4	172,1	2,1	2,8	3,2	3,7
Area dell'euro	-3,4	62,6	24,1	56,8	-0,1	0,9	0,3	0,6
Economie asiatiche di recente industrializzazione (NIEs) (1) di cui: <i>Corea del Sud</i>	50,6 8,0	59,3 5,4	84,5 12,1	89,6 26,8	5,0 1,7	5,5 1,0	7,4 2,0	7,1 3,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo								
America latina	-53,9	-16,4	6,6	15,9	-2,8	-1,0	0,4	0,8
di cui: <i>Argentina</i>	-3,9	8,6	7,4	3,1	-1,4	8,5	5,8	2,0
<i>Brasile</i>	-23,2	-7,6	4,2	11,7	-4,6	-1,7	0,8	1,9
<i>Messico</i>	-18,2	-13,7	-8,6	-8,7	-2,9	-2,1	-1,3	-1,3
<i>Venezuela</i>	2,0	7,6	11,4	14,5	1,6	8,2	13,6	13,5
Asia	40,8	72,2	85,8	103,3	1,8	2,9	3,1	3,3
di cui: ASEAN-4 (2)	21,7	27,2	31,9	34,1	5,0	5,5	5,7	5,5
<i>Cina</i>	17,4	35,4	45,9	70,0	1,5	2,8	3,2	4,2
<i>India</i>	1,4	7,1	6,9	2,1	0,3	1,4	1,2	0,3
Medio Oriente	39,1	29,4	59,3	112,5	6,1	4,6	8,3	13,7
Europa centrale e orientale (3)	-16,6	-24,5	-37,0	-50,6	-2,7	-3,6	-4,4	-5,0
Russia	33,4	30,9	35,4	59,6	10,9	9,0	8,2	10,2
<i>Per memoria:</i>								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di petrolio	45,0	33,4	67,6	122,5	6,4	4,9	8,8	13,2
Giappone, NIEs e PVS asiatici	179,2	244,3	306,7	365,0	2,4	3,2	3,7	4,0

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.

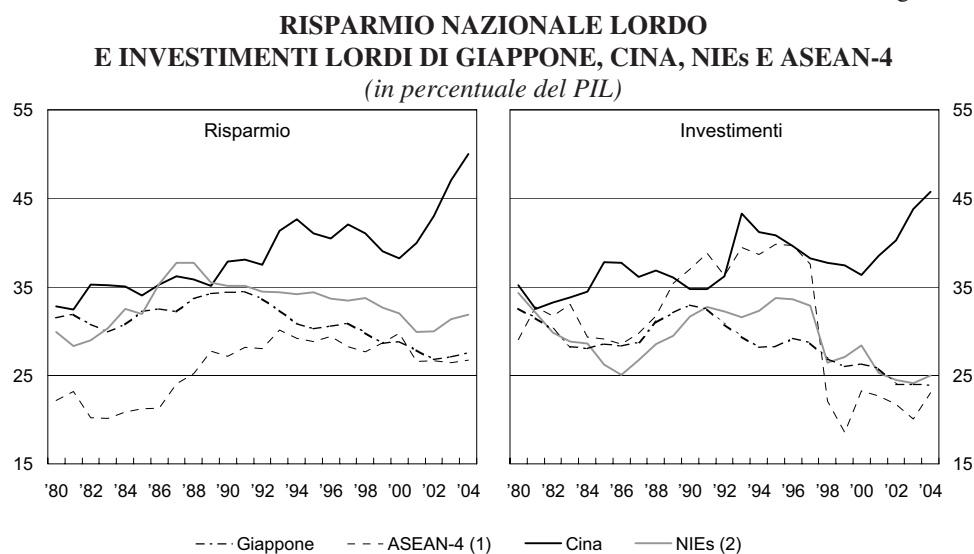
Elementi utili per valutare le determinanti dell'avanzo dei paesi dell'Asia si possono desumere dall'andamento del risparmio e degli investimenti rapportati al prodotto (fig. A19).

In Giappone, a fronte di un tendenziale calo del risparmio nazionale, il progressivo aumento dell'avanzo esterno, dall'1,4 per cento del prodotto nel 1990 al 3,7 nel 2004, è derivato dal ristagno dell'attività di investimento, scesa nello stesso periodo dal 32,9 al 23,9 per cento del prodotto.

Nelle economie asiatiche colpite dalla crisi del 1997, la brusca contrazione degli investimenti dette luogo nell'anno successivo alla formazione di un avanzo corrente, che è andato aumentando progressivamente. Nelle economie asiatiche di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) e nei paesi dell'ASEAN-4 (Filippine, Indonesia, Malesia e Thailandia) la quota degli investimenti sul prodotto, da valori del 35-40 per cento negli anni precedenti la crisi, è scesa successivamente sotto il 25 per cento e non ha ancora mostrato segni di recupero.

In Cina, dove l'attività di investimento si è invece rafforzata dall'inizio degli anni novanta, fino a raggiungere il 45 per cento del prodotto nel 2004, l'aumento dell'avanzo corrente è da ricondurre alla crescita ancora maggiore del saggio di risparmio, salito al 50 per cento nel 2004.

Fig. A19



Fonte: FMI.

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

L'evoluzione del disavanzo corrente degli Stati Uniti ha continuato a riflettere nel 2004 quella dell'interscambio di beni, il cui saldo negativo è salito a 665 miliardi di dollari, da 548 nel 2003. Circa il 40 per cento di questo peggioramento è dovuto al rincaro delle importazioni di energia, salite da 133 a 180 miliardi.

In presenza di un valore delle importazioni superiore a quello delle esportazioni del 70 per cento, la più rapida crescita della domanda interna degli Stati Uniti (4,8 per cento) rispetto a quella dei principali mercati di sbocco (4,2 per cento) ha continuato a costituire il principale fattore dell'ampliamento dello squilibrio. A fronte di una crescita delle esportazioni, valutate a prezzi costanti, dell'8,8 per cento, quella delle importazioni è stata del 10,8 per cento, anche per effetto di una elasticità rispetto alla domanda più elevata di quella che caratterizza gli altri principali paesi.

Il deprezzamento del dollaro ha influito sulle esportazioni degli Stati Uniti, aumentate in valore del 13,2 per cento, sia sostenendone le quantità sia consentendo aumenti dei prezzi in dollari dei beni venduti all'estero. L'incremento del valore in dollari delle importazioni è stato contenuto dalla ridotta elasticità dei prezzi all'importazione alle variazioni del tasso di cambio (*exchange rate pass-through*).

Secondo stime econometriche basate sui soli beni manufatti, i cui prezzi sono in media più reattivi al tasso di cambio, l'entità dell'exchange rate pass-through, che riflette le scelte di prezzo delle imprese estere esportatrici, varia con la struttura di mercato prevalente nel paese importatore. In un mercato, come quello statunitense, dove vi sono condizioni di elevata concorrenza, gli esportatori stranieri tendono ad assorbire, attraverso una riduzione

dei propri margini unitari di profitto, circa la metà del deprezzamento del dollaro, al fine di contenere la perdita di competitività e, conseguentemente, di quote di mercato.

Nel 2004 il disavanzo degli Stati Uniti ha continuato a essere finanziato soprattutto da afflussi netti di capitali privati, aumentati a 1.078 miliardi, da 581 nel 2003 (tav. A8). È proseguita anche l'espansione degli afflussi facenti capo ad autorità ufficiali estere; questi, da 28 miliardi nel 2001, sono progressivamente aumentati nello scorso triennio, fino a 355 miliardi nel 2004 (249 nel 2003), riflettendo l'accumulo di riserve valutarie soprattutto da parte delle banche centrali dei maggiori paesi asiatici (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Come nel 2003, gli afflussi finanziari dall'estero sono consistiti principalmente in investimenti in obbligazioni sia pubbliche (483 miliardi) sia di emittenti privati (254 miliardi).

Tav. A8

STATI UNITI: CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI (1)
(miliardi di dollari)

Voci		2001	2002	2003	2004
Totale	saldo	416,1	570,2	545,8	615,5
	afflussi	782,9	768,2	829,2	1433,2
	deflussi (-)	-366,8	-198,0	-283,4	-817,7
Investimenti diretti	saldo	24,7	-62,4	-133,9	-133,0
	afflussi	167,0	72,4	39,9	115,5
	deflussi (-)	-142,3	-134,8	-173,8	-248,5
Investimenti di portafoglio	saldo	343,7	443,8	472,2	703,5
	afflussi	428,3	427,9	544,5	794,4
	deflussi (-)	-84,6	15,9	-72,3	-90,8
di cui: azioni	saldo	12,3	36,6	-63,5	-35,4
	afflussi	121,5	54,2	36,9	57,6
	deflussi (-)	-109,1	-17,6	-100,4	-93,0
titoli di debito	saldo	331,4	407,2	535,7	739,0
	afflussi	306,9	373,7	507,6	736,8
	deflussi (-)	24,5	33,5	28,1	2,2
Altri investimenti	saldo	52,6	192,6	206,0	42,1
	afflussi	187,5	268,0	244,8	523,3
	deflussi (-)	-134,9	-75,4	-38,8	-481,1
Variazioni delle riserve	saldo	-4,9	-3,7	1,5	2,8
	afflussi	-	-	-	-
	deflussi (-)	-4,9	-3,7	1,5	2,8
<i>Per memoria:</i>					
Afflussi di capitali da investitori privati		754,8	654,3	580,6	1077,9
Afflussi di capitali da autorità ufficiali straniere		28,1	114,0	248,6	355,3
di cui: Asia		20,8	92,9	228,1	280,3
Saldo del conto corrente e conto capitale		-386,8	-475,2	-533,7	-667,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis e FMI.

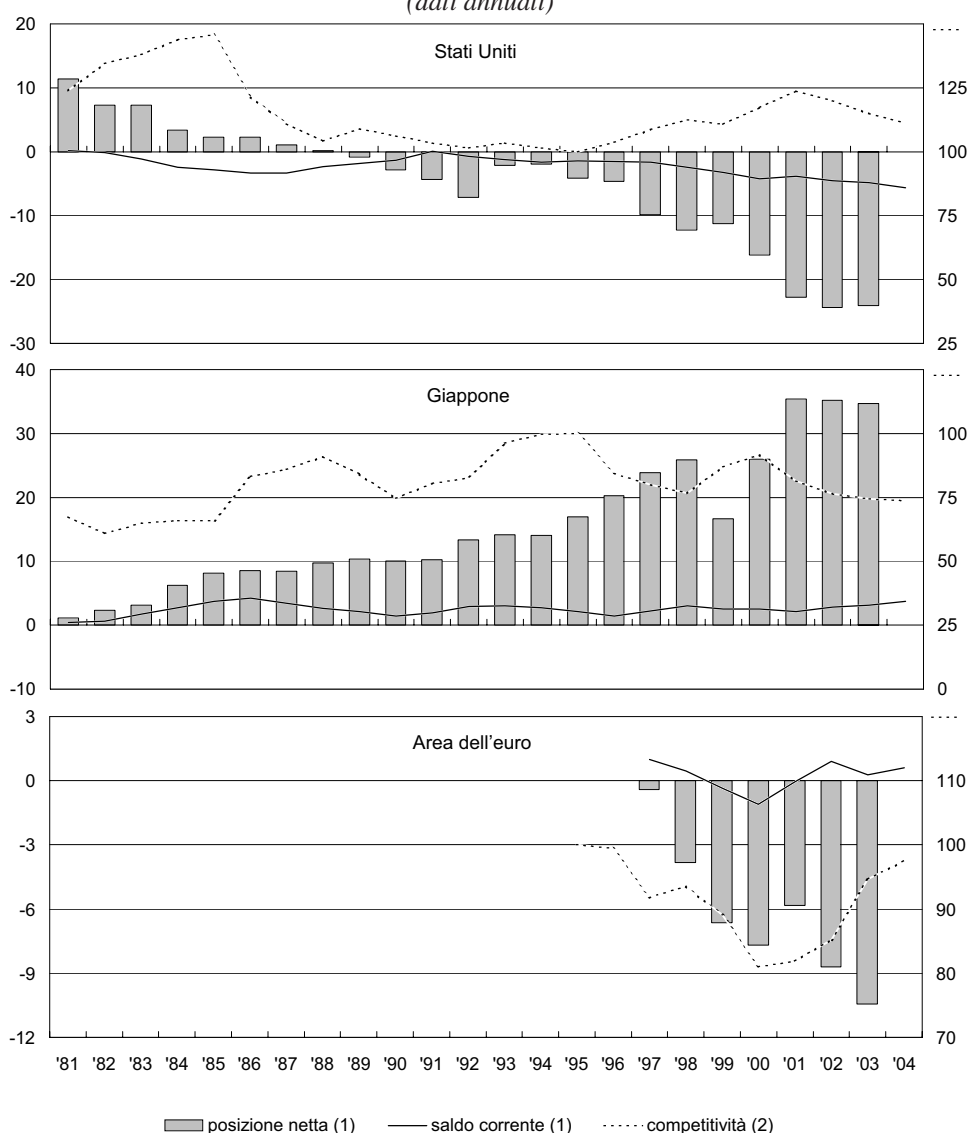
(1) Gli afflussi e i deflussi sono al netto dei disinvestimenti.

Nel 2004 si è registrato un deciso incremento dei deflussi di capitale dagli Stati Uniti: 818 miliardi contro un valore medio annuo di 283 nel triennio precedente. Oltre all'aumento di quelli per investimenti diretti all'estero (249 miliardi, da 174 nel 2003), si sono registrati ampi deflussi nel comparto degli "altri investimenti" (481 miliardi, da 39 nel 2003), in larga parte riconducibili a transazioni interbancarie, in taluni casi connesse alla ripresa internazionale dei prestiti sindacati e dell'attività di fusione.

La posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti, dal 22,8 per cento del PIL alla fine del 2001, è salita al 24,1 nel 2003 e dovrebbe essere rimasta pressoché invariata nel 2004 (fig. A20). Nell'ultimo triennio l'effetto sul debito estero statunitense determinato dai disavanzi del conto corrente è stato in larga parte compensato da quello derivante dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e passività finanziarie internazionali.

Fig. A20

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



Fonte: BCE, statistiche nazionali 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.

Nel 2002 e nel 2003 gli effetti sulla posizione netta sull'estero dovuti alle variazioni dei tassi di cambio sono divenuti nel complesso favorevoli, contrariamente a quanto avvenuto nel biennio precedente (tav. A9); gli effetti connessi con l'andamento dei prezzi dei titoli, in particolare azionari, sono stati sostanzialmente neutrali, riflettendosi in misura analoga sulle attività e sulle passività.

Nel 2002, a causa del protrarsi di una generalizzata debolezza dei mercati azionari, si è ridotto il valore sia delle attività detenute all'estero dai residenti, sia di quelle detenute negli Stati Uniti dai non residenti. Poiché il deprezzamento del cambio ha esercitato un effetto di sostegno molto più forte sul controvalore in dollari delle prime, che sono prevalentemente denominate in altre valute, la diminuzione delle seconde è risultata superiore (834 miliardi, a fronte di 597 miliardi), comportando un effetto complessivo di valutazione positivo per 237 miliardi, pari al 50 per cento del disavanzo corrente nello stesso anno.

Tav. A9

**STATI UNITI: AGGIUSTAMENTO DELLA POSIZIONE NETTA
SULL'ESTERO PER GLI EFFETTI DI VALUTAZIONE
DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE INTERNAZIONALI**
(miliardi di dollari)

Voci	2000		2001		2002		2003	
	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio	Totale (1)	di cui: dovuto ai tassi di cambio
Attività finanziarie detenute all'estero da residenti negli Stati Uniti (a)	-597	-265	-859	-164	-597	265	967	469
Attività finanziarie detenute negli Stati Uniti da non residenti (b)	-379	-31	-515	-18	-834	35	519	71
Totale (a - b)	-219	-234	-344	-146	237	230	448	398
<i>Per memoria:</i>								
Saldo del conto corrente	-413,5		-385,7		-473,9		-530,7	

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
(1) Include, oltre agli aggiustamenti dovuti alle variazioni dei prezzi e dei tassi di cambio, quelli per guadagni in conto capitale, perdite di bilancio delle consociate estere, variazioni nella copertura dei dati e altri aggiustamenti statistici.

Nel 2003, con la ripresa internazionale dei corsi azionari, si sono rivalutate sia le attività detenute all'estero dai residenti sia quelle detenute negli Stati Uniti dai non residenti; poiché il controvalore in dollari delle prime è stato ulteriormente sospinto verso l'alto dal deprezzamento del dollaro, l'effetto di rivalutazione delle attività è risultato molto superiore a quello delle passività (967 miliardi, a fronte di 519 miliardi), determinando un effetto complessivo ancora positivo e pari a 448 miliardi (84 per cento del disavanzo corrente nel 2003).

Nel 2001 il calo dei prezzi azionari aveva comportato nel complesso un effetto negativo di valutazione pari a circa 200 miliardi (circa il 50 per cento del disavanzo corrente), cui se ne era aggiunto uno di 146 miliardi (40 per cento del disavanzo corrente) dovuto all'apprezzamento del cambio. Nel 2000, l'effetto negativo di valutazione era stato di 219 miliardi, complessivamente (53 per cento del disavanzo corrente); quello dovuto all'apprezzamento del dollaro era stato di 234 miliardi.

I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti

Nel 2004 gli afflussi netti di capitali privati nei paesi emergenti si sono nettamente rafforzati, a 197 miliardi di dollari da 150 nel 2003, tornando su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi asiatica (tav. A10). Ne hanno continuato a beneficiare soprattutto i paesi dell'Asia (130 miliardi, da 56 nel 2003) e quelli dell'Europa centrale e orientale (61 miliardi, da 52 nel 2003).

Come nel 2003, i finanziamenti netti costituiti da capitali ufficiali sono risultati negativi, per 58 miliardi, in seguito alla decisione di alcuni paesi emergenti di rimborsare anticipatamente il debito nei confronti dell'FMI e della Banca Mondiale (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*).

A fronte dell'ampliamento del surplus di parte corrente e dei cospicui finanziamenti dall'estero si è intensificato l'accumulo di riserve valutarie da parte delle autorità monetarie dei paesi emergenti, salito a 519 miliardi di dollari (369 nel 2003). Esso ha riguardato per due terzi i paesi dell'Asia (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*) e, per la restante parte, i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e la Russia.

Gli investimenti diretti sono considerevolmente aumentati (186 miliardi netti, da 152 nel 2003), riflettendo la forte espansione dei profitti nei paesi industriali e il rafforzamento delle condizioni economiche di fondo in quelli emergenti.

Gli afflussi netti per investimenti diretti nei paesi asiatici, aumentati da 71 a 87 miliardi, si sono indirizzati per larga parte in Cina (da 47 a 56 miliardi), che nel 2004 è stato il secondo mercato di destinazione dopo gli Stati Uniti. Alla fine del 2002 oltre la metà delle consistenze di investimenti diretti nei paesi emergenti dell'Asia interessava il settore manifatturiero.

Gli investimenti di portafoglio, che dal 2001 registravano deflussi netti, sono tornati positivi, per 29 miliardi. L'abbondante liquidità internazionale e i bassi rendimenti nei paesi avanzati hanno stimolato gli afflussi sia nel comparto azionario sia in quello obbligazionario (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nei paesi dell'America latina gli afflussi netti di capitali privati sono rimasti su valori contenuti (13 miliardi), sostanzialmente invariati rispetto al 2003. A fronte di una ripresa degli investimenti diretti (da 35 a 45 miliardi), si sono registrati più intensi deflussi netti per investimenti di portafoglio e nel comparto degli "altri investimenti".

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale l'aumento dei finanziamenti privati ha riflesso soprattutto quello degli investimenti di portafoglio (da 7 a 25 miliardi), il cui ammontare ha superato quello degli investimenti diret-

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

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
TOTALE PAESI EMERGENTI (2)								
Capitali privati	198,4	84,8	89,1	60,8	60,9	75,8	149,5	196,6
Investimenti diretti	147,2	159,8	173,3	174,3	184,7	144,4	151,9	186,4
Investimenti di portafoglio..	60,4	42,5	69,1	20,5	-86,9	-90,0	-9,9	28,8
Altri investimenti	-9,2	-117,6	-153,3	-134,0	-36,9	21,4	7,5	-18,6
Capitali ufficiali	27,7	53,5	18,2	-42,7	1,8	8,5	-58,1	-58,0
Asia (2)								
Capitali privati	36,5	-49,9	11,8	-2,0	10,7	23,9	56,1	130,1
Investimenti diretti	55,7	56,6	67,1	67,1	54,8	52,5	70,6	87,0
Investimenti di portafoglio..	6,8	8,7	55,8	20,0	-57,6	-62,0	2,5	25,8
Altri investimenti	-26,0	-115,2	-111,1	-89,2	13,5	33,3	-17,0	17,3
Capitali ufficiali	22,7	15,4	-0,2	1,0	-6,6	-0,2	-14,4	7,0
America latina								
Capitali privati	99,6	70,8	38,7	40,5	27,8	3,3	15,2	12,7
Investimenti diretti	57,7	62,0	65,9	69,3	71,3	43,8	34,7	45,4
Investimenti di portafoglio..	29,9	25,5	1,0	1,3	-10,0	-15,5	-10,1	-14,2
Altri investimenti	12,0	-16,7	-28,2	-30,1	-33,6	-25,0	-9,5	-18,5
Capitali ufficiali	5,4	16,9	5,5	-7,4	26,4	19,8	8,7	-7,3
Africa								
Capitali privati	14,3	10,8	11,5	-1,7	7,6	6,9	12,3	11,4
Investimenti diretti	7,9	6,6	9,0	8,0	23,0	14,8	14,6	15,4
Investimenti di portafoglio..	7,4	4,3	9,1	-1,8	-7,7	-0,9	0,4	3,9
Altri investimenti	-1,1	-0,1	-6,6	-7,9	-7,7	-7,0	-2,8	-8,0
Capitali ufficiali	-4,5	2,9	1,1	-0,2	-2,6	3,8	2,8	-0,5
Medio Oriente (3)								
Capitali privati	7,9	19,1	-3,1	-2,2	4,5	-4,0	-2,4	-21,0
Investimenti diretti	8,3	10,1	4,5	3,5	6,8	4,2	11,6	8,8
Investimenti di portafoglio..	-6,8	-2,3	0,7	3,9	-2,9	-4,9	-5,1	-10,5
Altri investimenti	6,4	11,3	-8,3	-9,6	0,5	-3,3	-9,0	-19,3
Capitali ufficiali	-1,1	7,9	14,3	-33,3	-16,4	-5,5	-44,6	-49,2
Paesi dell'Europa centrale e orientale (4)								
Capitali privati	20,2	27,2	36,7	39,1	12,2	55,3	52,0	60,6
Investimenti diretti	11,6	19,2	22,6	23,9	24,2	25,1	15,1	22,1
Investimenti di portafoglio..	5,4	-1,4	5,7	3,1	0,5	1,4	7,1	24,9
Altri investimenti	3,2	9,4	8,4	12,2	-12,4	28,7	29,8	13,6
Capitali ufficiali	-3,3	0,3	-2,6	1,5	5,5	-7,6	-5,5	-6,9
Paesi dell'ex URSS (5)								
Capitali privati	19,9	6,7	-6,4	-13,0	-1,8	-9,5	16,4	2,9
Investimenti diretti	5,9	5,3	4,2	2,4	4,6	3,9	5,3	7,7
Investimenti di portafoglio..	17,6	7,7	-3,1	-6,1	-9,2	-8,2	-4,8	-1,1
Altri investimenti	-3,7	-6,3	-7,5	-9,4	2,8	-5,3	15,9	-3,7
Capitali ufficiali	8,6	10,0	0,1	-4,3	-4,5	-1,7	-5,2	-1,0
<i>Per memoria:</i>								
Variazione delle riserve (6)								
Totale paesi emergenti	-105,2	-37,4	-93,5	-121,9	-115,1	-194,4	-369,3	-518,9
di cui: Asia	-36,0	-52,9	-87,5	-61,2	-89,6	-158,4	-235,7	-344,3

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 NIEs (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan). – (3) Include Israele. – (4) Include Malta e Turchia. – (5) Include la Mongolia. – (6) Un valore negativo indica un incremento di riserve.

ti, aumentati da 15 a 22 miliardi. L'incremento maggiore ha interessato gli acquisti di obbligazioni nei dieci paesi nuovi membri della UE, che hanno tratto impulso, oltretutto da tassi di interesse relativamente elevati, anche dal rafforzamento dell'assetto istituzionale e giuridico e dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale in vista dell'adesione alla UE. Nei paesi dell'ex Unione Sovietica gli afflussi complessivi sono risultati pressoché nulli.

Nel corso degli ultimi anni i trasferimenti di fondi verso le economie emergenti da parte degli emigrati all'estero hanno assunto rilevanza crescente, divenendo la seconda fonte di finanziamento esterno dopo gli investimenti diretti (cfr. il capitolo: *La cooperazione internazionale*).

I trasferimenti degli emigrati confluiscono per larga parte in America latina e nelle economie in via di sviluppo dell'Asia. In termini assoluti, i paesi che tra il 1990 e il 2003 hanno ricevuto gli afflussi più intensi sono stati l'India, il Messico e le Filippine; rapportati al prodotto, tali afflussi risultano invece particolarmente elevati nei paesi più piccoli e più poveri.

Le rimesse dei lavoratori emigrati si caratterizzano per una bassa variabilità, sia in media sia in occasione di crisi di bilancia dei pagamenti, e per una sostanziale aciclicità, persino rispetto agli investimenti diretti, la componente più stabile dei flussi di capitale (tav. A11). Queste caratteristiche, insieme al fatto che le rimesse rappresentano flussi di valuta pregiata, conferiscono potenzialmente a questa componente un ruolo di stabilizzazione della dinamica del conto corrente delle economie emergenti.

Tav. A11

**VARIABILITÀ E CICLICITÀ DELLE RIMESSE DEI LAVORATORI EMIGRATI
E DEGLI AFFLUSSI NETTI DI INVESTIMENTI DIRETTI**

Indicatori	Rimesse dei lavoratori emigrati (crediti)	Afflussi netti di investimenti diretti
Variabilità (1)	0,65	2,08
Correlazione con il ciclo (2)	0,03	0,12
Livello mediano in percentuale del PIL (3)		
nell'anno precedente a un <i>current account reversal</i>	1,4	1,4
nell'anno del <i>current account reversal</i>	1,4	1,1
nell'anno successivo a un <i>current account reversal</i>	1,7	0,9
Livello medio in percentuale del PIL (3)		
nell'anno precedente a un <i>current account reversal</i>	3,1	2,4
nell'anno del <i>current account reversal</i>	3,5	1,6
nell'anno successivo a un <i>current account reversal</i>	3,3	1,4

Fonte: elaborazioni su dati FMI relativi a un campione di circa 100 paesi emergenti per gli anni 1976-2003.

(1) Media semplice del rapporto tra la deviazione standard e la media dei dati annuali per paese. – (2) Coefficiente di correlazione con il tasso di crescita del PIL pro capite del paese ricevente. – (3) Un *current account reversal* è definito come una riduzione di un disavanzo del conto corrente di almeno 5 punti percentuali del PIL e di almeno il 50 per cento in un anno.

I risultati di una ricerca empirica condotta su un ampio campione di paesi emergenti mostrano che un elevato livello delle rimesse degli emigrati contribuisce a ridurre la probabilità di una correzione drastica di un disavanzo di conto corrente (current account reversal). In particolare, il legame positivo tra una riduzione delle riserve valutarie o un aumento del debito estero, da un lato, e la probabilità di un current account reversal, dall'altro, risulta più debole in presenza di elevati flussi di rimesse in entrata. L'evidenza econometrica indica anche l'esistenza di un effetto di soglia, per cui il ruolo stabilizzatore delle rimesse appare particolarmente significativo quando esse superano il 4 per cento del PIL. Questi risultati suggeriscono l'opportunità di incentivare le rimesse, intensificando, a livello internazionale, gli sforzi finalizzati a ridurre i costi e i rischi associati ai trasferimenti di fondi da parte degli emigrati nei paesi di origine.

LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

L'assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale

Nel 2004 il Fondo monetario internazionale ha approvato dodici programmi di assistenza finanziaria, per 1,3 miliardi di DSP (2,1 miliardi di dollari), poco più di un decimo dell'ammontare del 2003. I principali beneficiari sono stati il Perù e la Romania; la parte rimanente è stata in prevalenza erogata a paesi a basso reddito. Nei primi tre mesi del 2005 sono stati approvati ulteriori quattro programmi per un importo di 0,5 miliardi di DSP. Tutti i finanziamenti si sono generalmente mantenuti entro i normali limiti di accesso alle risorse dell'FMI (pari al 100 e al 300 per cento della quota di partecipazione su base, rispettivamente, annua e cumulata).

Lo stock di crediti dell'FMI si è ridotto notevolmente, a causa degli ingenti rimborsi netti effettuati dalla Russia (2,6 miliardi di DSP), dal Brasile (1,9 miliardi), dalla Turchia (1,6 miliardi) e dall'Argentina (1,6 miliardi). Alla fine di marzo 2005 tale stock era pari a 50,3 miliardi di DSP (78,2 miliardi di dollari), 14,7 miliardi in meno rispetto alla fine del 2003. Questo ha contribuito all'aumento della capacità di erogare nuovi crediti entro i prossimi 12 mesi (*forward commitment capacity*), passata da 54,2 a 93,8 miliardi di DSP grazie anche alla fine del programma con il Brasile e all'inclusione del rublo tra le valute utilizzabili nelle operazioni di finanziamento, decisa nel marzo 2005 dopo il rimborso anticipato dei residui debiti verso l'FMI da parte della Russia.

La concentrazione geografica dei crediti dell'FMI è salita ulteriormente, raggiungendo i livelli più elevati degli ultimi venticinque anni. Alla fine di marzo 2005, i primi cinque paesi prenditori (nell'ordine: Brasile, Turchia, Argentina, Indonesia e Uruguay) rappresentavano l'88,5 per cento dei crediti in essere. Il fenomeno riflette il prolungato ricorso ai prestiti del Fondo da parte di alcuni paesi membri; in prospettiva, esso costituisce il maggior fattore di rischio patrimoniale e reddituale per l'FMI. Dai Ministri finanziari e dai Governatori delle banche centrali del Gruppo dei Dieci è venuta la sollecitazione a rafforzare la posizione finanziaria del Fondo, in particolare con il rispetto più puntuale delle misure correttive richieste ai paesi prenditori e l'introduzione di nuovi incentivi finanziari per stimolare il tempestivo rimborso dei prestiti e ridurre l'incidenza del rinnovo dei programmi dell'FMI. Inoltre, l'Independent Evaluation Office dello stesso FMI ha proposto di formulare esplicite "strategie di uscita" dalla tutela finanziaria del Fondo sin dalla fase iniziale dell'approvazione dei programmi.

Nell'ultimo biennio, l'FMI ha gestito con modalità ed esiti diversi le strategie di uscita dalla propria tutela finanziaria dei tre maggiori paesi debitori (Brasile, Turchia e Argentina). In questi casi il Fondo ha teso a rinnovare, ancorché in misura parziale, crediti già superiori ai normali limiti di accesso e, quindi, a mantenere un'elevata esposizione verso paesi membri per un periodo di tempo più esteso di quanto previsto inizialmente. Data l'assenza di una vera e propria crisi dal lato dei movimenti di capitale della bilancia dei pagamenti, l'approvazione dei relativi programmi è stata giustificata invocando la cosiddetta clausola delle circostanze eccezionali (*exceptional circumstances clause* – ECC). I casi in questione differiscono in merito alla formulazione di misure correttive da parte dell'FMI e alla realizzazione delle stesse da parte del paese debitore.

La ECC fu introdotta nel 1983, e utilizzata occasionalmente negli anni successivi. La clausola è rimasta in vigore nonostante l'approvazione delle nuove regole che dal 2003 disciplinano l'entità dei finanziamenti dell'FMI (access policy). Essa consente l'erogazione di crediti di entità elevata anche in mancanza di pressioni eccezionali dal lato dei movimenti di capitale (uno dei requisiti previsti dall'access policy).

L'ultimo programma (Stand-by Arrangement) approvato dall'FMI in favore del Brasile è stato avviato nel settembre del 2002 (22,8 miliardi di DSP). Da allora il paese ha beneficiato di un'estensione dello stesso per altri quindici mesi e di ulteriori finanziamenti per 4,6 miliardi di DSP, concessi in riconoscimento dei progressi compiuti nella realizzazione delle misure correttive richieste. Dei complessivi 27,4 miliardi messi a disposizione, solo 17,2 sono stati effettivamente utilizzati dal Brasile, in conformità con l'impegno di non ricorrere alle risorse dell'FMI se non in caso di reale necessità. Il programma è terminato il 31 marzo scorso e le autorità brasiliane non ne hanno richiesto il rinnovo. L'esposizione del Fondo nei confronti del paese, pari al 530 per cento della quota alla fine del 2004, dovrebbe ridursi gradualmente ed estinguersi nel 2007; a partire da quell'anno, i rapporti tra il Fondo e il Brasile continuerebbero nella forma della normale attività di sorveglianza prevista dall'articolo IV dello Statuto.

Per quanto riguarda la Turchia, lo Stand-by Arrangement del febbraio 2002 (12,8 miliardi di DSP) prevedeva un regime di cambio più flessibile, il rafforzamento del sistema bancario e finanziario e alcune riforme della spesa pubblica e della tassazione. Tali misure miravano a garantire la sostenibilità del debito pubblico nel medio termine attraverso il conseguimento di un avanzo primario pari al 6,5 per cento del PNL. Nella seconda metà del 2004 il disavanzo di parte corrente del paese si è ampliato; ciò ha generato il timore che i flussi di capitale esteri fossero insufficienti a finanziarlo nei mesi successivi e ha accresciuto le preoccupazioni di una nuova crisi legata alla vulnerabilità strutturale del debito pubblico turco (per metà denominato in valute estere o a esse indicizzato, e con una scadenza media pari a poco più di dodici mesi). Alla luce di questi fatti, nel maggio 2005 le autorità hanno concordato con il Fondo un nuovo programma, per 6,7 miliardi di DSP. Fermo restando il completamento delle riforme già avviate, esso prevede, nel periodo 2005-07, il mantenimento di un avanzo pubblico primario pari al 6,5 per cento del PNL, una riduzione del debito pubblico di dieci punti percentuali del prodotto e il contenimento del disavanzo previdenziale all'attuale 4,5 per cento del PNL; questo dovrebbe ridursi di un punto entro la fine del decennio. Inoltre, le autorità si sono impegnate ad adeguare il sistema di vigilanza bancaria agli standard della UE e ad ammodernare l'amministrazione tributaria. Infine, l'FMI ha

concesso un'estensione di dodici mesi dei rimborsi in scadenza nel 2006, pari a 2,5 miliardi di DSP. Le autorità si sono impegnate a non effettuare prelievi qualora le condizioni della bilancia dei pagamenti dovessero rivelarsi più favorevoli. L'esposizione del Fondo verso la Turchia, pari al 1.436 per cento della relativa quota alla fine del 2004, si riporterà a livelli normali (sotto il 300 per cento) solo a partire dal 2009.

Nel settembre 2003 l'FMI aveva approvato un programma triennale in favore dell'Argentina, pari a quasi 9 miliardi di DSP, e concesso un'estensione di dodici mesi dei rimborsi all'FMI di crediti preesistenti per un totale di 1,7 miliardi di DSP. Le prime due tranche del prestito sono state erogate, rispettivamente, nel gennaio e marzo 2004; la terza non è ancora stata resa disponibile, a causa della mancata realizzazione, da parte del paese, delle misure strutturali richieste dal Fondo, e della perdurante assenza di un accordo con i creditori per la ristrutturazione del debito (cfr. il paragrafo successivo).

La prevenzione e risoluzione delle crisi finanziarie internazionali

La sorveglianza dell'FMI. – Al termine del tradizionale esame biennale della sorveglianza, il Consiglio di amministrazione del Fondo ha confermato la centralità di tale attività ai fini di prevenzione delle crisi e di stabilità del sistema monetario internazionale, e ha individuato le principali aree di intervento per rafforzare l'azione del Fondo.

Le priorità sono: (a) una maggiore selettività nei confronti dei paesi che rivestono particolare rilevanza sistemica e degli aspetti più delicati della loro politica economica; (b) il regime di cambio; (c) l'integrazione economico-finanziaria regionale; (d) l'affinamento delle analisi di sostenibilità del debito e un più attento esame del settore finanziario; (e) un dialogo più intenso con le autorità nazionali; (f) una valutazione sistematica dell'efficacia delle misure correttive attuate dai paesi membri.

È proseguita, da parte dei paesi membri dell'FMI, l'approntamento di rapporti sull'osservanza di standard e di codici di buona condotta (*Report on the Observance of Standards and Codes – ROSC*) in ambito statistico, finanziario e di politica economica.

Alla fine di marzo 2005 l'FMI aveva completato 624 ROSC per 110 paesi. Si è altresì intensificata la partecipazione dei paesi ai programmi di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program – FSAP*): alla fine di marzo, 88 paesi avevano completato il programma (27 in più rispetto a dodici mesi prima); altri 14 FSAP erano in corso di svolgimento (fra i quali quello per l'Italia) e 16 nuovi paesi avevano annunciato l'intenzione di parteciparvi.

Il Financial Stability Forum. – L'attività di sorveglianza dell'FMI sui paesi di rilevanza sistemica si integra con quella del Financial Stability Forum (FSF), che svolge un'importante funzione nell'individuare i principali elementi di vulnerabilità nel sistema finanziario internazionale.

In occasione delle riunioni del settembre 2004 a Washington e del marzo 2005 a Tokyo il FSF ha individuato i maggiori fattori di rischio macroeconomico nel persistere degli squilibri globali della bilancia dei pagamenti, nel temuto rallentamento dell'economia cinese e nell'elevato prezzo del petrolio. Ci si è anche soffermati sulle quotazioni, ritenute eccessive, delle attività immobiliari e sul crescente rischio finanziario gravante sulle famiglie in alcuni paesi industrializzati. Dal punto di vista strutturale sono stati messi in evidenza i rischi derivanti dal rapido sviluppo degli hedge fund e dalla rilevanza sistemica che tale fenomeno sta assumendo.

Alla fine del 2004 l'FMI ha completato 39 dei 42 esercizi di valutazione delle attività dei centri off shore, previsti sulla base della lista pubblicata nel 2000. Tali esercizi hanno rilevato significativi sforzi di riforma nella maggior parte delle giurisdizioni considerate. In alcune, tuttavia, permangono problemi in riferimento al rispetto degli standard internazionali con particolare riguardo alla cooperazione transfrontaliera, allo scambio di informazioni e all'adeguatezza delle risorse a disposizione delle autorità di vigilanza (cfr. la sezione E: L'attività di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari).

I principi in materia di ristrutturazione del debito sovrano. – Sono proseguiti sotto l'egida del Gruppo dei Venti (G20) i lavori, avviati nel 2002 dalla Banca di Francia e dall'Institute of International Finance, volti a predisporre un "codice di condotta" di carattere volontario che dovrebbe guidare i comportamenti dei creditori e dei debitori nel processo di ristrutturazione del debito sovrano. Un gruppo composto da rappresentanti del settore privato e da alcuni tra i maggiori paesi debitori (Brasile, Corea, Messico e Turchia) ha concordato, nel novembre 2004, un insieme di condizioni che si ispirano a quattro criteri di natura generale: trasparenza e scambio tempestivo di informazioni; stretta cooperazione tra le parti, volta a evitare l'insolvenza anche attraverso il rinnovo, da parte dei creditori, del debito a breve termine e la parziale continuazione, da parte del debitore, del servizio sul debito stesso; comportamento in buona fede del debitore durante i negoziati, la cui verifica rimane affidata all'FMI; parità di trattamento di tutti i creditori. L'accordo è stato valutato favorevolmente dal G20, ma non è ancora stato sottoscritto da alcune associazioni del settore privato e da importanti paesi debitori (tra i quali l'Argentina). In occasione dei recenti incontri primaverili a Washington, l'International Monetary and Financial Committee (IMFC) ha incoraggiato la comunità internazionale a compiere ulteriori sforzi per affinare l'accordo e ampliare il consenso attorno a esso.

Le clausole di azione collettiva. – Negli ultimi mesi è proseguita la diffusione delle clausole di azione collettiva (CAC) per i titoli emessi da paesi emergenti. Tali clausole consentono a una maggioranza qualificata di creditori di apportare modifiche alle condizioni del prestito vincolanti per tutti i detentori dei titoli e prevengono azioni legali da parte di creditori individuali nel processo di ristrutturazione del debito.

Nel periodo gennaio 2004 – marzo 2005 i paesi emergenti hanno effettuato, soprattutto sulla piazza di New York, 93 nuove emissioni internazionali di titoli di debito sovrano

contenenti CAC, 13 in più rispetto a quelle effettuate nei quindici mesi precedenti. Secondo stime dell’FMI, alla fine di marzo 2005 il valore nominale dei titoli di paesi emergenti contenenti tali clausole era pari a 292 miliardi di dollari, il 44 per cento di quelli complessivamente emessi da quei paesi. Sotto il profilo tecnico, le CAC utilizzate dai paesi emittenti sotto la giurisdizione di New York sono risultate in linea con le raccomandazioni del G10. Attualmente l’Italia è l’unico paese avanzato ad aver utilizzato queste clausole nei propri titoli di Stato denominati in valuta ed emessi all’estero; l’ammontare di tali titoli emessi tra settembre 2003 e la prima metà di maggio 2005 è stato pari a 19,7 miliardi di dollari.

La ristrutturazione del debito argentino e il contenzioso legale tra creditori e debitori. – Il 14 gennaio 2005 l’Argentina ha lanciato un’offerta pubblica di scambio sui titoli del debito sovrano in *default* dalla fine del 2001 (pari a 81,8 miliardi di dollari, di cui 2,1 relativi a interessi maturati fino al 31 dicembre di quell’anno ma non corrisposti). Nel corso dell’offerta di scambio il parlamento argentino ha approvato una nuova legge che impedisce la riapertura dell’offerta.

L’offerta, chiusa formalmente il 25 febbraio scorso, prevede lo scambio dei vecchi *bonds* con tre categorie di nuovi titoli (*par*, *discount* e *quasi-par*), per 35,2 miliardi di dollari, con una perdita media per i detentori pari al 75 per cento del valore attuale netto dei titoli preesistenti. Secondo i dati diffusi dalle autorità argentine, il tasso di adesione all’offerta è stato del 76,2 per cento in termini di valore, quota inferiore a quella osservata in precedenti casi di ristrutturazione (93-99 per cento). La partecipazione dei detentori residenti in Argentina avrebbe oltrepassato il 95 per cento; quella dei non residenti sarebbe risultata notevolmente inferiore (66-70 per cento, inclusi gli argentini residenti all’estero). Secondo le autorità, in conseguenza del completamento dell’offerta di scambio, il debito del governo federale è sceso dal 124,0 al 72,4 per cento del PIL: esso aumenterebbe all’86,6 per cento qualora si considerassero gli arretrati nei confronti dei creditori privati che non hanno aderito all’offerta di scambio e gli interessi maturati ma non corrisposti a tutti i detentori di titoli (pari, rispettivamente, a 19,6 e a 5,0 miliardi di dollari).

La ristrutturazione del debito argentino si è associata a un’ondata di azioni legali senza precedenti nella storia delle insolvenze dei debitori sovrani, dati l’ampiezza del novero di creditori e l’atteggiamento di chiusura delle autorità verso un negoziato effettivo con la controparte.

In occasione degli incontri primaverili di Washington, il Gruppo dei Sette (G7) e l’IMFC hanno invitato l’Argentina a risolvere il problema degli arretrati di pagamento nei confronti dei detentori di titoli che non hanno aderito all’offerta di scambio (i cosiddetti *holdouts*), in conformità con le linee guida del *lending into arrears* dell’FMI.

La politica del lending into arrears regola la concessione di finanziamenti dell’FMI a paesi membri con arretrati di pagamento nei confronti di creditori privati. Tale

concessione deve avere carattere eccezionale e soddisfare due requisiti fondamentali: (a) il sostegno dell’FMI deve ritenersi essenziale per la realizzazione delle misure correttive richieste al paese debitore; (b) il paese in questione deve cooperare in buona fede con i propri creditori per raggiungere un accordo sulla ristrutturazione del debito. In assenza di reali progressi nei negoziati sull’accordo, i finanziamenti dell’FMI devono rimanere vincolati alla realizzazione, da parte del paese debitore, delle misure di aggiustamento richieste e formulate autonomamente dal Fondo.

Oltre all’Argentina, casi recenti di ristrutturazione debitoria, di dimensioni assai più contenute, hanno riguardato Repubblica Dominicana, Antigua e Barbuda, Dominica, Grenada e Serbia-Montenegro. Secondo l’FMI, in tutti questi casi il principio della buona fede nei negoziati con i creditori sarebbe stato rispettato.

In merito al contenzioso nei confronti di Stati insolventi, vanno segnalati la recente evoluzione della legislazione belga e la tendenza in atto nella giurisdizione di New York, entrambe volte a evitare interpretazioni cosiddette “estensive” della clausola del *pari passu*.

La clausola, tradizionalmente inclusa nei prospetti informativi dei titoli sovrani, è volta ad assicurare la parità di trattamento dei creditori. Secondo una prevalente interpretazione in senso restrittivo, essa mirerebbe esclusivamente a mantenere inalterata la priorità relativa (seniority) dei vari creditori verso i beni del debitore; secondo l’interpretazione estensiva, accolta nel 2000 proprio da un tribunale belga in una decisione a favore dei creditori, la clausola consentirebbe agli holdouts di bloccare i pagamenti del debitore verso creditori terzi, nell’ipotesi che questi debbano avvenire pro rata.

L’utilizzo del *pari passu* come strumento per forzare l’esecuzione di contratti obbligazionari sovrani in *default* ha avviato un intenso dibattito sui termini della corretta applicazione della clausola e ha determinato una reazione delle autorità degli Stati Uniti e del Belgio contro l’interpretazione estensiva della stessa, allo scopo di evitare le potenziali ripercussioni negative sul regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli (Fedwire, CHIPS ed Euroclear). Come conseguenza di tali iniziative, per gli *holdouts* si sono ulteriormente accresciute le difficoltà a recuperare il valore dei propri crediti in fase esecutiva.

*Nel gennaio 2004, la Federal Reserve Bank di New York, che regola e gestisce il sistema dei pagamenti Fedwire, e la Clearing House Association di New York, che riunisce le principali banche commerciali fornitrici di servizi di pagamento e regolamento e amministra il sistema di pagamenti interbancari CHIPS, hanno presentato alla Corte distrettuale del Southern District di New York istanze contro l’interpretazione estensiva del *pari passu*, nell’ambito della causa intentata contro la Repubblica Argentina da EM Ltd. e da Macrotecnic International Corporation (due fondi di investimento localizzati, rispettivamente, alle Isole Cayman e a Panama). Nel dicembre 2004 il parlamento belga ha emendato in questo senso l’articolo 9 della legge del 28 aprile 1999; tale legge aveva recepito la Direttiva europea 98/26/EC sulla definitività del regolamento nei sistemi di pagamento e di regolamento delle transazioni in titoli.*

Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento allo sviluppo

La lotta alla povertà. – Nel corso dell'ultimo quinquennio l'impegno della comunità internazionale nella lotta alla povertà ha trovato un quadro di riferimento più preciso negli Obiettivi di sviluppo del Millennio e nella strategia di Monterrey.

I principali obiettivi di sviluppo, approvati dall'Assemblea generale delle Nazioni Unite nel 2000 (Dichiarazione del Millennio) e riferiti al 2015, riguardano il dimezzamento della quota di persone che vivono in estrema povertà, l'accesso generalizzato all'istruzione primaria, la riduzione della mortalità infantile, la salvaguardia delle risorse ambientali e la lotta alle principali malattie infettive (AIDS, malaria, tubercolosi).

La strategia di Monterrey è stata concordata dai Capi di Stato e di Governo in occasione della Conferenza internazionale sul finanziamento allo sviluppo promossa dalle Nazioni Unite e svoltasi in quella città nel marzo 2002. Essa si prefigge di mobilitare le risorse finanziarie necessarie per il raggiungimento dei citati obiettivi di sviluppo. La strategia coinvolge, dal lato dei donatori, i paesi avanzati e le istituzioni finanziarie internazionali (FMI, Banca Mondiale e banche multilaterali di sviluppo) e, dall'altro, i paesi in via di sviluppo, ai quali si richiede un più attento utilizzo degli aiuti attraverso appropriate riforme istituzionali e politiche macroeconomiche orientate alla stabilità e al miglioramento delle condizioni di vita dei meno abbienti.

La Banca Mondiale e l'FMI predispongono con cadenza annuale un rapporto che fornisce una valutazione dello stato di avanzamento delle iniziative, al fine di individuare gli scostamenti rispetto agli Obiettivi, di attribuirne le responsabilità e di individuare le necessarie misure correttive.

Secondo le valutazioni più recenti, è improbabile che gli Obiettivi siano pienamente raggiunti nei tempi previsti, in particolare quelli non legati alle condizioni reddituali; il ritardo differirà in misura rilevante da regione a regione.

Il rischio di fallimento è particolarmente elevato per l'obiettivo relativo alle condizioni sanitarie. Il numero di persone colpite dall'AIDS continua a crescere: circa due terzi dei 39 milioni di persone complessivamente affette dalla malattia risiedono in Africa; nei paesi subsahariani una persona su tre risulta contagiata. I casi di malaria, seconda causa di morte per malattia dopo l'AIDS, sono stimati tra i 300 e i 500 milioni all'anno, con 1,2 milioni di decessi. Solo nei paesi che hanno avviato massicci programmi di prevenzione (Brasile, Eritrea, Etiopia, Kenya, Senegal e Thailandia) le epidemie sono tenute sotto controllo e il numero di malati si è ridotto. Sul fronte dell'istruzione sono stati ottenuti maggiori progressi, anche se l'obiettivo dell'accesso generalizzato all'istruzione primaria non potrà essere raggiunto in alcune aree. Sviluppi più incoraggianti, ancorché non pienamente adeguati, si sono registrati sui fronti della mortalità infantile e dell'accesso all'acqua potabile. Le prospettive appaiono promettenti solo con riferimento alla riduzione della povertà in termini di reddito, principalmente grazie agli elevati tassi di crescita della Cina e dell'India; per i paesi dell'Africa sub-sahariana, invece, tale obiettivo non appare raggiungibile nei tempi previsti.

Il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo è legato alla capacità delle istituzioni e dei soggetti interessati di intensificare la propria azione. In particolare, i paesi in via di sviluppo devono migliorare la qualità delle politiche macroeconomiche e degli assetti istituzionali; i paesi sviluppati, dal canto loro, sono chiamati ad aprire maggiormente i propri mercati alle esportazioni dei paesi poveri e a incrementare gli aiuti ufficiali, migliorandone nel contempo l'allocazione e l'efficacia.

Nel 2003 i flussi mondiali di aiuti a prezzi correnti sono stati pari a 69 miliardi di dollari, 10,7 miliardi in più rispetto all'anno precedente. A prezzi e cambi costanti, l'aumento è stato pari ad appena 2,9 miliardi di dollari. In rapporto al PNL dei paesi donatori, gli aiuti ufficiali sono stati pari allo 0,25 per cento, ben al di sotto dello 0,7 per cento che gli esperti della Banca Mondiale giudicano necessario per raggiungere gli Obiettivi. L'incremento degli aiuti è quasi totalmente attribuibile a interventi di emergenza relativi a calamità naturali, alla cancellazione di debiti pregressi e a iniziative di assistenza tecnica; permane elevata la quota allocata in base agli interessi geopolitici dei principali donatori.

I meccanismi innovativi di finanziamento dello sviluppo e l'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries). – Dati i vincoli del bilancio pubblico nei paesi donatori, nell'ultimo biennio si sono moltiplicate le proposte volte a individuare nuovi meccanismi di finanziamento dello sviluppo, al fine di accrescere il livello degli aiuti e ridurne la variabilità.

Tra le proposte in discussione, occupa una posizione preminente la International Finance Facility (IFF) avanzata nel 2003 dal Regno Unito. La IFF si prefigge di accelerare per gli anni a venire l'erogazione degli aiuti già annunciati dai paesi donatori, attraverso l'emissione sui mercati internazionali dei capitali di titoli garantiti dai donatori. Il ricavato delle emissioni, pari a circa 50 miliardi di dollari annui fino al 2015, verrebbe distribuito sulla base di criteri prestabiliti tra paesi beneficiari mediante l'utilizzo dei canali ufficiali esistenti, bilaterali e multilaterali.

È inoltre in fase di avvio la International Finance Facility for Immunization (IFFIm), progetto pilota lanciato dal Regno Unito e dalla Francia in collaborazione con il GAVI (Global Alliance for Vaccines and Immunization). L'iniziativa, disegnata sul modello della IFF, si propone di raccogliere 4 miliardi di dollari nel periodo 2005-2015, raddoppiando le risorse disponibili per un piano di vaccinazione nei paesi più poveri.

Secondo altre proposte, tra le quali il Rapporto Landau commissionato dal governo francese, il finanziamento degli aiuti potrebbe essere realizzato mediante il ricorso alla tassazione internazionale: l'imposizione potrebbe riguardare le transazioni finanziarie internazionali, il commercio internazionale di armi, i profitti delle imprese multinazionali, i viaggi aerei, le emissioni di gas inquinanti. Si tratta, tuttavia, di ipotesi ancora controverse, a causa di talune implicazioni negative sul piano dell'efficienza economica e dell'equità, ma soprattutto delle difficoltà politiche di realizzazione. Fra le questioni

irrisolte vi è il problema dell'assetto legale e istituzionale più appropriato, nonché quello dei canali attraverso cui convogliare i proventi raccolti.

Consistenti progressi sono stati ottenuti con riferimento all'iniziativa HIPC, che prevede la riduzione del debito dei paesi poveri con elevato onere debitorio: 27 dei 38 paesi potenzialmente beneficiari hanno raggiunto il cosiddetto "punto di decisione" e quindi sono stati ufficialmente riconosciuti idonei alla cancellazione del debito; di questi, 15 hanno superato anche il "punto di completamento", ossia il momento in cui i creditori provvedono all'irrevocabile cancellazione dell'intero ammontare di debito stabilito in corrispondenza del punto di decisione. Per i paesi che hanno raggiunto il punto di decisione, nel 2006 l'onere del servizio del debito in rapporto alle entrate fiscali risulterà più che dimezzato rispetto al 1999, anno di avvio dell'iniziativa; nella maggior parte di tali paesi si è già osservato un aumento della spesa pubblica direttamente collegata agli Obiettivi di sviluppo.

Sono attualmente all'esame della comunità internazionale ulteriori proposte per estendere la cancellazione del debito agli altri paesi potenzialmente beneficiari dell'iniziativa HIPC e ad altri paesi poveri, sia attraverso il reperimento di nuove risorse finanziarie, sia mediante la revisione dei requisiti per accedere all'iniziativa. È, tuttavia, necessario che tali risorse siano realmente aggiuntive, e non vengano reperite dirottando i fondi destinati all'incremento degli aiuti ufficiali.

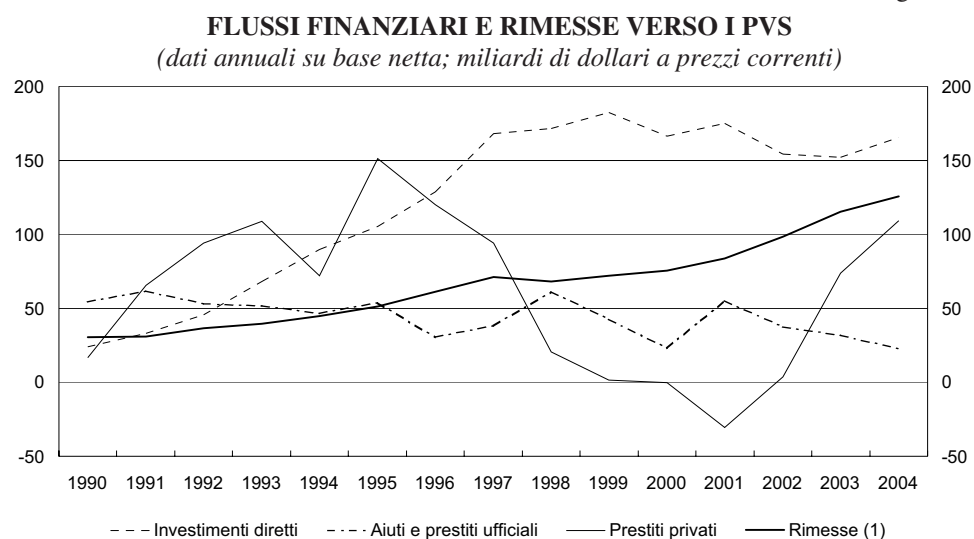
Le rimesse dei lavoratori emigrati. – Secondo stime della Banca Mondiale, nel 2004, le rimesse in patria dei lavoratori emigrati dai PVS sarebbero state pari a 126 miliardi di dollari, più di cinque volte l'ammontare di risorse messo a disposizione di quei paesi dal settore ufficiale (istituzioni finanziarie internazionali e paesi donatori; fig. A21).

Si stima che gli ammontari effettivi delle rimesse siano significativamente più elevati rispetto a quelli riportati nelle statistiche ufficiali, a causa del diffuso utilizzo di canali di trasferimento informali. Sussistono, inoltre, alcune discrepanze nei dati forniti dai paesi di destinazione e di origine delle rimesse, a causa di procedure ancora non sufficientemente accurate o non omogenee. Alcuni gruppi internazionali, ai quali partecipano anche le Nazioni Unite, l'FMI e l'OCSE, stanno lavorando a una più coerente definizione degli aggregati e all'armonizzazione delle metodologie di rilevazione.

Gli elevati livelli e la contenuta variabilità possono rendere le rimesse uno strumento importante per finanziare lo sviluppo dei paesi di destinazione. Esse rappresentano risorse aggiuntive disponibili per accrescere i consumi e gli investimenti. Inoltre, hanno un ruolo determinante nell'attenuazione del vincolo esterno dei paesi caratterizzati da persisten-

ti disavanzi commerciali e privi di accesso ai mercati internazionali dei capitali (cfr. il capitolo: *I flussi commerciali e finanziari internazionali*). Ulteriori effetti benefici possono derivare dal miglioramento del capitale umano, nella misura in cui i proventi delle rimesse siano destinati al finanziamento delle spese sanitarie e per l'istruzione. Le autorità dei paesi di provenienza e di destinazione delle rimesse dovrebbero, pertanto, perseguire due obiettivi complementari: facilitare il trasferimento internazionale dei fondi e incoraggiarne l'investimento in attività produttive da parte dei beneficiari.

Fig. A21



Fonte: Banca Mondiale, Global Development Finance 2005.

(1) Somma algebrica dei saldi netti di tre voci di bilancia dei pagamenti collegate con la mobilità internazionale del lavoro: "rimesse", "redditi da lavoro" e "trasferimenti di emigrati" (quest'ultima voce è inclusa nei trasferimenti in conto capitale).

Nello scorso giugno il Gruppo degli Otto (G8) ha avviato una serie di iniziative orientate ad agevolare i trasferimenti di rimesse. In particolare, si intende accrescere l'accesso degli immigrati ai servizi bancari e finanziari e promuovere strumenti innovativi di trasferimento dei fondi; incrementando il grado di concorrenza sul mercato dei servizi di trasferimento delle rimesse, tali strumenti potranno contribuire a ridurre significativamente i costi, ancora elevati. È inoltre in via di definizione, con il coordinamento della Banca Mondiale e della Banca dei regolamenti internazionali, un insieme di principi guida per i servizi di trasferimento delle rimesse (cfr. la sezione H: *La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento*). A loro volta, al fine di massimizzare l'impatto delle rimesse sulla crescita economica, i paesi riceventi sono chiamati ad accelerare i processi di riforma, rafforzare i sistemi bancari e finanziari, migliorare gli assetti giuridici e istituzionali, rendendoli più favorevoli agli investimenti privati.